



# GÖTEBORGS UNIVERSITET

## HANDELSHÖGSKOLAN

### Kapitalstrukturens inverkan på det onoterade bolaget

En kartläggning av forsknings- och utvecklingsbolag samt  
partihandelsbolags syn på kapitalstruktur

Kandidatuppsats inom industriell och finansiell ekonomi  
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Vårterminen 2017

Handledare:  
Taylan Mavruk

Författare:	Födelseår:
Richard Davidsson	1985-09-09
Niclas Hjertqvist	1994-08-16

# Sammanfattning

**Examensarbete i företagsekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet,  
Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell Ekonomi, Vårterminen 2017**

**Titel:** Kapitalstrukturens inverkan på det onoterade bolaget - en kartläggning av forsknings- och utvecklingsbolag samt partihandelsbolags syn på kapitalstruktur

**Bakgrund:** Alla bolag kräver kapital för att finansiera sig och driva bolagets verksamhet. Det finns dock skillnader i möjligheter och vägval för olika bolag. Studierna kring kapitalstruktur började med Modigliani och Miller som publicerade "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment" år 1958, vilket blev grunden till många företagsekonomiska studier. Senare byggde Myers vidare och formulerade en teori om hur företag väljer kapital för att finansiera verksamheten. Finns det ett mönster i hur onoterade och noterade bolag jobbar med kapitalstrukturen och går det i samspel med teorierna?

**Problem:** Den relativa kostnaden att ta upp kapital ökar i och med bolagens olika grad av informationsasymmetri och agentkostnader. Dessa är högre för de onoterade bolagen vilket sätter bolagen i en sämre position mot noterade konkurrenter.

**Syfte:** Studiens syfte var att kartlägga hur noterade kontra onoterade bolag beslutar och resonerar kring kapitalstruktur. Studien kommer fördjupa sig i informationsasymmetri och kassaflöde för att kvalitativt få svar på hur beslutsfattare ser på möjligheter och svårigheter inom diskuterat område. För att öka dynamiken studeras även två olika områden, ett kapitalintensivt område, partihandeln, och ett område med mycket informationsasymmetri, forskning och utveckling.

**Metod:** Studien är gjord med en induktiv ansats där sex bolag intervjuas, 2 noterade och 4 onoterade. 3 av dessa var FoU-bolag och 3 var partihandelsbolag. Intervjupersonernas svar analyserades sedan mot teori och problemdiskussion och fallen jämfördes med varandra.

**Resultat och slutsats:** Resultatet i kartläggningen tyder på att teorier gjorda med kvantitativa metoder endast delvis lyckats ge en bild av hur beslutsfattare resonerar kring kapitalstruktur inom partihandel och FoU.

**Nyckelord:** Kapitalstruktur, kassaflöde, onoterad, finansiering, informationsasymmetri, forskning och utveckling, partihandel

## **Förord**

Efter många tidiga mornar och sena kvällar står vi äntligen här med en färdig uppsats. Vi vill tacka alla som stöttat oss under skrivandet av den här kartläggningen. Först vill vi tacka intervjupersonerna som tagit sig tid att medverka och bidra med sin kunskap, utan er skulle inte den här uppsatsen blivit av. Sedan vill vi rikta ett stort tack till vår handledare, Taylan Mavruk, som väglett och stöttat oss genom hela arbetet.

# Innehållsförteckning

<b>Sammanfattning</b>	<b>2</b>
<b>1. Introduktion</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	3
1.3 Forskningsfrågor:	6
1.4 Syfte	6
<b>2. Metod</b>	<b>6</b>
2.1 Induktiv forskning	6
2.1.1 Kvantitativ eller kvalitativ studie	6
2.2 Forskningsutformning	7
2.2.1 Intervju	7
2.2.2 Val av bolag och avgränsning	8
2.2.3 Intervjupersoner	9
2.2.4 Anonymitet	9
2.2.5 Reliabilitet:	9
2.2.6 Validitet:	10
2.3 Nyckeltal	11
<b>3. Teoretisk referensram</b>	<b>12</b>
3.1 Modigliani och Miller	12
3.2 "The Trade-off Theory"	12
3.2.1 Hävstångseffekten	13
3.3 "The Pecking Order Theory"	13
3.4. Agency theory	14
3.4.1 Informationsasymmetri	14
3.5 Kassaflödesteorier	15
3.5.1 "Transaction Motive"	16
3.5.2 "Precautionary motive"	16
3.6.3 "The level effect"	17
3.6.4 "The sensitivity effect"	17
<b>4. Empiri</b>	<b>18</b>
4.1 Företagsintroduktion och Nyckeltal	18
4.2 Resonemang kring kapitalstruktur och finansieringsstrategier	19
4.3 Mönster mellan materiella och immateriella tillgångar	23
4.4 Beslut kring kassa och justering av kapital	26
<b>5. Analys</b>	<b>28</b>
5.1 Resonemang kring kapitalstruktur och finansieringsstrategier	29
5.1.1 Partihandelsbolagen	29
5.1.2 Forskning och utvecklingsbolagen	29
5.1.3 Sammanfattning noterade mot onoterade	29

5.2	<i>Mönster mellan materiella och immateriella tillgångar</i>	30
5.2.1	<i>Partihandelsbolagen</i>	30
5.2.2	<i>Forskning och utvecklingsbolagen</i>	31
5.2.3	<i>Sammanfattning mönster mellan partihandel och FoU</i>	32
5.3	<i>Beslut kring kassa och justering av kapital</i>	33
5.3.1	<i>Partihandelsbolagen</i>	33
5.3.2	<i>Forskning och utvecklingsbolagen</i>	34
5.3.3	<i>Sammanfattning Kassa</i>	35
<b>6.</b>	<b><i>Slutsats</i></b>	<b>35</b>
6.1	<i>Uppsatsens bidrag</i>	36
6.2	<i>Förslag på ytterligare forskning</i>	37
<b>7.</b>	<b><i>Referenser</i></b>	<b>38</b>
<b>8.</b>	<b><i>Appendix</i></b>	<b>42</b>

## 1. Introduktion

Noterade bolag utgör endast 0,69 promille av de 1 200 106 som är registrerade i Sverige 2016 (Holmström, 2017). Enligt Avanza finns det 832 svenska bolag noterade på nio olika svenska börstorg (Avanza, 2017). En stor skillnad mellan noterade och onoterade bolag är att mer information finns tillgänglig om de publika (noterade) bolagen vilket har lett till att studier inom kapitalstruktur nästan enbart gjorts kring publika bolag (Brav, 2009; McCumber, 2015). Även om studier har gjorts när det kommer till valet av kapitalstruktur och dess inverkan på bolaget (Titman and Wessels, 1988; Frank and Goyal, 2009; Brav 2009) är dessa ofta baserade på kvantitativa metoder som med regressionsanalyser kan generalisera hur en bransch beter sig. Detta lär oss hur bolag tar beslut och agerar men det kan vara svårt att använda för specifika bolag eller för att se hur beslutsfattare tänker kring besluten. Det finns enkätstudier som förklarar delar som de kvantitativa studierna inte täcker (Lindblom, Sandahl, Sjögren, 2011). Med enkätstudier kan antalet respondenter bli fler än vid ett intervjuformat, men det möjliggör inte lika djupgående resonemang som intervjustudier kan göra.

Jämfört med tidigare kvalitativa uppsatser som är i samma linje (Bomb och Thielen, 2013; Arén och Wikström, 2014) kommer uppsatsen undersöka hur väl teorier går ihop med specifika branscher och områden. Hur mycket av specifika verksamhetsområden (härefter områden) finansieringsstrategier täcker teorierna? Två områden som är viktiga för Sveriges tillväxt och näringsliv är forskning och utveckling (FoU) (Vinnova, 2012) och Partihandel (SCB, 2014). Områdena ska enligt tidigare forskning gå i olika riktning när det kommer till att hålla kassa (Opler m.fl, 1999; Fresard, 2010). En djupgående jämförelse ger förståelse över vad som ligger bakom skillnaden men också beslutfattares tankar kring kapitalstruktur.

### 1.1 Bakgrund

Alla bolag kräver kapital för att kunna finansiera och driva verksamheten. Kapital kan införskaffas från antingen eget kapital eller skuldsättning och bolagets kombination av de två skapar dess kapitalstruktur (Modigliani och Miller, 1958, Berk och DeMarzo, 2014). År 1958 publicerade Modigliani och Miller (MM) en artikel som beskrev att företagets värde inte påverkas av dess kapitalstruktur. Teorin de lägger fram kretsar kring två propositioner där teorem I säger att företagets värde är dess kassaflöde diskonterat (samtliga delar av kassaflödet värderat till samma tidpunkt) med dess viktade genomsnittliga kapitalkostnad (WACC). WACC visar företagets genomsnittliga kostnad som måste betalas ut till investerarna både ägare och långgivare (Berk och DeMarzo, 2014). Teorem II säger att aktieägarnas avkastningskrav ökar med ökad skuldsättningsgrad. Eftersom MM förutsätter en perfekt kapitalmarknad, att inga skatter eller transaktionsavgifter existerar, har den varit grunden för ytterligare forskning i ämnet (Jensen och Meckling, 1976; Myers 1984; 2001; Brav, 2009).

Myers (1984) belyser tre olika typer av finansiering: befintligt eget kapital, lån och nytt eget kapital, bolag måste på ett eller annat sätt använda sig utav minst en av dessa. Behovet av kapital är inte konstant utan förändras hela tiden. När företag har mer investeringsmöjligheter

kommer skuldsättningen öka och när företaget har färre investeringsmöjligheter och kassaflödet är högt kommer skuldsättningen sjunka (Chung, Na och Smith, 2013).

Om det är så simpelt, varför är det då viktigt med kapitalstruktur? Från en strategisk synpunkt influerar företagens kapitalstruktur dess riskprofil, kostnaden och svårigheten i att ta upp kapital samt hur mycket avkastning som förväntas från långgivare och investerare. (Zhu, 2014).

Vid vidare undersökning av ämnet visar sig tydliga skillnader mellan de noterade och onoterade bolagen. Brav (2009) berör svårigheten för de onoterade bolagen att ta upp kapital och Opler m.fl (1999) visar på skillnaden i informationsasymmetri, när en part har mer information än en annan. Orsaken är att onoterade bolag har lägre transparens, mindre insyn mot omvärlden och särskiljer inte ledning och ägandeskap som ett noterat bolag tenderar att göra (Brav, 2009). Små till medelstora bolag, som till stor del är privata bolag (Ekonomifakta, 2010), har bevisats ha svårare att låna efter borskrisen 2008 (Andersson, 2015). Svårigheten att få lån ökar tröskeln för att onoterade bolag ska kunna hitta ytterligare finansiering vilket kan påverka produktiviteten negativt (Andersson, 2015). Produktiviteten är vad som produceras per arbetad timme. Enligt Boumediene och Grahn (2014) är produktivitetstillväxten en avgörande faktor för ekonomisk utveckling och välstånd, därmed är de onoterade bolagen viktiga för Sveriges ekonomiska tillväxt och välstånd.

Med ovanstående diskussion utforskas möjligheten att se på skillnaden mellan de noterade och onoterade bolagen i Sverige. Uppsatsen kommer undersöka hur beslutfattares syn och resonemang påverkar företagets kapitalstruktur. För att ge ytterligare en aspekt att koppla till teorierna från Opler m.fl (1999) och Brav (2009) jämförs två betydande områden för Sveriges näringsliv, partihandel och forskning och utveckling. I den här uppsatsen kommer partihandelsbolagen definieras efter branschindexet *partihandel* enligt Statistiska Centralbyråns standard (SCB, 2007) och skall inneha minst 30% av balansräkningen i lager. FoU-området baseras på andelen *balanserade utgifter för forskningsarbeten mm.* i balansräkningen. Andelen FoU skall vara minst 10% av bolagets totala tillgångar.

Partihandelsbolagen har störst förädlingsvärde, alltså bidraget till BNP, bland handelsföretagen (SCB, 2014). Handelsföretagen står för 31% av den svenska nettoomsättningen och är den näst största arbetsgivaren i Sverige (SCB, 2014), samt står för 16% av svenskt BNP. Partihandelsbolagens bidrag är 15% av handelns del till BNP (SCB, 2014), och är mycket betydelsefull för svensk ekonomi (Svensk handel, 2014). Eftersom studien undersöker hur kapitalintensiteten påverkar valet av kapitalstruktur och kassa är det intressant i kartläggningens sammanhang att partihandeln är mer kapitalintensivt än detaljhandeln (Svensk handel, 2014).

Ytterligare ett område som är mycket viktigt för svensk tillväxt är Forskning och utveckling (Vinnova, 2012). Idag är Sverige världens näst mest innovativa land (Jamrisko och Lu, 2017) men den nuvarande trenden är dessvärre inte positiv då färre utländska företag ser Sverige som en bra marknad för FoU, därav minskar utländska investeringar för FoU (Görnerup, 2012). Det är därför viktigt för Sverige att vara attraktivt för utländska investerare och möjliggöra en god tillväxt för FoU-området, eftersom människor och kapital förflyttas till de mest attraktiva kunskapsmiljöerna (Vinnova, 2012). Dock är svårigheten för FoU-området att

mycket av värdet skapas via framtagandet av nya produkter och dess informationsasymmetri (Opler m.fl, 1999) gör det då svårare för investerare att värdera och det blir då dyrare att ta upp kapital.

Både FoU-intensiva bolag och onoterade bolag bör därför ha svårare att snabbt och billigt ta in kapital i jämförelse med noterade konkurrenter. I teorin diskuteras hur detta kommer leda till att bolag som håller en större kassa inte behöver söka kapital hos marknaden lika ofta (Opler m.fl, 1999; Brav, 2009). I den här uppsatsen kartläggs hur beslutsfattare i företagen ser på möjligheterna till finansiering och på tryggheten i kassaflödet.

## 1.2 Problemdiskussion

En stor del av den teori som skrivits inom kapitalstruktur är vidareutvecklingar av Modigliani och Millers teorem (1958) som är fundamentet i bl.a. "The Trade-off Theory". "The Trade-off Theory" bygger på att företagare vill öka bolagsvärdet med hjälp av skuldsättning till dess att "distress costs", administrativa och legala kostnader vid exponering av konkurs, blir högre för varje krona av ytterligare skuld. Vinsten av skatteskölden är då mindre än kostnaden av att ta ytterligare lån (Myers, 1984). Skattesköldseffekten uppkommer av att räntekostnaden minskar bolagets resultat innan skatt, alltså uppstår en kostnad som minskar vinsten vilken skulle beskattats. "Distress costs" beror på hur bolagets totala kapitalstruktur, kravet på avkastning samt risken i tillgångarna ser ut, vilka är olika beroende på bransch och ägarstruktur. En alternativ beskrivning på företagets val av finansiering är "The Pecking Order Theory". "The Pecking Order Theory" handlar om valet av kapital där eget kapital väljs först, därefter lån och sist att ta upp kapital via nyemission (Myers, 1984). Tillgången av kapital ser olika ut i olika företagsstrukturer vilket problematiseras senare i diskussionen.

Efter vidare studerande av artiklar om optimal kapitalstruktur och hur den tillkommer uppstår många frågor kring hur det ser ut i onoterade bolag, då majoriteten berör noterade bolag. Vad påverkar besluten för onoterade bolag kring dess kapitalstruktur, finansiering och behovet av likvida medel när de konkurrerar om och på samma marknad som de noterade?

Faulkender och Petersen (2006) påvisar att källan till *lånefinansierat* kapital, antingen via privat (banker), publikt (obligationer) och/eller båda, påverkar valet av finansiering och influerar därmed starkt bolagets val av kapitalstruktur. Ett bolag som förfogar över båda alternativen har oftare högre skuldsättning, vilket fortsättningsvis benämns som att ha en högre hävstång. Även bolagets tillgångar påverkar utformning av kapitalstrukturen, tillgångar kan antingen vara omsättningstillgångar eller anläggningstillgångar. Den senare kan även delas in i materiella och immateriella tillgångar. Materiella tillgångar är fysiska saker som byggnader, inventarier och lager medan immateriella tillgångar inte är fysiska, exempelvis patent, varumärken och utvecklingsarbeten (Berk och Demarzo, 2014). Enligt Myers (1984, 2001) tenderar bolag med materiella tillgångar att ha en högre hävstång än bolag med immateriella tillgångar. Det beror på att risken och värdet i immateriella tillgångar har en större osäkerhet vid eventuella problem i samband med finansiella svårigheter eller konkurs, vilket både Myers (2001) och Faulkender och Petersen (2006) belyser. Senare diskuterar Faulkender och Petersen källan till finansiering och då uppkommer även diskussion kring effekter vid likviditetsbesluten för bolag.



Faulkender och Petersen (2006) konstaterar att bolag som använder publik finansiering har en signifikant högre hävstång än bolag utan. I Saunders och Steffen (2011) lyfts att bolag som har tillgång till både publikt och privat kapital har lägre finansieringskostnader bland annat för att styrkan i förhandlingsposition skiftar från långivare till låntagare. Detta går ihop med Opler m.fl, (1999) samt Brav (2009) som kommer fram till att noterade bolag med tillgång till publikt kapital har mindre behov av likvida medel för att finansiera sig, eftersom det är både billigare och enklare att ta upp kapital för bolag som har tillgång till båda typer av finansiering.

Vidare argumenterar Opler m.fl (1999) att nyttan med likvida tillgångar är att minska transaktionskostnader för att ta upp kapital och undvika försäljning av andra tillgångar. Men även att skapa förutsättningar för att finansiera investeringar om möjligheterna till att ta upp kapital inte är gynnsamt eller tillgängligt när kapital krävs. Argumentation härrör från Keynes (1934), och Opler m.fl (1999) bygger vidare på att besluten om att hålla kassa hör ihop med två motiv som påverkar bolags beslut:

1. "Transaction motive" påverkar bolag på olika sätt, beroende på om det är noterade och onoterade eller bolags- och branschspecifika. Det beror på att olika transaktionskostnader utgår ifrån varje bolags förutsättningar, exempelvis osäkerhet i kassaflöden, sammansättning av tillgångar och räntekostnad. Här har noterade bolag, som tidigare beskrivits, fördel av lägre finansieringskostnader och ett minskat behov av kassa.
2. "Precautionary motive" (Opler m.fl, 1999) innefattar två delar, informationsasymmetri och agentkostnader. Ett onoterat bolag är mindre transparenta bland annat för att de inte är föreskrivna att presentera information till omvärlden. Vad det gäller agentkostnader är den problematiken mindre för onoterade då de till större del tenderar att vara styrda och ägda av samma personer. Myers och Majluf (1984) menar att bolag bör bygga upp ett överskott på kapital i perioder där informationsasymmetrin upplevs som mindre. På grund av problematiken med informationsasymmetri bör det för onoterade bolag vara viktigt att ha mer likvida tillgångar.

Båda dessa, "Precautionary motive" och "Transaction motive", spelar en annorlunda roll i ett onoterat bolag då ledning och ägandeskap till en stor del består av samma individer. Till skillnad från noterade bolag där det mer tenderar att vara olika individer (Brav, 2009). Då det onoterade bolaget utger mindre information leder det till lägre transparens mot nya investerare. I och med detta kommer insikten i bolaget att bli sämre vilket leder till mer osäkerhet för nya investerare. Brav (2009) påpekar att onoterade bolag får lägre agentkostnader då management och ägandeskap inte hålls isär i lika hög grad. Dessutom jobbar inte ledningen mot att en ensam ägare ska få kontroll över företaget som i noterade bolag (Morellec, 2004). Effekten av dessa osäkerheter för nya investerare leder till två svårigheter när det gäller att ta upp nytt kapital:

1. "The level effect" visar att det är relativt dyrare för onoterade firmor att ta upp eget kapital än att dra på sig skulder (Brav, 2009). Brav hävdar därför att effekten av detta

är att *nivån* i onoterade bolags skuldkvoter är högre än noterade bolags inom samma sektor (Brav, 2009). Anledningen till det här fenomenet är att onoterade firmor vanligtvis inte ger samma transparens, och därmed får minoritetsägare mindre information än de skulle fått i ett publikt bolag.

2. En biprodukt av "The level effect" är "The sensitivity effect". Då onoterade bolag föredrar skuld före eget kapital relativt ett publikt bolag kommer det också bli relativt dyrare för onoterade bolag att låna (Brav 2009). Högre lån ger högre "distress cost" och därav högre krav på avkastning.

"The level effect" och "The sensitivity effect" gör det mer kostsamt för onoterade bolag att ta upp nytt kapital jämfört med dess noterade konkurrenter. Detta gör det dyrare för onoterade bolag att ta upp kapital och de vill därför söka finansiering färre gånger än noterade bolag. Det medför att onoterade behöver bygga upp en större kassa för att klara bolagets kapitalbehov (Opler m.fl, 1999; Brav 2009). Enligt Brav (2009) medför det att lönsamhet, på grund av högre krav på avkastning från investerare, blir allt viktigare då det fortfarande är kostsamt att ta upp ytterligare kapital. Medan andra variabler blir mindre känsliga, i och med ökad tillgång till kontanta medel, såsom investeringar, ökad försäljning eller materiella tillgångar (Brav, 2009).

För att minska behovet av att söka nytt kapital håller onoterade bolag en större kassa. Konsekvensen av att vara mer belånad blir att företaget får högre räntor som leder till högre risk för konkurs, samtidigt som investerare kräver högre avkastning på investerat kapital (Brav, 2009; Modigliani och Miller, 1958). "The sensitivity effect" hänvisar till *känsligheten* i det onoterade bolagets resultat (Brav, 2009)

Vid en återknytning till Oplers m.fl (1999) teorier om "Precautionary motive", som var starkt påverkad av informationsasymmetri liksom Bravs (2009) teorier om att ta upp nytt kapital, kan tankarna kopplas till bolag som har mycket FoU-tillgångar. Dessa skapar värde genom produkter som har mycket informationsasymmetri (Opler m.fl, 1999) och tidigare forskning har funnit ett samband mellan FoU och lägre transparens (Aboody och Lev, 2000). Här går det då förvänta sig att företagen binder mer kassa (Bates, Kahle and Stulz, 2009) till skillnad från partihandelsbolag med stora lager som har en negativ korrelation med stor kassa (Fresard, 2010). Alltså menar Fresard (2010) att partihandelsbolagen generellt sett har en mindre kassa.

För att summera är informationsasymmetrin byggd på skillnaden mellan noterade och onoterade bolag samt om bolagen har mycket immateriella eller materiella tillgångar. Delgivandet av information till allmänheten ger en bättre position på kapitalmarknaden, och bolagen som utger mer information kan därav finansiera sig på ett relativt billigare sätt. Onoterade bolag står för 99,931 % av alla bolag i Sverige (Holmström, 2017). Har alla dessa bolag svårare att få finansiering än de övriga 0,069%, blir det en utmaning för både svensk tillväxt och välfärd. För att kartlägga problemet och hur det kan kringgås har nedanstående forskningsfrågor och syfte uppdragats.

## 1.3 Forskningsfrågor:

Fråga 1: Hur skiljer sig företagens agerandet kring kapitalstrukturer och dess kostnader i det onoterade mot noterade företaget?

Fråga 2: Vilka mönster går att uppfatta som stämmer överens med diskussionen om informationsasymmetri mellan företag med större delen materiella respektive immateriella tillgångar?

Fråga 3: Hur påverkas företagens beslut kring kassa och justering av kapital beroende på "The sensitivity effect" och "The level effect" och hur ser man på känsligheten i det egna kapitalet?

## 1.4 Syfte

Syftet med studien är att kartlägga hur noterade kontra onoterade bolag beslutar och resonerar kring kapitalstrukturen. Studien kommer fördjupa sig i informationsasymmetri och kassaflöde för att få svar på hur beslutsfattare ser på möjligheter och svårigheter inom diskuterat område. För att öka dynamiken tittar studien även på två olika områden, en kapitalintensiv, partihandeln, och en informationsasymmetrisk, forskning och utveckling.

## 2. Metod

*I det här kapitlet presenteras och motiveras de val av metoder som har använts för att samla in och analysera data till studien.*

### 2.1 Induktiv forskning

I en induktiv ansats används information hämtad från erfarenheter som sedan analyseras för att hitta mönster och bygga teorier (Bryman och Bell, 2013). Därav faller en induktiv ansats sig naturligt i den här uppsatsen som är uppbyggd på intervjupersoners kunnande och erfarenheter. Dock kommer inte några generaliseringar dras eftersom populationen är för liten, utan ansatsen är att påbörja en kartläggning för fortsatta studier inom området.

#### 2.1.1 Kvantitativ eller kvalitativ studie

Vid val av forskningsmetod finns två olika typer, kvantitativ och kvalitativ metod (Bryman och Bell, 2013). I en kvantitativ studie står insamling av numeriska data som analyseras och dras generella slutsatser. Ofta är då en deduktiv ansats i fokus (Bryman och Bell, 2013), alltså att logiska slutsatser dras. En kvalitativ studie har mer fokus på ord än på siffror och då faller även en induktiv ansats in (Bryman och Bell, 2013), vilket innebär att slutsatser dras från erfarenhet snarare än logiska slutsatser.

Som nämns i introduktionen till uppsatsen finns det ett flertal studier som berör valet av kapitalstruktur och dess inverkan på bolaget och att dessa ofta är riktade mot noterade bolag (Brav, 2009, McCumber, 2015). Det finns också studier som analyserar onoterade bolags kapitalstruktur men de är ofta baserade på kvantitativa metoder vilket kan visa på mönster hos bolags beteenden. För att uppnå syftet med kartläggningen krävs dock en djupare förståelse kring beslutfattares tankegångar vid beslut.

En kvalitativ studie är fördelaktig att använda när insamlandet av empiriska data handlar om att tolka och värdera objektets ord och inte fokuserar på kvantitativ numeriska data (Bryman och Bell, 2013). Valet av kvalitativ studie är kopplat till den induktiva ansatsen för att undersökningen ska alstra information och svar, vilken hjälper till att formulera slutsatsen (Bryman och Bell, 2013). Eftersom syftet med studien är att få djupare kunskap i det onoterade bolaget vilka är mindre studerade samt dess beslut som svårigen kan undersökas via kvantitativa metoder. Den här undersökningen kommer därav ha ett kvalitativt förhållningssätt. Eftersom onoterade bolag inte erhåller en värdering på marknaden via en börs som ett noterat bolag har är det än viktigare att undersöka dessa kvalitativt för att se vilka värden som är viktiga vid beslut.

## *2.2 Forskningsutformning*

Syftet med studien är att jämföra och undersöka hur det ser ut för onoterade bolag. Kartläggningen har en explorativ infallsvinkel för att gå på djupet och blir därav känslig för oväntade förhållanden och är öppen för kontextuella aspekter (Jacobsen, D.I, 2002). Eftersom djupet ska framhävas har endast ett fåtal respondenter valts ut. Målet är att via denna infallsvinkeln skapa förståelse för hur beslutsfattare resonerar och agerar om och med företags kapitalstruktur.

För att adressera problemet har en multipel fallstudie av två specifika områden med komparativ design använts. En multipel fallstudie med komparativ design, har fokus på fallen och dess unika kontext, där huvudfokus ligger på att jämföra de fall som studeras (Bryman och Bell, 2013). Explorativa fallstudier har även en tendens att utföras som inledande undersökningar och ge en bild till efterföljande forskning av området (Lee m.fl., 2007). Studien är en kartläggning av finansiering och kapitalstruktur i lagerhållande och immateriella bolag där en djupgående studie behövs för att samla relevant data. Därav passade en explorativ multipel fallstudie för uppsatsens syfte.

### *2.2.1 Intervju*

Vid kvalitativa studier med intervjuer ligger intresset i att undersöka den intervjuades ståndpunkter. (Bryman och Bell, 2013) Vidare lyfter Bryman och Bell (2013) tre olika former av intervjuer, strukturerade, ostrukturerade och semi-strukturerade. Vid kvantitativ forskning är en strukturerad intervjumodell vanligare eftersom svaren enkelt kan delas upp i kategorier (Bryman och Bell, 2013), vilket är att föredra om studien vill ha ett stort numerärt antal respondenter. Vid kvalitativ forskning är det vanliga att använda en ostrukturerad eller semi-

strukturerad intervjuform. Viktigt här är att intervjupersonen inte känner sig ifrågasatt utan att hen bidrar med personlig kunskap (Davidson och Patel, 2003)

Intervjumetoden var semi-strukturell, alltså fanns det förhållandevis specifika teman att diskutera, som utformats till en intervjuguide (Appendix 1), men respondenten gavs även möjlighet att vara flexibel (Bryman och Bell, 2013). Frågorna behöver inte komma i samma ordning som intervjuguiden och intervjupersonen kan blomma ut och gå djupare i områden hen anser vara viktiga. Det skapar möjligheter att ställa ytterligare frågor som går att koppla till utvecklingen av diskussionen under intervjun (Bryman och Bell, 2013).

Intervjufrågorna är framtagna med fokus på att besvara forskningsfrågorna och stöds i problemdiskussionen. De är inte direkt ställda mot litteraturen utan frågornas natur leder till svar som kan tolkas för att besvara den teoretiska frågeställningen. Teorins komplexitet gör att en semi-strukturell intervju, där respondenten kan ta upp vad som är viktigt och forskaren kan kontrollera att intervjun svarar på specifika frågeställningar, är bästa alternativet för uppsatsen.

Efter en diskussion hade 16 huvudfrågor tagits fram utifrån de tre forskningsfrågorna som ingår i kartläggningen. Lindblom, Sandahl och Sjögrens, (2011) tidigare frågeformulär användes för att få en bra riktning i hur frågorna skulle utformats. Eftersom formuläret ingår i en publicerad artikel som är i linje med uppsatsen anses det utgöra ett bra underlag för intervjufrågorna. Frågeformuläret erhöles från handledaren till uppsatsen som via kontakt med författarna fått frågeformuläret. Frågor parades ihop med respektive forskningsfråga och strukturerades för att följa i den ordningen, med hjälp av olika rubriker och underrubriker. Vissa frågor valdes sedan att flyttas för att bättre passa strukturen då det berörde mer än en forskningsfråga.

### 2.2.2 Val av bolag och avgränsning

Ansatsen var att jämföra onoterade med noterade bolag inom samma bransch samt mellan två olika områden, lagerhållande bolag med bolag som innehar stor del *balanserade utgifter för forskningsarbeten i balansräkningen*. För de lagerhållande bolagen fanns ett krav på att 30% av tillgångarna i balansräkningen var varulager och för FoU-bolagen var kravet att minst 10% av tillgångarna i balansräkningen var *balanserade utgifter för forskningsarbeten*. Detta hittades i databasen "Business retriever" (Retriever, 2017). För att ytterligare specificera och hitta bra bolag i urvalet användes svensk näringsgrensindelning (SNI). SNI är en statistisk standard som klassificerar företags ekonomiska aktiviteter (SCB, 2007). För lagerbolagen fanns ett krav på tillhörighet inom *Partihandel* enligt svensk näringslivsindelning (SNI) och kravet för FoU-bolagen var att de ingick i branschstandard för *teknisk utveckling* men koderna kan inte uppges på grund av anonymisering. Då en viss förståelse för kapitalstruktur önskades kontaktades endast större företag och därför användes bolag i sjuttiofemte percentilen inom bolagens verksamhetsområde och inom respektive grupp, noterade eller onoterade.

SNI är indelat i en huvudgrupp och fördelat i fyra undergrupper. Ju fler siffror som stämmer överens desto mer detaljerat lika är företagets verksamhet. Matchning av huvudgruppen var exakt och undergrupper matchades till högsta möjliga grad. För två av partihandelsbolagen

är alla fyra undergrupper lika och för två av FoU-bolagen är tre undergrupper lika, för båda områdena är ett noterat och ett onoterat. För att skapa ett större underlag av onoterade bolag valdes ytterligare två bolag med samma huvudgrupp, ett FoU-bolag och ett Partihandelsbolag, vilka ansågs jämförelsebara då de uppfyllde övriga krav.

Den huvudsakliga tanken var att bolag inom partihandeln faktiskt hade en stor del varulager i balansräkningen och att FoU-bolagen hade balanserat upp en stor del utgifter för utvecklingsarbeten. I det senare fallet fick en del bolag sorteras bort inom den valda SNI-koden då inget branschindex innehöll bolag där samtliga höll sig inom ramen. Alla bolag uppfyller kravet på lagerhållning och FoU-intensitet vilket var det absolut viktigaste för att kunna jämföra bolagen. För att hitta en stabilitet i kassaflöden och förståelse för investeringar i de bolagen som skulle delta sattes kravet att de skulle existerat i minst fem år. Sex bolag som föll inom ramen svarade och ställde upp på undersökningen.

Valet av bolag har starkt påverkats av vilka verksamhetsområden som passar in i kartläggningen. Att undersöka två områden vars kassaflöden och strategier bör särskilja sig om de rör sig i enlighet med teorierna från problemdiskussionen ansågs vara mest intressant. Förhoppningen var då att visa på skillnader både mellan verksamheternas tillgångar och noterad mot onoterad.

### *2.2.3 Intervjupersoner*

För att få ett bra resultat till studien där företagets syn på kapitalstruktur och finansiering kunde delges kontaktades endast personer i ledande ställning som kunde ge bra svar för uppsatsens syfte. De positioner som kontaktades var: Verkställande direktör (VD), Chief financial officer (CFO) och Treasurer varav två intervjupersoner var VDar, tre var CFO och en var Treasurer.

### *2.2.4 Anonymitet*

Vid kontakt med bolagen erbjöds anonymitet vilket mottogs positivt. Då respondenternas åsikt och kunskap är kärnan i uppsatsen var det väsentligt att de kände sig trygga och förstådda. Alla intervjuer spelades in och transkriberades. Transkriberingen har endast använts för uppbyggandet av empirin till uppsatsen. Alla bolagen fick möjligheten att läsa igenom empirin innan den användes. Alla frågor besvarades inte heller av samtliga bolag då det antingen inte fanns någon bra förklaring eller vetskap kring vissa specifika ämnen. För att underlätta för läsaren att särskilja vilket område eller ägarstruktur som respektive bolag tillhör har förkortningar skapats.

*Lista med förkortningar:*

Onoterat(O), Noterat(N), Partihandel(P), Forskning och Utveckling(FoU)

### *2.2.5 Reliabilitet:*

Reliabilitet berör hur tillförlitligt resultatet av en studie är om undersökningen skulle genomföras igen eller om den har påverkats av olika slumpmässiga händelser eller

förutsättningar (Bryman och Bell, 2013). Med en kvalitativ metod är detta svårare att uppnå och måttet på reliabilitet är därför viktigare för kvantitativa studier. Eftersom en kvantitativ studie kan standardiseras och estimeras med hjälp av siffror på ett sätt som inte går med en kvalitativ studie blir måttet för reliabilitet mer förståeligt och mer korrekt i en kvantitativ metod (Bryman och Bell, 2013).

Med problemet som uppkommer kring reliabiliteten har det utformats ett standardiserat frågeformulär som intervjupersonerna fått ta del av innan intervjun för att få ut så korrekta och rättvisande svar till undersökningen som möjligt. Företagen som deltog i studien har noggrant valts ut och fokus har varit att få tag på likvärdiga objekt, så att jämförelsen mellan ska bli korrekt. Kraven på SNI-koden gör att verksamheterna kan jämföras och kraven i balansräkningen gör att de systematiskt kategoriserats för att fylla studiens syfte. Intervjupersonerna innehar även positioner på bolagen vilka kräver kunskap kring frågeställningarna som tas upp.

Intervjupersonernas tolkningar av frågorna kan inte kontrolleras och därav har intervjuerna ibland gått i olika riktning men allt eftersom har diskussionen styrts tillbaka mot intervjuguiden (Appendix 1). Utöver detta kan tolkningen av svaren bli influerade av förutfattade meningar och därav har det varit viktigt att hela tiden upprätthålla en objektiv syn när materialet analyserats. Därför har hela empirin och analysen noga diskuterats mellan skribenterna, och lästs av handledaren, för att missförstånd och feltolkningar skulle minimeras.

### *2.2.6 Validitet:*

Validitet är bedömningen om de slutsatser som studien kommer fram till anses hänga ihop med verkligheten (Bryman och Bell, 2013), och om studien mäter det som avsiktligt ska mätas. Frågan är alltså om den data som samlats in är relevant och korrekt samt om den kan användas från flera synpunkter på problemet (Björklund och Paulsson, 2012). En viktig aspekt inom validiteten är respondentvaliditet. Det är den process som visar att beskrivningen som förmedlas i uppsatsen är korrekt (Bryman och Bell, 2013). För att ha god respondentvalidering har intervjupersonerna fått ta del av resultatet för godkännande innan analysering för att bekräfta att svaren är tolkade på ett korrekt sätt. Anonymiteten kan även leda till att intervjupersonerna inte svarar lika noggrant och ärligt. Tack vare återkoppling till alla respondenter är det inte den generella känslan då alla respondenter har läst igenom och två har valt att göra förtydliganden för att rätta till mindre missförstånd. Det var också ett måste för att få svar på studiens forskningsfrågor vilket tas upp under 2.2.4 *anonymitet*.

Sekundärdata har även använts för att samla information kring bolagen, denna är tagen från årsredovisningar (Retriever Business, 2017) och är därav reviderad och kvalitetssäkrad. Det är viktigt att vara uppmärksam när nyckeltal används i en analys eftersom olika källor kan använda olika standard vid beräkning. Det kan vara svårt att utläsa korrekta siffror och likvärdiga siffror mellan två bolag eller olika källor. Exempelvis är det viktigt i en analys med soliditet, hur stor andel av bolagets tillgångar som finansieras med eget kapital, men även att ta i beaktning vilken typ av tillgångar bolaget disponerar över (Nilsson, 2002). Företagen har även fått godkänna sekundärdatan som använts för att ytterligare stärka att den är korrekt.

Utöver detta har grunden i uppsatsen byggts på teorier som alla blivit publicerade i ansedda tidskrifter. Viktigt vid användandet av sekundärdata är att hålla koll på källorna till datan, hur aktuell dess information är samt om publiceringen är opartisk. Vem som är ansvarig för materialet och vilket syfte som datan tagits fram är avgörande för källans objektivitet (Björklund och Paulsson, 2012).

## 2.3 Nyckeltal

Vid analys av bolagen används nedanstående nyckeltal för att ge ytterligare en dimension till analysen. Alla talen förutom *Balanslikviditet* är hämtade från bibliotekets databas "Business Retriever" (Retriever Business, 2016). Balanslikviditeten är manuellt beräknad enligt presenterad formel och uppgifterna till uträkningen är hämtade ur respektive bolags årsredovisning (Retriever Business, 2017).

Nyckeltalen är viktiga för att få en tydligare bild av företagets finansiella situation och används för att analysera intervjupersonernas svar. Via kopplingar och motsägelser kring vad som diskuterats och vad som stämmer överens eller går emot de teorier och studier som tidigare genomförts i området.

### 2.3.1 Soliditet (%):

$$\frac{\text{eget kapital} + \text{obeskattade reserver} * 0,72}{\text{totala tillgångar}} * 100 (\text{Retriever Business, 2016})$$

Soliditeten anger hur stor del av tillgångarna som är eget kapital. Ju högre soliditet desto säkrare är företaget. Måttet tas upp av respondenterna själva och är vanligt förekommande, vilket gör det enkelt att utgå ifrån i en diskussion kring kapitalstruktur.

### 2.3.2 Kassalikviditet (%):

$$\frac{\text{summa omsättningstillgångar} - \text{summa varulager}}{\text{summa kortfristiga skulder}} * 100 (\text{Retriever Business, 2016})$$

Kassalikviditeten visar hur stor del av företagets kortsiktiga skulder som kan betalas direkt. Måttet visar hur bra kortsiktig betalningsförmåga företaget har och därmed hur stor säkerhet som ligger i kassan.

### 2.3.4 Balanslikviditet (%):

$$\frac{\text{summa omsättningstillgångar}}{\text{summa kortfristiga skulder}} * 100 (\text{Nilsson m.fl, 2002})$$

Balanslikviditeten är viktig i lagerhållande bolag då omsättningstillgångarna, kundfordringarna och leverantörsskulden är höga. De lagerhållande bolagens omsättningstillgångar är relativt likvida jämfört med FoU-bolagen och det ger en ytterligare aspekt utöver kassalikviditeten. Partihandelsbolagen tar även själva upp att omsättningstillgångarna är viktiga för företaget.



### 3. Teoretisk referensram

I det här kapitlet presenteras de olika teorierna och begrepp som har varit grunden för undersökningens utformning och genomförande.

#### 3.1 Modigliani och Miller

Modigliani och Miller (1958) blev med teorin om kapitalstruktur och dess irrelevans för att bestämma ett bolags värde en grundsten i vidare forskning inom det företagsekonomiska ämnet. Teorin baseras på en värld med perfekt kapitalmarknad, en förenkling där det inte finns några skatter, transaktionskostnader, konkurskostnader eller informationsasymmetri. Med de här förenklingarna så presenterades två teorem. Teorem I innebar att på en perfekt kapitalmarknad är bolagets totala värde jämförbart med marknadsvärdet av det totala kassaflödet, genererat av dess tillgångar och därmed inte påverkat av val till kapitalstruktur. Teorem II innebar att med en ökning i skuldsättningsgrad så ökar kravet på avkastning från aktieägarna, till följd av den ökande risken för konkurs. Som en följd av förenklingarna utvecklade Modigliani och Miller (1963) teorierna med att marknaden var ofullständig och att företag med hjälp av skuldsättning kunde öka bolagets värde genom effekten av skatteskölden.

#### 3.2 "The Trade-off Theory"

"The Trade-off Theory" handlar om avvägningen mellan för- och nackdelarna med att låna kapital. Fördelen i den här teorin är skatteskölden som skapas av räntekostnaden vid belåning och nackdelen är "distress costs". Med "distress costs" menas administrativa och legala kostnader vid konkurs, eller andra finansiella besvär (Myers, 1984).

Tidigare forskning på finansiella "distress costs" stödjer två olika förklaringar:

1. Bolag med högre risk har en tendens att låna mindre. Risk är då definierat som variansen av marknadsvärdet i bolagets tillgångar. Ju högre varians desto högre risk för misslyckande och risken ökar ytterligare med en högre skuldsättningsgrad (Myers, 1984).
2. Bolag med materiella tillgångar som det finns en andrahandsmarknad för tenderar att låna mindre än de som har tillgångar specialiserade för det unika företagens verksamhet eller om tillgångarna är immateriella. Detta kommer från det faktum att förväntad "distress cost" inte bara handlar om hur troligt det är att problem uppstår, utan också på förlusten om problemet uppstår. Specialiserade tillgångar och immateriella tillgångar tappar vanligtvis mer i värde vid finansiella svårigheter såsom konkurs (Myers, 1984).

Efter avvägning mellan skuld och "distress cost" kan företaget hitta en optimal kapitalstruktur och sätta ett mål för skuldsättningsgraden. Företag kan dock inte genast kompensera för oväntade händelser som påverkar skuldsättningsgraden och därför finns det viss skillnad i de bolag som har samma mål gällande skuldsättningsgraden.

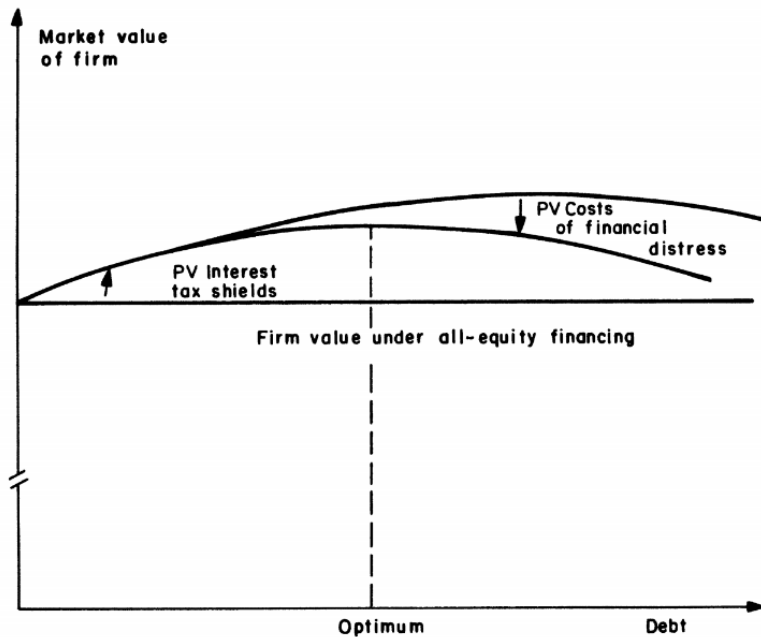


Figure 1. The static-tradeoff theory of capital structure.

Källa: Myers ,s.577, (1984)

Som visas i figur 1 är den optimala skuldkvoten där nästa lånad kronas finansiella "distress cost" överstiger dess bidrag till skatteskölden.

### 3.2.1 Hävstångseffekten

Om skuldsättningsgraden ändras kommer det påverka avkastningen på eget kapital. När skulden ökar finansieras mindre del av bolaget med eget kapital, effekten blir då att andelen skuld kontra eget kapital påverkar, relativt sett, avkastningen på eget kapital (Johansson och Runsten, 2005). Vilket innebär att om företaget går med vinst får ägarna högre avkastning på investerat kapital än om bolaget var skuldfritt och om företaget går med förlust får de lägre avkastning på investerat kapital än om bolaget var skuldfritt.

### 3.3 "The Pecking Order Theory"

I artikeln "The capital structure puzzle" presenterar Myers (1984) "The Pecking Order Theory". Hypotesen bygger vidare på Donaldssons (1961) studie om finansieringsmetoder på stora företag. Myers förklarar att teorierna visar på om det finns en optimal kapitalstruktur så är det lite från verkligheten och dess finansiella beslut som bekräftar det. Istället argumenteras för att "The Pecking Order Theory" bättre kan förklara besluten. Teorin ser ut enligt följande hierarki:

1. Intern finansiering ur företagets kassa
2. Kapital genom lån
3. Öka eget kapital genom nyemission

Meyers (1984) bygger upp teorin i 4 steg:

1. Företag föredrar intern finansiering.
2. Bolagen har en målsättning med utdelningarna i enlighet med investeringsmöjligheter. Dock är utdelningarna trögflytande och målsättningarna är bara delvis justerbara jämfört med investeringsmöjligheterna.
3. Då utdelningarna bara är delvis justerbara och det är svårt att förutspå intäkter samt investeringsmöjligheter kan företaget generera mer eller mindre kassa än vad policyn kräver. Om det är ett mindre kassaflöde kommer bolaget att behöva dra ner på kassan eller söka extern finansiering.
4. Om externt kapital behövs vill företaget använda så säkra värdepapper som möjligt. Därav blir första alternativet lån, sedan obligationer och sist ta upp nytt eget kapital genom nyemission. I teorin finns ingen optimal belåningsgrad eftersom det är skillnad i externt och internt eget kapital, en i toppen av "The Pecking Order Theory" och en i botten.

Anledningen bakom "The Pecking Order Theory" går att koppla tillbaka till tidigare studier av Myers och Majluf (1984) där de diskuterar konsekvensen av informationsasymmetri mellan ledning och nya aktieägare. Om ett företag vill ta upp nytt eget kapital för att finansiera projekt måste nettonuvärdet överstiga kostnaden för att sälja delar av företaget till marknaden om företaget är undervärderat.

"The Pecking Order Theory" är i viss mån, som här nämns, uppbyggd kring idén om ledningens större tillgång till information, alltså informationsasymmetri vilket diskuteras mer ingående i nästa del.

### 3.4. Agency theory

Teorin utgår från att en relation skapas genom ett kontrakt mellan en person (uppdragsgivare) som ger uppdrag till en annan person (uppdragstagare/agent) för att genomföra en aktivitet på uppdragsgivarens vägnar som innebär delegering av beslutsfattning till uppdragstagaren. Om båda parter vill maximera den egna nyttan uppstår problemet att uppdragstagaren inte alltid kommer agera i uppdragsgivarens intresse (Jensen, M och Meckling W, 1976). De kostnader som uppstår då uppdragstagaren inte följer uppdragsgivarens intresse är agentkostnader.

#### 3.4.1 Informationsasymmetri

Teorin är från början uppbyggd av Arklöfs (1970) idé om "The lemon problem". Han beskriver hur bara dåliga begagnade bilar, eller *lemons*, finns att köpa eftersom ägaren till en bra bil har lägre incitament att sälja. Skillnaden i information gör det mer lönsamt för en ägare till en dålig bil att sälja än en ägare till en bra bil. Detta för att *köparen* inte innehar informationen av vilken bil som blir såld. På samma sätt har en investerare svårare att avgöra om ett bolags projekt och satsningar är bra eller ett "*lemon*". Även om inte situationen är densamma kvarstår samma informationsasymmetri.

Informationsasymmetri uppstår när en part i en ekonomisk transaktion har mer information än en annan. Detta uppstår till exempel när nya aktieägare köper aktier i stora bolag, ledningen på bolaget besitter mer information om värdet på bolagets tillgångar och framtida kassaflöden än dess investerare (Myers och Majluf, 1984). I ett publikt bolag är informationsasymmetrin relativt lägre än i ett privat bolag då det publika bolaget vill locka investerare och underhålla ägarna med information (Brav, 2009), samt att noterade bolag faller under regelverk som gör att de måste öka transparensen mot marknaden.

### 3.5 Kassaflödesteorier

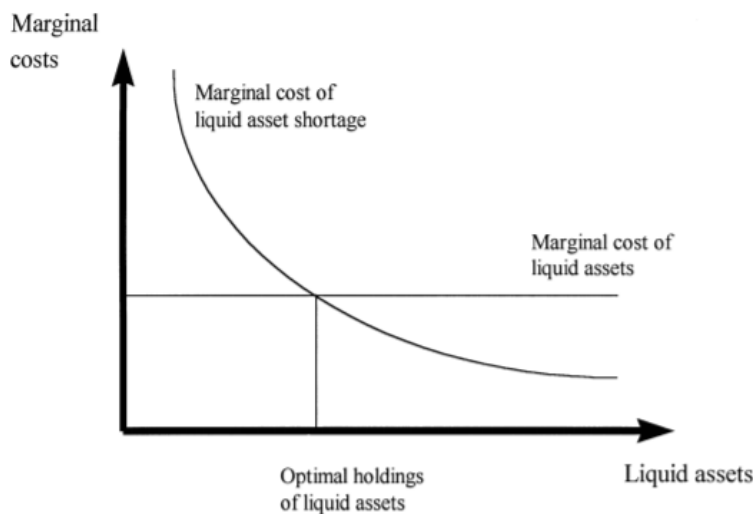
Opler m.fl (1999) bygger i artikeln "The determinants and implications of corporate cash holdings" vidare på Keynes (1934) två motiv, att hålla kassa och värdepapper. Här blir frågeställningen om det finns någon optimal nivå av likvida tillgångar. Ska ledningen maximera värdet för ägarna bör marginalnyttan av de likvida tillgångarna motsvara den marginella kostnaden för innehavet.

Enligt Opler m.fl (1999) finns det två anledningar för bolag att hålla likvida medel, först och främst minskar bolagets transaktionskostnader och undviker situationer där de behöver sälja tillgångar för att skapa likviditet. Dessutom ger de likvida medlen bolaget möjligheter att finansiera investeringar när ingen annan finansiering finns att tillgå. Generellt så ser ledning och ägare olika på fördelarna och kostnaderna med att ha likvida tillgångar. För en ledning ger en stabil kassa att risken i bolaget minskar och ökar anställningstryggheten, samt att det ökar beslutfattares handlingsfrihet. Opler m.fl (1999) nämner att "agentteorin" kan vara en förklaring till varför bolag inte anpassar kassan så att den maximerar ägarnas nytta.

Opler m.fl (1999) nämner även tanken att det inte finns någon optimal nivå för en kassa vid antagandet att det finns en optimal kapitalstruktur. Då resulterar det i att kassa endast är en negativ skuld. Det här resonemanget "går hand i hand" med "The Pecking Order Theory" (Myers, 1984) eftersom bolagets hävstång förändras med förändringen i kassan. Ett positivt resultat ackumulerar kassa och hävstången minskar. Ett negativt resultat dränerar kassan och till slut kommer företaget att öka skuldsättningen i första hand, eftersom kostnaden för att utfärda eget kapital är högre. Med Myers och Majluf (1984) teoretiska ansats för "The Pecking Order Theory" och maximeringen av ägarnas nytta, uppkommer en utmaning för att tolka hur den kan förklara samspelet mellan valet av kassa och ägarnas nytta. På en perfekt kapitalmarknad är kassan irrelevant då kostnaden för finansiering är försumbar eftersom tillgångar inte har någon alternativkostnad (Opler m.fl, 1999). Tillkommer en kostnad att hålla kassa kan företaget tillslut ha ackumulerat så mycket kassa att den är överflödigt och att ägarnas nytta blir större, med en ökning i utdelning eller återköp av aktier. Artikelförfattarnas idéer byggs på kostnader som uppstår vid transaktioner och sedan hur informationsasymmetri, samt agentkostnader påverkar behovet av att hålla kassa. Vilket de beskriver under två motiv; "Transaction motive" och "Precautionary motive".

### 3.5.1 "Transaction Motive"

Opler m.fl (1999) diskuterar i "Transaction motive" att det finns en kostnad i form av en fast del och en rörlig del för att söka finansiering. Ett bolag som saknar likvida tillgångar kommer tvingas söka finansiering på kapitalmarknaden eller genom att sälja av tillgångar, minska utdelning, minska investeringar, omförhandla finansiella avtal eller kombinera de olika alternativen. Förfogar inte företaget över tillgångar som kan likvideras mot en liten kostnad kommer de att föredra kapitalmarknaden. På grund av den fasta kostnaden för att få tillgång till kapitalmarknaden kommer bolag söka kapital färre gånger och istället använda kassan samt andra likvida tillgångar som buffert. Vilket enligt Opler m.fl (1999) leder till att för en given summa av en nettoskuld finns en optimal summa att ha i kassan, därmed är inte kassa endast att se som en negativ skuld.



Källa: Opler m.fl, s.8, 1999

Bilden illustrerar tankarna som Opler m.fl (1999) lyfter kring modellen för "Transaction motive", vilket ger incitament till att både öka och minska företagets likvida tillgångar. En ökning kommer att inträffa vid en ökad volatilitet i kassaflödet och vid en ökad kapitalomsättningshastighet. En minskning av likvida tillgångar är förenad med en sänkning av räntan och kostnad att låna, enkelheten att sälja tillgångar, kostnaden för att säkra risk och storleken på företagets utdelning.

### 3.5.2 "Precautionary motive"

När det kommer till "Precautionary motive" använder Opler m.fl (1999) två utgångspunkter som påverkar informationsasymmetri och agentkostnader. Motivet att hålla likvida tillgångar är för att undvika situationer där ett lönsamt projekt inte kan genomföras på grund av brist i kassa eller likvida tillgångar.

Informationsasymmetri gör det svårare att ta upp kapital från externa finansiärer eftersom investerare som inte sitter i bolaget har svårt att värdera och diskontera bolagets tillgångar. Investerares kunskap om bolaget är naturligt mindre än hos dess ledning, vilket leder till att investerare vill säkerställa att tillgångarna inte är överprissatta. Det kan dock resultera i att

investerare utifrån sätter ett underpris med den informationen de får och kräver en sådan stor rabatt att ledningen hellre väljer att avstå från investeringen. Den här svårigheten påpekar även Myers och Majluf (1984) leder till att ledningen inte anser det som lönsamt att sälja tillgångar och därmed väljer att minska eller avstå investeringar.

När Opler m.fl (1999) diskuterar om agentkostnader till "Precautionary motive" är det fokus på "agency cost of debt" och "agency cost of managerial discretion".

"Agency cost of debt" uppstår när aktieinnehavare och skuldinnehavare har olika intressen. Den här problematiken blir större hos bolag med en stor hävstång eftersom kostnaderna för att ta upp ytterligare kapital blir än svårare och även dyrare. Här menar Opler m.fl (1999) att det uppstår en problematik som bygger på Myers (1977) teorier om underfinansiering. Underfinansiering innebär att ägarna avstår att finansiera ett möjligt lönsamt projekt eftersom det främst eller endast är skuldinnehavarna som kommer dra fördel av det.

"Agency cost of managerial discretion" är att ledningen kan välja att hålla en större kassa än optimalt för aktieägarnas nytta. Orsaker till det som Opler m.fl (1999) pratar om är att ledningen är obenägna att ta risker och en stor kassa skapar säkerhet. Ledningen blir inte bunden av räntekostnaden och är då mer oberoende av kapitalmarknaden för att kunna göra investeringar. Med de möjligheterna tillkommer även risker om ledningen väljer att investera i ett dåligt projekt ifall inga bra projekt är tillgängliga. Opler m.fl (1999) nämner även att det skapar ett större incitament för en eventuell uppköpare, för att köparen kan använda tillgångarna till att finansiera förvärvet.

### 3.6.3 "The level effect"

"The level effect" uppstår när det är relativt dyrare att ta upp eget kapital än att låna för det onoterade bolaget jämfört med det noterade. Detta leder till att det publika bolaget drar på sig en högre skuldsättningsgrad som en biprodukt av högre informationsasymmetri.

Påståendet går i hand med "The Pecking Order Theory" som säger att ju högre informationsasymmetrin är desto mindre är förtroendet för informationskänsligt kapital, eget kapital, och därav vill bolaget söka mer informations-okänsliga kapital, skuld (Brav, 2009).

### 3.6.4 "The sensitivity effect"

I enlighet med "The level effect" kommer onoterade bolag att, i högre grad än publika bolag, gå till den externa marknaden för finansiering. Detta leder till en högre skuldsättningsgrad och som "The Trade-off Theory" visar leder det till högre risk för konkurs och andra finansiella besvär. När ett bolag nått en optimal skuldsättningsgrad och behöver ta upp mer kapital kommer det bli dyrare för det privata bolaget att låna än för det publika bolaget på grund av den högre risken för konkurs och finansiella besvär (Brav, 2009).

Då företag utsätter sig för större risker mot konkurs och andra finansiella besvär blir bolaget mer beroende av ett positivt resultat, därav namnet "The sensitivity effect". Eftersom teorin visar att onoterade bolag får det dyrare att upp kapital och därmed kräver högre avkastning

än det noterade bolaget är bolaget mer känsligt för dåliga kassaflöden och förlust på grund av hävstångseffekten.

## 4. Empiri

*Empirin beskrivs först studiens företag och de olika intervjupersonerna, sedan presenteras olika nyckeltal som används i analysen. Vidare är empirin strukturerad för att följa forskningsfrågor i tur och ordning. Inom varje forskningsfråga följer strukturen intervjufrågorna enligt appendix.*

### 4.1 Företagsintroduktion och Nyckeltal

#### Företag 1

Verkar inom partihandel med reservdelar till motorfordon och är onoterat med en ensam ägare, men har extern VD. Bolaget ingår i en mindre koncern med ett moderbolag, som endast bedriver holdingverksamhet av aktierna och ytterligare ett dotterbolag. Intervjuobjektet innehar positionen som CFO för företaget och har en gymnasieutbildning. CFO:n har jobbat inom bolaget sen 2009 och som CFO i över 1 år. Bolaget har mer än 47% av tillgångarna i varulager.

#### Företag 2

Verkar främst inom partihandel med järnhandelsvaror och är onoterat med en ensam ägare som även är VD. Bolaget ingår i en mindre koncern med ett moderbolag, som endast bedriver holdingverksamhet av aktierna och ytterligare ett dotterbolag. Intervjuobjektet är ägare och innehar positionen som VD för bolaget och koncernen, har en gymnasieutbildning. VD har jobbat och ägt bolaget sen 1996. Bolaget har mer än 61% av tillgångarna i varulager.

#### Företag 3

Verkar inom partihandel med järnhandelsvaror och är noterat. Företaget är moderbolag i en större koncern med ett 40-tal dotterbolag, varav ett tiotal utomlands. Intervjupersonen är underställd CFO och är ansvarig för treasuries på moderbolaget och koncernen, har en master i Business Administration and Economics. Respondenten har jobbat inom bolaget sen 2006 och som treasurer i över 3 år. Bolaget har mer än 30% av tillgångarna i varulager.

#### Företag 4

Verkar inom FoU av förnyelsebara energikällor och är onoterat. Intervjupersonen är CFO på bolaget och har en kandidatexamen i både systemvetenskap och finansiering, har jobbat inom bolaget i över tre år, varav två år som CFO. Bolaget har mer än 34% av tillgångarna i balanserade utgifter för utvecklingsarbeten under immateriella tillgångar.

#### Företag 5

Verkar inom FoU av förnyelsebara energikällor och är noterat. Intervjupersonen är extern VD på bolaget och har en master i Science, Electrical Engineering. VD:n har jobbat inom bolaget och endast som VD i över 9 år. Bolaget har mer än 97% av tillgångarna i balanserade utgifter för utvecklingsarbeten under immateriella tillgångar.

## Företag 6

Verkar inom FoU av medicinska produkter och är onoterat. Intervjupersonen är CFO på bolaget och har en kandidat i Finance, har jobbat i bolaget i över 4 år och som CFO i över 9 år. Bolaget är moderbolag i en koncern och har två dotterbolag utomlands. Bolaget har mer än 12% av tillgångarna i balanserade utgifter för utvecklingsarbeten under immateriella tillgångar.

Finansiella nyckeltal	Företag 1	Företag 2	Företag 3	Företag 4	Företag 5	Företag 6
Soliditet (%)	50,2	46,8	51,4	62,86	76,4	54
Kassalikviditet (%)	203,8	41,4	90,1	661,2	7,6	157,9
Balanslikviditet	4	2,1	1,8	6,6	0,1	1,8

## 4.2 Resonemang kring kapitalstruktur och finansieringsstrategier

### *Mål med kapitalstruktur idag och framtiden*

Gemensamt för alla företag oberoende notering eller ej är att inget bolag har ett tydligt och fast mål med kapitalstrukturen, men däremot uppstår olika resonemang om hur de arbetar. Tydligast är att alla bolag förutom Företag 3 (N,P) försöker till stor omfattning undvika lån, antingen som ett aktivt val eller av risken det skapar för bolaget.

Här uppstår också en stor skillnad då FoU-bolagen har ytterligare en väg för att kunna låna, med hjälp av statliga eller överstatliga organ och institutioner. Den finansieringslösningen kan vara mycket fördelaktig sett till villkoren för amortering och ränta. Företag 2 (O,P) påpekar även om målet är att vara helt skuldfri så kan ett lån för att göra en större investering och få "snurr på verksamheten" absolut vara ett alternativ. Inget av företagen uttrycker något intresse av att justera eller titta på kapitalstrukturen mer än en gång per år. Företag 1 (O,P) nämner att om det finns en tydlig negativ trend kan det möjligen skapa incitament till att justera kapitalstrukturen under året. Det bolag som sticker ut här är Företag 3 som har ett krav från banken att inte soliditeten får gå under en specifik nivå, samt nämner att utdelning är främsta sättet att justera kapitalstrukturen. Det är styrelsen som tar det beslutet och om dess storlek, vilket får respondenten i Företag 3 att uttala att "Det är där man håller i spaken", för att styra bolagets kapitalstruktur.

När det gäller kapitalstruktur finns det ingen tydlig linje mellan noterade och onoterade bolag utan det är mellan områdena som en skillnad utkristalliserar. Bolagen inom FoU är i nuläget mycket skeptiska till någon annan väg än nyemission för att förändra kapitalstrukturen. Företag 4 (O,FoU) nämner att det inte är aktuellt med lån som innovationsbolag, "att skuldfinansiera ett innovationsbolag innan kommersiell försäljning är risky" och Företag 5 (N,FoU) poängterar att det tenderar att skrämja bort riskkapital eftersom långgivare får förtur



vid en eventuell likvidering. Bolagen inom partihandel är mer diversifierade i resonemangen om kapitalstruktur.

När fokus växlar till att handla om hur resonemanget går om kapitalstruktur i framtiden, blir det mer suddigt mellan noterade och onoterade bolag. Distinkt går det att se att de FoU som tidigare var mer skeptiska till lån nu formulerar ett intresse för att i framtiden använda lån och då främst företag 4 och 5 som ännu inte har börjat med kommersiell försäljning.

De noterade bolagen pratar båda om att möjligheterna med lånefinansiering men endast företag 5 (N,FoU) har ett resonemang om dess effekter på kapitalstrukturens och en eventuell optimering. För företag 3 (N,P) är det mer fokus på signalvärdet till marknaden. De flesta lånen bolaget har löper ut olika år och vissa lån löper på längre tid, vilket ger en stabilitet och signalerar mindre risk om företaget möter några sämre kvartal. Även företag 4 visar intresse för att optimera kapitalstrukturen i framtiden. Enligt CFO:n arbetar bolaget även med att uppfylla de krav som ställs för att uppfylla IFRS redovisningsstandard<sup>1</sup>, vilken krävs för en notering. Tidigare arbetade bolaget med K3 standard. De 3 resterande onoterade bolagen har en liknande attityd som tidigare att försöka vara självförsörjande och fortsätta undvika lån i högsta möjliga grad.

#### *Sätt och rangordning av finansieringsmöjligheter*

Sammantaget för alla bolag är att de vid frågan om att beskriva vilka möjligheter till finansiering som de själva ser i dagsläget är internt upparbetat eget kapital och nyemission något alla sex intervjupersoner nämner. Även här väljer några respondenter att inte lyfta lån initialt, men efter en följdfråga så förklarar resterande bolag att lån givetvis är en möjlighet och att resonemanget mer bygger på att bolagen inte väljer eller kan använda det i nuvarande situation. För att ytterligare få reda på bolagens resonemang diskuteras hur respondenterna skulle välja att rangordna de tre olika alternativen: internt upparbetat kapital, lån eller nyemission.

De bolag som väljer att rangordna internt upparbetat kapital som alternativ ett är alla företag som har börjat med kommersiell försäljning och tjänar pengar. Företag 4 (O,FoU) och 5 (N,FoU) har ännu inte uppnått det och därför rangordnar de nyemission först eftersom verksamheten inte genererar något kassaflöde. Båda bolagen har svårt att låna, men VD:n för företag 5 nämner efter en stund "Men lån kan definitivt inte uteslutas för det är ju inte bara banker som lånar ut pengar". Tidigare har lån från huvudägare nyttjats men det var innan noteringen och då för att skapa en större säkerhet för investeraren. Senare övergick det lånet till kvittningsemissioner i bolaget. Företag 4 och 5 säger tydligt båda två att det kommer en tidpunkt när bolagets egna kassaflöde måste täcka investeringarna. När kassaflödet börjar stabiliseras och den situationen uppstår kommer lånefinansiering att vara attraktivt för vidare expanderings. För företag 4 är då lån från statliga eller överstatliga institutioner mer intressant än från en kommersiell bank

Vid diskussioner med företag 2 (O,P) och 3 (N,P) som föredrar lån framför nyemission förklarar företag 2 att nyemission inte är aktuellt eftersom friheten som ensam ägare värderas högt. Företag 3 poängterar att det är något som undviks i hänseende av

---

<sup>1</sup> International Financial Reporting standards är ett sett av redovisningsstandarder som är satta av "the International Accounting standards board (IFRS, 2017)

signalvärdet från ett sådant beslut, med kommentaren "det är mer en, lite mer en krissignal för mig". I det korta perspektivet blir rangordningen tydlig hos alla 6 bolagen, företag 1 (O,P) och 6 (O,FoU) rankar först internt upparbetat kapital före nyemission och sist lån. Företag 2 och 3 rankar först internt upparbetat kapital före lån och sist nyemission. Eftersom företag 4 och 5 inte har någon försäljning finns inte något internt upparbetat kapital och bolagen väljer att ranka nyemission före lån.

När resonemangen bland respondenterna övergår till att se på ett längre perspektiv uppstår andra mönster. Alla företag uttrycker internt upparbetat kapital som ett självklart förstahandsval, intressant är dock att företag 4 och 5 då ser lån som ett mer attraktivt finansieringssätt. De övriga fyra bolagen förklarar att prioriteten på finansieringssätt ser likadant ut även i framtiden.

När intervjuerna går djupare in i frågor om rangordning uppkommer ytterligare resonemang. Allt tydligare blir att bolagen ser olika lösningar beroende på vad som behöver finansieras. Ju säkrare och enklare värdering av investeringen, desto öppnare för lån blir alla bolag, även om företag 1 (O,P) och 6 (O,FoU) fortfarande har en reserverad åsikt om att ta till lån. Ett mönster att framhålla är att de noterade bolagen och företag 4, vilka upplevs mest sannolika att vara nästa bolag som noteras, skiljer resonemanget till lån. De lyfter finansiella fördelar med lån, VD:n på företag 5 (N,FoU) säger "Kan man låna pengar till låg ränta och göra en investering och sedan förvalta sitt eget kap på ett bättre sätt, då kommer man att göra det". CFO:n Företag 4 (O,FoU) säger "Då befinner vi oss i ett läge där vi har kassaflöde, vi har en etablerad 'price point'<sup>2</sup> på våra produkter, så att vi kan räkna med mer säkert på vad en försäljning ger i omsättning och resultat. Då kommer lånefinansiering bli mycket intressant." Företag 3 (N,P) uttrycker att de "alltid ligger och lånar pengar" för att parera svängningar och inte för att lägga i kassan.

Vid övergång från rangordning av olika kapitalformer så kommer diskussionen om bolagen ser olika på finansieringssätt beroende på vad det är för investering. Alla bolag är ense om att kassan långsiktigt ska täcka den löpande verksamheten. Skillnaden kopplad till den här frågan är att alla partihandelsbolag använder en checkkredit för att täcka upp i tuffare tider, vilket FoU-bolagen inte gör utan de blir tvungna att se till att kassan kapitaliseras av egen kraft, främst för företag 4 (O,FoU) och företag 5 (N,FoU). Vid investeringar i fastigheter och inventarier så nämner alla bolag att lån är den strategi som kommer att dominera. Intressant är att företag 3 (N,P) ser checkkredit som en möjlig väg till finansiering av inventarier men även mindre förvärv. Bolaget jobbar med checkkrediten och en kreditram till den, vilken ger ett visst utrymme och följdfrågan blir om banken kräver eventuell säkerhet eftersom det är betydande belopp. Respondenten hos företag 3 svarar följande: "Det vanligaste när det är börsbolag är att de inte tar säkerhet. Utan normalt skulle jag säga att det är blacolån, det vill säga ingen säkerhet."

När intervjuerna fortsätter och berör eventuella förvärv så är det tre av bolagen som diskuterar hur finansiering för förvärv kan realiseras. Företag 3 som tidigare sett checkkredit som möjlig vid mindre förvärv pekar nu ut lån för större förvärv. De andra två

---

<sup>2</sup> Ett föreslaget försäljningspris som är satt för att kunna konkurrera med andra produkter (Business dictionary, 2017)

bolagen företag 1 (O,P) och företag 4 (O,FoU) förespråkar båda att använda egna aktier till största möjliga del vid ett förvärv. Båda bolagen pratar om en förmånlig värdering i förhållande till balansomslutningen, företag 1 säger "det har vi även sett när vi har haft företag som varit intresserade, att de har räknat ut med multiplarna till betydligt högre än branschstandard". Även företag 4 nämner en sådan fördel "ska det köpas nu så blir det tio gånger kassan ungefär".

#### *Ta upp kapital från externa finansiärer och bolagens relation med banken*

I diskussionen kring att ta in externa finansiärer ges inte något entydigt svar inom område eller notering. Två av de onoterade bolagen ställer sig snabbt positiva till att använda externa finansiärer och företag 2 (O,P) ser möjligheten till utveckling med rätt finansiär från utlandet, vilket kan öppna nya marknader och synergieffekter uppstår. Då kan VD:n tänka sig att även sälja mer än 50% av innehavet. Företag 4 (O,FoU) är mycket positiva till det då tidigare erbjudanden har lockat starka investerare, vilket skapar muskler för framtiden. Enda nackdelen som CFO:n tar upp är att det är en kostsam process i tid och pengar eftersom bolaget ansvarar för hela processen själva. Vid två tidigare tillfällen har bolaget sökt hjälp av investmentbanker, vilka misslyckade uppnå uppsatta mål. Att bankerna inte presterade tror CFO:n beror på företagets verksamhet, "där det är 'bread and butter' verksamheten, ja då är investmentbankerna hur bra som helst, men det här är en helt ny innovation, det är en helt ny industri".

Företag 1 (O,P) argumenterar efter lite fundering att det skulle kunna vara aktuellt med riskkapital om investerarna har samma vision och inte kräver en majoritet av aktierna. Det krävs också en gemensam plan för hur en eventuell framtida försäljning av innehavet ska se ut. Företag 6 (O,FoU) är i en process där en storägare vill göra en "exit" och därför är det inte aktuellt den närmsta tiden, likväl så kommer det antagligen hända i framtiden. Då bolaget har ett antal mindre passiva aktieägare och vill kontrollera hela innehavet av aktier, så är en nyemission intressant. För att efter nyemissionen kunna göra tvångsinlösen från de små ägarna och kontrollera hela bolaget ifall erbjudanden om uppköp kommer.

De två noterade bolagen har helt olika syn, företag 3 (N,P) menar att ta upp nytt kapital är kopplat till någon stor förändring inom bolaget och då främst är en negativ signal mot börsen. Företag 5 anser att det fortfarande är det mest tänkbara sättet att kunna finansiera bolaget och anledning till notering var att den privata marknaden inte kunde förse bolaget med kapital i tillräcklig hastighet. Svårigheten är att ha rätt "tajming" enligt VD:n för att ta upp kapital tar tid och verksamheten förbrukar kapital hela tiden. VD:n uttrycker den risken med orden, "blir du för desperat när du plockar in privata investerare då nosar de till sig det som blodhundar" och bolaget tvingas kompensera genom att ge bort mer aktier för det efterfrågade beloppet. Tack vare notering, vilket även var orsaken så når bolaget nu ut till "allmänheten", vilket utvidgar möjligheterna att nå kapital i tillräcklig hastighet.

Alla företag utom företag 6 (O,FoU) pratar om vikten att kunna konkurrensutsätta och byta bank för att få kostnadsfördelar. CFO:n på företag 6 uttrycker snarare att alla banker är mer eller mindre lika när det kommer till förhandlingar om villkor och då är vinsten med arbetet

inte tillräcklig för att vara intressant. Företag 4 (O,FoU) och Företag 5 (N,FoU) vilka ännu inte bedriver någon kommersiell försäljning uppvisar inte samma behov i kontakten med banken och dess tjänster som resterande bolag, däremot understryks vikten av att fortlöpande informera. Det ska gå snabbt när det väl blir aktuellt att låna av banken. Partihandelsbolagen utnyttjar banken främst för "cash management" och parera för cyklerna i försäljningen och inköpen. Till sist så är det tänkvärt att förutom företag 6, framhåller vikten av att bearbeta bankerna, vilket resulterar i bra avtal. CFO:n på Företag 1 (O,P) menar att de jobbar med "hängslen och livrem" och har god framförhållning vilket resulterar i förmånliga villkor.

#### *Fördel och nackdelar med finansiering via lån*

Bolagen gör klart att ingen ser något positivt i att endast ta upp lån för att nyttja effekten av en skattesköld. Flertalet respondenter har inte funderat över skattesköldseffekten och treasurer:n på företag 3 menar att det hade resulterat i för dålig avkastning till aktieägarna. Om det finns investeringsmöjligheter så blir situationen annorlunda anser företag 2 (O,P) ,3 (N,P) och 4 (O,FoU). De resterande bolagen avfärdar inte möjligheten i en sådan situation men vill hellre använda annan finansiering. En skillnad mellan bolagen är att företag 3 och 4 nämner att det finns olika positiva signalvärden som de ser med lån. Företag 3 ser signalvärde i att ha ett lånelöfte vilket demonstrera stabilitet och tillväxtkapacitet, men även att det är en signal med olika förfall på lånen. Det reducerar "refinansieringsrisken" enligt treasurer:n.

Företag 4 (O,FoU) som för närvarande endast har lån från statliga myndigheter menar att en återbetalning av lånet i förtid och det signalvärdet mot institutionerna skapar utrymme för att få större lån i framtiden. Den fördelen som FoU-bolagen har med att kunna söka statlig och överstatlig finansiering är enligt företag 4 och 6 (O,FoU) mycket värdefullt. Det kräver lite mer planering och framförhållning men är inget de ser som ett bekymmer. Företag 6 väljer även att köpa in den tjänsten via konsulter när bolaget söker statliga medel. Sista FoU-bolaget, företag 5 (N,FoU), avvisar däremot helt den statliga lånefinansieringen efter att de första åren spenderat enormt mycket tid på ansökningar utan något resultat. VD:n säger att "det är oerhört långsamma och byråkratiska processer" och kan ta upp till två år för att få kapital. Den här typen av bolag har inte den tiden enligt VD:n, men han framhåller även att kraven för finansiering hämmar flexibiliteten eftersom affärsplanen och strategin inte kan utvecklas helt fritt. Avslutningsvis menar VD:n att många bolag blir, och även han blev i början, "förblindad av att det är billiga pengar" och att ett bolag inte bör bli för giriga utan istället släppa in riskkapital. Det är effektivare och "till syvende och sist" handlar entreprenörskap om att lyckas gå från tanke till kommersiell produkt, inte äga hela bolaget och tvingas gå på halvfart.

### **4.3 Mönster mellan materiella och immateriella tillgångar**

#### *Kommunikation till marknaden och värdet av information*

En viktig aspekt vad det gäller information är att de noterade bolagen har krav från respektive handelsplats regelverk, så det gäller att vara transparent och att rapporterna är rättvisande, säger företag 3 (N,P). Skyldigheten att redovisa allt som kan vara kurspåverkande är en omställning enligt VD:n på företag 5 (N,FoU), regelverket gör att bolaget oftast släpper pressreleaser varje månad för att uppfylla kraven. Enligt VD:n

berättades nästan ingenting innan noteringen och det hade troligen fortsatt så om bolaget fortfarande var onoterat, för att undvika att konkurrenter kan dra fördelar. Det "priset" anses acceptabelt eftersom företaget nu har fått en helt annan förmåga att ta in kapital, vilket är "fundamentalt för den här typen av bolag". VD:n berättar att därför är informationsspridningen ett nödvändigt ont.

De fyra onoterade bolagen ser alla positiva sidor med att vara mer restriktiva med när och vad för information som presenteras. Båda partihandelsbolagen företag 1 (O,P) och 2 (O,P) jobbar med egna varumärken där det finns ett intresse av att skydda från kopiering. Företag 1 gör omvärldsanalyser på olika sätt för att värdera om var produkten ska lanseras och om ett patent ska sökas. CFO:n anser att de reglerna för rättigheter endast fungerar och respekteras i utvecklade länder och här kan bolaget "slå på stora trumman" när en ny produkt är helt färdigutvecklad. Annars gäller det att vara återhållsam med informationen för att behålla försprånget mot konkurrenterna. Vid tidpunkten när bolaget väljer att lansera en produkt är det viktigt att det går snabbt och att ett bra kassaflöde genereras innan produkterna blir kopierade. VD:n för företag 2 poängterar främst att snabbheten är det viktiga, "För kunde man ha en ny produkt i tre år, nu är det i bästa fall ett halvår innan någon annan snappar upp den". Båda bolagen har goda kontakter och jobbar med hög integritet mot tillverkare utan mellanhänder i Asien för att säkerställa kvalitet.

Båda onoterade FoU-bolagen har ett flertal ägare och kommunicerar därför viss finansiell information kvartalsvis som efterfrågas, fokus ligger på kassan samt vilken burn rate<sup>3</sup> bolaget har. CFO:n för företag 6 (O,FoU) berättar att bolaget utvecklar nya produkter och då jobbar med "non-disclosure agreements"<sup>4</sup> mot forskare och kunder. CFO:n på företag 4 (O,FoU) berättar om att det är en balansgång kring hur mycket information som ska ges till investerarna för att de ska känna förtroende. Samtidigt som bolaget vill hålla på information vilken skulle kunna användas i en förhandling mot bolaget av potentiella kunder, "det värsta man kan göra liksom om man blottar hela sin kostnadsstruktur". Därmed har bolaget en låg transparens menar CFO:n men att det även ligger i ägarnas egna intresse.

Företag 4 framhåller att de har varit lyckosamma med ansökningarna om statlig finansiering. CFO:n säger att precis som alla andra innovationsbolag vill bolaget inte öppna böckerna för alla eventuella investerare. Med ansökningarna så har experter för statliga institutioner från både Sverige och EU granskat projekten och teknologin, vilka har godkänts då de investerat i bolaget. Det blir som CFO:n uttrycker en "seal of approval"<sup>5</sup> när bolaget får in statligt kapital, vilken inger förtroende för att det privata kapitalet ska våga investera i ett FoU-bolag.

#### *Säkerhet vid lån och svårigheten att värdera tillgångar*

Gemensamt för alla bolag är att bankerna inte värderar de mer specifika tillgångarna som är kopplade till respektive bolags verksamhet, omsättning eller immateriella tillgångar. Det är endast fastigheter och företagsinteckningar som har accepterats som säkerhet. Enligt

---

<sup>3</sup> Hastigheten som ett projekt eller bolag med ett negativt kassaflöde förbrukar den tillgängliga kassan. Det är en estimering av tiden till behovet av tillskott i kassan eller finansiella svårigheter är troligt att uppstå (Moles och Terry, 1997).

<sup>4</sup> Ett kontrakt om sekretess som gör det legalt bindande att inte delge specifik information (Rocket lawyer, 2017)

<sup>5</sup> Ett uttal eller godkännande av vad en person i viktig position tycker (Cambridge dictionary, 2017)

partihandelsbolagen är banken inte intresserad av att ta säkerhet i ett varulager. Rörande bolagen med immateriella tillgångar så säger VD:n på företag 5 (N,FoU) att banken aldrig kommer se det som kreditvärdigt, utan det placeras i kategorin "alldeles för stora risker". Däremot är både företag 4 (O,FoU) och 5 överens att marknaden och riskkapital kan värdera tillgången även om den är immateriell. CFO:n på företag 4 ser ingen svårighet att värdesätta en sådan tillgång som säkerhet "givet att du kan förklara nyttan med din innovation". Ett bevis på detta är att företaget på egen hand vid två tillfällen totalt reste mer än utställt beloppet från investmentbankerna, vilka reste 0 kronor. Vid ena tillfället 50 % mer än föresatt och mer en tredjedel på 14% högre värdering än investmentbankerna. CFO:n säger att framtida investeringar i fabriker kommer lånefinansieras med säkerhet i fastighet, inventarier och företagsinteckningar. Företag 6 (O,FoU) har också den svårigheten då bolaget inte äger några tillgångar banken vill ha som säkerhet. Tidigare fanns ett borgensåtagande från ägarna för att få en kredit och idag används en företagsinteckning i kundfordringar för att kunna köpa valutasäkringar. Även företag 1 (O,P) använder företagsinteckning för att valutasäkra inköp och försäljning utomlands.

Fördelen som FoU-bolagen har av att även kunna söka lån via statliga och överstatliga institutioner är uppenbar då de inte krävs på en säkerhet. Företag 4 har ett villkorlån vilket innebär att det är ränte- och amorteringsfritt tills bolaget uppnår kommersiell försäljning. CFO:n på företag 6 berättar att bolaget tidigare hade ett lån till ett projekt som aldrig kommersialiserades, men då alla andra åtaganden för plan genomfördes utgick återbetalningen. Det som finns nu är ett bidrag och så länge tidsplanen och rapporteringen för projektet efterlevs är risken för återbetalning minimal.

#### *Vid svårigheter att finansiera investeringar*

Partihandelsbolagen har inte upplevt några problem med att finansiera olika investeringar, de tre bolagen har ännu inte hamnat i en situation där bolagen inte kan investera i det som planerats. En orsak till det är partihandelsbolagens aktiva arbete med finansieringen, främst med hjälp av checkkrediter vilket alla bolag har. Företag 1 (O,P) och 3 (N,P) använder den kontinuerligt för att parera cyklerna i verksamheten. Företag 2 (O,P) har tidigare arbetat på samma sätt men har prioriterat att betala av lån på fastigheterna så att de kan utnyttjas när det behövs kapital. Checkkrediten finns kvar om bolaget vill göra något riktigt stort men VD:n säger att bolaget har jobbat upp tillräckligt mycket kapital för att klar det mesta.

Flyttas fokus till FoU-bolagen blir det tydligt mer utpräglat att det finns fler svårigheter att finansiera investeringar. Bolagen vill undvika lån, företag 4 (O,FoU) och 5 (N,FoU), eller har svårt att erhålla lån, företag 6 (O,FoU) då banken kräver säkerheter som bolaget inte kan uppfylla. Företag 4 har alltid klarat att finansiera bolaget eftersom de har valt att ta upp rejält med kapital varje gång för att undvika och hamna i svårigheter. CFO:n nämner även vikten att vid sådana händelser kunna presentera att bolaget uppfyllt det som tidigare utlovats. Svårigheten att finansiera verksamheten i tillräcklig hastighet var en av de viktigare orsakerna till företag 5:s notering. Trots att företag 6 har ett relativt stabilt kassaflöde på årsbasis blir det från och till svårt att göra de investeringarna bolaget vill. Investeringar är i första hand att utöka personalstyrkan men då majoriteten av orderingången ligger i kvartal 4 har bolaget varit tvunget att stundtals pausa investeringar när kassan varit låg.

### *Obligationer*

Obligationer är för flertalet respondenter ett finansieringssätt som aldrig diskuterats, företag 1 (O,P) och 2 (O,P) visar inget intresse att använda det i framtiden. VD:n på företag 5 (N,FoU) säger att kunskaper för närvarande inte tillåter någon djupare diskussion, men att det absolut är ett alternativ i framtiden då det kan vara billigare än att emittera kapital.

CFO:n på Företag 6 (O,FoU) är inte helt främmande då det presenterats tidigare till bolaget. Det är ett intressant alternativ tycker CFO:n, men påpekar att det blir mycket administrativt jobb då VD:n endast har mandat för "löpande räkning". Treasurer:n på företag 3 (N,P) nämner själv obligationer tidigt i intervjun som ett sätt till finansiering. Bolaget har utvärderat det och möjligheten finns men har ännu inte genomförts. Företag 4 (O,FoU) förefaller mest positiva till att utfärda obligationer i ett längre perspektiv. CFO:n lyfter att bolaget måste ha ett bra kassaflöde, kunna använda något som säkerhet som en fastighet och att det finns kapitalstarka ägare. Poängen i resonemanget från CFO:n är "Det många missar när man säger lånefinansiering och obligationer, att hamnar man i finansiella trångmål så är det ju inte längre aktieägarna som äger bolaget. Då är det borgenärerna och det är väldigt viktigt att ha i åtanke."

## **4.4 Beslut kring kassa och justering av kapital**

### *Ägarstrukturens påverkan på val av finansiering*

Ägarstrukturen påverkar givetvis bolagen då noterade bolag har betydligt högre krav på rapportering och transparens mot marknaden. Endast företag 1 (O,P) och 2 (O,P) uttrycker att de ser ett värde i att inte vara noterad. VD:n på företag 2 tycker det är en styrka att kunna göra investeringar som påverkar resultatet utan att ta börsmarknaden i beaktning och säger att det som noterat bolag kan bli mycket "spel för gallerierna". Varken företag 1 eller 2 har någon utdelningspolicy vilket de tycker ger spelrum och tryggare tillväxtpotentialer.

Företag 3 (N,P), 4 (O,FoU) och 6 (O,FoU) säger att de skulle verkat på samma sätt oavsett ägarstruktur, men det finns andra faktorer inom finansieringen som skulle varit annorlunda. Företag 3 menar att största skillnaden är att behöva tänka på vad för signaler som skickas ut till marknaden. Företag 3:s treasurer tar upp utdelningen som ett exempel. Om utdelningen minskas skickar det signaler till marknaden och förklaringen till förändringen måste presenteras för att lugna marknaden och investerare. CFO:n på företag 4 (O,FoU) framhåller att hade bolaget varit noterat hade andel institutionellt kapital från olika fonder troligen varit mycket större. Det ägandet är ofta viktigt att visa långivare av framtida lån och därmed signalera att här finns ägare som vill försvara bolaget om något skulle hända. Företag 6 tror styrning hade varit samma bortsett från mer krav på rapportering. Vad det gäller finansiering hade störst skillnaden varit förändring med arbetet av kassan, nu får pengarna får inte ta slut enligt ägarna då de inte vill tillskjuta mer kapital, berättar CFO:n.

Företag 5 (N,FoU), som tidigare varit onoterad, känner en trygghet i att vara noterat då det är mindre risk att hamna i en desperat situation för pengar. VD:n ser det som säkrare och snabbare att plocka in kapital jämfört mot när bolaget var onoterat. Det gör det också lättare att justera kassan.

### *Mål och arbete med likviditeten*

Samtliga FoU-bolagen har mål kring hur länge verksamhet ska kunna leva på kassan utan ytterligare intäkter. Här tar både företag 4 och 5 upp uttrycket "Burn rate". Resonemanget om likviditeten varierar mellan FoU-bolagen, Företag 6 (O) bedriver redan kommersiell försäljning och har en målsättning att kassan ska täcka 3 månaders utgifter. Bolagen som ännu inte bedriver någon kommersiell försäljning har båda ett högre mål, Företag 4 (O) har som mål att kassan ska räcka lång tid och nu täcker bolaget i två år. Den tid kassan skapar är värdefull om något skulle ta längre än beräknat eller om det uppstår en ny finanskris som skulle innebära svårigheter att hitta nytt kapital. Företag 5 (N) målsättning är att kassan ska täcka 6 månaders verksamhet.

Vid fortsatt diskussion kring säkerheten i kassaflödet berättar CFO:n för företag 6 (O, FoU) att styrelsen även satt en summa bolagets kassa aldrig får gå under. Inträffar det ska bolaget enligt CFO:n dra i "handbromsen". Bolaget ska då minska utgifterna genom att minska på marknadsföring, resor och dylika kostnader som inte är vitala för att verksamheten ska fortgå som vanligt. Det har inträffat en gång men beslutet var ändå att skjuta på neddragningarna då "det var grejer på gång" säger CFO:n. En anledning till att bolaget inte alltid håller hårt på policyn tror CFO:n beror på att majoriteten av beställningarna är på så stora summor och att sådana affärer tar tid.

Samtliga partihandelsbolag har en checkkredit för att kunna stabilisera kassaflödet. Dock använder företag 2 (O,P) checkkrediten endast när det verkligen behövs, kassan täcker större delen av den löpande verksamheten. Företag 1 (O,P) tar även upp fördelen att också använda remburs<sup>6</sup> för att få ett bättre kassaflöde vid handel, med framförallt Kina. Likaså använder Företag 3 (N,P) och 6 (O,FoU) remburs mot vissa länder. Det är en säkerhet för både leverantör och kund, anser CFO:n på företag 6, men det är svårt för mindre kreditvärdiga kunder att erhålla utrymme för remburs hos banken. VD:n på företag 5 (N, FoU) anser att remburs är ett "ruggigt bra instrument" för att göra det attraktivt mot kunderna och ändå hålla "kassan bärkraftig i vår verksamhet", vilket är viktigt under en uppbyggnadsfas. Med det instrumentet anser VD:n att bolaget kan expandera på fler marknader eftersom krediten kan löpa över flera år mot kund och kostnaden är relativt liten sett till avkastningen. CFO:n företag 4 (O,FoU) lyfter ett annat alternativ till remburs och det är att använda finansiering från Exportkreditnämnden för att få ett kassaflöde idag även om betalningen ligger flera månader fram i tiden. Därför jobbar bolaget hårt med att bygga relationer med den sortens institutioner, "för att kratta till en framtida expansion" förklarar CFO:n.

Den sista delen av arbete med likviditeten är arbetet med kundfordringar och leverantörsskulder. Vilken av de två som prioriteras varierar från bolag till bolag, men en tydlig skillnad är inom FoU-bolagen. Främst företag 4 jobbar aktivt mot leverantörerna, "köp

---

<sup>6</sup> Remburs är en vanlig betalningsform vid internationell handel. Behovet av en remburs uppstår för den högre risk som informationsasymmetrin och dess problem vid handel över landsgränser (Alizada, 2017). Petersen och Rajan (1997) lyfter tre förklaringar om varför handelskrediter som remburs existerar. Kostnadsfördelar av minskad administration, möjligheten att anpassa villkoren till den specifika kunden och minska transaktionskostnader genom att separera betalning och leverans. Rembursen minskar risken för exportören men garanterar inte helt risken för utebliven leverans till importören (Alizada, 2017). Åtagandet att genomföra betalningen övergår till importörens bank som betalar exportören eller exportörens bank då villkoren i rembursen är uppfyllda.



aldrig något till listpris allt ska prutas”. Företag 5 (N) och 6 (O) gör inte det då båda är beroende av respektives underleverantörer. VD:n på företag 5 berättar “leverantörerna vi har är underleverantörer till vår produkt så vi tvingas hela tiden motivera till varför vi ska vara intressanta utgående från framtida drömmar om försäljningsvolym”.

#### *Planering av investeringar och framtida prognoser*

Alla företagen har en plan kring hur investeringar ska finansieras och vad som behöver planeras innan, oavsett om det gäller den löpande eller framtida verksamheten. Som nämnts tidigare har alla partihandelsbolag en checkkredit och företag 1 (O,P) och 3 (N,P) använder det för att finansiera den dagliga verksamheten och löpande investeringarna. För företag 1 löser checkkrediten de investeringarna som ska göras medan företag 3 har större investeringar där lån behöver tas upp. Att ta upp ett lån som ligger inom lånelöftet kräver ingen ytterligare planering för företag 3. Planeringstiden påverkas av hur högt upp i attestordningen som investeringen behöver godkännas. Företag 2 (O,P) använder kassaflödet och har checkkrediten för större investeringar av ett nytt sortiment.

De onoterade FoU-bolagen har båda en långsiktig plan för investeringar, företag 4 (O) och företag 6 (O) planerar båda för ett år framåt i tiden. Tilläggas bör att kassan hos företag 4 (O) täcker alla investeringar förutom i en ny fabrik men CFO:n säger också att det måste finnas utrymme för avsteg från planen. Vid en större investering, som i en ny fabrik, krävs också planering för uppläggning av ett lån. Då är det en fördel att ha starka ägare i ryggen, tycker CFO:n.

Vid diskussioner om framtiden och påverkan av högre räntekostnader pratar de tre partihandelsbolagen om att de alla ser en höjning som sannolik. Bolagen känner trygghet i att framtida kassaflöden kommer klara de ökande kostnaderna. VD:n för företag 2 (O,P) ser också varulagret som en buffert om det skulle gå sämre för företaget. Om räntorna skjuter i taket kan sortimentet minskas för att få loss kapital till amorteringar och räntor. Treasurer:n på företag 3 förmodar att lånen kommer att öka i takt med nya förvärv men att verksamheten kommer generera tillräckligt med kassa för amortering och eventuella räntehöjningar. Företag 4 har ett mycket fördelaktigt lån idag men det kan uppstå anledningar till att betala av det i förtid enligt CFO:n.

## **5. Analys**

*Analysen är strukturerad för att följa forskningsfrågor i tur och ordning. Inom varje forskningsfråga följer strukturen att områdena analyseras först var för sig och enligt hur intervjufrågorna är strukturerade i appendix. Några intervjufrågor täcker mer än en forskningsfråga och används där dess betydelse är av värde. Avslutningsvis ligger en sammanfattning av analysen till respektive forskningsfrågan.*

## 5.1 Resonemang kring kapitalstruktur och finansieringsstrategier

### 5.1.1 Partihandelsbolagen

De företag som tydligast går att koppla till Myers (1984) klassiska teorier, "The pecking order theory" och "The trade off theory", är företag 2 (O) och företag 3 (N). Båda företagen föredrar eget kapital, sedan lån och sist nyemission. Detta följer "The Pecking Order Theory" och företag 3 väljer att justera kapitalstrukturen med hjälp av utdelningarna, vilken också är helt i linje med Myers (1984). Företag 2 justerar inte kapitalstrukturen med utdelningarna och kan därmed förändra den snabbare än företag 3 (Myers, 1984). Möjligheten för att anpassa kapitalstruktur och kassa efter investeringsmöjligheter är därav en av fördelarna med att vara onoterad.

Företag 1 (O) följer inte tydligt någon av teorierna i det avseende att företaget hellre plockar in kapital från nuvarande ägaren än att ta upp lån. Det är tydligt att företag 1 jobbar mycket med säkerheten kring det egna kassaflödet och inte aktivt tar upp lån för att hålla bolaget stabilt. Företag 1 rangordnar dock checkräkningskrediten före ett nytt tillskott av kapital, vilken i viss mån går i linje med "The Pecking Order Theory". Det är för kortsiktiga förändringar som krediten tas upp och bolaget jobbar mycket med "hängslen och livrem" som CFO:n sa.

### 5.1.2 Forskning och utvecklingsbolagen

Vid analys av FoU-bolagen märks tydligt att de har en mycket högre tröskel för att få låna. Bankerna ser bolagen och dess tillgångar som osäkra och utfärdar därför inte lån. Framför allt är det tydligt i företag 6 (O) där banken vill ha ägarna som borgenärer, trots att de har ett kassaflöde. Bolagen som inte har något kassaflöde ännu har givetvis svårt att följa "The Pecking Order Theory", utan driver verksamheten på eget kapital. För framtiden är målet att internt upparbetat kapital ska finansiera verksamheten. Argumentet företag 4 (O) presenterar är att de anser det som riskabelt för innovationsbolag att ta upp lån. Företag 5 (N) är inne på en liknande linje och säger att lån tenderar att skrämja bort investerare. Det tyder på att låna skulle innebära ett sämre utgångsläge för företagen ur finansieringssynpunkt oavsett om det vore bättre ur ett rent teoretiskt perspektiv.

När framtidsplaner diskuteras med företag 4 (O) och 5 (N) som inte har någon kommersiell försäljning, pratas det om att låna för att göra större investeringar; i en fabrik för företag 4. I det perspektivet stämmer bolagens resonemang bättre överens med "The pecking order theory" men företag 4 tar även upp att företagsförvärv hellre görs med hjälp av egna medel. Det tyder på att framtida kapitalstrukturen influeras av "The trade off theory" då en mindre säker investering, som förvärv av bolag, tas upp med egna medel medan till säkrare investeringar, såsom fabrik, används lån.

### 5.1.3 Sammanfattning noterade mot onoterade

De noterade bolagen, företag 3 (P) och 5 (FoU), är de som går bäst i linje med "The trade-off theory". Även om företag 3 pratar mer om signaler till börsmarknaden och hur det påverkar

aktievärdet, tyder intervjupersonen för företag 3:s mer accepterande inställning till att använda lån som finansiering att företaget jobbar mot en "optimerad" kapitalstruktur. Likaså pratar företag 5 om att i framtiden, då det finns en kommersiell försäljning och ett säkrare kassaflöde, optimera kapitalstrukturen vilket är poängen med "The trade-off theory".

Vid en återblick på analysen av de noterade bolagen verkar företag 3 (P) vara det företag som tydligast följer "The pecking order theory" och bolagets nuvarande kapitalstruktur och strategi ligger mest i linje med "The trade-off theory". Sedan är det företag 5 (FoU) som tydligt visar intresse för att optimera kapitalstrukturen i framtiden. Det styrker vad Brav (2009) och McCumber (2015) säger om att forskningen kring kapitalstruktur är baserad på noterade bolag och att det inte säger mycket om hur de onoterade bolagen väljer att agera.

## 5.2 Mönster mellan materiella och immateriella tillgångar

### 5.2.1 Partihandelsbolagen

De två onoterade partihandelsbolagen värderar högt möjligheten att hålla information från marknaden och försöker använda den fördelen till att skapa värde i bolaget. Företag 3 (N) ser inga tydliga nackdelar mer än noggrannare krav på redovisningen. Sedan ger företag 3 ut kvartalsrapporter medan företag 1 och 2 endast ger ut årsredovisning. Det i samband med att inte ha lika höga krav på redovisningen ökar på informationsasymmetrin i de onoterade bolagen.

Sett till informationsasymmetrin och kostnadsfördelar ska det noterade bolaget ha en högre hävstång. Från nyckeltalen och soliditeten går det utläsa en liten skillnad mellan bolagen ifall de är noterade eller inte, företag 1 (O) 50,2%, företag 2 (O) 46,8% och företag 3 (N) 51,4%. Vilket då faller väl i Bravs (2009) teori om onoterade bolag har högre hävstång.

En nackdel med måttet soliditet kan vara att det inte tar hänsyn till vad för tillgångar ett bolag innehar och hur lätt de kan omvandlas till likvida medel, vid en eventuell problematik där kassan behöver ökas snabbt, exempelvis vid risk för konkurs. Partihandelsbolagen har naturligt en stor del av tillgångarna i varulager, vilket är en likvid tillgång som lätt kan omsättas och bli eget kapital (Opler m.fl, 1999). Lagret ses uttryckligen som en buffert för företag 2. Partihandelsbolagens tillgångar bör ha lägre informationsasymmetri än FoU-bolagens tillgångar eftersom de anses vara mer likvida och lättare för marknaden att förstå (Myers, 1984).

Banken uppfattar inget värde i partihandelns varulager och accepterar därför inte den tillgången som säkerhet för ett lån. Bolagen använder istället fastigheter och företagsinteckningar som säkerheter vid lån eller checkkrediter. De två onoterade bolagen Företag 1 (P) och 2 (P) vill undvika lån. Värderingen på säkerheterna till nuvarande lån bedöms som rimliga av bolagen. Företag 3 (N) säger att banken inte kräver någon säkerhet utan accepterar att emittera ett blanco lån till bolaget, vilket enligt respondenten är normalt för börsbolag. Inget av bolagen säger att de upplevt problem med att finansiera olika investeringar, utan checkkrediten och de likvida tillgångarna har täckt finansieringsbehoven.

Obligationer är inget respondenterna övervägt och är inte aktuellt för varken företag 1 (O) eller 2 (O). Företag 3 pekar däremot ut det som ett alternativ. En orsak till det kan vara skillnaderna i utbildning, endast treasurer:n har en ekonomisk högskoleutbildning. Sett till analysen om soliditet tidigare stämmer det inte överens med att bolag som har tillgång till både lån och obligationer som alternativen har en högre hävstång (Faulkender och Petersen, 2005). Det är svårt att svara på varför utfallet säger emot teorin men utan kunskap om obligationer kan det vara svårt att använda som finansieringskälla, en annan orsak kan vara att det är dyrt att ställa ut en obligation. Då alternativ försvinner vid upptagande av kapital kan det leda till större svårigheter för finansiering, vilket skulle kunna vara en anledning till de onoterade bolagens högre soliditet. Det faller i linje med både Oplers m.fl (1999) och Bravs (2009) teorier som menar att svårigheter gör det dyrare att gå till kapitalmarknaden ofta och därav håller bolagen en lägre skuldsättningsgrad.

### *5.2.2 Forskning och utvecklingsbolagen*

Från Myers (1984), samt Opler m.fl (1999) är FoU-bolagen extra intressanta när det gäller informationsasymmetri eftersom de alla har mycket immateriella tillgångar. Dessa är naturligt svårare för marknaden att värdera och har mindre transparens. Företag 5 (N) säger att utan börsnotering så hade bolaget, precis som företag 4 (O) och 6 (O), varit restriktiva med information mot marknaden för att inte ge konkurrenter fördelar. Företag 4 diskuterar också att det ligger i ägarnas intresse att ha en låg transparens mot alla parter, inklusive ägarna, för att behålla fördelar i förhandlingar med kunder och leverantörer. En del i företag 4:s valmöjlighet att inte släppa information kan kopplas till det statliga kapitalet som tilldelats och som CFO:n uttrycker är ett "seal of approval" och skapar förtroende hos marknaden. Innovationsbolag behöver då inte "öppna böckerna" som CFO:n på företag 4 uttrycker. Det kan vara ett sätt för bolag med hög informationsasymmetri att skapa legitimitet.

En ytterligare intressant detalj hos företag 4 är valet av ny standard för redovisningen från K3 till IFRS. Med IFRS som standard kommer bolaget som Horton m.fl (2012) förklarar öka transparensen och förenkla jämförelser mellan bolag för investerarna. Företag 4 visar att med rätt verktyg samt kombinationer av statligt och privat kapital, kan det för ett onoterat bolag vara mer attraktivt att ta upp kapital i förhållande till att låna. Det är mycket intressant då det talar emot Bravs (2009) teori om "The level effect", eftersom bolaget både är privat och har en mycket högre informationsasymmetri än partihandelsbolagen. En djupare analys tas upp i *Beslut kring kassa och justering av kapital*.

FoU-bolagen är naturligt mindre transparenta och har mer informationsasymmetri i verksamheten och produkterna. Företag 6 (O) har ett kassaflöde och företag 4 (O) och 5 (N), menar att det ändå inte är aktuellt med lån för att fortsatt kunna attrahera riskkapitalister, vilka kan välja att ta högre risk än banken. Det är svårare att dra några slutsatser med hjälp av soliditeten mellan FoU-bolagen, emellertid så går det se att alla FoU-bolag har högre soliditet än partihandelsbolagen. Det stödjer Myers (1984) teori om att bolag med materiella tillgångar, som partihandel, kommer ha en högre hävstång än bolag med immateriella tillgångar, som FoU.

Eftersom FoU-bolagen har både svårare att få lån och vill undvika det, blir det färre möjligheter att finansiera verksamheten. Företag 6 (O), som uppnått kommersiell försäljning,

försöker täcka investeringarna med det kassaflöde verksamheten genererar. Företag 4 (O) och 5 (N) har valt två olika vägar för att kunna finansiera bolaget. Oavsett vilken väg bolaget väljer trycker både företag 4 och 5 på att tajming är vitalt när kapital hämtas in från marknaden, precis som Myers och Majluf (1984) och Opler m.fl (1999) påpekar.

Företag 5 (N) har gått in på börsen för att kunna söka mer kapital snabbare, något företag 4 klarar ändå. Här blir det intressant att undersöka då bolagen jobbar inom samma område, hur de hanterar informationsasymmetrin vid behov av nytt kapital. Företag 4 fokuserar på att kunna "förklara vikten av din innovation" och är ett bevis på att det gör skillnad. Bolaget har på egen hand lyckats ta upp det kapital som två investmentbanker misslyckades med och vid ena tillfället med mer än utställt belopp till en högre värdering. Efter att företag 5 noterades har det blivit lättare för bolaget att ta upp kapital i tillräcklig utsträckning. Sett till bolagens kassalikviditet, företag 4 661,2% och företag 5 7,6% finns en tydlig koppling till Oplers m.fl (1999) "Precautionary motive". Företaget ser alltså att utgivandet på information och därmed den lägre informationsasymmetrin som en möjlighet att ta upp kapital och siffrorna stämmer överens med att de har ett mindre behov att hålla kassa. Företag 4 och 5 jobbar alltså på olika sätt vilket skapar flera vägar för att kringgå problemet med hög informationsasymmetri. Det är något som teorierna inte lyckats förklara och framförallt har inte de onoterade bolagens beteende förklarats.

Informationsasymmetrin skapar incitament att i första hand söka riskkapital som kräver mindre säkerhet än en bank. Obligationer skapar intresse hos alla FoU-bolagen, till skillnad från partihandelsbolagen där endast det noterade bolaget visade intresse. VD:n på företag 5 (N) ser det absolut som en möjlighet i framtiden, men anser att hans kunskap inte är tillräcklig. De två CFO:erna, företag 4 (O) och 6 (O) är väl bekanta med obligationer och har båda en ekonomisk högskoleutbildning. Därmed har alla respondenter med högskoleutbildning inom ekonomi lyft det som ett alternativ. Faulkender och Petersen (2005) hävdar att bolag med möjlighet till både publik och privat lånefinansiering kommer ha en högre hävstång, vilket inte går att se i studien då alla bolagen i undersökning med lägst hävstång lyfter obligationer oavsett ägarstruktur.

### *5.2.3 Sammanfattning mönster mellan partihandel och FoU*

En viktig aspekt för de noterade bolagen, vilket de själva uppger, är att de måste utge mer information då den är kurspåverkande. En stor skillnad mellan företag 3 (P) och företag 5 (FoU) är att partihandelsbolaget släpper kvartalsrapporter medan FoU-bolaget släpper information nästan varje månad. Det tyder på att den marknadsrelevanta informationen inom forskning och utveckling sker fortare än den inom partihandel. Företag 3 (N, P) ser det inte heller som något problem medan företag 5 (N, FoU) uttrycker det som "ett nödvändigt ont". Företag 5 binder dock inte mer kassa än företag 3 vilket inte går i hand med hur teorin säger att bolag med hög informationsasymmetri löser finansieringsproblem (Bates, Kahle and Stulz, 2009). FoU-bolaget har också en öppen inställning till att plocka upp kapital via nyemission och kan därav snabbare ta upp kapital utan att låna än partihandelsbolaget som ser negativt på nyemission.

Företag 3 behöver dock inte lita på att pengar ska komma in från externa finansörer då bolaget har lätt att låna. Enligt banken är företag 5:s tillgångar alldeles för osäkra och utan

en annan säkerhet än immateriella tillgångar blir lån osäkert. Även om informationsasymmetrin minskat i och med månadsvisa rapporter och möjligheten till nyemission kan det tydligt urskiljas att transparensen är betydligt lägre i företag 5 än i företag 3. Vilket, enligt teorin, återigen tyder på att företag 5 bör ha en större kassa.

Samtliga fyra onoterade bolag ser en fördel med att inte behöva dela information i samma utsträckning till marknaden som ett noterat bolag. De uppskattar också att ha en stor kassa vilket tyder på ökad informationsasymmetri. Dock är skillnaden stor när diskussion om lån kommer. Här märks att partihandelsbolagens tillgångar är lättare att värdera än FoU-bolagens och därav blir övriga liknelser relativt irrelevanta. Det handlar mer om vilken inställning de onoterade partihandelsbolagen har till att ge ut information och att de helst inte vill ta lån. För de onoterade FoU-bolagen finns inte möjligheten att ta lån eftersom att tillgångarna anses för riskabla. Skillnaden syns tydligt i den höga soliditet som FoU-bolagen har vilket stärker Myers (1984) teori.

### *5.3 Beslut kring kassa och justering av kapital*

#### *5.3.1 Partihandelsbolagen*

I bakgrundsfaktan för partihandelsbolagen har de onoterade bolagen, företag 1 och 2, en lägre soliditet än det noterade bolaget, företag 3. Detta är helt i linje med "The level effect" och bolagen verkar följa den kvantitativa studie Brav (2009) tidigare gjort. Trots ovanstående observation verkar de onoterade bolagen mer restriktiva när det gäller att ta upp lån. Företag 2 som har lägst soliditet, 46,8%, är mindre restriktiv mot att låna och ser det som ett alternativ under kortare perioder för att få lager i rullning eller investera i lagerlokal, men har fortfarande som mål att vara skuldfri. Likaså har företag 1, soliditet 50,2%, målet att inte ta upp lån utan låter hellre ägaren gå in med kapital. En stor skillnad här är dock att företag 1 lånar till den dagliga verksamheten på en checkkredit, likaså företag 3 (N, P), soliditet 51,4%.

Intressant här är förklaringen som Brav (2009) ger teorin och menar att onoterade bolag håller mer kassa i förhållande till noterade bolag då det kostar mer att ta upp externt kapital. Företag 1 (O, P) tar upp att det är troligare med tillskott från ägaren än att låna vilket tyder på kapitalstarka ägare som kan skjuta till billigt kapital i jämförelse med det noterade partihandelsbolagets möjligheter. Företag 3 (N, P) har inte möjlighet att göra nyemission i samma utsträckning då det ger negativa signaler till börsmarknaden, enligt treasurer:n, och att ta in kapital den vägen blir alltså relativt dyrt. Gällande företag 2 (O, P) finns en positiv inställning att släppa in "rätt" extern finansiär, vilket tyder på att ta upp kapital utifrån är jämförelsevis billigare än i det noterade bolaget. De stämmer till viss del överens med Oplers m.fl (1999) förklaring till "The transaction motive" då en låg ränta ger låg kassa, men det skulle ha påverkat det noterade bolaget mindre då dess transaktionskostnader är lägre.

En viktig del i teorierna kring optimal kapitalstruktur är kassan. För att vidare förklara företags beteende har "The level effect" byggts på med "The sensitivity effect" (Brav, 2009). I enlighet med senast nämnda teori är företag 1:s (O, P), kassalikviditet större än företag 3:s (N, P), 203,8% och 90,1%. Intressant nog är att företag 2:s kassalikviditet är klart minst, 41,4%, trots att det bolaget låg mest i linje med "The level effect". Det här går också emot Opler m.fl

(1999) som visar på att onoterade bolag bör ha en större kassa. Vid djupare granskning där omsättningstillgångarna tas i beaktning. På det sätt som Opler m.fl (1999) tar upp likvida tillgångar i sammanhanget syns en skillnad som överensstämmer med Bravs (2009) "The sensitivity effect", alltså att de onoterade bolagen håller mer likvida tillgångar.

Balanslikviditeten är högre i båda onoterade bolagen än i det noterade bolaget: 4 och 2,1 mot 1,8. Företag 2 tar även upp att lagret ses som en buffert och likvid då exempelvis amortering behöver göras. Dessutom finns det en checkkredit som inte används och där finns stort utrymme för fluktuationer i kassan. Från den synvinkeln stämmer Bravs (2009) teori in även här.

Intressant är dock den förklaring som givits till "The sensitivity effect". Enligt Brav (2009) håller de onoterade bolagen mer likvida tillgångar för att undvika "distress costs". Säkerheten i kassan är viktig för samtliga partihandelsbolag, alla har en checkkredit för säkerhet och stabilitet. Företag 1 (O, P) tar upp att de jobbar med "hängslen och livrem" och med god framförhållning. Detta följer Bravs (2009) förklaring, dock uttrycker både företag 1 och 2 (O, L) på styrkan av hög flexibilitet som onoterad. I synnerhet att inte behöva rapportera till marknaden varför de håller mycket likvida medel ses som viktigt och kan tolkas som en del av affärsidén. Detta märks på företag 2:s tydliga ståndpunkt med kommentaren "spel för gallerierna". En förklaring ges delvis av Oplers m.fl (1999) "precautionary motive" där informationsasymmetrin står som motiv till de onoterade bolagens större kassa. Viktigt att lyfta är dock att det inte ger ett svar på synen kring flexibilitet och spelrum som de onoterade partihandelsföretagen värdesätter högt. Framförallt inte då undersökningen visar på att informationsasymmetrin är betydligt större mellan än inom områdena.

### 5.3.2 Forskning och utvecklingsbolagen

FoU-bolagen är än mer restriktiva med lån då det är för riskabelt som CFO:n på företag 4 (O) säger. "The level effect" blir svår att applicera på FoU-bolag på grund av att den höga informationsasymmetrin ökar kostnaden för att lyfta kapital via lån, vilket gör att låna blir relativt dyrare än att ta in kapital från externa finansiärer. Om lån gör det svårare att erhålla kapital från riskkapitalister, som företag 5 (N) menar, kan alternativkostnaden för att emittera från banker leda till att det blir dyrare att ta upp kapital för framtida investeringar.

Mycket av problemet för FoU-bolagen är att transparens saknas och därav uppstår svårigheter med värdering för utomstående vilka har svårt att avväga hur riskfylld en investering är, det uppstår alltså en agentkostnad (Opler m.fl, 1999). Enligt teorin bör det öka bolagens vilja att ta upp lån (Myers, 1984), men vad som händer för FoU-bolagen är att banken inte vill ta den höga risken informationsasymmetrin skapar. Därav har inte företagen möjlighet att agera i enlighet med "The level effect" oavsett om det är en önskan eller inte. Tydligast är det för företag 6 (O) som säger att även i framtiden kommer de investeringarna finansieras med den egna kassan.

Även om inte "The level effect" går att applicera finns ett tydligt samband med "The sensitivity effect" mellan den noterade och onoterade FoU-bolagen som inte bedriver någon kommersiell försäljning. Företag 4:s (O, FoU) långa likviditetsmål, just nu en kassa för 2 år, jämfört med företag 5:s (N, FoU) mål på 6 månader visar en tydlig skillnad i kostnad för att gå till marknaden och vilken buffert företagen tycker behövs. Företag 5:s VD uttrycker också

att det går snabbare och är säkrare att ta upp kapital efter att företag noterats vilket styrker teorin ytterligare. Intressant är att bolagen följer "the sensitivity effect" trots att den bygger på "the level effect" (Brav, 2009). Det kan vara för att FoU-bolagens kapital är så känsligt innan en kommersiell försäljning nås att även utan lån krävs en större kassa som onoterad.

### 5.3.3 Sammanfattning Kassa

För att summera stämmer teorierna på partihandelsföretagen siffermässigt och förklaringarna bakom teorierna har delvis hittats förklaringar på genom regressionsanalyser. Dock finns det en viktig ytterligare dimension där de onoterade partihandelsföretagen förklarar tydligare varför de håller kassa samt hur de ser på att ta upp kapital utifrån. Här har teorin inte lyckats komma åt viktiga synvinklar som kan användas för att ge förståelse kring företagets beteende.

FoU-bolagen har tidigare varit svårare att generalisera (Opler m.fl, 1999) och det syns även i denna kartläggningen. Alla bolagen ligger på en extrem kant när det gäller att inte ta upp lån på grund av dess höga informationsasymmetri. Därav blir teorier kring kapitalstruktur svåra att generalisera och djupare kunskap krävs för att få en förståelse för företagets agerande.

## 6. Slutsats

Uppsatsens syfte var att kartlägga skillnaden i onoterade mot noterade bolags syn och agerande kring kapitalstruktur och finansiering. För att skapa ytterligare en dimension jämförs två diametralt olika områden, sett till tillgångarna i balansomslutningen, mot varandra. För att adressera problemdiskussionen användes tre forskningsfrågor som besvaras i följande del:

- Forskningsfråga 1: Hur skiljer sig företagets agerandet kring kapitalstrukturer och dess kostnader i det onoterade mot noterade företaget?

Kartläggningen visar att de klassiska teorierna kring kapitalstruktur i vissa fall kan förklara delar av de onoterade bolagens val, men i andra fall inte alls. Hur de noterade bolagen resonerar förklarar teorin bättre oavsett område. Det syns tydligt i valet av kapitalstruktur, då det finns en tanke kring optimering för båda noterade bolagen. Samtliga onoterade bolag ser skuld som negativt vilket gör att företagen i stor mån inte följer teorierna som forskning kring kapitalstruktur bygger på. Det gör även att förklaringen bakom valet av kapitalstruktur blir mer komplex än vad kvantitativa studier visar. Ett exempel på detta är synen på lån som inte något bolag i studien uttryckligen använder för att öka värdet. Studien visar att de klassiska teorierna om kapitalstruktur riktas främst till de noterade bolagens synsätt och förklarar de onoterade bolagens resonemang sämre.

- Forskningsfråga 2: Vilka mönster går att uppfatta som stämmer överens med diskussionen om informationsasymmetri mellan företag med större delen materiella respektive immateriella tillgångar?



Som analysen visar, styrker företagen i uppsatsen att både skillnaden i materiella mot immateriella tillgångar och skillnaden mellan att vara noterad eller onoterad skapar informationsasymmetri. Samtliga onoterade bolag är restriktiva med information mot marknaden och använder informationsasymmetrin som en styrka. En klar skillnad mellan noterade och onoterade bolag ses i jämförelsen inom området forskning och utveckling. Problemet med att ha tillgångar med hög informationsasymmetri bevisar kartläggningen kan hanteras på olika sätt. Antingen via att delge mer information till marknaden via notering eller lyckas förmedlar vikten av företagets innovation och lyckats få in statligt kapital. Båda ger marknaden trygghet.

Skillnaden i informationsasymmetri mellan tillgångarna syns tydligt när diskussionen kring lån tas upp. FoU-bolagen har ingen möjlighet att låna då de innehar en alldeles för hög informationsasymmetri och som analysen visar beror detta delvis på tillgångarna. Vid jämförelse mellan områdena syns ett tydligt mönster som en effekt av transparensen.

- Forskningsfråga 3: Hur påverkas företagens beslut kring kassa och justering av kapital beroende på "The sensitivity effect" och "The level effect" och hur ser man på känsligheten i det egna kapitalet?

Kartläggningen bekräftar teorierna kring partihandelsföretagens kassa men lyckas inte fullt ut förklara varför. Företagens synsätt kring flexibilitet bör tas vidare och undersökas djupare. De onoterade bolagen visar återigen att de inte fokuserar på en optimal kapitalstruktur och det visar att det finns mycket kvar att lära i området. Ett bra exempel på detta är "The level effect" som följs av bolagen om bara nyckeltalen tas i beaktning men förklaringen att ta upp kapital från externa finansiärer går rakt emot vad beslutsfattarna själva säger. Ett annat exempel är förklaringen till att hålla kassa där de onoterade bolagen uttrycket spelrummet som otroligt viktigt, vilket kan vara svårt att dra slutsatser om men kan hjälpa till att förstå företagens egen syn på kassan.

Gällande FoU-bolagens svårighet att ta upp lån gör det svårt för teorier att generalisera. Dock syns ett tydligt mönster mellan att hålla kassa och att vara onoterad. Informationsasymmetrin är alltså så hög i FoU-bolagen att "The sensitivity effect" förklarar beteendet relativt väl. Eftersom bolagen innehar en extremt hög informationsasymmetri som mynnar ut i hög risk för externa finansiärer kommer lån inte att vara ett alternativ av två anledningar. Först, för att banken inte är villig att emittera lån, senare för att bolagets privata finansiärer ser det som en ytterligare riskfaktor. Den förklaringen tyder på att ju högre informationsasymmetrin är desto bättre förklaring ger "the sensitivity effect", vilket bör undersökas vidare.

## 6.1 Uppsatsens bidrag

Kartläggningen ger en bra bild för företag inom både partihandel och FoU. Den visar på diskussion för hur managers och beslutsfattare kan öka förståelsen och utveckla kunskap kring svårigheter i den dagliga verksamheten.

Med kombination av statligt eller överstatligt kapital skapas en kvalitetsstämpel för FoU-bolagen som kan hjälpa till att överbrygga informationsasymmetrin och underlätta för bolag att ta upp kapital, med bibehållen transparens mot marknaden och konkurrenter. Valet av att söka statliga eller överstatliga medel eller inte ges här en insyn i beslutfattares tankebanor och diskussionen kan ligga till grund för beslut.

Partihandelsbolagen kan använda uppsatsens analys i beslut kring hållandet av kassa. I analysen diskuteras en optimering mot flexibilitet vilket bör tas i beaktning vid beslutsfattande om företags dagliga kassaflöde. Behovet i jämförelse med idén om att kunna hålla likviditet för snabba investeringar kan vara en svår avvägning då mer kassa skapar trygghet men mindre kassa ger bättre avkastning på tillgångarna. Kopplat till att bolag som inte går med vinst riskerar att på sikt gå i konkurs komplicerar frågan ytterligare.

Något som företag inom båda områden kan dra nytta av är avvägningen att ge information kontra att ta upp "billigare" kapital. Från noterat lagerbolag till onoterat FoU-bolag bör strategierna vara nämnvärt olika och vilket synsätt som är vanligt ges här ett svar på. Som partihandelsbolag kommer anledningen av en börsintroduktion möjligtvis vara en annan än för ett FoU-bolag.

För framtida studier kan kartläggningen användas som ett riktmärke eller förklaring till varför bolag ter sig på olika sätt. Det kan underlätta vid tolkning av kvantitativ data eller för vidare diskussion kring kvalitativt hämtad data.

## *6.2 Förslag på ytterligare forskning*

Under processen och arbetet med uppsatsen har ett antal nya tankar och frågor uppkommit, vilka inte passade in i forskningsramen för denna studien. Förslagen kan utgöra grund för vidare forskning och studier:

1. Något extra som helt förändrar spelplanen sett till hur bolag väljer kapitalstruktur är den möjligheten som FoU-bolag har att söka lån från statliga och överstatliga institutioner, hur påverkar det bolagens kapitalstruktur?
2. En djupare studie kring de onoterades syn på kassa, med diskussionen i den här kartläggningen som grund, hade givit förståelse och kunnat skapa en tydligare bild av de onoterade bolagens val av kapitalstruktur.

## 7. Referenser

Artiklar:

Aboody, D, & Lev, B 2000, 'Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains', *Journal Of Finance*, 55, 6, s. 2747-2766.

Akerlof, G.A 1970, 'The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism', *Quarterly Journal Of Economics*, 84, 3, s. 488-500.

Bates, T, Kahle, K, & Stulz, R 2009, 'Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?', *Journal Of Finance*, 64, 5, s. 1985-2021.

Brav, O 2009, 'Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm', *Journal Of Finance*, 64, 1, s. 263-308.

Chung, Y, Na, H, & Smith, R 2013, 'How important is capital structure policy to firm survival?', *Journal Of Corporate Finance*, 22, s. 83-103.

Faulkender, M, & Petersen, M 2006, 'Does the Source of Capital Affect Capital Structure?', *Review Of Financial Studies*, 19, 1, s. 45-79.

Frank, M, & Goyal, V 2009, 'Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?', *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 38, 1, s. 1-37.

Fresard, L 2010, 'Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings', *Journal Of Finance*, 65, 3, s. 1097-1122.

Horton, J, Serafeim, G, & Serafeim, I 2013, 'Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?\*' *Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?\**, *Contemporary Accounting Research*, 30, 1, s. 388-423.

Jensen, M, & Meckling, W 1976, 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal Of Financial Economics*, 3, 4, s. 305-360.

Lee, B, Collier, P.M & Cullen, J, 2007. 'Reflections on the use of case studies in the accounting, management and organizational disciplines' *Qualitative Research in Organizations and Management: An International Journal*, 2, 3, s. 169-178.

Lindblom, T., Sandahl, G. and Sjögren, S. (2011) 'Capital structure choices', *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 3, 1, s. 4-30

McCumber, W.R, 2015, 'Ownership Matters: The Capital Structure of Private Firms' in Kose John , Anil K. Makhija , Stephen P. Ferris (ed.) *International Corporate Governance Advances in Financial Economics*, 18, s. 207 - 238.

Modigliani, F, & Miller, M 1958, 'The cost of capital, corporation finance and the theory of investment', *American Economic Review*, 48, 3, s. 261

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

Morellec, E 2004, 'Can Managerial Discretion Explain Observed Leverage Ratios?', *Review Of Financial Studies*, 17, 1, s. 257-294.

Myers, S, & Majluf, N 1984, 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *Journal Of Financial Economics*, 13, 2, s. 187-221.

Myers, SC 1984, 'The Capital Structure Puzzle', *Journal Of Finance*, 39, 3, s. 575-592.

Myers, SC 2001, 'Capital Structure', *Journal Of Economic Perspectives*, 15, 2, s. 81-102.

Opler, T, Pinkowitz, L, Stulz, R, & Williamson, R 1999, 'The determinants and implications of corporate cash holdings', *Journal Of Financial Economics*, 52, 1, s. 3-46.

Petersen, M, & Rajan, R 1997, 'Trade credit: theories and evidence', *Review Of Financial Studies*, 10, 3

Saunders, A & Steffen, S, 2011, 'The Costs of Being Private: Evidence from the Loan Market' *The Review of Financial Studies*, 24, 12, s. 4091–4122.

Titman, S, & Wessels, R 1988, 'The Determinants of Capital Structure Choice', *Journal Of Finance*, 43, 1, s. 1-19.

Böcker:

Berk, Jonathan B. & DeMarzo, Peter M. (2014). *Corporate finance*. 3. ed., global ed. Harlow, England: Pearson

Björklund, Maria & Paulsson, Ulf (2012). *Seminarieboken: att skriva, presentera och opponera*. 2. uppl. Lund: Studentlitteratur

Bryman, Alan & Bell, Emma (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 2., [rev.] uppl. Stockholm: Liber

Donaldson, Gordon (1961). *Corporate debt capacity*. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration

Jacobsen, Dag Ingvar (2002). *Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur

Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt: mål, samband och mätmetoder*. 3., [rev.] uppl. Lund: Studentlitteratur

Keynes, John Maynard (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London: MacMillan

Moles, P, & Terry, N, (1997). *The Handbook of International Financial Terms*, pp 97. Oxford: Oxford University Press.

Nilsson, Henrik, Isaksson, Anders & Martikainen, Teppo (2002). *Företagsvärdering: med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur

Patel, Runa & Davidson, Bo (2003). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. 3., [uppdaterade] uppl. Lund: Studentlitteratur

Hemsidor:

Avanza, Investera, *aktiefiltreringen*,  
<https://www.avanza.se/aktier/lista.html> (2107-04-07)

Axial - forum

Zhu, K, Capital Structure: What it is and Why it Matters, Axial Forum, April 2014  
<http://www.axial.net/forum/why-capital-structure-matters/> [2017-05-15]

Bloomberg

Jamrisko, M och Lu, W, These Are the World's Most Innovative Economies, *Bloomberg markets*, January 2017  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-01-17/sweden-gains-south-korea-reigns-as-world-s-most-innovative-economies> [2017-05-26]

Business dictionary, search, "Price Point"

<http://www.businessdictionary.com/definition/price-point.html> [2017-05-26]

Cambridge dictionary, search, seal of approval

<http://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/seal-of-approval> [2017-05-26]

Ekonomifakta

Ekonomifakta, Småföretagandet i Sverige, September 2010  
<http://www.ekonomifakta.se/Artiklar/2010/September/Smaforetagslandet-Sverige/> [2017-06-06]

Ekonomifakta

Holmström, C, Antal företag i Sverige, Mars 2017  
<http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Foretagande/Naringslivet/Antal-foretag-i-Sverige/> (2017-04-05)

IFSR, About us

<http://www.ifrs.org/About-us/Pages/What-are-IFRS.aspx> [2017-05-26]

Retriever Business, search, 2017

<http://web.retriever-info.com.ezproxy.ub.gu.se/services/businessinfo.html> [2017-05-16]

Retriever Business, BIBSAM, Formler Nyckeltal

Formler och Nyckeltal, 2016

[http://web.retriever-info.com.ezproxy.ub.gu.se/static/pdf/businessinfo/formler\\_och\\_nyckeltal.pdf](http://web.retriever-info.com.ezproxy.ub.gu.se/static/pdf/businessinfo/formler_och_nyckeltal.pdf)  
[2017-05-24]

Rocket lawyer, Answers, Small business, Business contracts, NDA 101: What Is a Non-Disclosure Agreement?

<https://www.rocketlawyer.com/article/nda-101:-what-is-a-non-disclosure-agreement.rl> [2017-05-26]

SCB, Svensk Näringslivsindelning

<http://www.scb.se/sni/> [2017-05-18]

SCB, Startside, sökning, *Hierarkisk visning från avdelningsnivå och nedåt - SNI 2007*

<http://www.sni2007.scb.se/snihierarki2007.asp?sniniva=5&snikod=453> [2017-04-02]

SCB, Företagens ekonomi 2012, (NV 19 SM 1402), Maj 2014

[http://www.scb.se/Statistik/NV/NV0109/2012A01B/NV0109\\_2012A01B\\_SM\\_NV19SM1402.pdf](http://www.scb.se/Statistik/NV/NV0109/2012A01B/NV0109_2012A01B_SM_NV19SM1402.pdf)  
[2017-05-15]

SvD

Andersson, K, Små och medelstora bolag har svårt att få lån, Svenska Dagbladet, Februari 2017

<https://www.svd.se/sma-och-medelstora-bolag-har-svart-att-fa-lan> [2017-06-06]

Svensk handel, Finansiella nyckeltal för handeln 2014, Maj 2014

<https://dhandel.se/wp-content/uploads/2015/08/nyckeltal-2014.pdf> [2017-05-21]

Svenskt näringsliv

Görnerup, E, Hur starkt står Sverige?

[https://www.svensktnaringsliv.se/migration\\_catalog/Rapporter\\_och\\_opinionsmaterial/Rapporters/hur-starkt-star-sverige\\_533149.html/BINARY/Hur%20starkt%20st%C3%A5r%20Sverige](https://www.svensktnaringsliv.se/migration_catalog/Rapporter_och_opinionsmaterial/Rapporters/hur-starkt-star-sverige_533149.html/BINARY/Hur%20starkt%20st%C3%A5r%20Sverige) - [2017-05-15]

Svenskt näringsliv

Boumedién, J & Grahn, G, Reform för ökad produktivitet och välfärd, maj 2014

[https://www.svensktnaringsliv.se/migration\\_catalog/Rapporter\\_och\\_opinionsmaterial/Rapporter/reform-for-okad-produktivitet\\_589129.html/BINARY/Reformer%20f%C3%B6r%20%C3%B6kad%20produktivitet](https://www.svensktnaringsliv.se/migration_catalog/Rapporter_och_opinionsmaterial/Rapporter/reform-for-okad-produktivitet_589129.html/BINARY/Reformer%20f%C3%B6r%20%C3%B6kad%20produktivitet)  
[2017-06-06]

Vinnova

Så blir Sverige attraktivare genom forskning och utveckling, VINNOVA Information VI 2012:02, 2012

<http://www2.vinnova.se/upload/EPiStorePDF/vi-12-02.pdf> [2017-05-16]

## Rapporter:

Alizada, P, 2017. 'The role of information asymmetry in trade' (*A half way seminar report pp 1-11*).  
Gothenburg: University of Gothenburg

## Uppsatser

Arén, R och Wikström, T, The Low Leverage Decisions of Knowledge-based Firms - An empirical study of the impact of employees' risk preferences on the firm's capital structure decisions, Bachelor Thesis in Industrial and Financial Management, School of Business, Economics and Law, Spring 2014

Bomb, A och Thielen, N, Kapitalstrukturen och det onoterade familjeföretaget - Styrande faktorer, Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell ekonomi, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, Vårterminen 2013

## 8. Appendix

### Appendix 1:

#### Intervjufrågor

Frågorna under skickades ut till företagen innan mötet och var underlaget för diskussion:

Resonemang kring kapitalstruktur och finansieringsstrategier:

- Har ni ett mål med er kapitalstruktur, ex. soliditet?
  - Resonemanget kring det mål som satts upp?
  - Hur ofta justerar ni er kapitalstruktur?
  - Utifrån den skuldsättningsgrad ni har idag, anser ni att den ligger på en bra nivå? Hur jobbar ni för att justera den?
  - Tror ni er kapitalstruktur kommer förändras i framtiden? I så fall på vilket sätt?
  
- Vilka olika sätt ser ni för att finansiera er verksamhet?
  - Internt upparbetat kapital, lån, nyemission/aktieägartillskott.
  - Hur rangordnar ni dessa tre? Vilka är faktorer påverkar valet och varför?
  - Hur finansierar ni helst investeringar?
    - Beroende på vad investeringen innebär väljer ni olika finansieringssätt/strategier?
    - Vad ser ni för för- och nackdelar med er strategi?
  
- Beroende på vad som investeras i, väljer ni olika finansieringssätt/strategier?
  - Finns det en viss typ av investering där ni helst använder, internt upparbetat kapital, lån, nyemission/aktieägartillskott?
  
- Hur ser ni på möjligheten att resa kapital från externa finansiärer (såsom riskkapitalister och nyemission)?

- Ser ni detta som en fördel/nackdel jämfört med andra bolag i samma bransch? På vilket sätt?
- Vad ser ni för fördelar och eller nackdelar med finansiering genom lån?
  - Ser ni möjlighet att öka värdet på bolaget genom att dra på er skuld? Hur ser ni på kostnader vid finansiella svårigheter som banklån kan medföra?
- Hur ser ni på ert förhållande med banken?
  - Vad för riktlinjer har ni vid finansiering via lån?

*Mönster mellan materiella och immateriella tillgångar:*

- Hur ofta kommunicerar ni information till marknaden?
  - Hur högt värdesätter ni att inte behöva utge information? Vad för typ av information vill ni helst hålla för er själva?
- Vad använder ni för säkerhet när ni tar lån?
  - Marknadsvärdet på immateriella kontra materiella tillgångar kan variera på grund av svårigheten i förståelse och transparens. Finner ni svårighet att binda lån med era tillgångar? Hur går ni runt detta problem?
- Har ni eller har ni haft svårt att finansiera era investeringar? Om ja, vilka slags investeringar har det varit och vad tror ni var orsaken?
- Hur ställer ni er till att i framtiden använda publikt kapital, obligationer, som finansieringskälla?

*Beslut kring kassa och justering av kapital:*

- Hur stor inverkan har er ägarstruktur på ert val av finansiering? Om det hade varit annorlunda skulle finansieringsbesluten se annorlunda ut?
  - Påverkas er kapitalstruktur kring utdelningspolicy?
  - Hur ser kravet på avkastning ut?
- Hur arbetar ni med er likviditet, har ni något uttalat mål med den?
- Vad använder ni er av för metoder för att förutsäga framtida kassaflöden?
- Beroende på kassaflöde och kassans storlek kan ibland och ibland inte investeringar göras direkt och med egna kontanta medel. Hur ser detta generellt ut för er? Täcker er kassa de flesta av investeringarna ni vill göra och/eller krävs planering för dem?
- Hur ser ni på säkerheten kring ert kassaflöde?
  - I samband med skuldsättning uppkommer andra kostnader i och med räntor och dylikt, även kallat "distress costs" Detta medför större risk för konkurs och andra finansiella svårigheter. Hur ser ni på svårigheten kring dessa?



- Hur ser ni på era leverantörsskulder och kundfordringar? Är det ett betydande sätt att hålla ett bra kassaflöde? Hur ser ni på möjligheten att sälja era fakturor och använder ni er av den möjligheten?
- Hur ser ni på era framtida räntekostnader, hur anpassar ni er efter prognoser?
  - Kommer ert val av lånefinansiering öka eller minska om räntan förändras? Kan det stoppa eller öka på investeringar?