



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT2013

Kapitalstruktur i familjeföretag

- en studie av ägarstrukturens inverkan på kapitalstruktur

Författare:

Niklas Bengtsson

Victor Berg

Lina Svensson

Handledare:

Jens Forssbaeck

Innehåll

SAMMANFATTNING

ABSTRACT

1	INLEDNING	1
1.1	Bakgrund	1
1.2	Problematisering	3
1.3	Syfte och frågeställningar	5
1.4	Avgränsningar och tillvägagångssätt	5
1.5	Hanteringen av anglicismer	6
2	PRAKTISK REFERENSRAM	7
2.1	Diskussion om familjeäggande	7
2.1.1	Inledande om definition av familjebolag	7
2.1.2	Något om problemet med stiftelseäggande	9
2.1.3	Den praktiska hanteringen av familjebolagsurvalet	10
2.1.4	Familjedynastier	10
2.2	Hävstångseffekten	11
2.3	Institutionella miljön	12
2.3.1	Inledning	12
2.3.2	De främsta institutionella faktorerna	12
2.3.3	Institutionella faktorer i Sverige	15
3	TEORETISK REFERENSRAM	17
3.1	Kapitalstrukturteorier	17
3.1.1	Irrelevanspropositionen	17
3.1.2	Trade off-teorier	18
3.1.3	Pecking order-teorier	19
3.2	Generella teorier relaterade till familjekontrollerade företag	20
3.3	Agentteorier	22
3.3.1	Inledning	22
3.3.2	Agentkonflikten mellan aktieägare och bolagsledning	22
3.3.3	Agentkonflikten mellan majoritets- och minoritetsägare	23
3.3.4	Agentkonflikten mellan aktieägarkollektivet och långgivare	24
3.3.5	Familjers kontrollövertaganden	24
3.3.6	Sammanfattning	25
3.4	Skuldsättning som bolagsstyrningsverktyg	25

3.5	Empiriska resultat av tidigare forskning	26
4	METOD	28
4.1	Forskningsansats	28
4.2	Undersökningsmetod	28
4.3	Datainsamling	29
4.4	Urval och bortfall	29
4.5	Hypotesprövning	30
4.6	Val av variabler	30
4.6.1	Familjeägande	31
4.6.1.1	Dikotoma familjedefinitioner	32
4.6.1.2	F-PEC	32
4.6.2	Företagets storlek	33
4.6.3	Lönsamhet	34
4.6.4	Utdelningsandel	35
4.6.5	Tillväxt	36
4.6.6	Andel materiella anläggningstillgångar	37
4.6.7	Bransch	38
4.7	Testmetodik	38
4.7.1	Normalfördelning	40
4.7.2	Multikolinjäritet	40
4.7.3	Heteroskedasticitet	41
4.7.4	Autokorrelation	41
4.8	Metodkritik	41
4.8.1	Allmän metodkritik	41
4.8.2	Validitet	43
4.8.3	Reliabilitet	44
5	EMPIRI	45
5.1	Inledande statistik	45
5.2	Regression av panelmodell	48
5.2.1	Favero et al	48
5.2.2	Gálve Goriz och Salas Fumás	50
5.2.3	F-PEC	51
5.3	Diagnostiska test	53
5.3.1	Normalfördelning	53
5.3.2	Multikolinjäritet	53
5.3.3	Autokorrelation och heteroskedasticitet	54
6	ANALYS	56
6.1	Hypotesprövning	56
6.1.1	Storlek	56

6.1.2	Lönsamhet	58
6.1.3	Utdelningsandel	58
6.1.4	Tillväxt	59
6.1.5	Andel materiella anläggningstillgångar	60
6.2	Familjeföretag och skuldsättning	61
6.2.1	Resultat från tidigare forskning	61
6.2.2	Familjedynastier	61
6.2.3	Institutionell miljö	63
6.2.4	Problem med branschindelning	66
6.2.5	Problem med definition av familjeägande	67
6.3	Hävstångseffekten	68
7	AVSLUTANDE DISKUSSION	70
7.1	Slutsatser	70
7.2	Förslag på framtida forskning	74
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	76
	BILAGA A	81
	BILAGA B	83

Sammanfattning

Titel:	Kapitalstruktur i familjeföretag – en studie av ägarstrukturens inverkan på kapitalstruktur
Seminariedatum:	5 maj 2013
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP
Författare:	Niklas Bengtsson, Victor Berg och Lina Svensson
Handledare:	Jens Forssbaeck
Fem nyckelord:	Kapitalstruktur, Familjeäggande, Agentteori, Familjedynasti, Risk
Syfte:	Syftet med denna uppsats är att med stöd av tre olika definitioner av familjeföretag, utreda om det föreligger systematiska skillnader mellan kapitalstrukturen i familjeföretag och icke-familjeföretag samt om förekomsten eller avsaknaden av sådana, kan förklaras av de teorier och tankegångar som presenteras i de praktiska- och teoretiska referensramarna.
Metod:	Uppsatsen har genomförts med hjälp av en kvantitativ studie och utgått ifrån ett deduktivt perspektiv. Information har inhämtats från årsredovisningar och med hjälp av denna har regressioner genomförts för varje familjevariabel.
Teoretiska perspektiv:	De teorier som används är etablerade kapitalstruktur- och agentteorier vilka bland annat behandlar finansieringsalternativ och skatteaspekter.
Empiri:	Resultat från studien redovisas i diagram och text. Variablerna, storlek, tillväxt och andel materiella anläggningstillgångar påvisar signifikant samband på kapitalstruktur, medan familjeäggande, utdelning och lönsamhet inte gör det.
Slutsats:	Agentteorier tillsammans med den praktiska referensramen skapar en komplex bild av familjeföretags incitamentsstruktur och dessutom bidrar problemen med att definiera familjebolag till ökad komplexitet. Sammantaget torde detta kunna förklara varför undersökningens resultat inte kunde påvisa några signifikanta skillnader mellan familjebolag och icke-familjebolag avseende skuldsättning.

Abstract

- Title:** Capital structure of family business - a study of the ownership structure's influence on capital structure
- Seminar date:** May 5th 2013
- Course:** FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits
- Authors:** Niklas Bengtsson, Victor Berg and Lina Svensson
- Advisor:** Jens Forssbaeck
- Key words:** Capital Structure, Family Ownership, Agent Theory, Family dynasties, Risk
- Purpose:** The purpose of this essay is to research whether systematic differences between family businesses and non-family businesses can be statistically ensured. This has been done with the use of three different definitions of family businesses.
- Methodology:** This essay has been carried out through the use of a quantitative study and assumed a deductive perspective. By using data from annual reports, regressions have been made for each family variable.
- Theoretical perspectives:** The theories used are recognized capital structure and agent theories which are dealing with financing options and tax issues, among other things.
- Empirical foundation:** The results from the study are presented in graphs and text. The variables, size, growth, and share of tangible assets demonstrate significant relation with the capital structure while family ownership, dividend, and profitability do not.
- Conclusions:** Agency theories together with the practical frame of reference creates a complex view of the incentive structure of family businesses and furthermore contributes the problems of defining family businesses to increased complexity. This could probably, altogether, explain why the results of the research could not detect any significant differences between family businesses and non-family businesses regarding debt structure.

1 Inledning

I det följande kapitlet redogörs för bakgrund och problematisering av kapitalstrukturteorier och agentteoretiska perspektiv i ett familjesammanhang. Detta leder så småningom fram till syfte och frågeställningar. Även avgränsningar, tillvägagångssätt och anglicismer behandlas.

1.1 Bakgrund

Ända sedan organisationsformen ”bolag” introducerades har familjer varit en viktig och i många fall dominerande ägarkategori, inte minst i Europa (hädanefter behandlas begreppen bolag och företag som synonymer). Berle och Means (1932) förutspådde emellertid att som en följd av att aktiebolagsformen introducerades skulle ägarstrukturen bli alltmer utspridd och i konsekvens med detta skulle ägarnas inflytande över bolaget minska. Författarna förutsåg att den aktiebolagsrättsliga separationen mellan ägande och kontroll skulle medföra att aktieägarna skulle bli alltmer atomistiska vilket skulle öka bolagsledningens inflytande över bolagen.

Berle och Means förutsägelse till trots är familjer än idag en dominerande ägarkategori. Enligt McConaughy et al (2001) genereras exempelvis 60 % av USA:s BNP av familjeföretag. Även om den allmänna uppfattningen vanligtvis är att familjebolag är särskilt vanliga bland de mindre och de privata aktiebolagen är familjeägande även vanligt bland börsbolag. Enligt Anderson och Reeb (2003) utgör de exempelvis 35 % av Standard and Poor's index över de 500 största industribolagen. Familjeföretag är emellertid ännu mer dominerande utanför USA. Enligt Faccio och Lang (2002) samt Claessens et al (2000) är familjeföretag minst lika vanliga som någon annan ägarkategori i Västeuropa respektive Ostasien.

Till skillnad från familjeforskningen som fortfarande befinner sig i en tidig fas, är forskningen kring kapitalstruktur ett väl utforskat område (hädanefter behandlas kapitalstruktur och skuldsättningsgrad som synonymer). Forskningen startades med Modigliani och Millers (1958 & 1963) arbete vilket resulterade i en teoribildning där företags val av kapitalstruktur, i en värld med perfekt kapitalmarknad, är irrelevant för bolagets värde.

Med andra ord spelar det ingen roll i vilka proportioner som företaget finansieras med lån respektive eget kapital, eftersom detta inte påverkar företagets värde. Modigliani och Millers teoribildning har haft stor inverkan på forskningen om kapitalstruktur och varje forskare inom området måste förhålla sig till dessa författares teorem.

I den moderna kapitalstrukturforskningen har istället fokusområdet förflyttats till studier av de antaganden vilka ligger till grund för Modigliani och Millers teoribildning. Dessa antaganden är mycket långtgående och har ofta ansetts alltför verklighetsfrämmande. Med andra ord fokuserar modernare forskning på de marknadsimperfektioner som faktiskt förekommer i verkligheten, företrädesvis förekomsten av skatter, konkurskostnader, agentkostnader och asymmetrisk information (Berk & DeMarzo, 2011). De två främsta moderna teoriområdena är Trade off-teorier samt Pecking order-teorier. Trade off-teorierna härstammar från Kraus och Litzenberger (1973) och grundkonceptet är att ett företags val av kapitalstruktur är beroende av hur företaget balanserar mellan skuldsättningens fördel i form av skatteskölden och skuldsättningens nackdel i form av ökade konkurskostnader. Pecking order är en konkurrerande teoribildning, vilken först presenterades av Myers (1984) samt Myers och Majluf (1984). Essensen av denna teori är att det finns en positiv korrelation mellan förekomsten av asymmetrisk information och bolagets finansieringskostnader. Vidare innebär teorin att det finns en hierarki av finansieringsalternativ där företag helst finansieras med internt upparbetade medel följt av upptagande av lån och avslutningsvis genom utfärdande av emissioner. En av konsekvenserna av denna hierarkiska struktur är att ett företags faktiska kapitalstruktur är ett bevis på företagets behov av finansiering.

Även om familjebolagens dominans under lång tid har varit en realitet, har den akademiska forskningen kring familjebolag inte haft en lika framträdande roll. Familjeföretagsforskningen startade först under senare delen av 1970-talet men har sedan dess vuxit till ett omfattande forskningsområde. Det finns dock fortfarande stora kunskapsluckor inom familjeföretagsforskningen vilka förtjänar att fyllas. Den inledande forskningen fokuserade på mera allmänna frågeställningar som familjeföretagens särdrag eller målsättningar men sedan dess har forskningens fokusområden förflyttats till mer specifika områden. De största forskningsområdena idag är förmodligen huruvida

familjeföretag är mer lönsamma än icke-familjeföretag respektive forskning kring betydelsen av altruism i familjeföretag.

Ett ytterligare forskningsområde som är relativt väl utforskat behandlar hur intressekonflikter inom familjeföretag skiljer sig från de i icke-familjeföretag, särskilt har olika former av agentkonflikter behandlats. Forskningen kring agentproblematiken härrör från Jensen och Meckling (1976) vilka främst fokuserade på principal-agentproblematiken, dvs. den intressekonflikt som uppstår mellan aktieägare och bolagsledningen, till följd av separationen mellan ägarna och de styrande. Modernare forskning kring agentproblematiken har dock vidgat forskningsfältet till andra intressekonflikter. För det första har intressekonflikter mellan olika ägarkategorier behandlats. Här är främst intressekonflikten mellan familjen och övriga småägare av intressen. För det andra har intressekonflikter mellan aktieägare och fordringsägare, dvs. typiskt sett mellan aktieägare och långgivare, behandlats (Chrisman et al, 2010).

1.2 Problematisering

Denna uppsats kommer fokusera på familjeföretag utifrån fyra perspektiv vilka alla inverkar på kapitalstrukturen. Det första perspektivet utgår från Jensen och Mecklings (1976) agentteori vars essens är att förekomsten av storägare minskar agentkostnaderna till följd av ökad konvergens mellan ägarnas och ledningens intressen. Intressekonflikten mellan aktieägarnas och bolagsledningens intresse är alltså mindre i familjeföretag. Lägre agentkostnader medför ett minskat behov av att använda skuldsättning som ett disciplinerande verktyg gentemot bolagsledningen och i konsekvens med detta kan förväntas att detta perspektiv ska medföra att familjeföretag har lägre skuldsättning.

Det andra perspektivet utgår ifrån Shleifer och Vishnys (1986) teorier vars essens är att storägare med odiversifierade portföljer skapar en kostnad för bolaget eftersom de är mer riskavoga än övriga aktieägare. Eftersom familjer, vilket kommer tydliggöras längre fram i uppsatsen, är storägare kan denna teoribildning appliceras på familjer. Detta medför att förekomsten av familjer i ägarstrukturen, leder till att intressekonflikten mellan familjen och småägarna i bolaget ökar. Eftersom skuldsättning medför ökade risker förväntas detta perspektiv medföra att familjeföretag har lägre skuldsättning.

Det tredje perspektivet är närbesläktat och utgår från intressekonflikten mellan aktieägarna och långivarna. Små och atomistiska aktieägare, som har mycket att vinna på en hög förväntad avkastning och lite att förlora vid konkurs, har ett incitament att använda hög skuldsättning för att tillfredsställa sina preferenser. Långivarna är medvetna om detta incitament och därför har bolag med utspritt aktieäggande högre lånekostnader. Motsatsvis medför långivarnas vetskap om familjens riskaversion en ökad tillit och i förlängningen leder detta till lägre skuldsättningskostnader vilket i sin tur skapar incitament för högre skuldsättning.

Det avslutande perspektivet utgår från kontrollöverväganden. Familjer vilka kontrollerar familjeföretag är angelägna om att inte förlora kontrollen, vilket exempelvis kan bero på att de har social prestige kopplat till sitt ägande. Emellertid kan familjen hantera denna situation på två sätt. Å ena sidan kan de använda skuldsättning eftersom denna finansieringsmetod, i förhållande till en nyemission, medför att familjens röststyrka inte påverkas. Å andra sidan kan skuldsättning medföra att långivarnas inflytande över bolaget ökar, på bekostnad av familjens kontroll. Hur familjen hanterar denna situation är inte självklart men likt Schmidt (2013) förutspår denna uppsats att den institutionella miljön är mycket betydelsefull för hur familjen hanterar denna situation. För den svenska marknaden är särskilt förekomsten av familjedynastier, flexibla emissionsalternativ samt att Sverige tillhör en bankbaserad ekonomi framträdande institutionella karaktärsdrag.

Som den uppmärksamme läsaren redan har noterat talar de fyra ovan omnämnda agentteoretiskt orienterade perspektiven i olika riktning vad gäller deras inverkan på företags val av kapitalstruktur. Således kan de också sägas i någon mån stå i strid med varandra. Teorier utgör förenklade generaliseringar av verkligheten som påstås gälla under vissa angivna förhållanden och att alla dessa inte kan vara samtidigt gällande är inte vare sig problematiskt eller ovanligt. Denna motstridighet kommer istället att utgöra grunden för denna uppsats. Undersökningens empiriska resultat kommer att försöka förklaras med stöd av några av dessa teorier och andra kommer att förkastas under särskilda förhållanden.

1.3 Syfte och frågeställningar

Mot bakgrund av den ovan anförda problemformuleringen, är syftet med denna uppsats *att, med stöd av tre olika definitioner av familjeföretag, utreda om det föreligger systematiska skillnader mellan kapitalstrukturen i familjeföretag och icke-familjeföretag samt om förekomsten eller avsaknaden av sådana, kan förklaras av de teorier och tankegångar som presenteras i de praktiska- och teoretiska referensramarna.* Tillvägagångssättet för att uppfylla detta syfte kan indelas i två led. Som ett första led kommer en undersökning att företas vilken syftar till att utreda huruvida systematiska skillnader, mellan hur familjeföretag och icke-familjeföretag väljer sin kapitalstruktur, kan statistiskt säkerställas. Som ett andra led kommer sedan det erhållna undersökningsresultatet att jämföras med de teorier och tankegångar som presenteras i de praktiska- och teoretiska referensramarna. För att konkretisera syftet kan detsamma brytas ner i frågeställningar. Följande frågeställningar har tagits till hjälp för uppfyllandet av syftet:

1. Finns det några systematiska skillnader, mellan svenska börsnoterade familjeföretag och icke-familjeföretag avseende skuldsättningsgraden?
2. På vilket sätt kan agentteoretiska perspektiv förklara undersökningens empiriska resultat?
3. På vilket sätt kan kapitalstrukturteorier förklara undersökningens empiriska resultat?
4. På vilket sätt kan faktorer som karaktäriserar den svenska aktiemarknaden inverka på svenska företags kapitalstrukturbeslut?

1.4 Avgränsningar och tillvägagångssätt

Uppsatsens författare har valt att basera undersökningen på ett urval bestående av de bolag vilka var noterade på NASDAQ OMX Stockholms tre listor; large-, mid- och small-cap vid tidpunkten för denna kurs start, dvs. 2013-03-25. Dessutom har en begränsning till att undersöka de relevanta bolagens skuldsättning under tidsperioden 2007 till 2011 valts. Argument för dessa avgränsningar presenteras under 4.4.

Uppsatsens tillvägagångssätt har varit att använda paneldata, bestående av 187 företag och 891 observationer. Dessa har sedan undersöks i multipla regressioner med kapitalstruktur

som beroende variabel. De oberoende variablerna; familjeäggande, andel materiella anläggningstillgångar, företagets storlek, tillväxt, lönsamhet, utdelningsandel samt branschtillhörighet, har därefter testats för att undersöka huruvida några samband, med den beroende variabeln, går att påfinna. Tillvägagångssättet presenteras mer utförligt under 4.7.

1.5 Hanteringen av anglicismer

Den akademiska forskningen inom företagsekonomi är starkt präglad av det engelska språket. Majoriteten av forskningen, i alla fall den mest framträdande, författas och presenteras på engelska. Detta medför att mycket av det begreppsanvändande som förekommer inom olika teoribildningar är baserad på engelska vilket kan vara ett problem när en uppsats som denna ska författas på svenska. I vissa fall finns det nämligen inte någon översättning som på ett ändamålsenligt vis överensstämmer med det engelska begreppet. Några exempel på sådana begrepp som används i uppsatsen är *adverse selection*, *corporate finance*, *common law* och *civil law*. Dessa begrepp kan inte översättas utan att träffsäkerhet och information går förlorad. Därför har denna uppsats författats utifrån den utgångspunkten att engelska begrepp så långt det är möjligt har översatts till svenska men i de fall ett begrepp inte ändamålsenligt kan översättas har det engelska begreppet använts istället.

2 Praktisk referensram

I kapitlet diskuteras problematiken vid bedömningen av huruvida företag är familjeägda. En presentation av hävstångseffekten, samt den institutionella miljön internationellt och i Sverige behandlas i slutet av kapitlet.

2.1 Diskussion om familjeäggande

2.1.1 Inledande om definition av familjebolag

Även om familjeföretag som forskningsområde under de senaste decennierna har vuxit till ett omfattande forskningsfält har akademiker världen över inte lyckats enas kring en definition av familjeföretag. Faktum är att det finns väldigt många definitioner som används och detta försvårar självklart jämförbarheten mellan olika forskningsresultat. Vilken definition som väljs och huruvida denna är extensiv eller inskränkt kommer medföra stora konsekvenser för forskningsresultaten eftersom olika element kommer att fångas upp respektive falla mellan stolarna. Dessutom så innebär att indela företag i familjeföretag respektive icke-familjeföretag att urvalet kommer att utgöras av en dikotomi. I verkligheten torde situationen snarare vara sådan att ett bolag kan vara ett familjeföretag i större eller mindre utsträckning, dvs. snarare att likna vid en gråskala.

De definitioner av familjeföretag som förekommer inom forskningen kan indelas i tre huvudgrupper. Den första gruppen består av de som definierar familjeföretag uteslutande baserat på familjens ägarandel av aktiekapitalet, se exempelvis Favero et al (2006). Den andra gruppen består av de som istället fokuserar uteslutande på familjens kontroll över bolaget ifråga, se exempelvis McConaughy et al (1998). Den tredje gruppen består av de som kombinerar både ägarandel och faktisk kontroll, se exempelvis Anderson och Reeb (2003).

Inom dessa huvudgrupper av definitioner finns sedan mängder av undergrupper. Vad gäller ägarandelskriteriet så fokuserar vissa författare sig på den slutgiltiga ägaren, dvs. tar hänsyn till indirekt ägande medan andra fokuserar uteslutande på direkt ägande. Vidare så använder författare olika tröskelvärden för ägande, där de vanligaste ligger mellan 10-25 %. Vissa

studier skiljer mellan vad som benämns aktiv familjekontroll, dvs. att familjen innehar VD-positionen och passiv familjekontroll, när så inte är fallet men familjen ändå har närvaro i bolagets styrelse, se Maury (2006).

Chua et al (1999) var bland de första att problematisera kring att forskningsområdet hade problem att definiera subjektet för forskningen. Enligt författarna var det viktigt att skapa en teoretisk definition innan fokus kunde förflyttas till en operationell sådan. Astrachan et al (2002) ansåg emellertid att enandet kring en teoretisk definition inte var en absolut nödvändighet. Författarna utvecklade istället den s.k. F-PEC-skalan (Family, Power, Experience and Culture) vilken sedermera har modifierats av andra författare. Fördelen med F-PEC är att skapandet av en artificiell dikotomi, antingen familjeföretag eller inte familjeföretag, undviks.

Denna uppsats syftar till att undersöka skuldsättningen hos familjeföretag och icke-familjeföretag utifrån tre olika definitioner. Avsikten med att använda sig av flera definitioner är att utreda hur stor betydelsen av definitionen är. Den första definitionen som uppsatsens författare har valt utgår från ett arbete av Gálve Goriz och Salas Fumás (1996). Den definition som här användes var att ett företag klassificerades som ett familjeföretag om ”en familj var den största aktieägaren”. Uppsatsens författare har emellertid modifierat denna definition på så vis att företaget är ett familjeföretag om ”*en familj innehar flest antal röster i bolaget*”. Denna modifiering har gjorts eftersom bolag vilka lyder under svensk rätt har rätt att använda sig av röstdifferentierade aktieklasser. Under sådana omständigheter är det mer ändamålsenligt att fokusera på röststyrkan eftersom den inbegriper både graden av kontroll och i viss utsträckning även ägarandelen (se vidare om röstvärdedifferentierade aktier under 2.3.3). Den andra definitionen som valts är baserad på Favero et al (2006). I enlighet med denna definition klassificeras ett företag som ett familjeföretag ”*när den största aktieägaren är en familj och denna familj innehar 20 % eller mer av rösterna*”. Skillnaden mot den tidigare nämnda definitionen är här att ett tröskelvärde införts. Den sista definitionen som har valts baserar sig på F-PEC. På grund av både tids- och omfångsmässiga begränsningar fanns dock inte möjlighet att genomföra en fullständig undersökning av alla bolag med stöd av F-PEC såsom den ursprungligen beskrevs av Astrachan et al (2002). Istället undersöks uteslutande det första ledet, dvs. familjens ägande, representation i styrelsen samt

representation i bolagets ledningsgrupp. Den F-PEC-modell som används kan därför liknas vid den som användes av Jaskiewicz et al (2005). Mer om hur F-PEC undersökningen genomförs följer i metodavsnittet.

2.1.2 Något om problemet med stiftelseäggande

På den svenska aktiemarknaden är det relativt vanligt förekommande att den yttersta ägaren i en kedja av ägare är en stiftelse. Några framträdande exempel på detta är att den största ägaren i investmentbolaget Investor är de så kallade Wallenbergstiftelserna, vilka består av Knut och Alice Wallenbergs Stiftelse, Stiftelsen Marianne och Marcus Wallenberg samt Marcus och Amalia Wallenbergs Minnesfond. Ett ytterligare exempel är att den största ägaren i Investmentbolaget Nordstjernen är Margaret Ax:son Johnsons stiftelser och ett avslutande exempel är att den största ägaren i Investmentbolaget Ratos är Söderbergstiftelserna vilka består av Torsten Söderbergs stiftelse och Ragnar Söderbergs stiftelse. Den främsta anledningen till varför stiftelser är särskilt vanliga på den svenska marknaden anknyter till hur det svenska skattesystemet historiskt har strukturerats. Än idag kan stiftelser, förutsatt att vissa krav uppfylls, bli skattebefriade (se SKV 329). En stiftelse kan emellertid inte ha en ägare, formellt är en stiftelse alltid självägande. Det sagda innebär alltså att det inte är formellt korrekt att exempelvis påstå att familjen Wallenberg äger Investor, Investor ägs av Wallenbergstiftelserna vilka har styrelser som kontrollerar dem och som har till uppgift att uppfylla stiftelsens ändamål.

För uppsatsens vidkommande medför det ovan sagda ett problem eftersom det inte är juridiskt korrekt att påstå att exempelvis familjen Wallenberg äger Investor. Emellertid så har uppsatsens till syfte att utreda huruvida de svenska aktiemarknadsbolagen är kontrollerade av en familj snarare än ägda av en familj i juridisk bemärkelse. I exemplet med familjen Wallenberg är det till exempel så att styrelseposterna i Wallenbergstiftelserna i stor utsträckning innehas av personer som tillhör Wallenbergfamiljen. Dessutom så formuleras regelmässigt stiftelsers ändamålsbeskrivning i så generella och oprecisa ordalag att förvaltningen av stiftelsen blir relativt godtycklig. Av ovan nämnda anledningar kommer denna uppsats inte att begränsas av att en stiftelse inte formellt kan ägas av en familj, förutsatt att denna familj innehar den faktiska kontrollen över stiftelsen. Detta innebär, i det använda exemplet med Wallenbergfamiljen, att denna familj anses kontrollera Investor.

Emellertid ska i sammanhanget framhävas att det också finns stiftelser som inte är kopplade till en viss familjs aktieinnehav. Om en rent allmännyttig stiftelse är största ägare i ett börsbolag, utgör detta bolag inte ett familjebolag i uppsatsens mening.

2.1.3 Den praktiska hanteringen av familjebolagsurvalet

Veterligen finns det ingen databas som innehåller information om ägarstruktur i svenska aktiemarknadsbolag. Av den anledningen har information om bolagens ägarstruktur extraherats för hand genom att information ur årsredovisningar har inhämtats och undersökts. I majoriteten av de undersökta börsbolagen har det inte vållat några problem att erhålla information rörande den största ägaren men i vissa fall har den största ägaren varit ett annat bolag och i det fallet har ägarstrukturen i detta bolag undersökts. Några av dessa ägarbolag har emellertid inte tillhandahållit information om dess ägarstruktur. I dessa situationer har vi sökt i andra källor, som exempelvis affärspressen, för att utreda ägarförhållandet i detta ägarbolag. I majoriteten av dessa fall har efterfrågad information erhållits och efter en källkritisk analys bedömts tillförlitlig. Emellertid har det också funnits ägarbolag där efterfrågad information om ägarstruktur inte funnits. I dessa fall utgör denna obefintliga observation ett bortfall. Ett annat praktiskt problem som tagits ställning till är det fallet att ett börsbolags största ägare är två juridiska personer, som innehar lika stor andel av rösterna i bolaget. I denna situation har detta bolag bedömts vara ett icke-familjebolag. Samma gäller för det fallet att ett börsbolags största ägare är ett ägarbolag som i sin tur ägs av två fysiska personer som innehar lika andel av detta bolags röster.

2.1.4 Familjedynastier

För att uppsatsens undersökningsanalys på ett ändamålsenligt sätt ska inbegripa de omständigheter som föreligger på den svenska aktiemarknaden måste historiska faktorer kopplade till den svenska marknaden tas hänsyn till. Ett utmärkande drag inom Sverige är förekomsten av familjedynastier, vilka utgjort en stor del av ekonomin. Exempelvis så var mer än 10 % av den svenska arbetskraften på 1970-talet anställda av företag som kontrollerades av Wallenbergfamiljen (Lindgren, 2012) och samma familj beräknas ha indirekt kontrollerat runt en tredjedel av Sveriges BNP 1990 genom investmentbolaget Investor (Burton, 1990). Några andra stora familjedynastier är Stenbäck, genom investmentbolaget Kinnevik, Schörling genom investmentbolaget Melker Schörling och

Douglas genom investmentbolaget Latour. Ytterligare andra familjer med dynastiska inslag är familjerna Ax:son Johnson, Lundberg och Paulsson, vilka var för sig, genom stiftelser, investmentbolag eller ägarbolag, kontrollerar flera företag. Ett gemensamt drag alla dessa ovan nämnda familjer emellan är att de diversifierar sig genom att skapa en koncern bestående av bolag som verkar inom olika branscher (Sjögren, 2011).

2.2 Hävstångseffekten

När företag beslutar om frågor relaterade till val av kapitalstruktur, är hävstångseffekten viktig att ha i åtanke. Essensen av denna är att företag med en liten andel eget tillfört medel men med hög andel lån, kan erhålla en avkastning som vida överstiger det investerade kapitalet. Hävstångsformeln är ett definitionsmässigt samband som åskådliggör hur investerarens satsade egna kapital förhåller sig till dennes avkastning. Formeln åskådliggörs nedan.

$$R_E = R_T + (R_T - R_S) \frac{S}{E}$$

R_E = Räntabilitet på eget kapital (efter skatt)

R_T = Räntabilitet på totalt kapital (före finansnetto)

R_S = Genomsnittlig skuldränta

S/E = Skuldsättningsgrad

(Berk & DeMerzo, 2011, egen översättning)

Formeln visar att avkastningen på en investering kan, genom en hävstångseffekt, öka eller minska kraftigt vid en hög skuldsättningsgrad. Avkastningen på eget kapital är lika med avkastningen på totalt kapital plus den extra effekt som hävstången tillför. Detta medför att, så länge investeringen är lönsam, kommer avkastningen på det egna kapitalet att bli högre än om de investerade medlen enbart kommit från investerarens eget kapital. Om å andra sidan investeringen är olönsam, kommer avkastningen att bli negativ till följd av både investeringens olönsamhet och lånekostnaderna. Formeln tar hänsyn till både den allmänna skattesatsen och den specifika räntesatsen för investeringen. Hävstångsformeln visar vilken risknivå investeraren har valt genom sitt val av kapitalstruktur. Ju högre skuldsättningsgrad, desto större hävstångseffekt, i både positiv- och negativ bemärkelse, är investeringen förenad med (Berk & DeMarzo, 2011).

2.3 Institutionella miljön

2.3.1 Inledning

Den akademiska forskning som behandlar vilka faktorer som påverkar företags val av skuldsättningsgrad är omfattande. Emellertid har den absoluta majoriteten av denna forskning fokuserat på företagsspecifika faktorer såsom exempelvis storlek, tillgångsstruktur, lönsamhet och tillväxt. Denna uppsats utgör inget undantag från detta etablerade tillvägagångssätt men det förtjänar samtidigt att framhållas att företags finansieringsbeslut dessutom kan vara påverkade av externa förhållanden såsom makroekonomiska förutsättningar samt det institutionella ramverk inom vilket företaget opererar. Detta underkapitel kommer emellertid av utrymmesskäl endast fokusera på den sistnämnda.

Kapitalstrukturforskningen har, under de två senaste decennierna, utvecklats till att även omfatta institutionella dimensioner. Pionjäreerna inom detta forskningsområde var Rajan och Zingales (1995) vilkas slutsats var att företags kapitalstrukturbeslut omöjligen kunde utförligt förklaras utan att ta hänsyn till den institutionella miljö där företaget verkade. Författarnas konklusioner öppnade fältet för vidare forskning och efterföljande empiriska studier har försökt att vidareutveckla dessa tankegångar. De fyra främsta institutionella faktorerna som särskilt har undersökts är beskattningssystem, juridiskt ramverk, finansiellt system och långivar- och aktieägarskydd (Rihab, 2012).

2.3.2 De främsta institutionella faktorerna

En grov förenkling, men samtidigt en användbar och pedagogisk strukturering, av västvärldens juridiska ramverk är att den kan indelas i common law och civil law. Den huvudsakliga skillnaden kan sägas bestå i att den förstnämnda utvecklades tidigt under det förra milleniet genom domar från brittiska domstolar vilka med tiden skapade ett juridiskt system. Den senare utvecklades istället utifrån principer som härrör från romersk rätt och gällande rätt har här sin rättsliga grund främst i lagar, författningar och konstitutioner, istället för i domstolsbeslut (Bogdan, 2003). Sedan Rajan och Zingales (1995) konkluderade att den institutionella miljön påverkade företags skuldsättning har den moderna kapitalstrukturforskningen intresserat sig för det juridiska ramverkets inverkan. Enligt studier av La Porta et al (1997 & 1998) spelar det juridiska ramverket en avgörande roll för

framväxten av effektiva kapitalmarknader genom att det inverkar på hur redovisningsstandarder samt långivar- och aktieägarskyddet struktureras. Dessa undersökningar antyder att länder med common law-system har mer effektiva redovisningsregelverk och investerarskydd medan civil law-system tenderar att bestå av mindre effektiva kapitalmarknader (Periera Alves & Ferreira, 2011).

La Porta et al (1997 & 1998) har varit inflytelserika inom den moderna kapitalstrukturforskningen och har, utöver att påvisa betydelsen av juridiskt ramverk för företags kapitalstruktur, även berikat forskningsfältet med internationella jämförelser av olika länders bolagsstyrning. Författarna har använt sig av ett stort antal variabler vilka härrör från juridiska ramverk och resultaten från dessa undersökningar visar att förekomsten av effektiva minoritetsskyddsregelverk är avgörande för hur utvecklat landets finansiella marknader är. Författarnas konklusioner rörande dessa empiriska resultat är att ett effektivt minoritetsskydd stimulerar till ett ökat användande av emissioner samt att motsatt förhållande också råder, dvs. att ineffektivt minoritetsskydd antingen tvingar bort minoritetsägarna eller medför att upptagande av lån är den enda praktiskt tillgängliga externa finansieringsalternativet.

En studie av Fan et al (2011) styrker i viss utsträckning ovanstående författares konklusioner men bidrar också med ytterligare kunskap. Dessa författares undersökning visar för det första att företag i länder vars lagstiftning tillförsäkrar långgivare tillfredsställande säkerhet har en högre skuldsättningsgrad. För det andra visar forskningsresultaten att motsatt förhållande också råder, dvs. att företag i länder med lagstiftning som har ett starkare minoritetsskydd än långivarskydd, föredrar emissioner framför upptagande av lån. För det tredje visar resultaten att företag i länder där skatteskölden är som störst, använder sig av mer skuld. För det fjärde visar resultaten att preferenser hos de externa aktörer som tillhandahåller kapital påverkar företags kapitalstruktur. Här är det särskilt framträdande att företag i länder med stor banksektor har en högre andel kortfristig skuldsättning. Avslutningsvis visar forskningen att den institutionella miljön i det land där företaget verkar är mer avgörande för företags skuldsättning än vilken industri företaget är verksam inom. Med stöd av dessa resultat drar Fan et al (2011) slutsatsen att om den institutionella miljön ses som en faktor, är denna faktor den som har mest påverkan på företags kapitalstrukturbeslut.

Ovan har belysts att beskattningssystemet, det juridiska ramverket samt långivar- och aktieägarskydd utgör institutionella faktorer som påverkar företags kapitalstrukturbeslut. Här ska särskilt kommenteras den institutionella variabeln: finansiellt system. Med denna variabel avses huruvida landet tillhör en marknads- eller bankbaserad ekonomi. Med den förstnämnda avses ekonomier vars aktiemarknad är förhållandevis mer utvecklad vilket medför att möjligheten att erhålla extern finansiering genom emissioner är mer attraktiv. USA och Storbritannien är de mest framträdande kapitalmarknadsekonomierna och som ovan belysts sammanhänger det med att dessa länder tillhör common law-systemet. I det bankbaserade systemet är istället banksektorn förhållandevis mer utvecklad och den externa finansieringen mer fokuserad på långivning. Detta sammanhänger med att i en mer illikvid kapitalmarknad kommer investerare kräva en högre förväntad avkastning, vilket ökar emissionskostnaderna. Under sådana omständigheter har företaget istället incitament att erhålla extern finansiering genom upptagande av lån. De mest framträdande bankbaserade ekonomierna är Japan, Tyskland och Frankrike men även de skandinaviska länderna (Periera Alves & Ferreira, 2011).

Huruvida ett land är att anse som en kapitalmarknads- eller bankbaserad ekonomi medför konsekvenser för det juridiska ramverket. Det finansiella systemet kan exempelvis underlätta förklaringen av varför tyska banker är så involverade i företags kapitalstrukturbeslut och varför franska företag i så stor utsträckning är statligt kontrollerade (Periera Alves & Ferreira, 2011). Det finansiella systemet kan också förklara varför anglosaxiska länder har en annorlunda institutionell miljö som präglas av ett mer omfattande aktieägarskydd. Förekomsten av detta skydd medför större incitament för företag att använda emissioner som extern finansieringsmetod (La Porta et al, 1997 & 1998). Vid jämförelser mellan dessa juridiska ramverk bör emellertid resultaten tolkas med försiktighet eftersom det finns stora skillnader inom dessa respektive grupper, särskilt stora skillnader finns mellan de länder som tillhör civil law-systemet, där graden av långivar- och aktieägarskydd varierar väsentligt. Den tyska rättsordningen tillsammans med de skandinaviska rättsordningarna erbjuder störst långivar- och minoritetsskydd medan motsvarande skydd är förhållandevis svagt i den franska (La Porta et al, 1998).

2.3.3 Institutionella faktorer i Sverige

Som skandinaviskt land tillhör Sverige närmast civil law-systemet men samtidigt så skiljer sig svensk rättsstruktur och rättstradition väsentligt från den kontinentaleuropeiska vilken utgör grunden i civil law. Svensk rätt särskiljer sig från både civil law och common law i flera relevanta avseende vilka här ska uppmärksammas.

För det första tillåter svensk rätt röstvärdedifferentierade aktier. Med detta menas att det är tillåtet under svensk rätt för företag att utge aktier med olika röstvärden, vanligtvis brukar en sådan differentiering genomföras genom att bolaget ger ut A- respektive B-aktier. Skillnaderna avseende röststyrka dessa aktiekategorier emellan får högst uppgå till 10:1 (se Aktiebolagslag (2005:551) 4 kap. 5§). Möjligheten att utfärda röstvärdedifferentierade aktier förekommer inte i anglosaxiska, common law-baserade länder. För det andra är det under svensk rätt möjligt att genomföra nyemissioner med företrädesrätt vilket innebär att företag kan välja att, inför en förestående emission, låta befintliga aktieägare erhålla teckningsrätter i förhållande till sitt innehav (se Aktiebolagslag (2005:551) 4 kap. 3§). Avslutningsvis tillåter svensk rätt förekomsten av preferensaktier. Preferensaktier är aktier vilka har förtur till viss utdelning. Preferensaktiesystemet kan utformas på olika vis men vanligt är att dessa aktier har förtur till en viss andel av årets vinst men ingen rätt till ytterligare utdelning. En sådan struktur innebär att preferensaktierna ur ett ekonomiskt perspektiv närmast kan betraktas som ett mellanting mellan aktier och lån, även om de i juridisk bemärkelse är att anse som aktier.

Ett ytterligare särdrag avseende den svenska institutionella miljön, vilket dock inte anknyter direkt till det juridiska ramverket, är att Sverige brukar anses tillhöra de så kallade bankbaserade ekonomierna (Periera Alves & Ferreira, 2011). De bankbaserade ekonomierna kännetecknas av att kapitalmarknaden i dessa länder är mindre utvecklad i förhållande till banksystemet (Antoniou et al, 2008). Att Sverige brukar anses tillhöra de bankbaserade ekonomierna kan sammanhålla med att Sverige i vissa avseenden har ett, i förhållande till de kapitalmarknadsbaserade ekonomierna, svagare aktieägarskydd men det kan också sammanhålla med att svensk banksektor är välutvecklad och att svenska företag har en tradition av att använda sig av upptagande av lån vilket har försvårat utvecklingen av en effektiv kapitalmarknad. Sverige reformerade också relativt sent kapitalmarknaden och öppnade upp den för internationella aktörer vilket också kan förklara varför svensk

kapitalmarknad inte har hunnit bli så effektiv som den är i anglosaxiska länder. Eftersom banksektorn inom bankbaserade ekonomier, i relation till kapitalmarknaden, är mer utvecklad torde företag verksamma inom dessa länder i högre grad använda sig av upptagande av lån som källa till extern finansiering. Motsatsvis torde företag verksamma inom kapitalmarknadsbaserade länder i högre utsträckning använda sig av utfärdande av emissioner som extern finansiering. Dessa omständigheter får till konsekvens att teoribildningar vilka har utarbetats utifrån förhållanden inom kapitalmarknadsbaserade ekonomier i vissa avseende möjligen kan ha mindre relevans inom bankbaserade ekonomier. Dessutom ska här påtalas att om empiriska resultat avseende kapitalstrukturen i svenska familjebolag ska jämföras med resultat från andra länder bör dessa jämförelser företrädesvis göras med andra bankbaserade ekonomier. Lämpligen görs dessa jämförelser främst med resultat från andra skandinaviska länder eller Tyskland eftersom likheterna, avseende finansiellt system, är störst i förhållande till dessa länder. Jämförelser kan självfallet också göras med kapitalmarknadsbaserade länder men i detta fall är det viktigt att hålla i minnet att komparationen kan påverkas av strukturen av det finansiella systemet. Familjebolags skuldsättning kan exempelvis vara begränsad av omständigheter vilka ligger utanför familjens kontroll och således reflekterar inte den faktiska skuldsättningsgraden den kapitalstruktur som familjebolaget egentligen anser är optimalt och som den annars skulle sträva mot.

3 Teoretisk referensram

De mest framträdande kapitalstrukturteorierna behandlas först, därefter förs en diskussion kring flera agentteoretiska perspektiv som påverkar familjeägda bolag. Avslutningsvis presenteras tidigare empiriska resultat. Teorierna ökar förståelsen för de bakomliggande incitamenten rörande företags val av kapitalstruktur och underlättar för kommande analys.

3.1 Kapitalstrukturteorier

3.1.1 Irrelevanspropositionen

Hur ska företag finansiera sin verksamhet och sina projekt? Vilka faktorer påverkar företags val av finansieringsmetod? Hur påverkar företags val av kapitalstruktur företags resultat? Alla dessa frågor är komplexa, faktum är att Weston (1955) för ett halvsekel sedan problematiserade kring huruvida det överhuvudtaget var möjligt att utveckla relevanta teorier för att hantera dessa frågeställningar. Westons problematiserande till trots utgör forskningsfältet kring företags val av kapitalstruktur idag en mycket vital del inom forskningsfältet Corporate Finance (Frank & Goyal, 2007).

Kapitalstrukturteorierna har sin utgångspunkt i Modigliani och Millers (1958) första teorem vilket bland annat har kommit att kallas *"the capital structure irrelevance proposition"* (sv. *Irrelevanspropositionen*). Innan detta arbete publicerades fanns överhuvudtaget ingen allmänt accepterad teoribildning på området. Teoremets essens är att ett företags val av kapitalstruktur, i en perfekt kapitalmarknad, överhuvudtaget inte påverkar bolagets värde. Föga förvånande ansågs teoremet vara kontroversiellt bland akademiker och otaliga försök att motbevisa teoremet har genomförts. Emellertid har alla försök att teoretiskt motbevisa teoremets giltighet misslyckats och således lever teorin vidare än idag och forskare inom området måste förhålla sig till det.

Emellertid bygger teoremet på en uppsättning antaganden vilka är både långtgående och i flera situationer också verklighetsfrämmande. Av den anledningen har den forskning som följde på Modigliani och Millers publicering i stor utsträckning fokuserat på dessa

antaganden och forskningen har lyckats bevisa att teoremets giltighet faller under flera omständigheter. De vanligaste faktorerna som brukar framhåvas i detta sammanhang är förekomsten av skatter, transaktionskostnader, konkurskostnader och agentkonflikter. Dessutom har adverse selection-problematik introducerats och utgör idag en central kritik av Modigliani och Millers teorem.

Även om Modigliani och Millers teorem, pga. dess omfattande uppsättning av orealistiska antaganden, inte erbjuder en realistisk bild av hur företag strategiskt agerar i förhållande till dess kapitalstruktur, så utgör den en bra grund för att förstå varför val av finansieringsform faktiskt är betydelsefullt. Som referensram har Modigliani och Millers teorem också utgjort ett viktigt underlag för både Trade off- och Pecking order-teorier.

3.1.2 Trade off-teorier

Uttrycket trade off-teorier kan sägas utgöra en familj av teorier vilka har den gemensamma nämnaren att de försöker förklara företags val av kapitalstruktur utifrån hur en beslutsfattare försöker balansera för- och nackdelar av skuldsättning.

Den ursprungliga trade off-teorin växte fram ur Modigliani och Millers (1963) andra teorem vilket väsentligen är det samma som det första teoremet, men med den viktiga skillnaden att skatter i det senare teoremet antas existera. Förekomsten av skatter tillför ett incitament för ökad skuldsättning eftersom skuldsättning, i form av räntebetalningar, skapade en sköld för vinsterna (s.k. skattesköld). Eftersom Modigliani och Millers andra teorem inte tog hänsyn till att ökad skuldsättning samtidigt ökar riskerna, blev den underförstådda konsekvensen att företag ska finansieras till 100 % genom belåning. Det är denna obalanserade slutsats som trade off- teorierna försöker närmare problematisera och utveckla (Frank & Goyal, 2007).

En faktor som uppenbarligen behöver tas hänsyn till är konkurskostnader, ett begrepp som introducerades av Kraus och Litzenberger (1973). Enligt dessa författare reflekteras den optimala kapitalstrukturen av en balans mellan skuldsättningens fördel; skatteskölden och skuldsättningens nackdel; konkurskostnaderna. Senare forskning har utvecklat konkurskostnadsbegreppet och i modernare forskning indelas vanligen konkurskostnader i direkta och indirekta. Direkta konkurskostnader utgörs av sådana kostnader vilka följer av att

företaget är försatt i konkurs. Vid ett sådant tillfälle måste externa aktörer, såsom exempelvis konsulter, advokater och revisorer, anlitas för att hantera den uppkomna situationen och dessa aktörer kan vara mycket kostsamma. Indirekta konkurskostnader utgörs istället av exempelvis förlorade kunder, leverantörer och anställda, dvs. sådana kostnader som är förenade med den ökade risken av att företaget ska bli försatt i konkurs (Berk & DeMarzo, 2011).

Den inledande trade off-forskningen brukar ibland benämnas statisk trade off-teori. Det ”statiska” hänför sig till att modellerna fokuserar på en viss period och tar inte hänsyn till att omständigheter såsom ex skatter kan förändras över tid. I kontrast till de statiska teorierna finns också de moderna, dynamiska teorierna. Den övergripande idén i dessa är att den optimala kapitalstrukturen idag beror på vad som förväntas vara optimalt i nästa period. I denna period kan det vara optimalt att öka eller att minska finansieringen och om det är optimalt att öka finansieringen, kan det antingen vara optimalt att göra det genom emissioner eller genom lån (Frank & Goyal, 2007).

3.1.3 Pecking order-teorier

Pecking order-teorierna härrör från arbeten av Myers (1984) samt Myers och Majluf (1984) och grundar sig främst i att förekomsten av asymmetrisk information leder till felprissättningar på marknaden vilket i förlängningen leder till att ”fel” produkter eller tjänster införskaffas. Innebörden av de ursprungliga pecking order-teorierna är att det finns en hierarki mellan finansieringsmetoderna där finansiering genom internt upparbetade vinstmedel står överst följt av belåning och avslutningsvis emissioner. Pecking order-teorierna är baserade på, utöver teorier vilka problematiserar kring förekomsten av asymmetrisk information, främst agentteorier samt teorier vilka behandlar förekomsten och inverkan av skatter.

Den teoretiskt exakta innebörden av den hierarkiska strukturen av finansieringsalternativ är inte fullständigt klarlagd. Några exempel på oklarheter är exempelvis huruvida det är förenligt med teorierna att företag har internt upparbetade medel vilka inte används till finansiering samt huruvida det är förenligt med teorierna att företag använder sig av finansiering genom emission fastän företaget faktiskt har möjlighet att erhålla lån. Med andra

ord finns det oklarheter och olika uppfattningar rörande hur absolut hierarkin är (Frank & Goyal, 2007).

En strikt tolkning av den hierarkiska strukturen skulle bland annat få till konsekvens att utfärdande av nyemission aldrig skulle vara aktuellt om företaget har lånemöjligheter. För att mjuka upp teoribildningen har därför vissa författare modifierat teorierna vilket möjliggör för företag att övergå till finansiering genom emission även om företaget kan erhålla finansiering genom belåning. Detta medför självklart andra problem såsom att definiera de gränsvärden då företaget kan övergå till lånefinansiering (Frank & Goyal, 2007).

Som ovan beskrivits brukar pecking order-teorier vanligtvis förklaras baserat på asymmetrisk information. Den huvudsakliga tankegången är att ägare eller ledning har ett informationsövertag avseende värdet på företagets tillgångar samt dess tillväxtmöjligheter, i förhållande till externa aktörer. Vetskapen om detta informationsövertag skapar ett misstroende. Om exempelvis ägare eller ledning vill sälja aktier kan detta, för potentiella investerare, indikera att ledningen har kunskap om någon omständighet vilket investerarna inte har.

Pecking order teorierna kan också kritiseras. Halov och Heider (2011) argumenterar att standard pecking order-teorin kan appliceras förutsatt att den asymmetriska informationen endast gäller bolagets värde. I denna situation föredrar företaget skuldsättning framför emissioner. Om den asymmetriska informationen emellertid gäller någon form av risk, medför densamma istället att företaget föredrar emission framför skuldsättning.

3.2 Generella teorier relaterade till familjekontrollerade företag

Som inledningsvis har beskrivits är familjekontrollerade företag ett vanligt förekommande fenomen världen över. Forskningen kring dessa företag startade emellertid först under slutet av 1970-talet och av denna anledning är forskningsområdet fortfarande inne i en tidig fas där flera områden fortfarande är helt outforskade. Till grund för att rättfärdiga framväxten av en särskild disciplin för familjeföretag ligger självklart det grundläggande antagandet att familjeföretag innehar vissa karaktärsdrag vilka skiljer sig från icke-familjeföretag.

Till den inledande forskningen vilken försökte utreda familjeföretagens särdrag hör exempelvis huruvida målsättningen i familjeföretag skiljer sig från den i icke-familjeföretag. Detta var en frågeställning som Taqiuri och Davis (1992) försökte utreda. Författarna fann emellertid att uppfattningarna skiljde sig så mycket åt mellan familjeföretagen att någon samstämmighet avseende målsättningar svårligen kunde uttalas. Författarna menade att detta resultat berodde på att det inom den undersökta gruppen av familjeföretag fanns stora skillnader avseende ägarandelar, familjestrukturer och de bedrivna verksamheterna. Emellertid har författarna bidragit till forskningsfältets framväxt eftersom deras resultat visade att familjeföretag präglas av målsättningskonflikter vilka medför unika utmaningar samt att flera målsättningar är av icke-ekonomisk karaktär.

En ytterligare frågeställning som är relevant för förståelsen av familjeföretag är vilka för- och nackdelar denna företeelse kännetecknas av, en fråga som Kets de Vries (1993) ämnade utreda. Resultatet av denna undersökning var att familjeföretag å ena sidan hade fördelar bestående av långsiktiga åtaganden, särskild kultur, motståndskraft, särskild kunskap samt flexibilitet samt å andra sidan nackdelar vilka utgjordes av begränsad tillgång till kapitalmarknader, risker att drabbas av nepotism, patriarkala strukturer samt risken att sociala familjekonflikter överförs till företaget.

Den förmodligen mest undersökta frågeställningen om familjeföretagande är huruvida familjeföretag är mer lönsamma än icke-familjeföretag. Till detta forskningsområde har särskilt arbetet av Sharma et al (1997) bidragit. Författarna sammanfattar tidigare forskning och försöker med hjälp av frågeställningar leda den fortsatta forskningen. Enligt författarnas mening bör den fortsatta forskningen fokusera på familjeföretagens beteende och vilka förtjänster som står att finna i att intressekonflikterna inom familjeföretag skiljer sig från de i icke-familjeföretag.

Matias Gama och Mendes Galvao (2012) har systematiserat det senaste decenniets forskning och uttalat att den generella bilden av hur familjeföretag presterar i förhållande till icke-familjeföretag är att i de fall familjen utövar kontroll men låter en extern professionell bolagsledning faktiskt styra företag, så presterar familjeföretaget bättre. Motsatsvis så

presterar familjeföretagen sämre i de fall då familjen utövar alltför ingripande kontroll över bolaget med stöd av röstvärdesdifferentierade aktieklasser eller pyramidägande. Dessutom presterar familjeföretag bättre så länge det styrs av grundaren men sämre då styrningen har övertagits av grundarens avkomlingar.

Familjeföretagens sociala dimensioner har också diskuterats inom den akademiska forskningen. Ett på detta område centralt arbete har Aldrich och Cliff (2003) författat och här utvecklas tidigare utformade teorier om att familjen och familjeföretaget är ofrånkomligen sammanlänkade och eftersom familjestrukturer har varit och är under social förändring kommer detta att inverka på familjeföretagandet och familjeföretagens lönsamhet.

3.3 Agentteorier

3.3.1 Inledning

Berle och Means publicerade 1932 *The Modern Corporation and Private Property*, ett verk som har haft stort inflytande på senare forskning inom Corporate Finance i allmänhet och bolagsstyrning i synnerhet. I detta arbete problematiserar författarna över den utveckling inom aktiebolagsrätten och företagsekonomi, som fått till följd att det har uppstått en separation mellan (aktie)ägande och (bolags)kontroll. Till följd av att de börsnoterade aktiebolagen alltmer har kommit att kännetecknas av ett utspritt aktieägande är denna separation problematisk. Eftersom det för småägare inte är ekonomiskt rationellt att investera i tid och medel för att inrätta en övervakningsfunktion, har övervakningen av bolagen alltmer försvunnit. Till följd av detta har makt och kontroll över bolagen övertagits av bolagets ledning och styrelse, på bekostnad av ägarna. Ekonomiskt rationella aktieägare vill maximera bolagets värde eftersom detta i förlängningen maximerar värdet på deras aktier. Å andra sidan vill en ekonomiskt rationell bolagsledning maximera avkastningen av sitt eget arbete. Till följd av detta har en intressekonflikt uppstått mellan aktieägarna och de styrande i bolaget.

3.3.2 Agentkonflikten mellan aktieägare och bolagsledning

Berle och Means problematisering vidareutvecklades av Jensen och Meckling som genom artikeln *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* lanserade begreppet ”agentkostnader” och därigenom agentteorin (Jensen & Meckling, 1976). Författarna definierade agentkostnader som ”de utgifter vilka är förenade med principalens

övervakning av agenten och den ytterligare förlust som uppstår till följd av skilda intressen och kontraktuella imperfektioner” (egen översättning). Essensen av Jensen och Mecklings teori är att det finns en intressekonflikt mellan bolagsledning och aktieägare eftersom dessa grupper har olika incitament. Agentteorin uttrycker att bolagets värde är beroende av storleken på agentkostnaderna, mindre agentkostnader ökar bolagets värde. Även om författarnas diskussioner i artikeln begränsar sig till relationen mellan bolagsledningen och ägarna, så framhäver de att motsvarande problem kan överföras på andra relationer. Jensen och Mecklings arbete med agentteorin är ett mycket betydelsefullt bidrag till bolagsstyrningsforskningen och har i stor utsträckning influerat forskningen kring familjeföretag.

I familjeföretag är familjen kontrollägare och familjens ägarandel och inflytande är betydande. Detta kan minska agentkostnaderna av flera anledningar. För det första har familjen, pga. den stora kapitalinvesteringen i företaget, incitament att övervaka ledningen. För atomistiska aktieägare är det inte ekonomiskt rationellt att investera tid och medel i övervakning av bolaget men för familjen, som kontrollägare, är det rationellt. För det andra innebär familjens ställning i förhållande till bolaget att familjen med stor sannolikhet är delaktig i styrningen av bolaget. Att så är fallet leder till en ökad konvergens mellan aktieägarnas och bolagsledningens intressen. Båda dessa faktorer medför att intressekonflikten mellan bolagsledningen och aktieägarna minskar. Enligt Jensens (1986) fria kassaflödeshypotes är användandet av skuldsättning som medel dels för att minska de kostnader som är förenade med att ett företag har låg likviditet och dels för att disciplinera bolagsledningen mindre vanligt då agentkostnaderna är låga. Sammanfattningsvis stadgar den teoribildning som behandlar intressekonflikten mellan aktieägarna och bolagsledningen, att förekomsten av en familj som kontrollägare medför att företaget kommer att ha lägre agentkostnader, vilket i förlängningen leder till att företaget kommer att ha lägre skuldsättning.

3.3.3 Agentkonflikten mellan majoritets- och minoritetsägare

Ett viktigt arbete för familjeföretagsforskningen är Gomez-Mejia et al (2001) vilka bidrar till forskningen främst genom att bredda agentproblematiken, såsom den kom till uttryck av Jensen och Meckling (1976), till att även avse relationen aktieägarna emellan. Enligt Gomez-

Mejia et al lider familjeföretag nämligen av en konflikt mellan familjen som kontrollägare och övriga minoritetsägare. Att storägare ofta innehar koncentrerade och odifferentierade portföljer har observerats i flera studier, se exempelvis Shleifer och Vishny (1986). Ett för familjeföretag karaktäristiskt särdrag är att familjens investering i företaget är betydande och i jämförelse med småägare är familjens möjligheter till diversifiering inte lika stora (Anderson & Reeb, 2003). Till följd av detta är familjens riskaversion större än riskaversionen hos atomistiska aktieägare. Detta kan få till konsekvens att beslut som behandlar strategi, finansiering och investeringar m.m. blir mer defensiva. Eftersom skuldsättning medför ökad risk för konkurs, får den agentteoriforskning som introducerades av Gomez-Mejia et al (2001), sammanfattningsvis till konsekvens att familjeföretag kommer att ha lägre skuldsättning, till följd av större riskaversion.

3.3.4 Agentkonflikten mellan aktieägarkollektivet och långgivare

Även om det inte var författarnas huvudsakliga forskningsbidrag, observerade Jensen och Meckling (1976) att det finns en intressekonflikt mellan aktieägare och långgivare som bestod i att aktieägarna försökte utnyttja långgivarna. Författarnas slutsatser grundades på att utspridda aktieägare, till följd av att de var väldiversifierade, hade incitament att investera i högriskprojekt. Eftersom långgivarna var medvetna om aktieägarnas riskvilja krävde de i emellertid högre lånekostnader i gengäld. Förekomsten av kontrollägande familjer, vilka är mindre väldiversifierade, har extra starka intressen i företagens överlevnad och med längre investeringshorisont förändrar emellertid dynamiken i relationen mellan bolaget och långgivarna eftersom denna ägarkategori är mer riskavog. Detta ökar tilliten mellan bolaget och långgivarna. Sammanfattningsvis implicerar teoribildningen rörande intressekonflikten mellan aktieägarna och långgivarna att företaget har lägre agentkostnader, vilket i förlängningen leder till att bolaget erbjuds lägre lånekostnader och att bolaget, till följd av detta, kommer att ha en högre skuldsättning (Schmidt, 2013).

3.3.5 Familjers kontrollövertaganden

För familjer är kontrollen över familjebolaget av flera anledningar mycket viktig. Familjen har vanligtvis mycket långsiktiga åtaganden, ofta över flera generationer, gentemot bolaget och dessutom kan familjens sociala rykte vara nära knutet till bolagets ekonomiska framgång.

Familjens starka intresse av att etablera och upprätthålla kontroll över bolaget kan leda till två motsatta handlingsalternativ. Det ena alternativet är att bolaget använder sig av hög belåning eftersom skuldsättning, till skillnad från nyemissioner, inte påverkar familjens röststyrka. Det andra handlingsalternativet är att använda sig av mindre skuldsättning. Anledningen härför skulle vara att stor skuldsättning medför en ökad långivnarövervakning samt att långivarnas makt över bolaget ökar på familjens bekostnad. Enligt Schmidt (2013) beror valet häremellan på den institutionella miljö där bolaget verkar.

3.3.6 Sammanfattning

Avslutningsvis innebär en applicering av agentteorierna på familjeföretag ett motstridigt resultat vad gäller huruvida företaget kommer att använda sig av högre eller lägre skuldsättning. Intressekonflikten mellan bolagsledningen och aktieägare, samt intressekonflikten mellan olika ägargrupper implicerar att familjeföretag kommer att ha lägre skuldsättning medan intressekonflikten mellan aktieägarna och långivarna talar för det motsatta. Därtill ska tilläggas att det finns teorier som behandlar frågan om huruvida familjens kontrollbehov medför ökad skuldsättning eller ej och även inom detta forskningsområde råder delade uppfattningar.

3.4 Skuldsättning som bolagsstyrningsverktyg

Den intressekonflikt, mellan bolagsledningen och aktieägarna, som uppstår till följd av separationen mellan ägande och kontroll har inledningsvis omnämnts. Enligt denna agentteori är bolagsledningens incitament att maximera avkastningen till sig själva, istället för bolagets värde. Denna teoribildning utgör också utgångspunkten i det perspektiv som här ska behandlas. Skuldsättning som bolagsstyrningsverktyg-perspektivet utgör nämligen en förgrening av denna problematisering. Perspektivet utvecklades av Jensen (1986) och kallas ibland Jensens fria kassaflödeshypotes. Essensen i detta resonemang är att agentkostnader ökar med fria kassaflöden, dvs. om bolagsledningen har stora fria kassaflöden till sitt förfogande kan de utnyttja detta till att tillskansa sig själva fördelar. Emellertid kan skuldsättning minska de agentkostnader som uppstår till följd av fria kassaflöden genom att skuldsättningen tillförsäkrar att bolagsledningen förblir disciplinerad, fattar lämpliga investeringsbeslut och försvarar för bolagsledningen att eftersträva uppfyllande av sina egna incitament (Harris & Raviv, 1991). Genom den ökade skuldsättningen disciplineras alltså

bolagsledningen eftersom bolaget har en avtalsrättslig skyldighet att betala räntor samt eventuellt att amortera av skulden och det åligger det bolagsledningen att tillse att dessa åtaganden uppfylls. Resultatet av detta förfarande är, förutsatt att det är framgångsrikt, att bolagsledningen tvingas agera i linje med aktieägarnas intressen

3.5 Empiriska resultat av tidigare forskning

Som tidigare har redogjorts för befinner sig familjeforskningen i en tidig fas. Forskningen kring familjeföretagens kapitalstruktur befinner sig emellertid i en ännu yngre fas. Utöver att den empiriska forskningen är ofullständig är de faktiska resultaten spretiga.

I en studie från Mishra och McConaughy (1999) undersöktes kapitalstrukturen i familjeföretag i förhållande till icke-familjeägda företag. Underlaget utgjordes av de 1000 största amerikanska bolagen och som familjebolag klassificerades bolag vars VD var antingen dess grundare eller en släkting till dess grundare. Författarnas slutsatser var att familjeföretag skuldsatte sig i mindre utsträckning än icke-familjebolag och som förklaring för detta anförde författarna att familjeföretag är mer riskaversiva. En liknande studie genomfördes något senare av Anderson och Reeb (2003). Urvalet utgjordes här av Standard and Poor's index över de 500 största industribolagen och definitionen av familjeföretag fokuserade både på grundarfamiljens andel av aktiekapitalet och på grundarfamiljen representation i styrelsen. Resultatet av denna undersökning var att någon systematisk skillnad mellan familjeföretag och icke-familjeföretags skuldsättning inte kunde identifieras.

Forskning om familjeföretags skuldsättning har också utförts utanför USA. Setja-Atmaja et al (2009) undersökte de australiensiska förhållandena och King och Santor (2008) de kanadensiska. I både dessa fall utvisade författarnas resultat att familjeföretag har signifikant högre skuldsättning. Transnationella undersökningar om familjeföretags skuldsättning har också genomförts. Ellul (2009) undersökte 3608 företag i 36 länder och fann en positiv korrelation mellan familjeföretag och skuldsättning samt att denna korrelation var som starkast i de länder där minoritetsägare åtnjuter minst skydd. Croci et al (2011) undersökte 777 kontinentaleuropeiska bolag och fann liksom Ellul (2009) att familjeföretag systematiskt använder sig av en högre skuldsättning. I både dessa transnationella studier menar författarna att anledningen till varför familjeföretag skuldsätter sig i högre utsträckning främst är på

grund av att familjerna vill behålla sin kontroll över bolaget och därför är de mindre benägna att använda sig av nyemissioner som finansieringsmedel. I motsats till dessa studier finner Margaritis och Psillaki (2010) att franska familjeföretag skuldsätter sig mindre än icke-familjeföretag, ett resultat som också Ampenberger et al (2011) och Schmidt (2013) kommer fram till avseende tyska bolag.

4 Metod

I kapitlet förs en argumenterande diskussion rörande de metodologiska överväganden som gjorts. Dessutom presenteras hur datainsamlingen gått till samt valet av variabler för den statistiska undersökningen. Även det statistiska tillvägagångssättet redovisas. Kapitlet avslutas med resonemang kring allmän metodkritik, validitet och reliabilitet.

4.1 Forskningsansats

Denna uppsats har utarbetats från ett deduktivt perspektiv vilket innebär att undersökningen utgår från en befintlig teoribildning och utifrån denna införskaffas relevant information (Jacobsen, 2002). Den deduktiva ansatsen har valts främst av två anledningar. För det första är avsikten att undersöka huruvida kapitalstrukturteorier kan förklara familjeföretags skuldsättning och mot bakgrund av detta syfte förefaller deduktiv ansats mest lämplig. För det andra är en kvantitativ uppsats, vilket denna är, till sin natur i stor utsträckning deduktiv. Vid tillämpning av kvantitativ metod måste nämligen efterfrågad information kategoriseras först innan den inhämtas (Jacobsen, 2002). Baserat på uppsatsens teoribildningar har hypoteser utformats för att tydliggöra vad som undersöks och vad det är för information som inhämtas.

Uppsatsen har författats med vetskap om att den deduktiva ansatsen kan kritiseras eftersom den information forskaren eftersöker är beroende av vad denne ämnar undersöka. Till följd av detta kan materialets objektivitet ifrågasättas eftersom forskarens förväntningar påverkar urvalet.

4.2 Undersökningsmetod

Denna uppsats är utarbetad genom en kvantitativ metod vilket är en objektivt orienterad metod som används för att hantera en stor informationsmängd och som vanligen baseras på siffror och storleksuppgifter. Den främsta anledningen till valet av kvantitativ metod är utformningen av undersökningens syfte. Eftersom undersökningens syfte är av beskrivande

karaktär, att beskriva förekomsten av systematiska strukturer baserat på ett stort antal observationer av företags skuldsättning, lämpar det sig bäst att använda kvantitativ metod.

4.3 Datainsamling

Den information som denna uppsats baserar sig på är uteslutande sekundärdata, dvs. information som primärt inhämtats av någon annan. Vid användning av sekundärdata bör författaren vara mer kritisk till informationen eftersom dess trovärdighet är lägre till följd av att den primära insamlaren av information har behandlat densamma. Sekundärdata som denna uppsats bygger på är hämtad från årsredovisningar från företag som är listade på OMX:s small-, mid- och large-cap, samt information som kommer från företagens hemsidor. Data vilken ligger till grund för variablerna; företags storlek, andel materiella anläggningstillgångar, utdelningsandel, lönsamhet samt tillväxt har extraherats från årsredovisningar med hjälp av databasen Datastream. För variabeln bransch utgick författarna från Dagens Industris branschindelning. Information om ägarförhållanden hämtades manuellt ifrån årsredovisningar och i de fall årsredovisningarna inte innehöll sådan information, hämtades denna information istället från företagens hemsidor eller affärspressen. Årsredovisningar är i Sverige granskade av revisorer och måste följa gällande lagar, förordningar och branschpraxis. Med detta i åtanke bedöms uppsatsens sekundärdata i stor utsträckning vara av objektiv karaktär och av den anledningen bedöms den som tillförlitlig.

4.4 Urval och bortfall

Urvalet i undersökningen består av bolag som var noterade på NASDAQ OMX Stockholms large-, mid- och small-cap listor den 25 mars 2013. Totalt fanns det 213 bolag exklusive de bolag som verkade inom finansbranschen. Anledningen till att finansbolag exkluderats är att dessa omfattas av Finansinspektionens tillsyn samt för banker och försäkringsbolag gäller regelverket Basel II vilket ålägger dessa bolag särskilda krav avseende skuldsättning (se Lag (SFS 2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar). Med tanke på detta finns det stor risk att resultatet skulle bli snedvridet med denna kategori av bolag i undersökningen.

Urvalet har begränsats i tid till de senaste fem åren, dvs. från 2007 till 2011, dels för att få en så aktuell bild av verkligheten som möjligt och dels för att en längre tidsperiod minskar risken för att tillfälliga händelser inverkar på skuldsättningen. Anledningen till varför

undersökningsperioden inte omfattar 2012 är att vid tidpunkten för undersökningen fanns inte offentliggjorda årsredovisningar avseende alla bolag.

För att undersökningen ska erhålla hög tillförlitlighet har uppsatsens författare valt att utesluta de företag vilka data saknas över för hela tidsperioden. Undersökningen utmynnade i ett bortfall som Datastream inte hade information om, uppgående till 14 företag och 114 observationer. Ytterligare 12 företag har fallit bort eftersom den slutgiltiga ägaren inte kunnat säkerställas. Detta innebär att undersökningen totalt är baserad på 187 företag och 891 observationer (*se tabell över de ursprungliga 201 företagen i bilaga A*).

4.5 Hypotesprövning

För att besvara uppsatsens frågeställningar har hypoteser använts. Hypotesprövning innebär att en nollhypotes ställs upp. Denna lyder alltid ”*det finns inget samband mellan skuldsättning och den valda variabeln*” (Jacobsen, 2002). Huvudregeln är att uppsatsen söker förkasta nollhypotesen och bevisa att det finns ett samband. För att säkerställa att det inte är slumpen som haft betydelse för resultaten, har en signifikansnivå på 5 % valts, vilket är en etablerad signifikansnivå.

4.6 Val av variabler

Vilka variabler som inverkar på valet av kapitalstruktur har varit ett omdebatterat ämne inom den akademiska forskningen. Enligt Harris och Raviv (1991), vilka i sin studie undersöker hur denna fråga har behandlats i tidigare studier, är motiven till och förutsättningarna kring val av kapitalstruktur, nästan oräkneliga. Samma författare menar dock att det råder konsensus rörande att vissa variabler faktiskt påverkar valet av kapitalstruktur. Titman och Wessels (1988) är emellertid inte fullständigt överens med tidigare nämnda författare och dessutom finns det andra författare som har andra uppfattningar rörande vilka variabler som det råder konsensus om.

Det ovan sagda medför att uppsatsens författare är av uppfattningen att det är mycket vanskligt att överhuvudtaget påstå att det råder konsensus rörande vilka variabler som påverkar valet av kapitalstruktur. Av den anledningen har uppsatsens urval av variabler

genomförts efter en genomgång av vilka variabler som tidigare forskning på området har använt sig av och sedan har de variabler som bedömts vara mest relevanta, valts ut.

Bryman och Bell (2005) uttrycker följande samband mellan beroende och oberoende variabler; *”När man diskuterar kausalitetsfrågor brukar man kalla den faktor som utövar ett kausalt inflytande för den oberoende variabeln och effekten av denna för den beroende variabeln”*. Mot bakgrund av undersökningens syfte har kapitalstrukturen använts som beroende variabel. Uppsatsen använder samma definition för kapitalstruktur som Ampenberger et al (2011).

Ekvation 1

$$\text{Kapitalstruktur} = \frac{(\text{totala skulder} - \text{kortfristiga skulder})}{(\text{totala skulder} + \text{börsvärde})}$$

4.6.1 Familjeägende

Som tidigare har beskrivits förekommer inte någon allmängiltig definition av vad som är ett familjeföretag. Därför har tre olika definitioner valts vilka uppsatsens författare avser att testa för att undersöka hur de inverkar på valet av kapitalstruktur.

Uppsatsens författare förutser att familjeföretag listade på NASDAQ OMX Stockholm kommer att ha lägre skuldsättningsgrad. Detta grundas främst på att dessa företag för det första har större riskaversion och för det andra att dessa företag har mindre behov av att använda skuldsättning som verktyg för att disciplinera bolagsledningen. Familjeföretag har ett stort behov av att upprätthålla kontrollen över företaget vilket enligt Schmidt (2013) medför att familjen ställs inför två handlingsalternativ. Genom att utfärda emissioner ökar risken för att kontroll går förlorad till andra aktieägare men genom att uppta lån ökar risken för att kontrollen istället går förlorad till långivarna. Hur familjen agerar i detta finansieringsalternativ beror på den institutionella miljön. Så länge familjen är i kontroll över bolaget, kan påverka emissionsvillkoren och är kapitalstark torde emissionsalternativet vara det mest intressanta. Skulle så inte vara fallet förefaller emellertid utfärdande av en emission mindre intressant pga. den förlorade kontrollen. En sammanvägning av de nämnda faktorerna leder uppsatsen till följande hypotes:

H0: Det finns inget samband mellan skuldsättning och familjeäggande

H1: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättning och familjeäggande

4.6.1.1 Dikotoma familjedefinitioner

Enligt Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) familjedefinition föreligger ett familjeföretag då ”en familj innehar flest antal röster i bolaget” och enligt definitionen i Favero et al (2006) föreligger ett familjeföretag när ”den största aktieägaren är en familj och denna familj innehar 20 % eller mer av rösterna”. Dessa dikotoma familjedefinitioner möjliggör användandet av dummyvariabler. Ett familjeföretag betecknas i uppsatsen med 1 medan icke-familjeägda företag betecknas med 0.

4.6.1.2 F-PEC

Jaskiewicz et al (2005) har skapat en modifierad version av F-PEC vilken introducerades av Astrachan et al (2002). Enligt denna modifierade version fokuseras uteslutande på akronymen ”P”, dvs. Power. Tillvägagångssättet är att först gallras alla företag bort, där en familj direkt eller indirekt inte innehar minst 25 % av rösterna. De kvarvarande företagen utgör så kallade potentiellt familjeägda företag. Därefter undersöks hur stor andel styrelseposter respektive ledningsposter familjen innehar. Slutligen adderas dessa kvoter enligt formeln nedan och resultatet blir en gradering av hur familjeägt företaget är. Uppsatsen består emellertid av en något modifierad version av den modell som introducerades av Jaskiewicz et al (2005). Dessa modifieringar har genomförts främst av två anledningar. För det första för att modellen ska vara applicerbar på de förhållanden som råder på den svenska aktie- och börsmarknaden, en ingående förklaring av denna modifiering beskrivs under 4.8.1. För det andra har vi valt att försöka extrahera så mycket information som möjligt från erhållen data, en förklaring av detta tillvägagångssätt följer nedan.

Enligt den metod som skapades av Jaskiewicz et al (2005), anses de företag som erhåller värde understigande 0,5 inte vara familjeägda, dessa företag får enligt denna modell istället ett värde på 0. De företag som erhåller ett värde mellan 0,5 och 1 anses vara svagt familjeägt medan de företag som erhåller en kvot mellan 1-1,5 anses vara normalt familjeägt. Över 1,5 anses vara starkt familjeägt.

Istället för att följa Jaskiewicz et al (2005) rakt av har en modifiering gjorts pga. att det erhållna värdet utgör en kontinuerlig variabel. Uppsatsens tillvägagångssätt har istället varit att utgå från definitionen i Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) och ge alla företag som enligt denna definition anses vara familjeägda en F-PEC gradering. Genom detta tillvägagångssätt erhålls mer information än om metoden i Jaskiewicz et al (2005) används rakt av. Innebörden av uppsatsens angreppssätt är alltså att alla företag som, enligt definitionen i Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) inte är familjeägda erhåller värdet noll enligt F-PEC. Emellertid kommer alla företag som enligt definitionen i Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) klassificeras som familjeföretag att graderas med ett F-PEC-värde oberoende av om detta värde inte är lika med eller överstiger 0,5. Sammanfattningsvis kommer, enligt uppsatsens modell, fler företag att erhålla ett positivt F-PEC-värde och således kommer fler bolag att undersökas.

4.6.2 Företagets storlek

Tidigare presenterade teorier antyder att det finns en koppling mellan företags storlek och företags kapitalstrukturbeslut. Stora företag tenderar att vara mer diversifierade, i den meningen att de har fler verksamhetsgrenar. Denna diversifiering medför att företaget är mindre beroende av en enskild verksamhet och därför har stora företag lägre risk för konkurs och lägre konkurskostnader. Långivare föredrar att låna ut pengar till företag med lägre konkursrisk eftersom det ökar sannolikheten för att lånet framgångsrikt kommer återbetalas. Mindre företag, vilka ofta befinner sig i en tidigare fas i sin utvecklingscykel och som således inte är lika etablerade på marknaden, är mer utsatta för direkta- och indirekta konkurskostnader (Al-Najjar & Taylor, 2008).

Ett stort antal studier, bland annat Ampenberger et al (2011) samt Al-Najjar och Taylor (2008) påvisar att det finns ett starkt positivt förhållande mellan företags storlek och dess skuldsättningsgrad. De omnämnda studierna visar att nollhypotesen kan förkastas på enprocentsnivån, vilket utgör ett starkt samband.

Till följd av att ett stort antal studier påvisat ett positivt samband mellan storlek och skuldsättningsgrad och eftersom inga särskilda omständigheter avseende svenska förhållanden torde påverka detta samband, förväntas att ett positivt samband ska gälla på den svenska marknaden. Uppsatsen använder den naturliga logaritmen av antalet anställda för att

mäta företagets storlek, vilket även Ampenberger et al (2011) samt Al-Najjar och Taylor (2008) gjort i sina undersökningar.

Ekvation 2

$$\text{Storlek} = LN(\text{Antal anställda})$$

H0: Det finns inget samband mellan skuldsättning och företagets storlek

H1: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättning och företagets storlek.

4.6.3 Lönsamhet

Enligt de inledande kapitalstrukturteorierna bör det finnas ett positivt samband mellan lönsamhet och skuldsättning. Modigliani och Miller (1963) påpekade att företag kan använda sig av skuldsättning för att komma i åtnjutande av skatteskölden och Jensen (1986) anförde att lönsamma företag har möjlighet att uppta lån närhelst bolagsstyrningen är ineffektiv eftersom ökad skuldsättning kan fungera som bolagsstyrningsverktyg. Pecking order-teorin intar emellertid motsatt utgångspunkt. Enligt denna så föredrar företag finansiering främst genom upparbetade vinstmedel, därefter genom upplåning och i sista hand genom emission och ett företag med hög lönsamhet kommer således att använda internt genererade vinstmedel till finansiering för att undvika kostnader hänförliga till asymmetrisk information. Asymmetrisk information innebär att bolagsledning och styrelse har mer kunskap om företagets utsikter än de utomstående investerarna, vilket dessa är väl medvetna om. Av dessa anledningar medför ett pecking order-perspektiv på förhållandet mellan lönsamhet och skuldsättning, att en negativ relation är att förvänta (Periera Alves & Ferreira, 2011).

De empiriska resultaten rörande förhållandet mellan lönsamhet och skuldsättning stödjer pecking order-teoriernas förutsägelser. Även om Titman och Wessels (1988) resultat visar att det inte går att säkerställa någon signifikant inverkan, påvisar exempelvis Rajan och Zingales (1995) ett signifikant negativt samband och Al-Najjar och Taylor (2008) visar att det finns ett starkt negativt samband med en signifikansnivå som kan förkasta nollhypotesen på enprocentsnivån.

Med stöd av pecking order-teorin och den övervägande majoriteten av den empiriska forskningen samt att inga särskilda omständigheter avseende svenska förhållande som talar i någon annan riktning har observerats, förutser uppsatsens författare att det föreligger ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättningsgrad. Lönsamhet definieras som, rörelseresultat före räntor, skatt, nedskrivningar och avskrivningar, dividerat med företagets totala tillgångar.

Ekvation 3

$$\text{Lönsamhet} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Totala tillgångar}}$$

H0: Det finns inget samband mellan skuldsättning och företagets lönsamhet

H1: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättning och företagets lönsamhet

4.6.4 Utdelningsandel

Genom att dela ut vinstmedel till aktieägarna kan företag skapa och upprätthålla en kommunikation med aktieägarna rörande företagets förflutna och dess framtid. Huruvida företag delar ut vinstmedel eller om dessa behålls i företaget för att användas för andra ändamål har emellertid också ett signalvärde för potentiella investerare och aktiemarknaden i övrigt. Bhaduri (2002) utvecklar detta och påstår att företag kan använda utdelningspolitik för att signalera bolagets inneboende kvalitet till externa intressenter. Förutsatt att ett företags kommunicerade utdelningspolicy på ett genuint vis signalerar finansiell stabilitet, trovärdighet och styrka kan därför antas att företaget kan erhålla lägre lånekostnader vilket skapar incitament för högre skuldsättning (Al-Najjar & Taylor, 2008).

En alternativ infallsvinkel rörande utdelningens förhållande till skuldsättningen stödjer sig på Jensens (1986) fria kassaflödeshypotes. Denna infallsvinkel är relevant att här framföra eftersom den involverar ägarstrukturen, exempelvis förekomsten av familjeäggande, i bedömningen. Enligt denna teoribildning kan förekomsten av storägande familjer fungera som ett övervakningsinstrument vilket minskar kapitalmarknadens övervakningsbehov. I förlängningen medför detta att lägre agentkostnader i vidsträckt bemärkelse. Således kan även med stöd av agentteorier förutspås ett positivt förhållande mellan utdelning och skuldsättningsgrad (Al-Najjar & Taylor, 2008).

Utdelningsandelens förhållande till skuldsättningsgraden har undersökts i några studier där bland annat Ampenberger et al (2011) samt Al-Najjar och Taylor (2008) hör till de mest framträdande. Dessa studier har emellertid inte funnit något empiriskt signifikant samband mellan utdelning och kapitalstruktur.

Denna uppsats utgångspunkt är, i enlighet med resonemanget från Al-Najjar och Taylor (2008), att förutsatt att en hög utdelningsandel skapar en trovärdig föreställning hos intressenter om bolagets ekonomiska stabilitet, torde företag med hög utdelning erhålla lägre lånekostnader vilket skapar incitament för högre skuldsättning. Detta medför att en positiv relation mellan utdelningsandel och skuldsättningsgrad är förväntad. Uppsatsen använder sig av utdelning per aktie, dividerat med vinst per aktie, för att mäta graden av utdelning.

Ekvation 4

$$\text{Utdelningsandel} = \frac{\text{Utdelning per aktie}}{\text{Vinst per aktie}}$$

H0: Det finns inget samband mellan skuldsättning och företagets utdelningsandel

H1: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättning och företagets utdelningsandel

4.6.5 Tillväxt

Hur tillväxt förhåller sig till skuldsättning är en inom kapitalstrukturforskningen omdebatterad frågeställning. En negativ korrelation kan för det första förväntas, i enlighet med Myers (1977) som stödjer sin argumentation på agentteorier. Essensen i denna argumentationslinje är att företag vilka planerar att investera det lånade beloppet i tillgångar vilka förväntas generera intäkter först längre fram i tiden, kan ha svårt att erhålla lån ifall de är utan tillgång till andra säkerheter. För det andra kan en negativ korrelation också förväntas med stöd av tankegångar från Auerbachs (1985) som istället utgår från att de skattemässiga avdragsmöjligheterna avseende ränteutgifter är mindre värdefulla för tillväxtbolag till följd av att dessa bolag har andra ”sköldar” att använda sig av.

Förhållandet mellan tillväxt och skuldsättning har empiriskt undersökts i flera studier, Rajan et al (1995), Wiwattanakantang (1999) samt Hirota (1999), vilka alla använde market-to-book som mått på tillväxt, fann ett negativt samband. Titman och Wessels (1988), vilka

använde en mer komplicerad tillväxtdefinition som fokuserade på procentuella förändringar av tillgångar i vissa utgiftskategorier, fann emellertid inget signifikant samband.

Sammantaget leder de anförda argumenten avseende sambandet mellan tillväxt och skuldsättning till att denna uppsats baseras på en förväntning om ett negativt samband mellan förväntad tillväxt och skuldsättning. Uppsatsen använder market-to-book, vilket är en vanligt förekommande tillväxtdefinition som på ett ändamålsenligt vis fångar upp marknadens uppfattning om investeringsmöjligheter samt den förväntade tillväxten (Myers, 1977 samt Al Najjar & Taylor, 2008).

H0: Det finns inget samband mellan skuldsättning och företagets tillväxt

H1: Det finns ett negativt samband mellan skuldsättning och företagets tillväxt

4.6.6 Andel materiella anläggningstillgångar

Baserat på tidigare studier har både Ampenberger et al (2011) och Anderson och Reeb (2003) i sina undersökningar visat att det finns ett starkt positivt signifikant samband mellan skuldsättning och andelen materiella anläggningstillgångar. Det positiva sambandet grundar sig i att materiella anläggningstillgångar är tillgångar som ofta föredras av långivare som säkerhet för lån. I konsekvens med detta medför förekomsten av en stor andel materiella tillgångar att företaget kan erhålla mer gynnsamma lånevillkor vilket i sin tur kan öka företagets upplåningskapacitet (Ampenberger et al, 2011).

Till följd av att de flesta tidigare studier stadgar ett positivt samband förväntas även i denna studie en positiv relation mellan andelen materiella anläggningstillgångar och skuldsättningsgraden. Andelen materiella tillgångar beräknas enligt formeln nedan.

Ekvation 5

$$\text{Andel materiella anläggningstillgångar} = \frac{\text{Materiella anläggningstillgångar}}{\text{Totala tillgångar}}$$

H0: Det finns inget samband mellan skuldsättning och företagets andel av materiella tillgångar

H1: Det finns ett positivt samband mellan skuldsättning och företagens andel av materiella tillgångar

4.6.7 Bransch

Företag inom samma bransch kan antas ha liknande grundförutsättningar, varför det inom en viss bransch bör finnas likheter mellan företagen med avseende på kapitalstruktur. Mellan olika branscher bör det däremot finnas skillnader beroende på vilka finansieringskrav företagen inom denna bransch ställs inför. Vissa branscher kräver kapitalkrävande investeringar såsom exempelvis i dyra maskiner, medan andra branscher, vilka består av innovativa företag, ställs inför annorlunda utmaningar och således bygger branschen på andra förutsättningar (Titman & Wessels, 1988). Att företag i olika branscher ställs inför olika problem gällande dess struktur och investeringsbehov föranleder att branscherna emellan föreligger skillnader avseende kapitalstruktur. För att avlägsna skillnader i kapitalstruktur mellan olika branscher skapas en dummyvariabel för varje industri.

Urvalet av branschvariabler utgår från Dagens Industris indelning, som baseras på GICS (Global Industry Classification Standard), vilket är en standardiserad indelning som används världen över. Dessa tio sektorer är; Hälsovård, Industri, Konsumenttjänster, Konsumentvaror, Kraftförsörjning, Material, Olja & Gas, Teknik, Telekom samt Finans (www.di.se). Sektorn Finans är emellertid exkluderad eftersom alla företagen inom denna bransch är exkluderade, se vidare om detta under 4.4.

4.7 Testmetodik

För att testa sambandet mellan familjeäggande och kapitalstruktur utfördes först följande panelregression i EViews 7.1; Ordinary Least Squares (OLS). Det är en linjär regressionsmodell som innefattar ett flertal antaganden. De mest framträdande antagandena är följande; att de oberoende variablerna är exogena, att det inte existerar perfekt multikolinjäritet, att feltermerna inte är autokorrelerade samt att homoskedasticitet förekommer (Gujarati, 2004). För att säkerställa att testdatan är valid och tillförlitlig måste tester göras för att säkerställa att de nämnda villkoren är uppfyllda. En utförligare förklaring av dessa antaganden följer nedan.

OLS-modellen kan emellertid anpassas så att de ovan omnämnda antagandena elimineras eller får mindre framträdande betydelse. Ett rimligt antagande är att det inte är extrema skillnader i variablerna inom ett företag mellan flera år, men att det bör skilja sig åt företagen emellan. Då OLS-modellen utgår från att alla företagen har samma intercept och lutning, vilket inte stämmer överens med verkligheten, behöver modellen anpassas till uppsatsens förutsättningar.

Ett sätt att anpassa OLS-modellen så att den blir mer användbar och tillförlitlig med hänsyn till uppsatsens dataunderlag skulle kunna vara att använda "Fixed effects model", härnäst FEM eller "Random effects model", härnäst REM. Rent praktiskt så skapar FEM dummyvariabler för alla företag eller år, vilket genererar olika intercept men bibehåller samma lutning. Den kräver dock att inga tidsinvarianta variabler finns i regressionskvationen, vilket används genom dummyvariabler för familjeägda företag. Av denna anledning kan FEM inte användas. REM antar istället att urvalet som granskas har samma genomsnittliga intercept och att de individuella skillnaderna reflekteras i feltermerna (Gujarati, 2004). För att kontrollera om REM är en användbar metod gjordes ett Hausman-test, som är en vanlig testmetod för att kontrollera tillämpligheten av REM och FEM (Gujarati, 2004). Resultatet av detta test blev emellertid att nollhypotesen förkastades (testet redovisas inte i uppsatsen) för de dikotoma familjedefinitionerna. Innebörden av detta är att REM inte är en tillförlitlig metod för dessa. Gällande F-PEC så är REM en tillförlitlig metod då man exkluderar branschvariablerna.

Eftersom både REM och FEM är oanvändbara gällande de dikotoma familjedefinitionerna används istället OLS med White korrigerade standardfel. Denna modell antar heteroskedasticitet samt autokorrelation i tvärsnittsdata vilket ger felmarginaler som är robusta för autokorrelation och godtycklig korrelation inom företag mellan olika år (EViews 7 user's guide II, 2010). Uppsatsen kommer att använda både OLS samt FEM regressioner med F-PEC, samt OLS regressioner för de dikotoma familjedefinitionerna.

Vid analys av regressionerna samt vid uppskattningen av formelns uppskattningsgrad används justerat R^2 . Den visar hur mycket av variationen i den beroende variabeln som förklaras av de oberoende variablerna (Gujarati, 2004). *F-testet* är ett test för att se om de

oberoende variablerna påverkar den beroende variabeln, där nollhypotesen är att alla oberoende variabler erhåller ett koefficientvärde på noll (EViews 7 user's guide II, 2010). *B-koefficienterna* visar hur stor effekten de oberoende variablerna har på den beroende variabeln och om den är negativ eller positiv (Gujarati, 2004). För att vara säkra på att effekten är skild från 0 måste signifikansen kontrolleras. Om denna är under 5 % är skillnaden statistiskt signifikant med 95 % säkerhet (Gujarati, 2004).

För att ytterligare säkerställa analysens validitet testas regressionsanalyserna för normalfördelning, autokorrelation, heteroskedasticitet och multikolinjäritet för att säkerställa analysens validitet. Detta redovisas nedan.

4.7.1 Normalfördelning

De observationspunkter som en regressionsanalys bygger på kan i ytterlighetsfall vara utspridda eller koncentrerade. Värden kan också vara symmetriskt fördelade och kallas då för normalfördelade. Normalfördelningen har en betydande roll inom statistiken och är därför viktig att ta hänsyn till (Eggeby & Söderberg, 1999). Ju fler slumpmässiga värden som inverkar på resultatet desto mer normalfördelade blir mätvärdena (Körner & Wahlgren, 2006). Skevheten samt excessen av residualerna undersökts för att testa normalfördelningen. En normalfördelad variabel har en skevhet på 0 och excess på 3 (Gujarati, 2004). Normalfördelningskravet är inte så hårt då antal företag är stort tack vare centrala gränsvärdessatsen som medför att ju större dataurvalet är, ju mer närmar sig denna normalitet (Gujarati, 2004).

4.7.2 Multikolinjäritet

Multikolinjäritet kan uppstå om flera oberoende variabler korrelerar med varandra. Det betyder att minst två variabler mäter samma företeelse och skulle därför lika gärna kunna slås ihop till en variabel. I verkligheten är variabler sällan perfekt korrelerade men det förekommer ofta att de oberoende variablerna är högt korrelerade och kan därför leda till att standardfelen blir större (Edling & Hedström, 2003). För att undersöka multikolinjäritet har en korrelationsmatris mellan variablerna skapats.

4.7.3 Heteroskedasticitet

Ett annat möjligt problem som kan uppstå är heteroskedasticitet. Vid en regression bör residualerna vara slumpmässigt fördelade över och under nollinjen. När de uppvisar ett mönster så förekommer sannolikt heteroskedasticitet, variansen i feltermerna är inte konstanta (Edling & Hedström, 2003). Heteroskedasticitet förekommer främst vid tvärsnittsdata, då man jämför många enheter vid en specifik tidpunkt. Ett problem vid heteroskedasticitet är att en över- eller underuppskattning av storleken på standardfelen, vilket gör att analysen av de oberoende variabelernas påverkan på den beroende variabeln är mindre pålitlig. I undersökningen har heteroskedasticitet kontrollerats med Breusch-Pagans test. De kvadrerade residualerna jämförs med de oberoende variabelerna i en regression (Breusch-Pagan, 1979).

4.7.4 Autokorrelation

Regressionsmodellen utgår från att residualerna inte är korrelerade. Vid tidsseriedata då man undersöker en enhet över en tidsperiod är korrelation mellan de olika tidsperioderna vanligare än vid tvärsnittsdata. Då det råder autokorrelation riskerar uppsatsens författare att underskatta standardavvikelsen vilket leder till en överskattning av signifikansnivån (Gujarati, 2004). Av denna anledning undersöks huruvida det råder autokorrelation med Walds koefficient restriktionstest. För att testa korrelationsstrukturen i residualerna sparas residualerna i en serie, och en ny regression genomförs. Residualerna körs mot de laggade residualerna vilket, om residualerna är okorrelerade, ger en koefficient på -0,5 (EViews 7 user's guide II, 2010).

4.8 Metodkritik

4.8.1 Allmän metodkritik

Ett centralt problem som har uppmärksammats är betydelsen av vilken definition av familjeföretag som används. Som tidigare har uttryckts finns det ingen allmängiltig definition. Valet av definition kan givetvis ha en stor inverkan på de resultat som erhålls. För att få ett bredare perspektiv av hur familjeföretag kan se ut har uppsatsen använt tre definitioner. Definitionerna som hämtats från Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) samt Favero et al (2006) utgör språkliga definitioner som bygger på att ett företag antingen är

familjeägt eller inte. F-PEC däremot, är inte en språklig definition utan ett verktyg, i form av en matematisk ekvation, som mäter graden av familjeäggande. I förhållande till de språkliga definitionerna är F-PEC ett analysverktyg som torde erbjuda ett mer rättvisande resultat avseende vilka företag som i praktiken innehar familjebolagskaraktäristiska drag.

I sammanhanget är det relevant att påpeka att uppsatsen tillämpar F-PEC något annorlunda i förhållande till Jaskiewicz et al (2005). Skillnaden häremellan består i att uppsatsens författare använder sig av bolagsledningen som en variabel i ekvationen istället för supervisory board (sv. den övervakande styrelsen) vilket Jaskiewicz et al (2005) använder sig av. Anledningen till denna korrigering är att svenska börsbolag inte är skyldiga att bestå av två styrelser och därför används inte denna bolagsstruktur i Sverige. Vidare har bolagsledningen introducerats som variabel dels eftersom uppsatsens författare ämnat behålla tre variabler och dels eftersom den bedöms som mest lämplig. Sammanfattningsvis är denna modifiering nödvändig och relevant vid en applicering av svenska förhållanden. Utöver översättningen till en svensk modell så appliceras inte F-PEC enligt varken den ursprungliga modellen eller enligt Jaskiewicz et al (2005). Detta medför att jämförbarhet saknas med övrig forskning.

Vad gäller val av branschindelning så föreligger ett problem som består i att det finns en risk att branschindelningen inte är representativ för företagen inom branschen. GICS innefattar 10 sektorer, 23 industrigrupper, 59 branscher samt 122 sub-branscher. På grund av att antalet undersökta företag i undersökningen är relativt begränsat valdes en branschindelning med färre antal branscher då detta skapar branscher vilka innehåller fler bolag. Genom denna metod skapas större möjligheter för att antalet bolag i varje bransch är tillräckligt många, dvs. att urvalet är tillräckligt, för att sedan kunna dra slutsatser av denna indelning baserat på signifikansnivå. Emellertid medför den valda metoden samtidigt att ett annat problem kan aktualiseras. Eftersom urvalet har delats upp i ett fåtal sektorer föreligger istället en risk att det inom branscherna kommer att uppstå skillnader eftersom företagen är relativt olika och verkar under olika externa förutsättningar.

Vad gäller analys av regressionerna måste hänsyn tas till det faktum att de tre regressioner som utförs med OLS, kommer att inbegripa autokorrelation. Förekomsten av autokorrelation

beror på att residualerna inom ett företag troligtvis inte kommer att skilja sig så mycket över tidsperioden vilket medför att de korrelerar med varandra. Som beskrivits tidigare kan autokorrelation medföra att standardavvikelseerna underskattas, vilket innebär att signifikansen överskattas. Detta är inget problem med FEM, då denna modell möjliggör så att varje enskilt företag utgör en dummyvariabel vilket medför att någon korrelation inom varje företag mellan de olika åren inte kommer att uppstå.

4.8.2 Validitet

Forskningsresultatets kvalitet är nära sammanlänkat med undersökningens reliabilitet och validitet. Teoretisk validitet handlar om huruvida studien mäter det som den avser att mäta. Validiteten kan sedan delas in i intern och extern validitet där den interna validiteten mäter styrkan av kausaliteten, mellan två eller fler variabler. Den externa validiteten mäter å andra sidan huruvida resultatet från undersökningen kan generaliseras. Vanligtvis relaterar frågan om extern validitet till hur urvalet har valts ut och om detta urval är representativt (Bryman & Bell 2005). Väletablerade teorier samt variabler vilka förekommer i jämförbar forskning har använts vilket stärker validiteten.

Uppsatsen har författats med stöd av väletablerade teorier samt variabler vilka förekommer i jämförbar forskning. Ett undantag från användande av ett etablerat tillvägagångssätt utgör användandet av familjedefinitionen F-PEC, där en del förändringar har gjorts för att bättre passa uppsatsens syfte med denna familjedefinition. Det existerar alternativa definitioner till flera av de variabler som används, exempelvis använder denna uppsats en definition av kapitalstruktur som exkluderar kortfristiga skulder men denna post skulle emellertid kunna inkluderas. I en studie vid KTH har definitionen av kapitalstruktur inkluderat även kortfristiga skulder. Resultatet av denna undersökning kan här vara av intresse att framhäva eftersom den påvisar att en stor andel av de totala skulderna för svenska börsbolag innefattar kortfristiga skulder (Song, 2005). En konsekvens av detta, som är relevant med avseende på denna uppsats, är att valet av definition på kapitalstruktur påverkar vilket resultat som erhålls. Det sagda gäller självklart alltid för alla variabler men mot bakgrund av att svenska börsbolags skuldsättning bevisligen består i stor utsträckning av kortfristiga skulder, är det särskilt relevant att ta upp denna aspekt här. Sammanfattningsvis anses den interna

validiteten, baserat på de val av väletablerade teorier och definitioner som gjorts, vara tillfredsställande.

Vad gäller den externa validiteten så baseras urvalet på NASDAQ OMX Stockholms large-, mid- och small cap. Eftersom den institutionella miljön i olika länder världen över skiljer sig åt, kan det vara problematiskt att jämföra dessa resultat. Vid dylika jämförelser måste hänsyn tas till de specifika förutsättningarna som företag inom olika länder verkar under. Således gör uppsatsen inte anspråk på en omfattande extern validitet i förhållande till studier baserade på andra länders förutsättningar. Den externa validiteten i förhållande till svenska bolag vilka inte är noterade vid en börs är även den begränsad. De främsta anledningarna härför är att dessa bolag generellt sett är mindre och har till följd av detta svårare att få lån samt att dessa bolag inte är ålagda samma informationskrav som börsbolag vilket försvårar för långivare att göra en korrekt riskbedömning vilket i förlängningen leder till högre lånekostnader.

4.8.3 Reliabilitet

Ett till validiteten närliggande begrepp är reliabilitet, vilket mäter noggrannheten i mätningen. För att konkret beskriva begreppet är den fråga om inställer sig huruvida undersökningens resultat skulle uppnås igen, förutsatt att undersökningen genomfördes på nytt under samma förutsättningar. Som hjälpmedel vid informationsinhämtningen har databasen Datastream använts och ur denna har extraherat sådan bolagsinformation som också går att finna i bolagens årsredovisningar. För att säkerställa att den information som inhämtats är korrekt, har stickprov genomförts och jämfört med årsredovisningar. Information om teorier samt tidigare forskning har hämtats från erkända databaser. Med stöd av dessa argument anser uppsatsens författare att de källor som ligger till grund för uppsatsen har hög trovärdighet.

5 Empiri

I detta kapitel presenteras undersökningens empiriska resultat. Kapitlet inleds med en presentation av branschtillhörighet samt beskrivande statistik för uppsatsens urval. Därefter redovisas resultatet av genomförda regressioner i tabeller vilka därtill kommenteras. Avslutningsvis redogörs för de diagnostiska test som genomförts.

5.1 Inledande statistik

Som tidigare har beskrivits är undersökningen baserad på 187 företag under fem års tid vilket sammantaget har givit 891 observationer. Nedan följer två tabeller som ger en överblick över den statistiska grunden. Tabell 1 är baserad dels på F-PEC och dels på den familjeföretagsdefinition, som härrör från Gálve Goriz och Salas Fumás (1996), där familjeföretag definieras som företag där innehavaren av flest antal röster är en familj. Då F-PEC påvisar en grad av familjeäggande men utgår från Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) definition så antas dessa definitioner ha samma urval. Tabell 2 utgår istället från den definition av familjeföretag som härrör från Favero et al (2006) där ett företag klassificeras som familjeföretag om familjens andel av rösterna i bolaget överstiger 20 %.

Tabell 1: Inledande statistik, Gálve Goriz och Salas Fumás samt F-PEC

Bransch	Antal	Familjeägt	%	Icke familjeägt	%
Hälsovård	135	71	11.97%	64	15.53%
Industri	340	236	39.80%	104	25.24%
Konsumenttjänster	115	65	10.96%	50	12.14%
Konsumentvaror	115	78	13.15%	37	8.98%
Kraftförsörjning	10	1	0.17%	9	2.18%
Material	65	37	6.24%	28	6.80%
Olja & Gas	25	8	1.35%	17	4.13%
Real Estate	10	10	1.69%	0	0.00%
Teknik	165	68	11.47%	97	23.54%
Telekom	25	19	3.20%	6	1.46%
Totalt	1005	593	100.00%	412	100.00%

Tabell 2: Inledande statistik, Favero et al

Bransch	Antal	Familjeägt	%	Icke familjeägt	%
Hälsovård	135	60	12.15%	75	14.68%
Industri	340	191	38.66%	149	29.16%
Konsumenttjänster	115	57	11.54%	58	11.35%
Konsumentvaror	115	61	12.35%	54	10.57%
Kraftförsörjning	10	1	0.20%	9	1.76%
Material	65	35	7.09%	30	5.87%
Olja & Gas	25	5	1.01%	20	3.91%
Real Estate	10	5	1.01%	5	0.98%
Teknik	165	60	12.15%	105	20.55%
Telekom	25	19	3.85%	6	1.17%
Totalt	1005	494	100.00%	511	100.00%

Av de 891 totala observationerna så kan inte bortfallet på 114 särskiljas, varför uppsatsens författare väljer att redovisa det totala urvalet på 1005 observationer.

Av tabellerna kan utläsas att familjeföretag utgör ungefär 60 % av de undersökta bolagen med F-PEC samt med den definition som används i Gálve Goriz och Salas Fumás (1996). Ett liknande men något lägre resultat, 50 %, erhålls vid användande av definitionen som härrör från Favero et al (2006). Familjeföretag förefaller vara särskilt vanliga inom telekom- och konsumentbranscherna medan de å andra sidan förefaller vara mindre vanliga inom teknikbranschen.

I tabellerna nedan tillhandahålls en jämförelse mellan familjeföretag och icke-familjeföretag med avseende på de i uppsatsen använda variablerna. I tabell 3 utgörs definitionen av familjeföretag av samma definition som används av Favero et al (2006) och tabell 4 baserar sig på den definition som används av Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) samt F-PEC.

Tabell 3: Beskrivande statistik, Favero et al

Variabler	Genomsnitt		Median		Max		Min		Standardavvikelse	
	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj
Kap. struktur	0.548	0.467	0.625	0.519	0.999	0.997	0.000	0.000	0.362	0.369
Storlek	7.090	6.376	7.157	6.310	12.515	11.530	1.792	1.792	1.961	2.227
Lönsamhet	0.128	0.0350	0.126	0.100	0.626	0.5980	-1.249	-1.505	0.146	0.249
Utdelning	0.375	0.226	0.375	0	1	1	0	0	0.289	0.271
Tillväxt	3.286	3.021	1.860	1.900	76.870	57.290	0.230	0.150	7.067	7.547
Mat. tillgång	0.207	0.159	0.140	0.072	0.981	0.974	0.001	0.001	0.215	0.209

Tabell 4: Beskrivande statistik, Gálve Goriz och Salas Fumás samt F-PEC

Variabler	Genomsnitt		Median		Max		Min		Standardavvikelse	
	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj	Familjeägd	Icke-familj
Kap. struktur	0.537	0.464	0.612	0.519	0.999	0.997	0.000	0.000	0.367	0.365
Storlek	6.948	6.425	7.032	6.349	12.515	11.530	1.792	2.303	1.961	2.333
Lönsamhet	0.119	0.025	0.120	0.098	0.626	0.414	-1.249	-1.505	0.158	0.259
Utdelning	0.353	0.221	0.349	0	1	1	0	0	0.290	0.272
Tillväxt	3.215	3.071	1.850	1.960	76.870	57.290	0.150	0.230	6.598	8.365
Mat. tillgång	0.202	0.154	0.133	0.060	0.981	0.929	0.001	0.001	0.217	0.203

Vid en jämförelse mellan dessa tabeller kan snabbt konstateras att de förefaller näst intill identiska. Av denna anledning kommer tabellerna att behandlas i ett sammanhang och om det förekommer signifikanta skillnader kommer detta att kommenteras särskilt.

Avseende *kapitalstruktur* kan utläsas att familjeföretag har, både i genomsnitt och i medianvärde, en högre skuldsättning än icke-familjeföretag men standardavvikelsen är relativt hög med tanke på differensen mellan max- och minvärdena. Vad gäller *företagsstorlek* kan sedan utläsas att familjebolag är större än icke-familjeföretag, både med hänsyn till genomsnitt- och medianvärde. Standardavvikelsen avseende företagsstorlek är lägre än för kapitalstruktur i förhållande till differensen mellan min- och maxvärdena men högre i absoluta tal. Av *lönsamhetsvariabeln* kan uttolkas att familjeföretag är mer lönsamma än icke-familjeföretag. I sammanhanget är det relevant att notera att standardavvikelsen är betydligt större för icke-familjeföretag under båda familjedefinitionerna, vilket är bevis på att spridningen av lönsamhet inom gruppen familjebolag är mindre än inom gruppen icke-familjebolag och detta även under beaktande av att familjeföretagen är mer lönsamma.

Vad gäller *utdelningsvariabeln* framträder flera intressanta skillnader mellan ägarkategorierna där familjeföretagen har en betydligt högre utdelning och särskilt eftersom medianvärdena för icke-familjebolagen är noll (0) kan påvisas att detta sammanhänger med att gruppen icke-familjeföretag består av en mycket stor andel företag som valde att överhuvudtaget inte dela ut några medel till aktieägarna under den undersökta perioden. När det sedan kommer till variabeln *tillväxt* kan konstateras att familjeföretag i genomsnitt har högre tillväxt men avseende medianen råder det motsatta förhållandet. Skillnaderna är, i båda fallen, emellertid minimala. Av intresse att påtala är emellertid att maximivärdet för familjeföretag är betydligt högre än för icke-familjeföretag samt att standardavvikelsen är

större för icke-familjeföretagen. Det sistnämnda är särskilt framträdande under Gálve Goriz och Salas Fumás (1996). Avslutningsvis har familjeföretag något större andel *materiella anläggningstillgångar*. Avseende denna variabel är skillnaderna mellan familjeföretagsdefinitionerna samt mellan ägarkategorierna obetydliga.

5.2 Regression av panelmodell

Nedan visas tabeller över de multipla regressioner som gjorts för varje definition av familjeföretag, Favero et al (2006), Gálve Goriz och Salas Fumás (1996) och F-PEC. Syftet med att göra en multipel regression är att undersöka huruvida de oberoende variablerna tillsammans inverkar på skuldsättningsgraden och om någon av dessa variabler har en signifikant inverkan.

5.2.1 Favero et al

Tabell 5: Regression 1, Favero et al

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-statistic	Prob.
DFAM_FAV	0.039	0.040	0.975	0.3298
Storlek	0.064	0.010	6.512	0.0000**
Lönsamhet	-0.020	0.080	-0.251	0.8022
Utdelningsandel	-0.001	0.001	-1.952	0.0513
Tillväxt	-0.005	0.002	-2.243	0.0251*
Andel mat. tillgångar	0.399	0.137	2.910	0.0037**
Observationer	891			
F-test	21.26**			
Justerad R ²	0.255			

Den beroende variabeln är KAPITALSTRUKTUR. En utförlig beskrivning av variablerna kan hittas under 4.7 "Val av variabler". En konstant samt branschdummys är inkluderade i regressionen, men exkluderade här.

** och * indikerar signifikans på 1-% respektive 5-% nivå.

Modellen som används är OLS, med White period standardfel.

I ovanstående tabell presenteras resultat från regressionen med familjedefinitionen från Favero et al. DFAM_FAV utgör en dummyvariabel där företagen antingen klassificeras som familjeägd eller icke-familjeägd.

F-testet är ett test som kontrollerar om någon av de oberoende variablerna påverkar den beroende variabeln. Detta test genomförs i ett inledande skede för att påvisa att samband

föreligger på något vis. Nollhypotesen är att de oberoende variablerna inte påverkar kapitalstrukturen, vilket förkastas på enprocentsnivån för alla regressioner.

De oberoende variablernas koefficient visar vilken typ av samband dessa variabler har i förhållande till skuldsättningsgraden. Tabellen illustrerar att variablerna *storlek* och *materiella anläggningstillgångar* har ett positivt samband medan *tillväxt* har ett negativt samband. Alla dessa tre variabler har ett signifikant samband och överensstämmer med uppsatsens hypoteser. Avseende övriga tre variabler, *familjeäggande*, *lönsamhet* och *utdelning*, kunde inte ett signifikant samband påvisas varför nollhypotesen inte kunde förkastas. Värt att notera är emellertid att värdet på koefficienten för *tillväxt* är mycket låg vilket tyder på att denna variabel endast har ett svagt samband med skuldsättningen. Den enda av dummyvariablerna för *bransch* som blev signifikant är Kraftförsörjning, men då endast 2 företag och därför 10 observationer innefattas i denna bransch så är det inte tillförlitligt att dra slutsatser baserade på dessa resultat.

Förklaringsgraden, justerad R^2 , visar att 25.5 % av variationen i skuldsättningsgraden kan förklaras av de oberoende variablerna. I jämförelse med tidigare forskning som använt en jämförbar testmetodik, exempelvis Ampenberger et al (2011) som fick en förklaringsgrad på 35 % samt Croci et al (2011) som fick en förklaringsgrad på 28 % så är uppsatsens förklaringsgrad tillfredställande.

5.2.2 Gálve Goriz och Salas Fumás

Tabell 6: Regression 2, Gálve Goriz och Salas Fumás

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-statistic	Prob.
DFAM_GS	0.033	0.038	0.872	0.3835
Storlek	0.064	0.010	6.609	0.0000**
Lönsamhet	-0.020	0.081	-0.243	0.8078
Utdelningsandel	-0.001	0.001	-1.895	0.0584
Tillväxt	-0.005	0.002	-2.224	0.0264*
Andel mat. tillgångar	0.404	0.137	2.952	0.0032**
Observationer	891			
F-test	21.78**			
Justerad R ²	0.254			

Den beroende variabeln är KAPITALSTRUKTUR. En utförlig beskrivning av variablerna kan hittas under 4.7 "Val av variabler". En konstant samt branschdummys är inkluderade i regressionen, men exkluderade här.

** och * indikerar signifikans på 1-% respektive 5-% nivå.

Modellen som används är OLS, med White period standardfel.

I ovanstående tabell presenteras resultat från regressionen med Gálve Goriz och Salas Fumás familjedefinition. DFAM_GS utgör en dummyvariabel där företagen antingen klassificeras som familjeägd eller icke-familjeägd.

Värdena skiljer sig inte markant från föregående redovisade tabell. Variablernas lutningskoefficient har samma lutning som tidigare och effekten skiljer sig marginellt. *Andelen materiella anläggningstillgångar* uppvisar det mest positiva sambandet. Då denna variabel förändras med 10 %, ceteris paribus, förändras *skuldsättningsgraden* med 4.04 %. Likt föregående tabell, är kraftförsörjning den enda dummyvariabeln för bransch som är signifikant. Justerat R² uppgår till 25.4 %, vilket innebär att förklaringsgraden är marginellt lägre än vid användande av definitionen i Favero et al.

Storlek, *tillväxt* och *andel materiella anläggningstillgångar* är de variabler som påvisar att det har en inverkan på kapitalstrukturen. *Utdelning*, som visar 5.84 % ligger strax över femprocentsnivån och är således inte statistisk säkerställd. De övriga variablerna, *lönsamhet* och *familjeäggande* visar siffror som ligger långt ifrån ett statistisk signifikant samband som inverkar på skuldsättningsgraden.

5.2.3 F-PEC

Tabell 7: Regression 3, F-PEC

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-statistic	Prob.
FPEC	0.030	0.061	0.491	0.6232
Storlek	0.065	0.010	6.570	0.0000**
Lönsamhet	-0.013	0.080	-0.162	0.8714
Utdelningsandel	-0.001	0.001	-1.898	0.058
Tillväxt	-0.005	0.002	-2.265	0.0237*
Andel mat. tillgångar	0.404	0.137	2.943	0.0033**
Observationer	891			
F-test	21.07**			
Justerad R ²	0.253			

Den beroende variabeln är KAPITALSTRUKTUR. En utförlig beskrivning av variablerna kan hittas under 4.7 "Val av variabler". En konstant samt branschdummys är inkluderade i regressionen, men exkluderade här.

** och * indikerar signifikans på 1-% respektive 5-% nivå.

Modellen som används är OLS, med White period standardfel.

I ovanstående tabell presenteras resultat från regressionen med F-PEC som familjedefinition.

Resultaten är lik de tidigare två regressionerna. Fortsatt så är *andel materiella anläggningstillgångar*, *storlek* samt *tillväxt* statistiskt signifikanta. Likt tidigare tabeller är kraftförsörjning den enda dummyvariabel för bransch som är signifikant. Justerat R² är 25.3 %, vilket är det lägsta av de tre OLS-regressionerna.

Tabell 8: Regression 4, F-PEC

Variabel	Koefficient	Standardfel	t-statistic	Prob.
FPEC	0.018	0.076	0.237	0.8128
Storlek	-0.024	0.028	-0.859	0.3905
Lönsamhet	0.044	0.055	0.791	0.4291
Utdelningsandel	0.000	0.000	0.435	0.664
Tillväxt	-0.001	0.002	-0.442	0.6585
Andel mat. tillgångar	0.072	0.163	0.445	0.6565
Observationer	891			
F-test	13.78**			
Justerad R ²	0.734			

Den beroende variabeln är KAPITALSTRUKTUR. En utförlig beskrivning av variablerna kan hittas under 4.7 "Val av variabler". En konstant är inkluderad i regressionen, men exkluderad här.

** och * indikerar signifikans på 1-% respektive 5-% nivå.

Modellen som används är Fixed Effects Model.

I ovanstående tabell presenteras resultat från regressionen med F-PEC som familjedefinition och FEM som modell. Det innebär att branschvariabeln är exkluderad, då den är tidsinvariant.

Justerat R² är nästan 50 procentenheter högre jämfört med övriga regressioner och ingen av de oberoende variablerna är signifikant. Uppsatsens författare har funnit två möjliga faktorer vilka bidrar till att inga oberoende variabler är signifikanta. För det första så skapas dummyvariabler för varje företag med FEM, vilket medför en förlust av frihetsgrader. Förlusten av frihetsgrader är till antalet likvärdigt med antalet företag minskat med ett. Det betyder att standardfelen ökar och kan vara en förklaring till varför inga variabler blev signifikanta med FEM jämfört med OLS- regressionerna.

För det andra så är det möjligt att variationen i kapitalstrukturen kan förklaras av tidsinvarianta bolagsspecifika faktorer, som är orelaterade till bransch, i så pass hög grad att de oberoende variablerna blir icke signifikanta. För att kunna jämföra de olika familjedefinitionerna kommer uppsatsens författare främst att genomföra analysen baserat på OLS-regressionerna.

5.3 Diagnostiska test

5.3.1 Normalfördelning

Vid kontroll av normalfördelningen av residualerna för de tre OLS- regressionerna så är skevheten svagt positiv, runt 0.04. Exc. kurtosis ligger runt 2.15, vilket är tillfredsställande. Histogrammen förefaller relativt normalfördelade, förutom att det är en liten dipp runt 0. Med tanke på att ett stort antal företag finns med i undersökningen så stipulerar den centrala gränsvärdessatsen att residualerna bör närma sig normalfördelning. Sammantaget uppfyller dessa förhållanden kravet på normalfördelning (*se grafer över histogrammen i bilaga B*).

5.3.2 Multikolinjäritet

Vid hög korrelation mellan flera variabler så blir det svårt att påvisa signifikans för enskilda förklaringsvariabler, vilket kallas multikolinjäritet. För att testa multikolinjäritet så har en korrelationsmatris, som visar hur starkt sambandet mellan de olika variablerna är, skapats.

Hur resultatet ska tolkas beror på den statistiska kontexten men vissa generella tolkningar kan ändå genomföras. En generell tolkning är att då värdet ligger mellan 0.0-0.1 påvisas ingen korrelation, mellan 0.1-0.3 påvisas låg korrelation, mellan 0.3-0.5 påvisas medel korrelation och 0.5-1.0 påvisas hög korrelation. Detta är givetvis ingen exakt vetenskap, utan endast riktlinjer vid en analys av korrelationens styrka.

Tabell 9: Korrelationsmatris

Variabler	DFAM_FAV	DFAM_GS	FPEC	KS	S	L	U	T	MT
DFAM_FAV <i>Signifikans.</i>	1								
DFAM_GS <i>Signifikans.</i>	0.811** 0.000	1							
FPEC <i>Signifikans.</i>	0.756** 0.000	0.722** 0.000	1						
Kap. Struktur <i>Signifikans.</i>	0.112** 0.001	0.097** 0.004	0.050 0.132	1					
Storlek <i>Signifikans.</i>	0.167** 0.000	0.117** 0.000	0.028 0.402	0.363** 0.000	1				
Lönsamhet <i>Signifikans.</i>	0.227** 0.000	0.220** 0.000	0.218** 0.000	0.062 0.066	0.292** 0.000	1			
Utdelning <i>Signifikans.</i>	0.256** 0.000	0.219** 0.000	0.243** 0.000	-0.007 0.831	0.316** 0.000	0.396** 0.000	1		
Tillväxt <i>Signifikans.</i>	-0.005 0.891	-0.210 0.541	0.0467 0.164	-0.137** 0.000	-0.088** 0.008	-0.061 0.071	0.053 0.118	1	
Mat. tillgång <i>Signifikans.</i>	0.109** 0.001	0.106** 0.002	0.144** 0.000	0.345** 0.000	0.144** 0.000	0.063 0.060	0.008 0.813	-0.008* 0.032	1

**-Korrelation är signifikant på 1 % nivån (2-väg)

*- Korrelation är signifikant på 5 % nivån (2-väg)

De variabler som kontrolleras mot varandra är de oberoende variablerna. Att definitionerna för familj har hög korrelation med varandra är förväntat och då de inte medverkar i samma regression kan de inte påverka varandra.

Matrisen ovan antyder att multikolinjäritet inte föreligger. Det föreligger låg korrelation mellan de flesta variabler. Att variablerna för familjeäggande har en hög grad av korrelation är förväntad, men då de inte är med i samma regression så kommer de inte att interagera med varandra. Variabeln *storlek* påvisar en statistiskt säkerställd korrelationsgrad på 0.32 med *utdelning*, samt 0.30 med *lönsamhet* och variabeln *lönsamhet* påvisar en statistiskt säkerställd korrelationsgrad på 0.40 med *utdelning*. Dessa är de som påvisar högst korrelation. Uppsatsens författare bedömer att en korrelationsgrad på 0.40 är tillräckligt låg för att säkerställa att multikolinjäritet inte föreligger.

5.3.3 Autokorrelation och heteroskedasticitet

För att undersöka huruvida heteroskedasticitet existerar genomfördes ett Breusch-Pagan-test (testet redovisas inte i uppsatsen). Av resultatet att döma förekommer heteroskedasticitet. Walds koefficient restriktionstest genomfördes för att testa för autokorrelation.

Nollhypotesen, att det inte förkommer autokorrelation, förkastades vilket var förväntat med tanke på att residualerna är korrelerade inom företag mellan år (testet redovisas inte i uppsatsen). Slutligen korrigeras autokorrelation och heteroskedasticitet genom att använda White korrigerade standardfel i alla OLS regressioner.

Autokorrelation kommer fortfarande att förekomma i de fall då regressionerna inte genomförs med FEM. Vid analysen kommer därför en viss aktsamhet att iaktas då signifikansnivån annars kan överskattas.

6 Analys

I detta kapitel analyseras huruvida undersökningens resultat är förenliga med tidigare presenterade teorier. Kapitlet inleds med en diskussion rörande huruvida hypoteserna, avseende de valda variabelernas relation till den beroende variabeln, kunde statistiskt säkerställas samt anledningarna härför. Därefter analyseras resultaten utifrån de praktiska och teoretiska referensramarna i övrigt.

6.1 Hypotesprövning

Tabell 10: Hypotesprövning – förväntat samband och resultat

Variabel	Förväntat samband	Resultat			
Storlek	Positivt	Pos**	Pos**	Pos**	
Lönsamhet	Negativt	Neg	Neg	Neg	
Utdelningsandel	Positivt	Neg	Neg	Neg	
Tillväxt	Negativt	Neg*	Neg*	Neg*	
Andel mat. tillgångar	Positivt	Pos**	Pos**	Pos**	
Familjeäggande	Negativt	Pos	Pos	Pos	
**-Korrelation är signifikant på 1 % nivån (2-väg)		per familjedefinition	Favero	GS	F-PEC
*- Korrelation är signifikant på 5 % nivån (2-väg)		metod	OLS	OLS	OLS

Tabellen ovan ger en överskådlig sammanställning av studiens hypoteser samt vad undersökningen gav för resultat. Nedan följer en djupare analys av varje variabel och dessutom ges en förklaring till vad resultaten kan bero på och om det finns någon koppling till tidigare teorier.

6.1.1 Storlek

Studiens hypotes om att det föreligger ett positivt samband mellan företags storlek och dess skuldsättning kan säkerställas då undersökningen påvisade ett signifikant sådant samband på enprocentsnivån. Uppsatsens resultat ligger i linje med tidigare forskning, bland annat av Ampenberger et al (2011) och Al-Najjar och Taylor (2008). Dessa undersökningar visar att storlek har en signifikant inverkan på skuldsättningen på enprocentsnivån. Al-Najjar och Taylors (2008) tolkning är att stora företag ofta är mer diversifierade vilket medför att risken för att bolaget hamnar i betalningssvårigheter samt, i förlängningen, risken att företaget hamnar i konkurs, minskar.

Undersökningens resultat visar att stora företag använder sig av en högre skuldsättningsgrad. Trade off-teorin förutspår att företags optimala skuldsättning är beroende av hur företagen värderar skuldsättningens nackdel, ökade konkurskostnader, i förhållande till skuldsättningens fördel, användande av skatteskölden. Att stora företag använder sig av högre skuldsättning kan således, med stöd av trade off-teorin, sägas innebära att dessa värderar fördelen med skatteskölden högre än nackdelen med konkurskostnader. Detta torde sammanhålla med att stora företag är mer etablerade på sina marknader samt även i övrigt bedöms ha lägre konkursrisk. Långgivare föredrar att låna ut pengar till företag med lägre konkursrisk eftersom det ökar sannolikheten för att lånet framgångsrikt kommer återbetalas vilket i förlängningen medför att stora företag generellt torde kunna erhålla mer fördelaktiga lånevillkor. Bättre lånevillkor skapar mer incitament att välja lån som finansieringsmetod.

Ett agentteoretiskt perspektiv av intresse, vid en analys av förhållandet mellan företags storlek och dess skuldsättningsgrad, är familjens kontrollövertaganden. Schmidt (2013) framför åsikten att den institutionella miljön är avgörande för valet av externt finansieringsalternativ. Som tidigare beskrivits är emissioner, relativt sett, mindre kostsamma för större företag. Detta sammanhänger med att emissioner i allmänhet är kostsamma till följd av diverse omkostnader men att andelen av dessa omkostnader i förhållande till det externa kapital som en nyemission genererar minskar vid stora emissioner och stora företag har generellt större möjligheter att genomföra stora emissioner. I Sverige har stora företag dessutom möjligheten att, genom utfärdande av röstvärdesdifferentierade aktier, behålla kontrollen, vilket möjligtvis skulle kunna föranleda att större företag i högre utsträckning utnyttjar emission och därmed har en lägre grad av skuldsättning jämfört med mindre företag. Uppsatsens resultat påvisar dock motsatsen, att ju större ett företag är, desto högre grad skuldsättning. En rimlig anledning till detta kan vara att mindre företag har sämre möjligheter att erhålla goda lånevillkor, eller överhuvudtaget möjligheter att uppta lån. Om så är fallet har små företag inget annat alternativ än att utfärda emissioner för det fallet att de är i behov av extern finansiering.

Enligt tabell 3 och 4 är familjeägda företag, oberoende av vilken definition av familjeägande som studeras, i genomsnitt större än icke-familjebolag. Enligt de definitioner av

familjeföretag som denna uppsats har använt sig av är ett familjeföretags största ägare definitionsmässigt en familj. Enligt Shleifer och Vishny (1986) är storägare generellt sätt mer riskavoga och mer defensiva till följd av att dessa är mindre diversifierade än småägare. Eftersom familjer i denna uppsats, definitionsmässigt, är storägare torde teoribildningen från Shleifer och Vishny (1986) även gälla för familjer. Tidigare i uppsatsen har intressekonflikten mellan aktieägarkollektivet och långivarna presenterats. Essensen häri är att tilliten dessa intressenter emellan kan öka till följd av att långivarna bedömer att aktieägarkollektivet är mer riskavoga. Eftersom familjerna, enligt presenterade teorier, är riskavoga och dessutom, definitionsmässigt, den kontrollerande ägaren torde långivarnas tillit öka till följd av förekomsten av den kontrollerande familjen. Detta torde få till konsekvens att agentkostnaderna från denna intressekonflikt minskar vilket leder till att familjeföretaget erbjuder bättre lånevillkor. Bättre lånevillkor ökar incitamenten till att använda en högre skuldsättning. Denna teoretiska incitamentskedja implicerar således att familjeföretag borde använda sig av en högre skuldsättning. Emellertid måste samtidigt denna incitamentskedja vägas emot det första steget i denna kedja, nämligen att storägare såsom exempelvis familjer är mer riskavoga och defensiva vilket implicerar att de borde använda sig av en lägre skuldsättningsgrad. Eftersom dessa två perspektiv är inbördes motstridiga är det svårt att på ett allmänt och abstrakt plan uttala sig om huruvida stora företag har incitament för en högre eller lägre skuldsättningsgrad än mindre bolag. Istället torde andra faktorer vara mer avgörande för det enskilda företags val av kapitalstruktur.

6.1.2 Lönsamhet

Uppsatsens undersökning visar att avseende variabeln lönsamhet kunde nollhypotesen inte förkastas och av den anledningen kan inga tillförlitliga slutsatser uttalas rörande förhållandet mellan lönsamhet och skuldsättning. Undersökningens resultat är förenligt med det resultat som Titman och Wessels (1988) erhöll vilken också visar att koefficienten för lönsamhet är negativ men att sambandet inte är statistiskt signifikant.

6.1.3 Utdelningsandel

Den i uppsatsen företagna undersökningen kunde inte förkasta nollhypotesen eftersom utdelningsandel som variabel inte uppnådde erforderlig signifikansnivå i någon av de genomförda regressionerna. T-testerna var emellertid nästan signifikanta vilket antyder att

om ett lägre signifikanskrav hade använts så är det sannolikt att ett samband hade kunnat påvisas. Emellertid så är detta inte fallet i denna uppsats vilket sammanhänger dels med den låga koefficienten och dels med det faktum att uppsatsens författare valt en signifikansnivå på fem procent.

Att uppsatsen inte kan påvisa ett signifikant samband kan uppfattas som förvånande med tanke på att både signalerings- och agentteorier förutspår ett positivt samband. Emellertid ska hållas i minnet att varken Ampenberger et al (2011) eller Al-Najjar och Taylor (2008) kunde påvisa något signifikant samband och veterligen finns inget empiriskt stöd för att utdelningsandelen skulle vara korrelerad med skuldsättningsgraden.

6.1.4 Tillväxt

Undersökningsresultatet från alla genomförda OLS-regressioner påvisar förekomsten av ett negativt signifikant samband mellan tillväxt och skuldsättningsgrad. Nollhypotesen förkastades på femprocentnivån vilket bevisar att den antagna hypotesen om ett negativt samband gäller. Emellertid så indikerar den låga koefficienten att detta samband är relativt svagt.

Majoriteten av den tidigare forskningen har erhållit samma resultat som denna uppsats. Rajan et al (1995), Wiwattanakantang (1999) samt Hirota (1999), vilka använda samma tillväxtdefinition som denna uppsats, fann alla ett negativt samband. Titman och Wessels (1988), vilka emellertid använda en annan tillväxtdefinition, fann emellertid inte något signifikant samband.

Växande företag har vanligtvis ett större kapitalbehov än andra företag. Hög tillväxt ska dessutom inte förväxlas med höga vinster och stor tillgång till internt upparbetade vinstmedel som kan användas för vidare expansion. Tillväxt kan erhållas helt utan att vinster flyter in. Enligt den teoribildning som behandlar tillväxtens relation till skuldsättningen kan ett negativt samband förväntas. Myers (1977) framhåller att tillväxtföretag ofta kan sakna erforderliga säkerheter samt i allmänhet utgöra en högre risk för långivarna. Båda dessa omständigheter medför att lånekostnaderna ökar. Uppsatsens analys är således att denna teoribildning på ett adekvat vis förklarar varför sambandet är negativt.

6.1.5 Andel materiella anläggningstillgångar

Variabeln andel materiella anläggningstillgångar visade att nollhypotesen kunde förkastas på enprocentsnivån och således kan ett signifikant samband konstateras. Den höga koefficienten tyder på att den sagda effekten är stark. Av tidigare forskning från Ampenberger et al (2011) och Al-Najjar och Taylor (2008) framgår att andel materiella tillgångar påverkar skuldsättningsgraden, vilket överensstämmer med uppsatsens resultat. Dessa författares tolkning av resultaten är att dessa kan förklaras med stöd av det faktum att materiella tillgångar kan fungera som säkerhet vid lån.

I likhet med dessa författares tolkning, är en rimlig analys av denna uppsats resultat, att den positiva relationen mellan andel materiella anläggningstillgångar och skuldsättning primärt baseras på långivarnas riskbedömning. Materiella anläggningstillgångar är generellt lättare att värdera än exempelvis immateriella tillgångar eller andra investeringar som förväntas generera intäkter i framtiden. Materiella anläggningstillgångar kan ofta, exempelvis vid en konkurs, tas i anspråk av långivaren för att sedan vidareförsäljas. Huruvida samma förfarande är möjligt för immateriella tillgångar är ofta mer svårbedömt. Till följd av att långivare föredrar materiella anläggningstillgångar kommer företag med hög andel av dessa tillgångar att erbjudas mer gynnsamma lånevillkor vilket skapar incitament till högre skuldsättning.

Företag har generell sett ett behov av att tillse att de tillgångar som används är högkvalitativa och moderna. Av denna anledning kan företag med hög andel materiella anläggningstillgångar vara i behov av att införskaffa nya tillgångar eller tillse att de på annat vis håller erforderlig standard. I förlängningen kan detta leda till stora investeringsbehov vilket ofta är kostsamt. Detta investeringsbehov kan medföra att företaget, i enlighet med pecking order-teorin, tvingas söka sig till extern finansiering, eftersom de internt upparbetade vinsterna inte motsvarar investeringsbehovet.

Företags tillgångsstruktur är i stor utsträckning beroende av i vilken bransch företaget verkar inom, branscher vilka generellt kräver att företagen har en hög andel materiella anläggningstillgångar är exempelvis industri och annan form av tillverkningsindustri. Det sagda får till konsekvens att vilken bransch företagen verkar inom kan vara av stor betydelse för hur hög andel materiella tillgångar företaget innehar vilket i förlängningen kommer att

påverka vilka lånevillkor företaget kan erhålla och således hur incitamentsstrukturen avseende upptagande av lån ser ut för företaget. Detta förklaras mer ingående under 6.2.4.

6.2 Familjeföretag och skuldsättning

Alla fyra regressioner påvisar att inget samband mellan familjeäggande och skuldsättningsgrad kan påvisas, varför nollhypotesen inte kan förkastas. Det betyder att inga systematiska skillnader mellan hur familjeägda företag och icke-familjeägda företag väljer sin kapitalstruktur kan konstateras för börsnoterade företag i Sverige mellan 2007 och 2011.

6.2.1 Resultat från tidigare forskning

Som tidigare nämnts så är resultaten från tidigare forskning rörande kapitalstruktur i familjeföretag av motstridig karaktär. Mishra och McConaughy (1999) undersökte 1000 av de största amerikanska bolagen och kom fram till att familjeföretag skuldsätter sig i lägre grad relativt icke-familjeägda företag. Några år senare genomförde Anderson och Reeb (2003) en liknande undersökning avseende samma land och fann att ingen systematisk skillnad i skuldsättning kunde påvisas. Undersökningarna av Croci et al (2011) samt Ellul (2009), vilka innefattade ett större antal länder, fann emellertid en positiv korrelation mellan familjeföretag och skuldsättning. Avseende de europeiska förhållandena fann både Ampenberger et al (2011) och Margaritis och Psillaki (2010), vilka undersökte den tyska respektive franska marknaden, att familjeföretag skuldsätter sig mindre än icke-familjeägda företag. Undersökningen i denna uppsats avseende kapitalstrukturen på den svenska marknaden genererade inga signifikanta skillnader mellan familjeägda och icke-familjeägda företag. Diskrepansen gällande forskningsresultaten påvisar att generaliseringar bör göras med försiktighet. För att förstå resultaten i sin kontext måste lands- och företags specifika skillnader tas hänsyn till, vilket kommer att återkopplas till och analyseras löpande i det följande.

6.2.2 Familjedynastier

Resultaten från tidigare forskning visar att frågan om huruvida det föreligger systematiska skillnader mellan familjeföretag och icke-familjeföretag avseende skuldsättningen varierar mellan olika länder. Förekomsten av olika undersökningsresultat kan sammanhånga med faktorer som att undersökningsmetoderna inte är identiska men troligt är också att ländernas

unika kultur, historia och lagstiftning medför särdrag bland annat avseende hur bolag optimerar sin kapitalstruktur.

Som tidigare beskrivits är familjedynastier historiskt sett en utmärkande egenhet för den svenska marknaden. Dessa familjedynastier använder sig vanligtvis av investmentbolag, ägarbolag eller stiftelser vilka i sin tur äger ett flertal portföljbolag. Denna konstruktion får till följd att familjedynastierna inte ”placerar alla ägg i samma korg” och således har familjedynastierna inte samma behov av att riskminimera verksamheten i de enskilda portföljbolagen som familjeteorierna annars påpekar att det har (Gomez-Mejia et al, 2001 samt Shleifer & Vishny, 1986). Sammanfattningsvis medför således förekomsten av familjedynastier att den teoribildning vilken utgår från att familjeföretag är mer riskavoga, blir mindre relevant på den svenska marknaden. Istället medför familjedynastiernas riskdiversifiering att de portföljbolag som familjen kontrollerar inte behöver agera i enlighet med familjeteorierna utan istället kan de agera som om de inte vore kontrollerade av familjer. Det sagda kan konkretiseras med ett exempel: Det av familjen Stenbäck kontrollerade MTG är inte i behov av att använda sig av lägre risk än andra bolag, eftersom Stenbäcks investmentbolag Kinnevik har diversifierat sin portfölj av bolag. För familjen Stenbäck är det således inget problem att MTG agerar som om det inte vore ett familjeägt bolag. Eftersom familjedynastier inte är i större behov än icke-familjebolag av riskminimering, tack vare koncernintern diversifiering, har de samma förutsättningar som de senare att utnyttja skuldsättning i syfte att utnyttja fördelen med skattesköldseffekten i enlighet med Miller och Modiglianis andra teorem samt den efterföljande trade off-teorin, vilket, i förhållande till övriga familjeägda företag, medför att bolag vilka kontrolleras av en familjedynasti, har incitament att använda sig av en högre skuldsättning.

Ovan har konstaterats att familjedynastier inte behöver sträva efter att, i deras portföljbolag, undvika skuldsättning mer än andra bolag. Detta medför att de också har större möjlighet, än andra familjeägda bolag, att använda skuldsättning som bolagsstyrningsverktyg. Med detta menas att familjedynastin utnyttjar sitt inflytande och sin kontroll över portföljbolaget så att detta upptar större lån. Anledningen bakom detta förfarande är att större skuldsättning minskar det fria kassaflödet i bolaget vilket medför att bolagsledningen har mindre möjligheter att främja sina egna intressen, på bekostnad av aktieägarna. Samtidigt medför en

ökad skuldsättning en högre press på bolagsledningen att prestera sitt yttersta eftersom ränta och amortering måste betalas till långivarna medan utdelning till aktieägarna inte är en kontraktuell skyldighet. Sammantaget fungerar således skuldsättning som ett verktyg vilket disciplinerar bolagsledningen att agera i enlighet med aktieägarnas intressen.

6.2.3 Institutionell miljö

Majoriteten av den akademiska forskningen avseende kapitalstruktur, agentteorier och familjeäggande har undersökt anglosaxiska, eller anglosaxiskt influerade, förhållanden. Således har främst kapitalmarknadsorienterade ekonomier med common law-system undersökts. De förhållanden som råder inom dessa institutionella miljöer skiljer sig emellertid från de som gäller i Sverige i flera relevanta avseenden. Tidigare i uppsatsen (se 2.3.3) påpekades att svensk rätt tillåter tre förfaranden vilka anknyter till emission av aktier; utfärdande av röstvärdedifferentierade aktier, utfärdande av preferensaktier samt företrädesrätt vid nyemission av aktier. Förekomsten av dessa emissionsalternativ medför att både agent- och kapitalstrukturteoribildningar, vilka generellt har skapats med kapitalmarknadsbaserade länder som utgångspunkt blir mindre relevanta. Detta gäller särskilt för agentteorier vilka genom att fokusera på familjens kontrollbehov, poängterar att familjer borde föredra skuldsättning framför emissioner.

Möjligheten att *utfärda röstvärdedifferentierade aktier* förekommer inte i anglosaxiska, common law-baserade, länder. Röstvärdedifferentierade aktier är vanligt förekommande på den svenska aktiemarknaden, särskilt bland de största bolagen. Att så är fallet hänger vanligtvis samman med att de största ägarna, vilka inte sällan är familjedynastier, har ett långsiktigt intresse i bolaget och att dessa ägare är aktiva i styrningen av företaget. Utfärdande av röstvärdedifferentierade aktier möjliggör nämligen för kontrollägaren att bibehålla sin kontroll med hjälp av en relativt liten kapitalinsats. Att det under svensk rätt är tillåtet att *genomföra nyemissioner med företrädesrätt* för befintliga aktieägare medför att mycket av den teoribildning som fokuserar på att utfärdande av emissioner kan vara negativt för ägarna, delvis förlorar sin relevans. Förutsatt att familjen eller familjedynastin har tillräckliga ekonomiska medel för att delta i emissionen, kan denna genomföras utan att familjen förlorar någon kontroll över bolaget. Ett avslutande karaktärsdrag avseende den svenska aktiemarknaden är att svensk rätt tillåter *förekomsten av preferensaktier*. Från en

investerares perspektiv innebär detta att denne genom att förvärva preferensaktier erhåller en större säkerhet eftersom preferensaktieägarnas rätt till utdelning är hierarkiskt överordnad de andra aktieägarnas rätt till utdelning. Samtidigt som preferensaktieägarna tillförsäkras rätt till utdelning utgör preferensaktier ett intressant alternativ för kontrolläggande familjer eller familjedynastier. Preferensaktiesystemet kan visserligen utformas på olika vis men vanligt är att preferensaktieägare inte har någon företrädesrätt vid nyemissioner. En sådan preferensaktiekonstruktion medför att exempelvis en familj kan utfärda denna typ av aktier med mindre kontrollförlust än vad som hade varit fallet vid en nyemission av vanliga aktier.

De ovan beskrivna emissionsförfarandena, vilka tillåts under svensk rätt, medför en ökad flexibilitet för bolagets aktieägare att tillföra bolaget externt kapital utan att nödvändigtvis förlora lika mycket kontroll över bolaget, i förhållande till vad som hade varit fallet vid en vanlig aktieemission. Emissionsalternativen är generellt tillämpliga för alla bolag, oberoende av ägarstruktur. Emellertid är fördelarna med dessa möjligheter mer framträdande för ägare, såsom exempelvis familjer, vilka vid kapitalstrukturbeslut särskilt värdesätter bibehållen kontroll. Genom användande av dessa emissionsmöjligheter kan familjens kontrollbehov tillfredsställas utan att den behöver uppta lån. Ökad skuldsättning medför både att konkursrisken ökar och en ökad risk för att familjen ska förlora kontroll till långivarna, två effekter som familjen är angelägen att motverka. Sammantaget medför således den svenska rättsordningens flexibla inställning till hur företag väljer att strukturera sina nyemissioner att emissioner som externt finansieringsalternativ blir mer attraktivt. Detta ökar incitamenten att använda emissioner som finansieringsalternativ och således borde familjeföretag i högre utsträckning använda sig av emissioner. I sammanhanget förtjänar det att framhållas att emissioner visserligen kan vara relativt kostsamma, i den meningen att advokat- och revisionskostnader m.m. kan medföra att emissionsalternativet blir mindre fördelaktigt. Emellertid kan andelen av dessa omkostnader minskas genom att emissionen är stor. För mindre bolag torde emellertid emissionskostnaderna i många fall vara höga med hänsyn till dessa omkostnader. Det sagda antyder att stora företag, teoretiskt sett och med hänsyn till den beskrivna svenska lagstiftningen, har större incitament att använda emissioner än små bolag. I förlängningen implicerar detta att stora företag bör ha en lägre skuldsättningsgrad än mindre bolag. Denna teoribildning emotsägs emellertid av uppsatsens undersökningsresultat vilka,

med statistisk signifikans, påvisar att större företag använder sig av en högre skuldsättningsgrad.

En rimlig förklaring till varför den ovan beskrivna teoribildningen, avseende den institutionella miljön, inte kan förklara uppsatsens empiriska resultat är att det finns andra faktorer vilka påverkar stora företags skuldsättningsgrad i större utsträckning. En första förklaringsfaktor som här är av intresse stödjer sig dels på trade off-teorin, enligt vilken företags optimala kapitalstruktur är beroende av hur de värderar konkurskostnader i förhållande till skatteskölden och dels på hävstångseffekten. Tidigare i uppsatsen (se 4.6.2) har beskrivits att stora företag är mer diversifierade, i den meningen att de i allmänhet består av flera verksamhetsgrenar. Denna diversifiering minskar företags risknivå vilket leder till lägre konkurskostnader och i förlängningen bättre lånevillkor. Det sagda implicerar att även om den svenska lagstiftningen tillhandahåller ett mer flexibelt emissionsregelverk, så väger fortfarande skuldsättnings fördelar tyngre för stora bolag. För små bolag gäller istället det motsatta, de är förhållandevis mindre väldiversifierade, konstituerar en högre risk och erhåller således sämre lånevillkor. Även om andelen omkostnader vid en emission är större för små bolag är emissionsalternativet, förhållandevis, mer fördelaktigt.

En ytterligare faktor vilken kan förklara varför fördelarna med de flexibla emissionsalternativen inte gav utslag i de empiriska resultaten baseras på att Sverige tillhör de så kallade bankbaserade ekonomierna. I en bankbaserad ekonomi är kapitalmarknaden mindre utvecklad, i förhållande till banksystemet, vilket innebär att det kan vara svårare att erhålla extern finansiering genom emission. I en bankbaserad ekonomi har bankerna av tradition ett stort inflytande och upptagande av lån är ofta det föredragna alternativet då företag söker efter extern finansiering. Att Sverige tillhör det bankbaserade systemet medför således att svenska företag, i allmänhet, har större incitament att använda sig av upptagande av lån som extern finansiering. Att Sverige utgör en bankbaserad ekonomi innebär att pecking order-teorin är mer relevant på den svenska marknaden. Essensen av denna teori är att det finns en hierarki mellan olika finansieringsalternativ där skuldsättning är att föredra framför emissioner. Anledningen till varför pecking order-teorin är mer relevant i Sverige är att denna hierarkiska struktur blir mer framträdande. Skillnaderna mellan de externa

finansieringsalternativen blir mer tydliga eftersom skuldsättning är än mer fördelaktigt i en bankbaserad ekonomi.

Sammanfattningsvis finner uppsatsens författare, vid en analys av de empiriska resultaten i förhållande till relevanta teoribildningar, att fördelarna med skuldsättning för stora bolag kan förklaras utifrån två perspektiv. För det första att Sverige är en bankbaserad ekonomi och för det andra att fördelarna med hävstångseffekten och skatteskölden i trade off-teorin är större för dessa bolag än de är för små bolag. Förekomsten av flexibla emissionslösningar torde medföra att exempelvis familjedynastier har större möjligheter att uppstå och under en längre tid bibehålla kontrollen över sina portföljbolag. Dessutom kan detta ske med en relativt liten kapitalinvestering.

6.2.4 Problem med branschindelning

En annan aspekt som måste tas i beaktande är hur urvalet ser ut i forskningen. Regressionerna visade att större företag och företag med mer materiella tillgångar är mer diversifierade respektive har materiella tillgångar att använda som säkerhet vilket torde medföra att dessa bolag kan erhålla bättre lånevillkor. Förekomsten av bättre lånevillkor skapar sedan incitament för en högre skuldsättning. I linje med ovan finns det å andra sidan också bolag, små bolag samt bolag med låg andel materiella tillgångar som svårtligen kan erhålla lån till gynnsamma villkor. Av dessa resonemang följer att vilken bransch företagen verkar inom har stor betydelse för möjligheten att erhålla lån samt gynnsamma villkor, då möjlighet att erhålla lån existerar. Industri är en bransch som består av företag med hög andel materiella tillgångar och som uppsatsens undersökning har visat, domineras denna bransch av familjeägda bolag.¹ Denna aspekt av undersökningen talar för att familjebolag torde ha större möjligheter än icke-familjeföretag att erhålla lån till rimliga villkor. Det motsatta förhållandet torde råda avseende innovativa företag samt företag med hög andel immateriella tillgångar, karaktärsdrag vilka är vanliga inom teknikbranschen (*Investeringar i svenska teknikföretag*, 2006). Dessa branscher domineras av icke-familjeägda företag, se tabell 3 och 4.² En möjlig anledning till differensen mellan andelen familjeägda företag inom de tre tidigare nämnda branscherna är att företag inom industribranschen inte behöver ge upp kontroll över företaget

¹ 191-236 observationer av familjeägda företag jämfört med 104-149 observationer av icke-familjeägda företag baserat på tabell 1 och 2.

² Inom teknik är 60-68 observationer av familjeägda företag mot 97-105 observationer av icke-familjeägda företag.

genom emission för att finansiera verksamheten tack vare mer gynnsamma lånevillkor, vilket tillåter familjeföretag att bibehålla kontrollen över företaget. Det motsatta skulle då gälla inom exempelvis teknikbranschen, som utan tidigare vinster eller gynnsamma lånevillkor tvingar ägarna att ge bort kontroll över företaget genom emissioner för att kunna finansiera verksamheten.

Emellertid visar undersökningen i denna uppsats att inga samband, avseende de olika branschernas påverkan på skuldsättningsgraden, kunde statistiskt säkerställas genom regressionerna. Att så är fallet indikerar att tidigare beskriven teori samt ytterligare förutsägelser inte är relevanta på den svenska marknaden. Alternativt så är branschindelningen missvisande. Indelningen baseras på GICS och utgår från 10 olika sektorer. En mer rättvis indelning, med exempelvis 23 industrigrupper eller 59 branscher, hade kunnat ge en bättre bild över verkligheten baserat på de förutsättningar som råder för företagen inom undersökningen.

6.2.5 Problem med definition av familjeäggande

Taquiri och Davis undersökte 1992 huruvida målsättningen i familjeföretag skiljer sig från den i icke-familjeföretag. Deras rön var att det mellan familjeföretagen skiljde sig så mycket att någon samstämmighet avseende målsättningar inte kunde uttalas. Baserat på till exempel familjedynastier så kan en liknande slutsats, att skillnaderna familjeföretagen emellan är så stora att inget definitivt resultat framkommer, göras gällande för denna uppsats.

Att inget statistiskt säkerställt samband påfanns för uppsatsen kan bero på definitionen av familjeäggande. Tidigare forskning har, som tidigare nämnts, ingen enskild definition av vad för karaktäristika som särskiljer ett familjeföretag. De tre huvudgrupperna uppsatsen gick igenom vid begreppsdiskussionen, ägarandel (Favero et al, 2006), kontroll över företaget (McConaughy et al, 1998) samt en kombination av dessa (Anderson & Reeb, 2003) har alla tre subkategorier. Några exempel av dessa undersöks av Matias Gama och Mendes Galvao (2012) och Ampenberger et al (2011), som båda har sett till fler aspekter av familjeföretagen. Huruvida grundaren fortfarande är VD, eller om en utomstående från familjen sedermera styr företaget är vissa av de faktorer som undersöks, och resultaten från de två undersökningarna påvisar att familjeägda företag är för komplexa för att specificeras som antingen familjeägda

eller icke-familjeägda. För att inte bara inbegripa dikotoma familjevariabler genomfördes även regressioner med F-PEC. Det är en metod för att kategorisera ett företag som grad av familjeägt, snarare än som antingen familjeägt eller ej. Metoden skulle ta hänsyn till mer än bara strikta röstkontrollen, men det gav samma resultat som Favero et al och Gálve Goriz och Salas Fumás definitioner för familjeäggande, vilket kan betyda att det fortfarande inte tar hänsyn till tillräckligt många aspekter för familjeägda företags karaktäristik. Dock så gjordes uppsatsens undersökning på en modifierad del av F-PEC modellen, varför ett nyttjande av hela modellen hade kunnat ge ett annorlunda resultat.

6.3 Hävstångseffekten

I denna uppsats har genomgående framförts att högre skuldsättningsgrad kan vara fördelaktigt förutsatt att goda lånevillkor erhålls. Den främsta anledningen härför har sin grund i hävstångseffekten, vilken visar att ju mindre andel eget kapital som en investering består av, desto större avkastning på satsat eget kapital kan erhållas. Hävstångseffekten ger företag möjlighet att öka avkastningen genom en högre skuldsättningsgrad. Således medför ökad skuldsättning, genom hävstångseffekten, att effekten av en investering blir större än om finansieringen tillkommit genom emission eller internt upparbetade vinstmedel.

Jensen och Meckling (1976) diskuterar intressekonflikten mellan aktieägare och långgivare. Deras teori baseras på att familjeägda företag är mer riskavoga, vilket medför en ökad tillit mellan dessa intressentgrupper vilket i förlängningen leder till lägre agentkostnader från denna intressekonflikt. Tidigare i uppsatsen har i olika sammanhang, för att förklara undersökningens resultat, framförts att lägre agentkostnader medför ökade incitament för upptagande av lån. Detta har särskilt poängterats under analys av variablerna; storlek, andel materiella anläggningstillgångar och familjedynastier. I alla dessa situationer kan fördelarna med hävstångseffekten vara en del av förklaringen till varför företagen använder skuldsättning som finansieringsmedel.

Gomez-Meija et al (2001) överför den av Jensen och Mecklings utvecklade agentkostnadsteorin till en annan intressekonflikt, den mellan majoritets- och minoritetsägare. Denna intressekonflikt består i att dessa intressentgrupper har olika riskpreferenser. Minoritetsägare hanterar sin riskdiversifiering på egen hand genom att investera i ett flertal

bolag, medan storägare, såsom familjeföretag, ofta innehar odifferentierade portföljer (Shleifer & Vishny, 1986). Eftersom familjer ofta innehar odiversifierade portföljer har de en högre risk vilket medför att de är i behov av att minska risken i denna tillgång. Således kommer storägande familjer verka för att familjeföretaget använder sig av en lägre skuldsättningsgrad än vad som hade varit fallet om familjen istället varit diversifierade.

Hur företagen hanterar sin risksituation bör ge utslag i skuldsättningsgraden, där hävstångseffekten och risken för konkurs vägs mot varandra. Förekomsten av familjedynastier, vilka bör vara mer riskbenägna än övriga familjeägda företag, skulle delvis kunna förklara undersökningens avsaknad av signifikans gällande familjeföretag och kapitalstruktur.

7 Avslutande diskussion

I detta avslutande kapitel besvaras uppsatsens frågeställningar och därigenom uppfylls uppsatsens syfte. Detta utförs genom att den tidigare presenterade analysen diskuteras, på ett djupare och mer abstrakt plan. Slutligen ges förslag på vidare forskning inom ämnet.

7.1 Slutsatser

Syftet med denna uppsats var att, med stöd av tre olika definitioner av familjeföretag, utreda om det föreligger systematiska skillnader mellan kapitalstrukturen i familjeföretag och icke-familjeföretag samt om förekomsten eller avsaknaden av sådana, kan förklaras av de teorier och tankegångar som presenteras i de praktiska- och teoretiska referensramarna. Tillvägagångssättet indelades sedan i två led. Som ett första led företogs en undersökning vars avsikt var att utreda huruvida systematiska skillnader, mellan hur familjeföretag och icke-familjeföretag väljer sin kapitalstruktur, kunde statistiskt säkerställas. Som ett andra led jämfördes därefter det erhållna undersökningresultatet med de teorier och tankegångar som presenterades i de praktiska- och teoretiska referensramarna med hjälp av konkreta frågeställningar.

Undersökningen genomfördes med hjälp av regressioner för att undersöka huruvida sex oberoende variabler; familjeäggande, storlek, lönsamhet, utdelningsandel, tillväxt samt andel materiella anläggningstillgångar, hade någon påverkan på den beroende variabeln; kapitalstruktur. Ett statistiskt signifikant samband påfanns mellan kapitalstruktur och följande tre oberoende variabler; storlek, andel materiella anläggningstillgångar samt tillväxt. Emellertid påvisades inget sådant samband för variablerna; familjeäggande, lönsamhet och utdelningsandel. Empirin analyserades med hjälp av agentteoretiska perspektiv, kapitalstrukturteorier samt institutionella karaktärsdrag. Som hjälpmedel för att besvara uppsatsens syfte utgick författarna från fyra frågeställningar.

Den första frågeställningen, *”Finns det några systematiska skillnader, mellan svenska börsnoterade familjeföretag och icke-familjeföretag avseende skuldsättningsgraden?”*,

utgjorde grunden för undersökningen. Emellertid kunde inte några sådana skillnader statistiskt säkerställas varför den följande diskussionen har att förklara denna avsaknad.

Författarna menar att det finns faktorer, vilka har presenterats i de praktiska- och teoretiska referensramarna, som kan förklara det erhållna resultatet. En första sådan faktor är baserad på uppsatsens val av familjeföretagsdefinitioner. För att utreda betydelsen av familjeföretagsdefinition begagnade sig undersökningen av tre, i den akademiska forskningen etablerade, definitioner. De empiriska resultaten visar emellertid att, oberoende av vilken familjeföretagsdefinition som studeras, påfinnes inga systematiska skillnader jämfört med icke-familjeföretag, med avseende på skuldsättning. Det är möjligt att de valda familjedefinitionerna samt det praktiska tillvägagångssättet som användes för att indela bolag i familjebolag respektive icke-familjebolag har medfört att ett för stort antal bolag har klassificerats som familjebolag. Som följd av detta har gruppen familjebolag kommit att bli för heterogen och gruppen har således förlorat mycket av sina särskiljande karaktärsdrag. Det är möjligt att de familjespecifika karaktärsdrag, som tidigare har presenterats, hade blivit mer framträdande och i förlängningen att systematiska skillnader därigenom hade påfunnits, ifall de använda familjebolagsdefinitionerna varit mer exkluderande. Ett ytterligare perspektiv, som likaså anknyter till problemet med familjeföretagsdefinitioner som förklaringsfaktor till de erhållna resultaten, baserar sig på att dikotoma familjedefinitioner skapar för grova generaliseringar av verkligheten. Mot bakgrund av att verkligheten är mer komplex vore det ändamålsenligt att skapa en operationell definition som indelar de bolag som klassificeras som familjebolag i olika grader. En sådan operationell definition skulle, inom gruppen familjebolag, skapa undergrupper vilka präglas av de familjekarakteristiska särdragen i olika utsträckning. I förlängningen skulle dessutom en sådan definition möjliggöra komparationer dessa undergrupper emellan.

En andra faktor som kan förklara det erhållna resultatet baserar sig på särdragen i den svenska institutionella miljön. I denna uppsats har två karaktärsdrag avseende den svenska institutionella miljön presenterats. För det första har Sverige ett juridiskt ramverk som tillhandahåller aktiebolag flexibilitet vad gäller hur emissioner får struktureras. Det främsta exemplet på denna flexibilitet är att röstvärdedifferentierade aktier är tillåtna, vilket de inte är i anglosaxiska, common law baserade, länder. Övriga exempel är möjligheten att utfärda dels

nyemissioner med företrädesrätt och dels preferensaktier. Alla dessa emissionsalternativ medför att bolag kan använda sig av emissioner som externt finansieringsalternativ utan, eller med mindre, kontrollförlust vilket torde medföra att emissionsalternativet, i förhållande till skuldsättning, framstår som mer attraktivt. Detta alternativ framstår självfallet som särskilt intressant för aktieägare som värdesätter kontroll, såsom exempelvis familjer. Det sagda måste emellertid kontrasteras mot den svenska institutionella miljöns andra karaktärsdrag, att Sverige utgör en så kallad bankbaserad ekonomi. I en bankbaserad ekonomi är banksystemet, relativt kapitalmarknaden, mer utvecklad och i dessa länder framstår skuldsättning som det primära externa finansieringsalternativet. Sammanfattningsvis medför de presenterade karaktärsdragen avseende den svenska institutionella miljön att det är svårt att uttala sig om huruvida svenska familjebolag har kapitalstrukturincitament som skiljer sig de i icke-familjebolag. Därför kan den svenska institutionella miljön bidra till att förklara varför de erhållna undersökningsresultaten inte påvisade några signifikanta skillnader.

En tredje faktor, vilken är närliggande den ovan behandlade, som kan förklara de erhållna undersökningsresultaten är förekomsten av familjedynastier. Ovan förklarades att existensen av flexibla emissionsalternativ var något som ägare, vilka särskilt värdesätter kontroll, skulle uppskatta synnerligen och familjedynastier utgör en sådan ägarkategori. De svenska familjedynastiernas framväxt och överlevnad är nära kopplad till den svenska institutionella miljön i den meningen att dessa kan bibehålla sin kontroll med en relativt liten kapitalinsats. Som tidigare presenterats använder sig dessa familjedynastier investmentbolag vilka diversifierar sig genom att kontrollera en portfölj av bolag. Eftersom familjedynastin således är diversifierad på investmentbolagsnivån har de mindre behov av att ytterligare diversifiera sig på portföljbolagsnivå. Konsekvensen av detta blir således att portföljbolagens kapitalstrukturincitament inte kommer att skilja sig från den i bolag med en annan ägarstruktur.

En avslutande förklarande faktor, som har tangerats i de två föregående, men som här kommer att analyseras mer ingående, utgår från ett agentteoretiskt perspektiv. I uppsatsen har intressekonflikten mellan storägare och småägare beskrivits vilken baserar sig på att storägare är mindre diversifierade än småägare och till följd av detta kommer agentkostnader uppstå till följd av bolagets riskaversion. Eftersom skuldsättning ökar risken medför detta

agentperspektiv att förekomsten av en storägarfamilj skapar incitament till en lägre skuldsättning. I motsats till detta perspektiv har uppsatsen också beskrivit intressekonflikten mellan aktieägarkollektivet och långivarna vilken visserligen också utgår från att familjer föredrar lägre risk än andra aktieägare men som får rakt motsatt effekt avseende skuldsättningspreferenser. Essensen i detta perspektiv är att förekomsten av storägande familjer ökar långivarnas tillit för bolaget vilket medför att bolaget kan erhålla bättre lånevillkor vilket ökar incitamenten att använda sig av skuldsättning som finansieringsalternativ. Sammanfattningsvis innebär dessa agentteoretiska perspektiv, likt situationen med den svenska institutionella miljön, att en motstridig incitamentsstruktur skapas vilket kan vara en förklarande faktor till avsaknaden av statistiskt signifikanta skillnader.

De i uppsatsen behandlade kapitalstrukturteorierna tar sikte på vilka faktorer som påverkar företags kapitalstrukturbeslut i allmänhet och fokuserar således inte på hur ägarstrukturen inverkar på dessa beslut. Emellertid är dessa kapitalstrukturteorier användbara för att förklara andra aspekter av undersökningsresultatet vilket i förlängningen, tillsammans med annan teoribildning, kan förklara mer generella och abstrakta fenomen. Modigliani och Millers andra teorem, trade off-teorier, pecking order-teorier samt hävstångseffekten bidrar alla med kunskap rörande varför företag anser att skuldsättning kan vara attraktivt. Pecking order-teorier förklarar att skuldsättning, på grund av lägre kostnader hänförliga till asymmetrisk information, är att föredra framför emissioner som finansieringsalternativ. Eftersom hävstångsformeln inbegriper låneräntan kan hävstångseffekten sägas belägga varför goda lånevillkor skapar incitament för en större andel lånefinansiering. Medan Modigliani och Millers andra teorem endast fokuserar på skuldsättningens fördelar tar trade off-teorier hänsyn till skuldsättningens nackdelar. Således kan påstås att de behandlade kapitalstrukturteorier, med undantag från Modigliani och Millers båda teorem, i grund och botten handlar om risk och hantering av de kostnader som är förknippade med risk. Kapitalstrukturteorierna bidrar således med kunskap om risk och kostnader hänförliga till risk och det är genom denna bidragna kunskap de är relevanta för denna uppsats. Genom att ett bolag eller dess ägare, av långivare anses utgöra lägre risk, kan detta bolag erhålla bättre lånevillkor vilket skapar incitament för ökad skuldsättningsgrad. Att denna

incitamentsstruktur inte endast är en teoretisk konstruktion kan undersökningsresultaten avseende variablerna storlek, andel materiella anläggningstillgångar och tillväxt, bevisa.

Ovan har uppsatsens frågeställningar behandlats i en hierarkisk ordning utifrån hur relevanta de är för att förklara syftet. Mot bakgrund av hur frågeställningarna är formulerade har författarna försökt att ge förklaringar, med stöd i de praktiska- och teoretiska referensramarna, till det erhållna undersökningsresultatet. Emellertid skulle slutsatsen istället kunnat författas utifrån det motsatta perspektivet, ett perspektiv som går ut på att försöka falsifiera teoribildningarna utifrån det empiriska resultatet. Vid författande av en sådan slutsats ligger det nära till hands att framföra att den institutionella miljön i Sverige samt förekomsten av familjedynastier, båda vars existens är empiriskt konstaterade, torde medföra att de agentteoretiska perspektiv som baseras på familjernas riskaversion inte är gällande i Sverige. I ett sådant sammanhang skulle dessutom kunna framföras att uppsatsen inte kan påvisa några skillnader mellan familjeägda bolag och icke-familjeägda bolag vad gäller riskbenägenhet.

Sammanfattningsvis anser författarna att de agentteoretiska perspektiven tillsammans den praktiska referensramen skapar en komplex bild av familjeföretags incitamentsstruktur och dessutom bidrar de teoretiska och operationella problemen med att definiera familjebolag till ökad komplexitet. Sammantaget torde detta kunna förklara varför undersökningens resultat inte kunde påvisa några signifikanta skillnader mellan familjebolag och icke-familjebolag avseende skuldsättning.

7.2 Förslag på framtida forskning

Problemet med att definiera familjeföretag har genomgående diskuterats i uppsatsen och det hade varit betydelsefullt att undersöka detta begrepp vidare. Förekomsten av en klar, enhetlig och världsomspännande definition av familjeföretag hade ökat jämförbarheten mellan olika undersökningsresultat. Fastställandet av en sådan definition torde emellertid stöta på svårigheter av flera anledningar. Familjeföretag är komplexa fenomen som inte med nödvändighet låter sig indelas i en dokotomi och därtill torde länders institutionella miljö och beskattningssystem m.m. bidra till att dessa fenomen blir än mer komplexa. Av dessa anledningar hade det varit intressant om den framtida forskning som fokuserar på teoretiska

och operationella definitioner av familjeföretag i större utsträckning kunde ta hänsyn till familjebolags komplexitet och utveckla definitioner vilka inte endast indelar företag i familjeföretag respektive icke-familjeföretag, utan istället skapar en skala där företag är mer eller mindre att betrakta som familjeföretag.

Ett andra perspektiv som skulle vara intressant fördjupa forskning kring vore att genomföra en replikatstudie av denna fast med ett annat bolagsurval. Särskilt intressant vore att undersöka huruvida skillnader föreligger i skuldsättning mellan familjebolag och icke-familjebolag avseende de icke-börsnoterade bolagen. Vid en sådan undersökning skulle dessutom en komparation kunna göras mellan skuldsättningen i börsnoterade familjebolag och icke-börsnoterade familjebolag.

Ett tredje perspektiv som vore intressant att utforska vore att genomföra en kombinerad kvalitativ- och kvantitativ undersökning. Genom detta perspektiv skulle djupare kunskap om huruvida familjemedlemmar, som sitter med i styrelsen och/eller ledningen, faktiskt påverkar valet av kapitalstrukturen, kunna erhållas. En sådan studie skulle, med hjälp av intervjuer med lednings- och styrelseledamöter, öka förståelsen för om familjeföretagens incitamentsstrukturer faktiskt skiljer sig i andra bolag. På så vis ger det en inblick i vilka faktorer som väger tyngst i ett kapitalstrukturbeslut, såsom exempelvis faktorer relaterade till den institutionella miljön eller agentteoretiskt orienterade faktorer.

Ett avslutande perspektiv som vore intressant att vidareutveckla forskningen kring utgår från hur undersökningens variabler är definierade. Denna undersökning är genomförd med etablerade variabler samt etablerade definitioner av dessa. Emellertid vore det särskilt intressant att djupare utreda uppsatsens beroende variabel, kapitalstruktur. Som uppsatsen har påtalat har svenska företag en högre andel kortfristiga skulder än andra länder och det vore intressant att erhålla kunskap om huruvida det föreligger någon systematisk skillnad mellan familjeföretag och icke-familjeföretag med avseende på kortfristig skuldsättning.

Käll- och litteraturförteckning

Litteraturförteckning

Aldrich, H. & Cliff, J. (2003) *The Pervasive Effects of Family on Entrepreneurship: Toward a Family Embeddedness Perspective*, Journal of Business Venturing, Vol 18, pp. 573-596.

Al-Najjar, B. & Taylor, P. (2008) *The relationship between capital structure and ownership structure: New evidence from Jordanian panel data*, Managerial Finance, Vol 34, No 12, pp. 919-933.

Ampenberger, M., Schmidt, T., Achleitner, A-K., & Kaserer, C. (2011) *Capital structure in family firms – Empirical evidence from a bank based economy*, Working Paper Series of Center for Entrepreneurial and Financial Studies.

Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003) *Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage*, Journal of Law and Economics, Vol 46, pp. 653-684.

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, No 1, pp. 59-92.

Astrachan, J.H., Klein, S.B., & Smyrnios, K.X. (2002) *The F-PEC scale of family business influence: A proposal for solving the family business definition problem*, Family Business Review, Vol 15, pp. 45-58.

Auerbach, A.J. (1985) *Real determinants of corporate leverage*, Friedman, B.M. (Ed.), Corporate Capital Structures in the United States, University of Chicago Press, Chicago, pp. 301-324.

Bhaduri, S. N. (2002) *Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector*, Applied Financial Economics, Vol 12, pp. 655-665.

Berk, J. & DeMarzo, P. (2011) *Corporate Finance*, (2:a upplagan). Pearson Education.

Berle, A.A. & Means, C.G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Tenth printing, 2009.

Bogdan, M. (2003) *Komparativ rättskunskap*, 2 uppl. Nordstedts juridik, Lund

Breusch, T.S. & Pagan, A.R. (1979) *A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation*, The Econometric Society, Vol 47, No 5, pp. 1287-1293

Bryman, A. & Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber Ekonomi, Malmö.

- Burton, J. (1990) *Keeping it in the family*, Reed Business Information Ltd.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., & Sharma, P. (1999) *Defining the family business by behavior*, Entrepreneurship Theory and Practice, Vol 23, pp. 19-39.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. (2000) *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, Journal of Financial Economics, Vol 58, pp. 81-112.
- Chrisman, J.J., Kellermans, F.W., Chan, K.C., & Liano, K. (2010) *Intellectual Foundations of Current Research in Family Business: An Identification and Review of 25 Influential Articles*, Family Business Review, Vol 23 (1), pp. 9-26.
- Croci, E., Doukas, J., & Gonenc, H. (2011) *Financial control and financing decisions*, Financial Management, Vol 17, pp. 860-897.
- Edling, C. & Hedström, P. (2003) *Kvantitativa metoder*, Studentlitteratur.
- Ellul, A. (2009) *Control Motivations and Capital Structure Decisions*, Working paper, Indiana University.
- Eggeby, E. & Söderberg, J. (1999) *Kvantitativa metoder*, Studentlitteratur.
- Faccio, M. & Lang, L.H. (2002) *The ultimate ownership of western European corporations*, Journal of Financial economics, vol 65, pp. 365-395.
- Fan, J. P.H., Titman, S., & Twite, G. (2011) *An International Comparison of Capital Structure and Debt Maturity Choices*, Journal of financial and quantitative analysis, Vol 47, No 1.
- Favero, C.A., Giglio, S., Honorati, M., & Panunzi, F. (2006) *The performance of Italian family firms* (ECGI Working Paper Series in Finance, No. 127/2006), Brussels, Belgium: European Corporate Governance Institute.
- Frank, M.Z. & Goyal, V.K. (2007) *Trade-off and Pecking Order Theories of debt*, Center for Corporate Governance.
- Gálve Goriz, C. & Salas Fumás, V. (1996) *Ownership structure and firm performance: Some empirical evidence from Spain*, Managerial and Decision Economics, Vol 17, pp. 575-586.
- Gomez-Mejia, L.R., Hynes, K.T., Núñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001) *The role of family ties in agency contracts*, Academy of management Journal, Vol 44, pp. 81-95.
- Gujarati, D. (2004) *Basic econometrics*, 4th edition, McGraw-Hill Companies.
- Halov, N. & Heider, F. (2011) *Capital structure, risk and asymmetric information*, Quarterly Journal of Finance, Vol 1, pp. 767-898.

Harris, M. & Raviv, A. (1991) *The theory of capital structure*, *The journal of finance*, vol 46, No 1, pp. 297-355.

Hirota, S. (1999) *Are corporate financing decisions different in Japan? An empirical study on capital structure*, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol 13, pp. 201–229.

Jacobsen, D.I. (2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund

Jaskiewicz, P., González, V.M., Menéndez, S., & Schiereck, D. (2005) *Long-Run IPO Performance Analysis of German and Spanish Family-Owned Businesses*, *Family Business Review*, No 3, pp. 179-202.

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

Jensen, M. (1986) *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review*, Vol 76, pp. 323–329.

Kets de Vries, M.F.R. (1993) *The dynamics of family controlled firms: the good and the bad news*, *Organizational Dynamics*, Vol 21(3), pp. 59-71.

King, M.R. & Santor, E. (2008) *Family values: ownership structure performance and capital structure of Canadian firms*, *Journal of Banking and Finance*, Vol 32(11), pp. 2423-2432.

Kraus, A. & Litzenberger, R.H. (1973) *A state-preference model of optimal financial leverage*, *Journal of Finance*, Vol 33, pp. 911-922.

Körner, S. & Wahlgren, L. (2006) *Statistisk dataanalys*, 4 uppl, Studentlitteratur, Lund.

La Porta, R., de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997) *Legal determinants of external finance*, *Journal of Finance* Vol 52, pp. 1131–1150.

La Porta, R., de Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R., (1998) *Law and finance*, *Journal of Political Economy*, Vol 106, pp. 1113–1155.

Lindgren, H. (2002) *Succession Strategies in a Large Family Business Group: the Case of the Swedish Wallenberg Family*, *Electronic Working Paper Series*, Stockholm School of Economics

Margaritis, D., & Psillaki, M. (2010) *Capital structure, equity ownership and firm performance*, *Journal of Banking and Finance*, Vol 34 (3), pp. 621-632.

Matias Gama, A.P. & Mendes Galvao, J.M. (2012) *Performance, valuation and capital structure: survey of family firms*, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol 12, No 2, pp. 199-214.

Maury, B. (2006) *Family ownership and firm performance: Evidence from Western European corporations*, *Journal of Corporate finance*, Vol 12, pp. 321-341.

McConaughy, D.L., Walker, M.C., Henderson, G., & Mishra, C. (1998) *Founding family controlled firms: Efficiency and value*, Review of Financial Economics, Vol 7, pp. 1-19.

McConaughy, D.L., Matthews, H.C., & Fialko, A.S. (2001) *Founding family controlled firms: Performance, risk and value*, Journal of small business management, Vol 39, No 1, pp. 31-49.

Mishra, C., & McConaughy, D.L. (1999) *Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion of debt*, Entrepreneurship Theory and practice, Vol 23, No 4, pp. 55-64.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958) *The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*, American Economic Review, Vol 48, No 5, pp. 261-297.

Modigliani, F. & Miller, M. (1963) *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, American Economic Review, Vol 53, No 3, pp. 433-443.

Myers, S.C (1977) *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, Vol 5, pp. 147–175.

Myers, S.C. (1984) *The capital structure puzzle*, Journal of Finance, Vol 39, No 3, pp. 575-92.

Myers, S.C. & Majluf, N. (1984) *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, Vol 13, No 2, pp. 187-221.

Periera Alves, P.F. & Ferreira, M.A (2011) *Capital structure and law around the world*, Journal of Multinational Financial Management, Vol 21, pp. 119-150.

Rajan, R. & Zingales, L. (1995) *What do we know about capital structure? Some evidence from international data*, Journal of Finance, Vol 50, pp. 1421–1460.

Rihab, B. A (2012) *Institutional Determinants of Financing Decisions of Firms: The Case of Transition Economies*, Journal of Emerging Trends in Economics and Management Services, Vol 3 (1), pp. 51-63.

Schmidt, T. (2013) *Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms*, Journal of Banking and Finance, Vol 37, pp. 257-272.

Setja-Atmaja, L., Tanewski, G., & Skully, M. (2009) *The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms*, Journal of Business Finance and Accounting, Vol 36, No 7, pp. 863-898.

Sharma, P., Chrisman, J.J., & Chua, J.H. (1997) *Strategic management of the family business: Past research and future challenges*, Family business review, Vol 10, pp. 1-36.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1986) *Large shareholders and corporate control*, Journal of political economy, Vol 94, pp. 461-488.

Sjögren, H. (2011) *Breaking the industrial logic, a comparative study of Swedish family dynasties*, Electronic Working Paper Series, Research Report No 24, The Institute for Economic and Business History, Linköping University

Song, H.S. (2005) *Capital structure determinants, an empirical study of Swedish companies*, Electronic Working Paper Series, Paper No. 25, Royal Institute of Technology (KTH) Stockholm

Taqiuri, R. & Davis, J.A. (1992) *On the goals of successful family companies*, Family Business Review, Vol 5, pp. 43-62.

Titman, S. & Wessels, R. (1988) *The determinants of capital structure choice*, Journal of Finance Vol 43, pp. 1-21.

Weston, J.F. (1955) *Toward theories of financial policy*, Journal of Finance, Vol 10, pp. 130-143.

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

Övriga källor

Teknikföretagen, (2006) *Investeringar i svenska teknikföretag*. (http://www.teknikforetagen.se/Documents/Ekonomisk_analys/Investeringsrapport_sammanfattning.pdf). Källa kontrollerad: 2012-06-02.

EViews 7 user's guide II (2010) Irvine, Quantitative Micro Software.

Investeringar i svenska teknikföretag – vad betyder de låga nivåerna i praktiken? (2006) Stockholm, Teknikföretagen.

Global Industry Classification Standard (2002), Standard & Poor's, Morgan Stanley Capital International. (<http://www.msci.com/resources/pdfs/MK-GICS-DIR-3-02.pdf>). Källa kontrollerad: 2012-06-02.

<http://www.di.se/borssidor/sv-branscher/> Källa kontrollerad: 2012-06-02.

Rättskällor

Aktiebolagslag (SFS 2005:551).

Lag (SFS 2006:1371) om kapitaltäckning och stora exponeringar.

Skatteverket, *Skatteregler för stiftelser*, SKV 329, uppl 2.

Bilaga A

Följande 201 bolag ingår i urvalet. Dock föll 14 bolag bort, på grund av saknad data, vid regressionsanalyserna med statistikprogrammet EViews. Bortfallet kan tyvärr inte urskiljas.

A	Bong	eWork Scandinavia
AarhusKarlshamn	Boule Diagnostics	
ABB	BTS Group	F
Acando	Byggmax Group	Fabege
Acap Invest		Fagerhult
ACTIVE Biotech	C	Feelgood Svenska
Addnode Group	Cavotec	Fenix Outdoor
Addtech	CDON Group	Fingerprint Cards
Aerocrine	CellaVision	FinnvedenBulten
Alfa Laval	Cision	FormPipe Software
Allenex	Clas Ohlson	
Alliance Oil Company	Cloetta	G
AllTele	Concentric	G&L Beijer
Anoto Group	Concordia Maritime	Getinge
Arcam	Connecta	Geveko
Arise Windpower	Consilium	Global Health Partner
Artimplant	CTT Systems	Gunnebo
Aspiro	Cybercom Group	
Assa Abloy		H
AstraZeneca	D	H&M
Atlas Copco	Dedicare	Hakon Invest
Axfood	DGC One	Haldex
Axis	Diamyd Medical	Hemtex
	Doro	Hexagon
B	Duni	Hexpol
B&B Tools	Duroc	HIQ International
BE Group		HMS Networks
Beijer Alma	E	Holmen
Beijer Electronics	Elanders	Hufvudstaden
Bergs Timber	Electra Gruppen	Husqvarna
Betsson	Electrolux	Höganäs
Bilia	Elekta	
BillerudKorsnäs	Elos	I
BioGaia	Endomines	I.A.R System Group
Bioinvent International	Enea	IFS
Biotage	Eniro	Image Systems
Björn Borg	EnQuest	Indutrade
Black Earth Farming	Ericsson	Intellecta
Boliden	Etrion	ITAB Shop Concept

J

JM

K

Kabe Husvagnar

KappAhl

Karo Bio

Karolinska Development

Knowit

L

Lagercrantz Group

Lammhults Design

Lindab International

Loomis

Lundin Petroleum

M

Malmbergs Elektriska

Meda

Medivir

Mekonomen

Micro Systemation

Micronic Mydata

Midsona

Millicom

Moberg Derma

MQ Holding

MSC Konsult

MTG

multiQ International

N

NCC

Nederman Holding

Net Entertainment

Net Insight

New Wave

Nibe

Nobia

Nolato

Nordic Mines

Note

Novotek

O

Opcon

Orexo

Oriflame Cosmetics

P

PA Resources

Partnertech

Peab

Phonera

Poolia

Precise Biometrics

Prevas

Pricer

Proact IT Group

Proffice

Profilgruppen

R

Raysearch Laboratories

Readsoft

Reijerkoncernen

Rezidor Hotel Group

RNB Retail and Brands

Rottneros

Rörvik Timber

S

SAAB

Sandvik

SAS

SCA

Scania

Seamless Distribution

Sectra

Securitas

Semafo

Semcon

Sensys Traffic

Shelton Petroleum

Sigma

Sintercast

Skanska

SKF

Skistar

Softronic

SSAB

StjärnaFyrkant

Studsvik

Sweco

Svedbergs

Swedish Match

Swedish Orphan Biovitrium

Swedol

Systemair

T

Tele2

Teliasonera

Tieto

TradeDoubler

Transatlantic

Transcom Worldwide

Transmode Holding

Trelleborg

Trigon Agri

U

Unibet

Uniflex

V

VBG Group

Venue Retail Group

Vitec Software Group

Vitrolife

Volvo

X

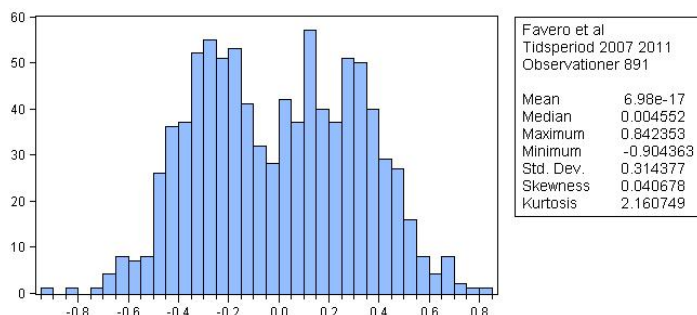
XANO Industri

Å

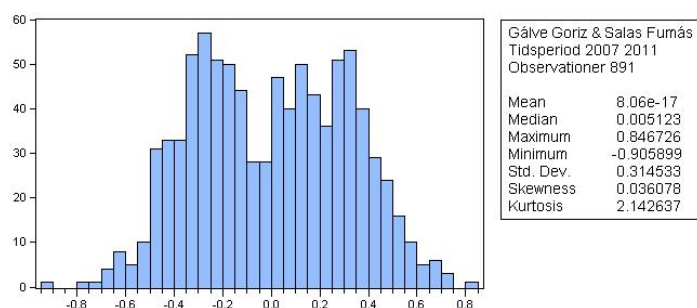
ÅF

Bilaga B

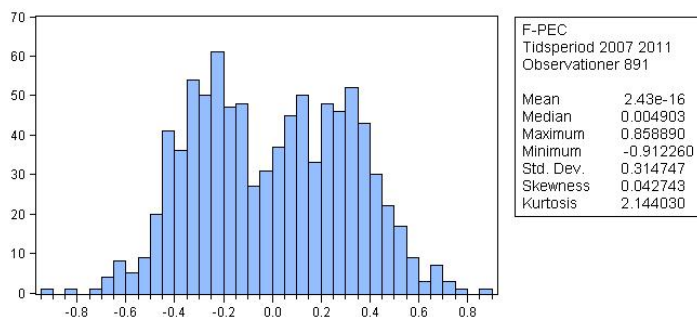
Histogram över residualerna från regression 1



Histogram över residualerna från regression 2



Histogram över residualerna från regression 3



Histogram över residualerna från regression 4

