



Högskolan
Kristianstad

Högskolan Kristianstad
291 88 Kristianstad
044-250 30 00
www.hkr.se

Examensarbete, 15 hp, för
Kandidatexamen i företagsekonomi: Bank och Finans
VT 2021
Fakulteten för Ekonomi

Företagsstrategi och kapitalstruktur

en kvantitativ studie om hur
företagets strategiorientering
påverkar dess kapitalstruktur,
med fokus på svensk
hälsovårdssektor

Dejan Spasovic och Hai Nguyen

**Författare**

Dejan Spasovic och Hai Nguyen

Titel

Företagsstrategi och kapitalstruktur – en kvantitativ studie om hur företagets strategiorientering påverkar dess kapitalstruktur, med fokus på svensk hälsovårdssektor.

Handledare

Martin Abrahamson

Examinator

Emil Numminen

Sammanfattning

Företagsfinansiering är ett väl diskuterat ämne de senaste årtionden. Alla beslut som fattas av företagsledningen innebär finansiella konsekvenser för företaget. Ett av de viktigaste områdena inom företagsfinansiering är kapitalstrukturen, som handlar om hur stor företagets totala skulder är i förhållande till det egna kapitalet. Det finns många faktorer som påverkar företagets kapitalstruktur, nämligen lönsamhet, storlek med flera. Med grund i *The pecking order theory* samt Miles och Snows typology försöker vi i denna uppsats att förklara sambandet mellan företagsstrategi och kapitalstruktur. Företagen delas in i olika strategier utifrån hur stor andel av sin nettoomsättning respektive företag spenderar på forskning och utveckling. Vår urvalsgrupp består av 54 företag inom hälsovårdsindustri i Sverige. Alla dessa bolag är listade på börsen Nasdaq Stockholm. Utav de här 54 bolagen kunde vi identifiera 12 bolag med försvarare strategi, 36 företag som har prospektör strategi och 6 företag med analyserare strategi. Våra resultat tyder på att företag med försvarare strategi är positivt och statistiskt signifikant relaterade till användning av skulder. Däremot är prospektörer signifikant och negativt relaterade till användning av skuldfinansiering. Dock kunde inte vi hitta något statistiskt säkerställt samband mellan analyserare och skuldfinansiering. Denna uppsats bidrar till ökade förståelser för hur företagsstrategi och kapitalstruktur kan vara relaterade till varandra.

Ämnesord

Kapitalstruktur, Strategi, Miles och Snow, Skuldfinansiering, Aktiefinansiering, Skuldsättningsgrad



Author

Dejan Spasovic och Hai Nguyen

Title

Corporate strategy and capital structure – a quantitative study about how a firm's strategic orientation affects its capital structure, with focus on the Swedish Healthcare industry.

Supervisor

Martin Abrahamson

Examiner

Emil Numminen

Abstract

Corporate finance is a well-debated subject over the last decades. All the decisions that are made by corporate managers have financial implications. One of the most important issues in corporate finance is capital structure, which refers to the proportion of total debt a company has compared to its total equity. There are many factors that affect the capital structure of a firm, namely profitability, size, and many other factors. Based on The pecking order theory, and Miles and Snows typology, this bachelor thesis aims to explore how strategy orientations influence the choice of capital structure. Firms are categorized in different strategies based on how much they spend on R&D activities. Our sample consists of 54 Swedish Healthcare companies that are listed on NASDAQ Stockholm. Out of those 54 firms, we could find 12 firms with defender strategy, 36 firms with prospector strategy, and 6 firms with analyzer strategy. Finally, the results of the study show that defenders are significantly and positively related to the use of debt financing. In contrast, prospectors are significantly and negatively related to the use of debt. And lastly, we could not find any statistically significant relationship between analyzers and the use of debt financing. This study contributes to the knowledge about the link between organizational strategy and capital structure.

Keywords

Capital structure, Strategy, Miles and Snows, Debt financing, Equity financing, Leverage

FÖRORD

Vi vill rikta ett stort tack till samtliga lärare och professorer som visat sitt stöd till oss under vår tid på Högskolan Kristianstad. Först och främst vill vi tacka Pierre Carbonnier för sitt bidrag inom det statistiska området. Vi kommer att sakna dina skämt. Vi vill även tacka Felix Terman och Annika Fjelkner för deras insikter gällande språk och formalia. Vi är ytterst tacksamma för det tålamod som våra familjer haft eftersom vi har varit frånvarande och ignorerat dem en hel del när de försökte komma i kontakt med oss.

Slutligen vill vi rikta ett hjärtligt tack till vår handledare Martin Abrahamson för hans åsikter och stöttning genom uppsatsens arbetsgång.

Slutligen vill vi även rikta ett stort tack till oss själva för att vi har kämpat så hårt och aldrig gett upp.

Kristianstad, 2021-05-27

Hai Nguyen

Dejan Spasovic

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1. Bakgrund	1
1.2. Problematisering.....	3
1.3. Syfte och Forskningsfråga.....	5
1.4. Avgränsningar	5
2. Teoretiska referensramen.....	6
2.1. Kapitalstrukturen	6
2.1.1. Aktiefinansiering	8
2.1.2. Skuldfinansiering.....	8
2.2. The pecking order theory	9
2.4. Miles & Snows typologier.....	10
2.4.1. Prospektör strategi.....	11
2.4.2. Analyserare strategi.....	12
2.4.3. Försvare strategier	13
3. Metod.....	16
3.1. Vetenskaplig metod.....	16
3.1.1. Forskningsfilosofi.....	16
3.1.2. Forskningsansats.....	17
3.2. Urval.....	18
3.3. Datainsamling.....	18
3.4. Operationalisering	20
3.4.1. Kontrollvariabler	20

3.4.2. Beroende variabler.....	21
3.4.3. Oberoende variabler	22
3.5. Reliabilitet och validitet	24
3.5.1. Reliabilitet.....	25
3.5.2. Validitet.....	25
3.6. Statistisk tillvägagångssätt	26
3.6.1. Pearsons korrelation.....	26
3.6.2. Multipel regressionsanalys	27
3.6.3. Hypotesprövning	27
3.6.3. Multikollinjäritetsproblem	28
4. Resultat.....	29
4.1. Deskriptiv statistik.....	29
4.2. Korrelation	29
4.3. Resultat av regressionsanalys.....	31
4.3.1. Regressionsanalys för modellen på totalnivå.....	31
4.3.2. Regressionsanalys för modellen där endast långsiktiga skulder används.....	32
5. Analys och diskussion	34
5.1. Analys och diskussion av regressionsmodell på totalnivå	34
5.2. Analys och diskussion av av regressionsmodell där endast långsiktiga skulder används	35
6. Slutsats.....	37
6.1. Sammanfattning och besvarande av forskningsfråga.....	37
6.2. Bidrag	38

6.3. Begränsningar och Framtida studier	39
Litteraturförteckning.....	41
Bilagor	48
Bilaga 1. Företagsurval	48

1. Inledning

Denna uppsats avhandlar kausaliteten mellan företagsstrategier och dess kapitalstruktur hos svenska bolag inom hälsovårdsindustrin. I det inledande kapitlet beskrivs bakgrunden kring företagens organisatoriska strategier och kapitalstrukturen. Därefter kommer kapitalstrukturen, finansieringsalternativ och organisatoriska strategier problematiseras. Uppsatsens forskningsfråga, syfte, avgränsningar och disposition kommer att presenteras i kapitlets avslutande delar.

1.1. Bakgrund

Corporate finance, eller företagsfinansiering, är än idag ett väl diskuterat ämne. En enkel sökning på exempelvis databasen Emerald Insight ger flera hundratusentals artiklar som är relevanta till ämnet. Men vad är företagsfinansiering och varför är ämnet viktigt att förstå? Företagsfinansiering handlar om hur organisationer utvärderar sina investeringar, hur de kapitaliserar sig och hur utdelningspolicy ser ut hos de olika bolagen (Berk & Demarzo, 2020). Genom att förstå sig på ämnet kan företagsledningen fatta de beslut som möjligen leder till att bolagets värde maximeras. Det här kan uppnås genom att företaget planerar och implementerar olika tillgångar samt balanserar sina risker (Corporate Finance Institute, 2020). Inom området företagsfinansiering är kapitalstrukturen ett viktigt och mycket diskuterat område. Sammanfattningsvis handlar kapitalstrukturen om hur stor andel av företagets totala kapital består av eget kapital respektive skulder (Tuovila, 2021).

Redan under femtiotalet ansåg Weston (1955) att frågor inom kapitalstrukturen var viktiga att diskuteras. Bara tre år senare la Modigliani och Miller (1958) fram grunden för vad idag kallas för M&M propositionerna. I den första propositionen förklarar författarna att ett företags val av kapitalstruktur inte har någon väsentlig skillnad på företagets värde, under antagandet att marknaden är perfekt. En perfekt marknad innebär att det inte finns några transaktionskostnader, inga skatter och inga agentkostnader. Marknadsaktörerna har i en perfekt marknad tillgång till samma priser, information och likgiltiga lånevillkor. Den andra propositionen åskådliggör skuldsättningens påverkan på aktieägarnas avkastningskrav. Författarna menar att en ökad skuldsättningsgrad leder till ökade risker för aktieägarna. Detta resulterar att räntabilitet på eget kapital behöver ökas, proportionellt med skuldsättningsgraden, för att kompensera aktieägarnas risktagande (Berk & Demarzo, 2020). En forskningsstudie som

utfördes 2015 indikerar att företagen har blivit mer benägna att använda sig av skuldfinansiering. Studien visar även att företagsskulden har ökat successivt det senaste århundradet (Graham et al., 2015).

För att förstå den ökande skuldfinansiering kan det vara väsentligt att ha förståelse för varför företag behöver finansiera sig. Under ett företags livslängd förekommer det ofta något slag av kapitalbehov. Detta kapitalbehov kan fyllas med hjälp av olika finansieringsalternativ. Genom att ta in kapital kan företagen fylla på kapitalbehovet och utveckla sina verksamheter. Myers' (1984) *The pecking order theory*, förkortat TPO, visar att chefer använder en viss preferens vid val av finansiering i följande ordning: interna medel, skulder och eget kapital. En av de bakomliggande faktorer till detta är den informationsasymmetrin som råder på marknaden mellan företaget och dess finansiärer, vilket existerar då den ena parten har tillgång till mer information än den andra parten. Åtgärder måste därmed tas för att minska den informationsasymmetrin som uppstår. Problematiken innebär således ökade kostnader för både företaget, i form av högre räntekostnader, och dess finansiärer, i form av kostnader för *due diligence* (Bonini & Capizzi, 2019; Tirelli & Spinesi, 2019). Graden av informationsasymmetri varierar mellan olika organisationer och kan eventuellt bero på vilken strategi som respektive organisation tillämpar.

Företagsstrategi är ett område som har lyckats väcka intresse hos många kända forskare, exempelvis Miles et al. (1978). Enligt författarna kan organisatoriska strategier delas in i fyra arketyper, nämligen prospektörer, analyserare, försvarare och reaktör. Dessa arketyper har olika egenskaper. Exempelvis kännetecknas strategin prospektör av innovation och att de ständigt söker efter nya marknader. Till skillnad från prospektörer är försvarare mogna företag som riktar sig mot en stabil marknad och avstår från nya marknader. De avstår från förändringar och fokuserar i stället på att effektivisera sin produktion för att hålla kostnaderna låga samt förbättra sina produkter. En analyserare försöker följa med i utvecklingen vad gäller nya produkter samtidigt som man ämnar behålla de produkter som redan finns i produktsortimentet. Reaktörer är företag som inte har någon strategi utan uppstår när de tidigare nämnda strategier inte efterföljs på ett korrekt sätt (Miles et al., 1978).

Hälsovårdssektorn är en industri som finner ha en diverse användning av företagsstrategier eftersom den består av både innovativa företag och icke-innovativa företag. Den här sektorn består exempelvis av läkemedelsbolag, som kännetecknas av att spenderar en stor del av sina

resurser på forskning och utveckling (Choi et al., 2013). Utifrån ett företagsstrategiskt perspektiv anses dessa bolag som en prospektör. Dock har Mohammadzadeh et al. (2019) visat att även hos läkemedelsbolag kan företag som implementerar cost-leadership strategi hittas, vilket kan förknippas med försvarare strategi enligt Simons (1990). På grund av den här diversifieringen kan hälsovårdsindustrin vara intressant för studier av orsakssamband mellan företagsstrategier och kapitalstruktur. Dessutom kan vi, genom att endast fokusera på en industri, eliminera de industrirelaterade faktorer som kan ha betydelse för kapitalstrukturen. Eftersom olika industrier Exempelvis skillnader mellan tillgångar där den ena industrin (IT-industri) har en större andel av immateriella tillgångar än den andra (Livsmedelsindustri). En ytterligare anledning till att vi har valt hälsovårdssektorn är att i ljuset av den nuvarande pandemin har sektorn fått större uppmärksamhet och betydelse för samhället. I medier har det framkommit att globalt har hälso- och sjukvården överbelastningar och bristande resurser, vilket delvis är kopplat till kapital. Det finns exempelvis ett underinvesteringsproblem inom sjukvården i USA, som är en av världens starkaste ekonomi (Maani & Galea, 2020). På grund av dess aktualitet tycker vi att sektorn är intressant och bör studeras.

1.2. Problematisering

Som tidigare nämnt är ett företags kapitalstruktur beroende på hur företaget väljer att finansiera sig. Kapitalstrukturen hos företaget kan vidare förklaras med hjälp av *The pecking order theory*. Tidigare studier har testat teorins tillämpbarhet och mycket av studierna stödjer TPO som tyder på att ett företag, vid behov av finansiering, kommer att försöka hitta det billigaste alternativet. Det innebär nämligen att företag föredrar internfinansiering framför externfinansiering (Shyam-Sunder & Myers, 1999; Antoniou et al., 2008). Ifall företaget måste vända sig till externfinansiering kommer skuldfinansiering att föredras framför finansiering med eget kapital (aktiefinansiering). Detta eftersom skuldräntan är billigare än aktieägarnas avkastningskrav (Myers & Majluf, 1984). Jarallah et al. (2019) proklamerar att *The pecking order theory* kan erbjuda en rationell förklaring till företagets kapitalstruktur. TPO kommer därför att användas i denna uppsats.

Enligt *The pecking order theory* påverkar informationsasymmetri företagets val av finansieringsalternativ. Forsknings- och utvecklingsprojekt är svårare att finansiera eftersom de har en högre grad av osäkerhet på grund av informationsasymmetri relativt de traditionella investeringsprojekt (Tirelli & Spinesi, 2019). En anledning till att informationsasymmetri

uppstår hos FoU-intensiva företag är motviljan att avslöja information gällande deras projekt (Bah & Dumontier, 2001). Guariglia och Liu (2014) menar att externa långgivare, på grund av de osäkerheterna som finns, har en tendens att inte finansiera innovationsinvesteringar. Anledningen till detta är att forskning- och utvecklingsprojekt inte kan garantera något utfall eller vinster på kortare sikt.

Innovativa och FoU-orienterade företag har även större finansiella risker (Guariglia och Liu, 2014). Orsaken är att dessa företag ofta anställer högutbildade personal såsom forskare, ingenjörer och andra specialister vilket resulterar i höga personalkostnader i form av rekrytering, upplärning med flera. Dessa specialister kan inte heller avskedas under tillfälliga ekonomiska svårigheter eftersom de kan anställas av företagets konkurrenter vilket kan medföra en risk för imitation av företagets uppfinningar (Grabowski, 1968; Himmelberg & Petersen, 1994). På grund av dessa faktorer föredrar FoU-orienterade företag att genomföra nyemissioner vid behov av kapital (Bah & Dumontier, 2001; Tirelli & Spinesi, 2019). Detta eftersom de ofta inte har tillräckligt med internt kapital för att finansiera sina projekt och har begränsad tillgång till användning av skuldfinansiering (Aghion et al., 2004). Dessutom har aktieägarna en högre risktolerans och är mer villiga att finansiera högriskprojekt (Landström, 2017). Aghion et al. (2004) har även påvisat i sin studie att företag som inte satsar på innovation tenderar att avstå från finansiering med eget kapital. Med andra ord kommer de att använda de kvarhållna vinsterna eller skulder för att finansiera sina projekt. Användningen av eget kapital ökar ju mer företaget satsar på FoU-projekt. I enlighet med TPO, resultatet från studien tyder på att företag finansierar sina projekt i första hand med skulder. Men ju mer de satsar på forskning och utveckling, desto mer behöver de använda sig av aktiefinansiering.

De företagen som tidigare nämnts går att anknyta till Miles et al. (1978) strategiska typologier. Innovativa företag som satsar intensivt på FoU kan beskrivas som en prospektör medan mindre innovativa företag går att knyta till analyserare strategin. De företagen som satsar inget eller väldigt lite på innovation har egenskaper som liknar försvarare strategin. Tidigare studier har försökt visa hur företagsspecifika faktorer påverkar företagets kapitalstruktur, exempelvis lönsamhet, ålder eller storlek. Dock är sambandet mellan den organisatoriska strategin och kapitalstrukturen relativt utforskat. Vår studie kan därmed bidra med ökade förståelse för kausaliteten mellan företagsstrategi och kapitalstruktur. Med andra ord syftar denna studie på att åskådliggöra om företagsstrategi påverkar företagets val av kapitalstruktur.

1.3. Syfte och Forskningsfråga

Syftet med denna studie är att kartlägga kausaliteten mellan val av organisatoriska strategier och val av kapitalstruktur, genom att studera de hälsovårdsbolag som är börsnoterade på Stockholmsbörsen. Uppsatsens huvudfokus ska åligga besvarandet av följande fråga:

- Har organisatoriska strategier någon signifikant påverkan på kapitalstruktur inom hälsovårdssektorn i Sverige?

1.4. Avgränsningar

Uppsatsen kommer att avgränsas på så sätt att undersökningen enbart riktar sig till bolagen inom hälsovårdsindustrin som är listade på Nasdaq OMX Stockholm. Genom att fokusera på en industri kan vi eliminera de industrirelaterade faktorer som kan ha betydelse för kapitalstrukturen. Som till exempel 1 att den ena industrin har en större andel av immateriella tillgångar än den andra.

Studien kommer att avgränsas ytterligare genom att behandla tre av Miles och Snows fyra strategier. Den strategin som exkluderas är reaktör strategi eftersom de företag som följer den här strategi måste senare övergå till andra strategier eller misslyckas (Miles et al., 1978).

En annan begränsning som uppsatsen har är hur FoU-kostnader behandlas. Vi är medvetna om att FoU-kostnader kan förekomma i form av uppköp av andra företag (Mergers and Acquisitions). Men i denna uppsats kommer vi dock endast ta hänsyn till de FoU-kostnaderna tydligt står i årsredovisningarna eller andra databaser såsom Retriever Business.

2. Teoretiska referensramen

I detta kapitel behandlas de aktuella teorierna som är relevanta till uppsatsen. Kapitalstruktur, The pecking order teorin och Miles och Snows företagsstrategier kommer att diskuteras mer djupgående. Därefter kommer hypoteser, med grund i teorin, att formuleras.

2.1. Kapitalstrukturen

Jensen (2002) menar att företagsledningen bör fatta de beslut som leder till att företagets värde maximeras, vilket han kallar för värdemaximeringsprincipen. Inom företagsfinansiering kan värdemaximeringen uppnås genom att företaget hittar den optimala kombinationen mellan användning av eget kapital och skulder. Med andra ord ska företaget försöka hitta den optimala kapitalstrukturen som i sin tur genererar den lägsta möjliga genomsnittliga kapitalkostnaden (Berk & DeMarzo, 2020). Den genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC) kan beräknas som:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

Där:

- E = Totala Eget kapital
- D = Totala Skulder
- RE = Aktieägarnas avkastningskrav
- RD = Skuldränta
- T = Skattesats

Företagets genomsnittliga kapitalkostnad används vidare som en diskonteringsränta för att värdera bolagets framtida projekt. Alla investeringar med ett positivt nettonuvärde (NPV) ska accepteras eftersom företagets värde beror på dess framtida kassaflöde (Berk & DeMarzo, 2020). Det innebär att ju lägre ett företags WACC är, desto större är företagsvärdet. Formeln nedan illustrerar sambandet mellan diskonteringsränta och NPV.

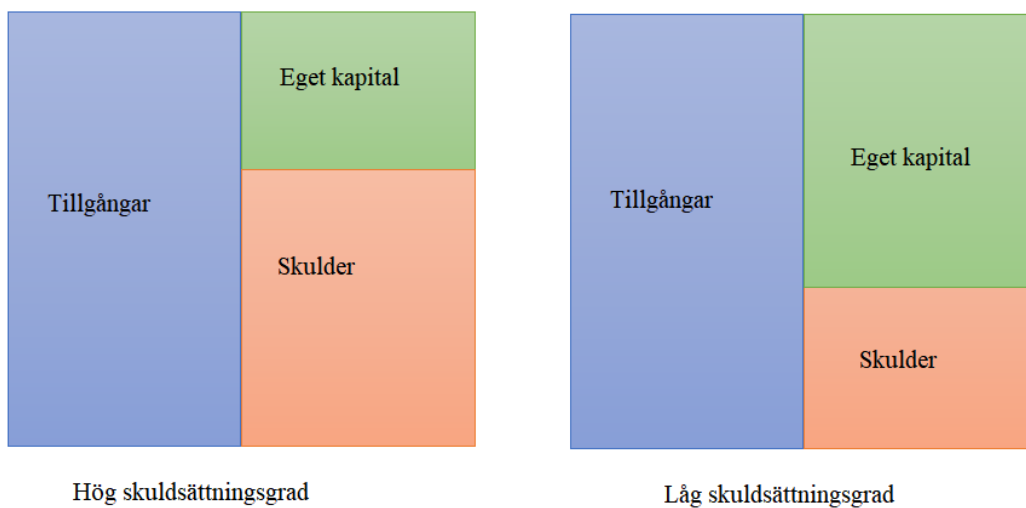
$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - I$$

- I = grundinvesteringen
- CF = kassaflöde
- i = diskonteringsränta
- t = Tid

Valet av kapitalstrukturen är en viktig del inom området företagsfinansiering. Den refereras vanligtvis till skuldsättningsgraden, som innebär hur stora företags skulder är i förhållande till dess eget kapital eller tillgångar (Fernando, 2021). De finansieringsalternativ som ligger till grund för kapitalstrukturen kommer att diskuteras nedan.

Figur 1

Företagets skuldsättningsgrad



2.1.1. Aktiefinansiering

Den processen där företaget anskaffar kapital genom försäljning av aktier till externa ägare, exempelvis privata investerare, institutionella investerare eller finansiella institutioner, kallas för aktiefinansiering, eller finansiering med eget kapital. Ägandet av aktierna innebär att investerarna äger en del av företaget och har därmed rösträtter som är proportionellt mot andelen aktier som investeraren äger (Maverick, 2020). Fördelen med aktiefinansiering är att metoden är mer tillgänglig än skuldfinansiering, i synnerhet bankfinansiering eftersom aktieägarna är mer villiga att ta risker. Nackdelen med det här alternativet är det högre avkastningskravet som aktieägarna har, som en kompensation till de riskerna som tas. En annan nackdel är med aktiefinansiering är utspädningen av aktieägarnas andel. Utspädningen betyder att en aktie efter en nyemission representerar en mindre andel av bolaget än före emissionen. Bolagets ursprungliga ägare kommer alltså att minska sitt procentuella innehav i bolaget om de inte deltar i nyemissionen genom att betala in mer pengar (Landström, 2017). I resterande delen av studien kommer aktiefinansiering främst att refereras till finansiering genom nyemission.

2.1.2. Skuldfinansiering

Skuldfinansieringen innebär att företaget använder lånade kapital för att driva sin verksamhet och investera i framtida projekt. Användningen av skuld kallas även för financial leverage. Det finns många sätt som ett företag kan skuldfinansiera sig på, nämligen sälja obligationer och andra skuldinstrument till externa aktörer. Företaget kan även få tillgång till kapital genom att direkt låna från bankerna. I det företagsekonomiska sammanhanget delas skulder upp i två grupper, kortfristiga skulder och långfristiga skulder. Kortfristiga lån berör ofta de medel som behövs för att betala av leverantörsskulder, lön till anställda eller liknande. De kortfristiga skulderna ska i regel betalas inom ett år. För att skulden ska räknas som en långfristig skuld ska både låntagare och långgivare ha stämt en överenskommelse om återbetalningsperiod som sträcker sig över en längre tid. Som regel över ett år. De långfristiga skulderna är oftast ett lån från banken. Ibland kan det dock röra sig om obligationslån. Vid långfristiga skulder kräver oftast finansiären någon form av säkerhet (Corporate Finance Institute, 2021).

Fördelen med skuldfinansiering är att avkastningskravet hos långgivarna är lägre och att de inte erhåller en andel av företagets eget kapital. Det innebär att en utspädning av ägarskapet inte sker och befintliga ägare samt ledningen behåller sin maktposition inom företaget. Det betyder även att beslut gällande framtida investeringar inte påverkas av externa aktörer (Berk &

Demarzo, 2020). Nackdelen är dock att det oftast krävs någon form av säkerhet för att företaget ska få ta lånet. Säkerheten kan exempelvis vara företagets materiella tillgångar (M'ng et al., 2017). Detta gör att innovativa företag med en stor andel av immateriella tillgångar har svårare att få tillgång till lån och därmed en låg skuldsättningsgrad (Bartoloni, 2013). En annan nackdel med skuldfinansiering är att företaget måste göra en regelbunden utbetalning, exempelvis månatlig, i form av amortering och ränta under lånets löptid (Landström, 2017). Vilket innebär att en stabil inkomst krävs för att företaget ska kunna möta sina obligationer och inte hamnar i en finansiell knipa. Om innovativa företag med volatila kassaflöde finansierar sig med skulder innebär det ökade konkursrisker. Långgivarna känner till de här riskerna och är därför mindre villiga att låna ut till dessa bolag (Berk & Demarzo, 2020).

2.2. The pecking order theory

Teorin togs fram först av Donaldson (1961) men modifierades av Myers (1984) och vidare diskuterades av Myers och Majluf (1984). Författarna utvecklade TPO eftersom det råder informationsasymmetri på marknaden mellan företaget, dess finansörer och aktieägare. Författarna hävdar att företagsledningen har mer förståelse för företagets tillgångar, möjligheter och värde. Däremot kan företagets utomstående ägare bara försöka estimera dess riktiga värde. Det innebär i sin tur att cheferna har ett informationsövertag gentemot utomstående investerare. En hög grad av informationsasymmetri innebär således högre risker för aktieägarna. Detta leder till aktieägarnas avkastningskrav ökar för att kompensera för de tagna riskerna. Därför har företagsledningen incitament att använda en viss preferensordning när de ska finansiera sina framtida projekt.

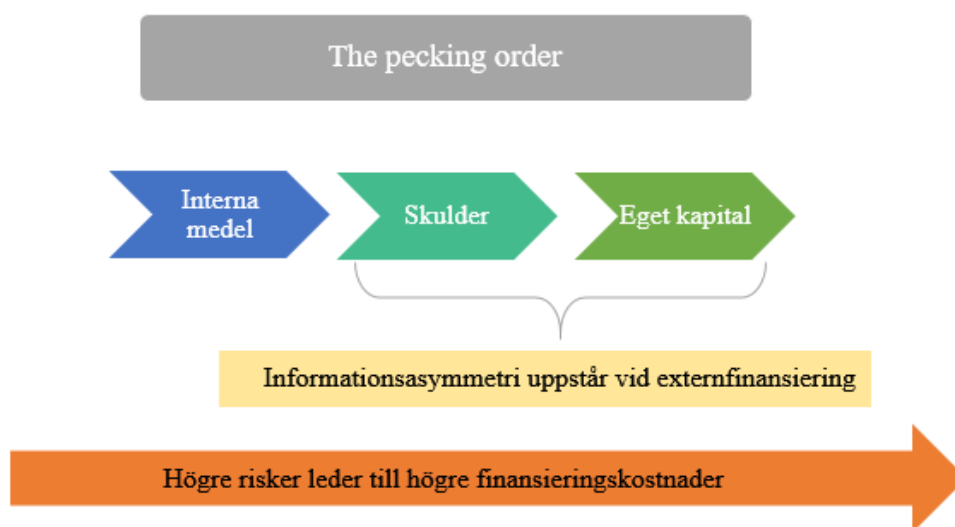
The pecking order theory åskådliggörs i de följande punkter:

- Chefer väljer internfinansiering som förstahandsval vid finansiering av nya projekt eftersom kostnaderna för detta alternativ är lägre. Detta sker genom erhållna vinster.
- Om ett företag använder sig av externfinansiering kommer de heller att välja skulder i stället för att göra nyemission. Detta eftersom det anses vara ett billigare alternativ relativt till aktiefinansiering.
- I fall företaget inte har tillgång till skuldfinansiering kommer de, som sista utväg, att aktiefinansiera sig.

The pecking order-teorin har kritiserats för att vara missvisande och ofullständig. Goyal och Frank (2008) menar däremot att företag som har kapital till hands kommer ändå att välja skuldfinansiering istället för att använda sina vinster. Det finns dock bevis på att TPO fungerar. Exempelvis på sådana studier är Shyam-Sunder & Myers (1999), Lemmon och Zender (2004), Antoniou et. al, (2008), Bhama et al. (2018) och Yıldırım och Çelik, (2020).

Figur 2

Preferensordningen vid finansiering av kapital



Kommentar: Hämtat från *Corporate Finance Institute*, u.å.
<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/pecking-order-theory/>

2.4. Miles & Snows typologier

Organisatoriska strategier har varit ett intresseväckande ämne för många forskare. Tre av mest uppmärksammade typologier som berör ämnet är Miles et al. (1978), Porter (1980) och Gupta och Govindarajan (1984). Miles och Snows typologi har berömts av flera forskare som beskriver den som en mer omfattande bild på organisatoriska strategier jämfört med andra typologier. Forskare menar på att den adresserar och karakteriserar företags strategiska positioner på marknaden vilket gör den mer pålitlig (Kald et al., 2000, Sarwary, 2020). Zahra och Pearce (1990) proklamerar att typologin utmärker tre egenskaper. Den första egenskapen som typologin utmärker är att den utvecklar ett systematiskt sätt att anpassa sig till företags omgivning. Andra egenskapen som typologin utmärker är att den klassificerar fyra olika

organisatoriska strategier som beskriver företagens karaktär. Den tredje egenskapen som Zahra och Pearce nämner är vid implementering av strategi kan tre av de fyra organisatoriska strategier leda till en högre effektivitet. De organisatoriska strategierna som Miles et al. (1978) identifierats är försvarare, prospektör, analyserare och reaktör. I vår studie kommer vi endast använda oss av tre av dessa strategier, försvarare, analyserare och prospektörer. När respektive strategi har analyserats kommer hypoteser att formuleras. Hypotesformuleringen sker på följande sätt att den delas upp i a och b hypoteser. Där a-hypoteser kopplas till regressionsmodellen för den totala skuldsättningsgraden medan b-hypoteser avser regressionsmodellen för den långfristiga skuldsättningsgraden. Att en hypotes delas upp i a och b innebär inte att det finns skillnader mellan dem. Syftet är istället att tydliggöra vilka hypoteser som kopplas till vilken modell och som besvaras vid hypotesprövningen.

2.4.1. Prospektör strategi

En prospektör är företag som letar efter nya tillfällen eller chanser att slå sig in på nya marknader och ta sig an nya trender (Hawryz, 2020). Med andra ord strävar prospektörer efter att hitta samt utveckla nya varor och tjänster. I kontrast till andra strategier är det viktigt för prospektörer att bibehålla ryktet som innovatörer och har därför ett bredare segment och kundbas. Eftersom prospektörer satsar mycket på innovation och utforskade projekt är strategin inte lika kostnadsorienterad som en försvarare strategi (Miles et al., 1978). Utforskade projekt har oftast en högre grad av misslyckande som i sin tur påverkar vinstnivåerna hos bolagen. På grund av sina egenskaper och hur de driver sin verksamhet riskerar prospektörer att överanvända sina resurser vilket leder till låga nivåer av lönsamhet (Miles et al., 1978). Det här resulterar i att dessa bolag har i allmänhet mer oberäkneliga inkomster i jämförelse med försvararna och analyserarna. Utforskade projekt har även en högre informationsasymmetri relativt till redan befintliga projekt vilket medför en högre kostnad för externt kapital, i form av ett högre säkerhetskrav samt en högre riskpremium (Tirelli & Spinesi, 2018). En annan faktor som orsakar sämre lånevillkor och högre riskpremium är att utforskade projekt inte är lönsamma i det tidiga skedet vilket medför ytterligare potentiella risker för investerarna (Aiello, Bonnano & Rossi, 2020).

2.4.1.1. Prospektör och kapitalstruktur

Prospektörers karaktärsdrag är snabb expansion och innovation skulle göra att de har incitament att välja det finansieringsalternativ som är lätt tillgängliga och flexibla. The pecking order-

teorin argumenterar att vid behov av kapital kommer företag att vända sig först till internt kapital. Dock kännetecknas prospektörer av en låg lönsamhet (Miles et al., 1978). Detta innebär således att internt kapital inte skulle räcka till innovativa projekt som en prospektör förföljer. Eftersom prospektörer har en hög grad av informationsasymmetri försvårar detta möjligheterna att finansiera sig med skulder. På grund av dessa egenskaper måste prospektörer vända sig till finansiering med eget kapital. Aghion et al. (2004) visar i sin studie att ju mer intensivt ett företag satsar på FoU, ju lägre skuldsättningsgrad företaget har. Detta eftersom de inte har något annat val än att finansiera sig med eget kapital.

Hypotes 1a: En prospektör är negativt relaterad till användningen av skuldfinansiering på totalnivå (både kortfristiga och långfristiga skulder inkluderas).

Hypotes 1b: En prospektör är negativt relaterad till användningen av långsiktig skulder.

2.4.2. Analyserare strategi

Den andra strategin som introducerades av Miles et al. (1978) är analyserare. Strategin förklaras som en blandning av försvarare och prospektör. En analyserare strategi går ut på att minimera sina risker och maximera sina vinster. Dessa företag försöker följa med i utvecklingen på nya marknader men samtidigt som de bibehåller och vidareutvecklar de produkter som redan finns i sortimentet. Analyserarna är inte de första företagen som hoppar på nya trender och innovationer men de är snabba på att imitera prospektörers idéer om marknaden visar sig vara lönsam (Miles et al., 1978; Shortell and Zajac, 1990; Sarwary, 2020). Majoriteten av analyserare inkomster kommer från redan befintliga produkterna och kundsegment vilket gör att dessa bolag visar liknande karaktärsdrag som försvararna. Analyserare strategin är svårt att uppnå eftersom dessa företag måste vara snabbt på att anpassa sig till nya trender samtidigt som de upprätthåller den teknologiska effektiviteten (Miles et al., 1978).

2.4.2.1. Analyserare och kapitalstruktur

Företag som använder sig av en analyserare strategi kan växa både genom marknadspenetration och marknadsutveckling (Miles et al., 1978). En analyserare kännetecknas därför av en hög grad av finansiell stabilitet eftersom den här arketypen har en balanserad produktportfölj av "cash cows" och "stars" (Sarwary, 2020). Som tidigare diskuterat leder finansiell stabilitet till minskade kostnader. Dessutom har analyserare en lägre grad av innovation än exempelvis

prospektörer vilket innebär att kostnader gällande informationsasymmetri minskas. Finansiell stabilitet tillsammans med en låg grad av informationsasymmetri innebär att strategin medför låga risker för de företag som tillämpar den. Som tidigare diskuterat är långivarna mer villiga att låna ut till företag med låga risker.

Eftersom en del av strategin går ut på att hitta nya marknader och utveckla nya produkter innebär även detta en del utgifter på forskning och utveckling. Vilket resulterar i att en analyserare inte enbart kan finansiera sig med interna medel eftersom kapitalet ofta inte räcker till (Aghion et al., 2004). De har därmed incitament att välja skuldfinansiering eftersom avkastningskravet är lägre och kontroll över företaget inte övergår till externa aktieägare.

Hypotes 2a: En analyserare är positivt relaterad till användningen av skuldfinansiering på totalnivå (både kortfristiga och långfristiga skulder inkluderas).

Hypotes 2b: En analyserare är positivt relaterad till användningen av långsiktig skulder.

2.4.3. Försvare strategier

Företag som kännetecknas av en strategiorientering som innebär eftersträvandet av långsiktighet och stabilitet kallas för försvarare. Försvarare växer genom marknadspenetration. De nischer in sig på ett särskilt segment och gör det svårt för konkurrenter att göra intrång på dess marknad. Hos försvararna är bevarandet av marknadsandelen för att skapa en stabil position på marknaden viktigare än att hitta nya trender och nya marknader. Det är viktigt för dessa bolag att behålla ett gott rykte bland sina kunder och hos andra kärntressenter. Ett bolag med försvarare strategier ser gärna att organisationen standardiserar sina processer och minska på kostnaderna. I stället för att satsa på nya innovationer lägger dessa företag sina resurser på att lösa sitt "engineering" problem. Nämligen att effektivisera produktionsprocessen (Miles & Snow, 1978). En försvarare samlar på sig en massa data först som de sedan analyserar och utvärderar innan de utvecklar sina projekt (Hawrysz, 2020). Dock kan detta medföra en del risker. En försvarare förlitar sig endast på lönsamheten i sitt eget område och utsätter sig inte för drastiska förändringar. Detta kan leda till att försvararna blir ineffektiva och missar att adoptera sig till nya trender (Miles et al., 1978). Eftersom vår värld är i en konstant förändring kan deras långsamma och noggranna beslutsfattning öka strategins sårbarhet.

2.4.3.1. Försvarare och kapitalstruktur

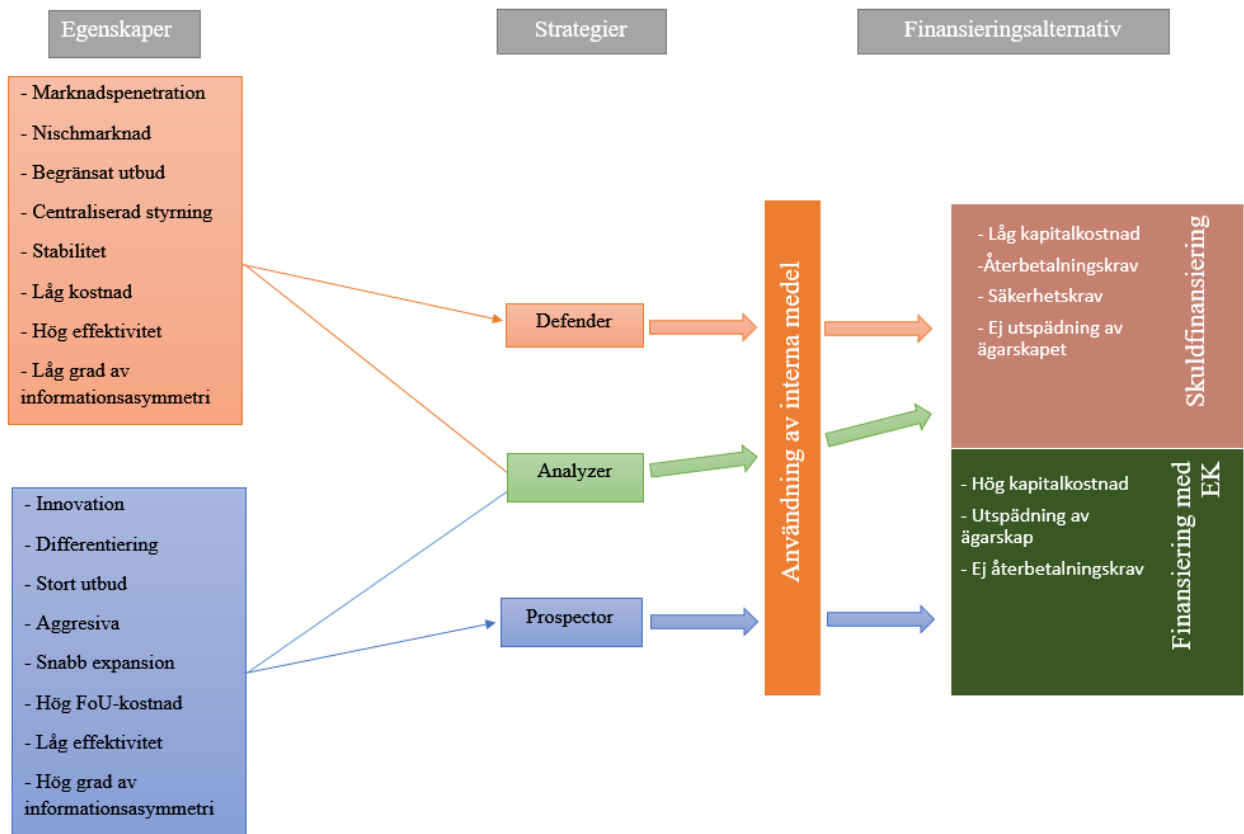
Enligt Miles et al. (1978) är försvarare generellt mer lönsamma än prospektörer. Detta på grund av att de har ett begränsat utbud av produkter vilket möjliggör prioriteringar av finansiella målsättningar (Govindarajan & Gupta, 1985; Simons, 1990). Tidigare studier har även visat att det finns en positiv korrelation mellan effektivitet och lönsamhet (Eling & Jia, 2019; Mostafa M.M, 2010). Detta innebär att företag som kännetecknas av hög effektivitet (försvarare) tenderar vara mer lönsamt i jämförelse med exempelvis en prospektör. En hög effektivitet leder också till att företagen kan och föredrar finansiera sig med internt kapital vilket TPO förespråkar. Dock när dessa företag är i behov av externt kapital är skuldsättningen förstahandsval eftersom alternativet är relativt billigt. Som tidigare diskuterat är försvarare stabila, effektiva, lönsamma och har låg informationsasymmetri. De är således mindre riskfyllda än andra strategier. På grund av sina egenskaper har försvararna lättare tillgång till skulder. Dessutom kännetecknas denna strategiorientering av en centraliserad styrning (Griffith et al., 2012). Därför har försvarare incitament att finansiera sig med skulder vid behov av externt kapital för att kvarhålla ägarskapet inom företaget.

Hypotes 3a: Försvarare strategi är positivt relaterad till användningen av skuldfinansiering på totalnivå (både kortfristiga och långfristiga skulder inkluderas).

Hypotes 3b: Försvarare strategi är positivt relaterad till användningen av långsiktig skulder.

Figur 3

Studiens forskningsmodell: Finansieringsmönster hos respektive strategi



3. Metod

I det här kapitlet kommer studiens tillvägagångssätt att behandlas. Med utgångspunkt i studiens syfte och frågeställningar kommer den relevanta forskningsfilosofi och forskningsansats att presenteras.

3.1. Vetenskaplig metod

Denna studie har som utgångspunkt i det syfte och de frågeställningar som formulerats genom problemdiskussion, vilket är centralt för metodvalet. Vår uppsats syftar till att bevisa relationer mellan två olika variabler (strategi och kapitalstruktur) genom att teorier testas mot empirisk data. Ett kvantitativt metodval är därför att föredra eftersom mätning och klargörande av orsaker är grundtanken i en sådan strategi (Chua, 2019). En positivistisk forskningsfilosofi och en kvantitativ forskningsansats är därför tillämpliga för denna studie.

3.1.1. Forskningsfilosofi

En forskningsfilosofi är en handlingsplan eller en forskningsstrategi som utformas med syfte att hjälpa forskaren att uppnå sitt mål. Handlingsplanen ska innehålla en bakomliggande idé om hur forskaren kan ta itu med det identifierade forskningsproblemet (Denscombe, 2018 sid 20). I boken "Research Methods for Business Students" har författarna Saunders et al. (2007) presenterat forskningsfilosofin positivism och interpretivism är de två filosofierna som har fått mer uppmärksamhet och även återkommit i andra böcker, exempelvis Lind (2014) och Denscombe (2018). Därmed kommer vi att endast behandla de här två filosofierna.

Inom positivism betraktas och hanteras den sociala verkligheten på ett liknande sätt som den fysiska verkligheten. Med andra ord tillämpas den naturvetenskapliga forskningsmodellen för att undersöka den samhälleliga världen. Den positivistiska forskningsfilosofin innebär vidare att hypoteser kan genereras utifrån teorier vilka sedan ska förklaras med hjälp av empirisk data. Fokuset ska därför ligga på insamling och analysering av de fakta som anknyts till fenomenet. Därmed kan forskaren vara objektiv och opartisk under hela forskningsprocessen (Denscombe, 2018; Saunders et al., 2007). Interpretivismen grundar sig däremot i utveckling av kunskap och insikt om människors övertygelser och erfarenheter. Detta görs genom att använda kvalitativa data såsom texter och bilder. Enligt interpretivismen är objektivitet inom forskning

omöjligt att uppnå eftersom forskaren, på grund av sin erfarenhet och identitet, redan har sina egna värderingar. Forskarens syn på världen påverkas av dessa värderingar. Därmed kan det sociala fenomenet bäst förstå genom en tolkningsprocess (Denscombe, 2018).

En positivistisk forskningsfilosofi innebär en möjlighet att generera hypoteser utifrån teori för att sedan ta ställning till förklaringar och kommer därför att användas i studien. Dessutom som möjliggör denna filosofin, till skillnad från den kvalitativa metoden, objektiva och neutrala reflektioner av forskningsproblemet (Denscombe, 2018 ; Lind, 2014). I denna uppsats har därför den positivistiska forskningsfilosofin använts.

3.1.2. Forskningsansats

Vid planering av forskningsstrategi måste forskaren bestämma sig huruvida denna ska använda en kvantitativ forskningsansats eller en kvalitativ forskningsansats. De är två kontrasterande ansatser. En kvantitativ forskning används i storskaliga forskningar där specifika variabler analyseras med hjälp av siffror och statistik. Däremot används en kvalitativ forskningsansats i småskaliga forskningar där syftet är att studera ett visst fenomen på djupet och erhålla detaljerad information om fenomenet (Denscombe, 2018). Den kvantitativa forskningsansatsen kommer att användas i denna uppsats eftersom den anknyts till den positivistiska vetenskapssynen som tidigare förklarats. Detta möjliggör en objektiv avspegling av det empiriska fenomenet (Lind, 2014).

Denna studie syftar till att analysera ett resultat, som avser att kartlägga och påvisa samband mellan strategiorientering och dess påverkan på kapitalstruktur. Lind (2014) har introducerat tre olika analysstrategier, deduktion, induktion och abduktion, som åsyftar samspelet mellan en undersöknings teoretiskt och empiriskt orienterade delar. Den deduktiva strategin kännetecknas av hypotesformuleringar som har utgångspunkt i kända teorier. Forskaren ska därefter samla in empirisk data och utföra hypotesprövningar för att avgöra huruvida hypoteserna bör förkastas eller accepteras (Bryman & Bell, 2017; Lind, 2014). Motsatsen till den deduktiva strategin är en induktiv strategi. Inom den induktiva strategin är teorianvändningen nedtonad. Forskaren ska istället utveckla nya teorier utifrån insamlad empirisk data (Bryman & Bell, 2017; Lind, 2014). En kombination av de nämnda metoderna resulterar i den abduktiva strategin där teorier används integrerat i arbetet med empiri. Syftet är att identifiera och utveckla teoretiska begrepp som kan fånga upp och belysa viktiga egenskaper hos fenomenet (Lind, 2014).

I denna studie har den deduktiva strategin använts. Detta eftersom studiens syfte är att utifrån de redan kända teorierna inom kapitalstruktur och strategiorientering skapa och pröva nya hypoteser gällande variablernas orsakssamband.

3.2. Urval

I denna studie har ett klusterurval använts. Med andra ord har vi med hjälp av Nasdaq OMX Nordic valt ut en grupp av företag med en viss grad av heterogenitet (Denscombe, 2018). I uppsatsen har vi avgränsat vår population och valt att endast studera hälsovårdsindustrin. Anledningen till detta urval är att denna sektor kännetecknas av en hög grad av informationsasymmetri vilket kan påverka kapitalstrukturen hos de tillhörande företagen.

En ytterligare avgränsning är att de företagen som valts ska vara börsnoterade på Nasdaq OMX Stockholm (Stockholmsbörsen) där reglerna, i synnerhet noteringskraven och informationsreglerna, syftar på att minimera informationsasymmetri mellan företagen och finansierarna. Företag som är noterade på Stockholmsbörsen har därmed större möjligheter att få tillgång till riskkapital (Nasdaq, 2019). Företag på Nasdaq OMX är indelade i tre segment, Large, Mid och Small cap. Indelningen beror på vilket marknadsvärde företagen har. I Large Cap presenteras de bolag som har ett börsvärde över 1 miljard euro. De företag som har ett börsvärde mellan 150 miljoner euro och 1 miljard euro presenteras i Mid Cap, Bolag med ett börsvärde understigande 150 miljoner euro presenteras i Small Cap (Nasdaq, 2020).

3.3. Datainsamling

Vi har genomfört en kvantitativ studie i form av en dokumentär forskning där dokument används som de primära datakällorna. Fördelen med den här metoden är att dokumenten innehåller stora mängder information och att forskarna kan få tillgång till källorna relativt enkelt till en relativt låg kostnad i jämförelse med de andra metoderna, exempelvis intervjuer eller enkätundersökningar. En annan fördel som dokumentär forskning har gentemot de tidigare nämnda metoderna är att studiens kvalitet inte beror på svarsfrekvenserna från deltagarna (Denscombe, 2018). Dock kan man ifrågasätta källornas trovärdighet eftersom de kan vara av dålig kvalitet och utan granskning (Denscombe, 2018). För att motverka detta problem används endast de tidigare forskningarna som är vetenskapligt granskade. Dessutom kommer årsredovisningarna att hämtas direkt från företagets hemsidor eller från andra trovärdiga databaser såsom Retriever Business.

Sökningen av relevanta litteratur genomfördes genom de tillgängliga forskningsmotorerna på Kristianstad Högskola, Lund Universitet och Yonsei University. De databaserna som huvudsakligen används är ScienceDirect, EBSCOhost, ProQuest och Emerald. I litteratursökningen väljs endast vetenskapligt granskade artiklar. Detta för att upprätthålla en hög akademisk standard. Efter att ha samlat in relevanta litteratur och gjort ett urval kunde den kvantitativa datainsamlingen påbörjas.

Det insamlade materialet består av kvantitativa data från bolag inom hälsovårdsindustri som är listade på Nasdaq Stockholm. Materialet omfattar företagets nettoomsättning, eget kapital, totala skulder, de långfristiga skulderna samt forskning- och utvecklingskostnader från respektive bolag. Insamlingen avser material från en femårsperiod mellan 2015 och 2019, i en viss mån även data från året 2020. Detta eftersom vissa organisation släpper årsredovisningar som tillfaller två olika år. Tillvägagångssättet för den kvantitativa datainsamlingen gick ut på följande sätt.

Först samlades det kvantitativa materialet in från databasen Retriever Business. För att säkerhetsställa att dataunderlaget är trovärdigt utfördes ytterligare en kvantitativ informationsinsamling från en annan databas, Infront. När denna datainsamling var fullbordad insåg vi att det finns en del brister gällande FoU-kostnader. Vi la märket till att databaserna inte tar hänsyn till de forskning- och utvecklingskostnader som står i noter på årsredovisningarna, vilket gav oss ett motiv att göra ytterligare en kvantitativ datainsamling. Det sista och slutliga tillvägagångssättet vidtogs genom att granska bolagens resultat- och balansräkningar samt noterna från årsredovisningarna. Därefter kunde datamaterialet föras över till en Excelfil som sedan användes för att beräkna olika nyckeltal. De nyckeltalen som hämtades och beräknades var företagets totala tillgångar, skuldsättningsgrad (D/E ratio), FoU-kostnader/nettoomsättning och långfristiga skulder/eget kapital under respektive år. Däremot har nyckeltalet RoA hämtats direkt från Retriever Business och inga egna beräkningar på lönsamhetsmättet har utförts. Dessa nyckeltal summerades och dividerades med antal år för att få fram ett medelvärde i respektive bolag. Anledningen till att vi har tagit femårs genomsnitt är för att få en mer rättvis bild på vilken strategiorientering företaget efterföljer långsiktigt.

3.4. Operationalisering

Operationalisering innebär att abstrakta och omätbara begrepp som översatts till mer konkreta och mätbara. Med andra ord utformar operationalisering specifika mätvärde som fångar in studien centrala innebörd (Körner & Wahlgren, 2008). I vår studie kommer syftet att vara kartläggning av orsakssambandet mellan organisatoriska strategier inom hälsovårdssektorn och dess kapitalstruktur. Genom att studera de oberoende variablerna tillsammans med de beroende variablerna kan mätresultat i den statistiska undersökningen påvisa om det finns ett kausalt samband eller inte. Detta uppnås med hjälp av en regressionsanalys. De oberoende variablerna som tas upp i denna studie är företagsstrategierna, försvarare, prospektör och analyserare. Strategierna mäts genom att studera företagets innovationsgrad och har en väsentlig grund för studiens statistiska undersökningar. Uppsatsen beroende variabel är företagets skuldsättningsgrad, i form av de långsiktiga skulderna. Genom att observera företagets skuldsättningsgrad kan studien framställa ifall där det förekommer något kausalt samband mellan strategierna och företagets skuldsättning. Vidare tas kontrollvariabler upp för att säkerhetsställa att kausaliteten mellan de oberoende variablerna och de beroende variablerna inte blir missvisande. De två kontrollvariabler som tas upp i det här arbetet är företagets storlek och lönsamhetsmättet RoA, *return on assets*.

3.4.1. Kontrollvariabler

Bryman och Bell (2017) förklarar att kontrollvariabler inte är av huvudintresse, utan att de främst syftar till att förtydliga hur beroende variabler påverkas av oberoende variabler. En kontrollvariabel hålls konstant och är inte själva del av experimentet. Med andra ord är en kontrollvariabel varken en beroende eller oberoende variabel. Även om en kontrollvariabel är konstant och inte mäts kan de ha en väsentlig innebörd för själva experimentet (Greelane, 2020). För att göra studien mer trovärdig och valid har två kontrollvariabler tagits med, RoA och företagsstorlek.

3.4.1.1. Lönsamhet

Nyckeltalet räntabilitet på eget kapital (ROA) är ett lönsamhetsmått som mäter företagets skicklighet att skaffa resurser sätta dem i bruk och sälja av i form av prestationer (Greve, 2016). Med andra ord beräknar RoA hur mycket avkastning de totala tillgångarna genererar (Berk & Demarzo, 2020). Måttet beräknas på följande sätt:

$$\text{RoA} = \text{Nettoomsättning} + \text{räntekostnaderna} / \text{totala tillgångar}$$

Ett företag som har ett högt ROA-tal visar att de är skickliga på att förvalta de tillgångar som finns i företaget, vilket i sin tur kan leda till att bolaget blir mer lönsamt. Tidigare studier har påvisat att det finns ett negativt samband mellan företagets lönsamhet och dess skuldsättningsgrad (Mugoša, 2015; M'ng et al., 2017). På grund av sin relevans har nyckeltalet använts som en kontrollvariabel. Som tidigare nämnt har inga egna beräkningar på lönsamhetsmättet utförts i den här studien.

3.4.1.2. Storlek

Enligt den Europeiska kommissionen (u.å.) bestäms ett företags storlek utifrån företagets totala anställda, omsättning och/eller totala tillgångar. M'ng et al. (2017) och Mugoša (2015) har visat att det finns ett positivt samband mellan företagets storlek, i form av omsättning, och dess kapitalstruktur. En annan studie som utfördes av Kaźmierska-Jóźwiak et. al. (2015) tittade på sambandet mellan storleken hos polska företag på Warsawbörsen och dess skuldnivå. Studien visade att det finns ett negativt samband mellan företagets storlek och den totala skuldnivån i bolagen. Mer konkret indikerar de större bolagen att ha en lägre skuldsättningsnivå vilket författarna menar är i överensstämmelse med *The pecking order theory*. Enligt studierna har företagets storlek en avgörande påverkan på företagets kapitalstruktur. Vi anser därför att denna faktor är viktig och har tagits med i uppsatsen som en kontrollvariabel eftersom de företagen vi studerar varierar i storlek. I enlighet med den europeiska kommissionen har denna studien använt nyckeltalet totala tillgångar för att mäta företagets storlek.

$$\text{Totala tillgångar} = \text{Totala skulder} + \text{Totalt eget kapital}$$

3.4.2. Beroende variabler

Uppsatsen går ut på att testa sambandet mellan två olika faktorer, där den ena faktorn kan påverka resultatet hos den andra faktorn. En beroende variabel är den faktorn som förändras på grund av förändringar i den oberoende variabeln (Denscombe, 2018). Eftersom denna studie syftar till att undersöka huruvida företagsstrategier kan påverka företagets kapitalstruktur är skuldsättningsgraden således den beroende variabeln.

3.4.2.1. Skuldsättningsgraden

Företagets skuldsättningsgrad är ett nyckeltal som används för att bedöma den finansiella risken i ett bolag. Skuldsättningsgraden kan beräknas på olika sätt och har använts i flera kapitalstrukturstudier (Bartoloni, 2013; Margaritis & Psillaki, 2007; Mugoša, 2015; M'ng et al., 2017). I denna studie kommer skuldsättningsgradsformeln Debt-to-Equity ratio att användas. Som namnet tyder på beräknas skuldsättningsgraden som kvoten mellan totala skulder och eget kapital:

$$\text{Skuldsättningsgrad}_{[TS]} = \text{totala skulder} / \text{totala eget kapital}$$

Om skuldsättningsgraden är över 1 innebär det att företagets skulder är större än det egna kapitalet. Däremot om skuldsättningsgraden är under 1 betyder det att det egna kapitalet större än bolagets skulder. Skuldsättningsgrad är med andra ord ett mått på hur stora skulderna är i förhållande till det egna kapitalet (Fernando, 2021).

Förutom att beräkna företagets skuldsättningsgrad på totalnivå kommer denna uppsats även att ta hänsyn till företagets långfristiga skulder i förhållande till det totala egna kapitalet. Motivet bakom detta är att när vi använder totala skulder i beräkningen av skuldsättningsgrad inkluderas kortfristiga skulderna. Därmed finns även leverantörsskulder i modellen, som enligt Winborg och Landström (2001) är förknippad till bootstrappingsmetoder som de flesta företag har tillgång till. Exempelvis kan det förekomma att bioläkemedelsbolag med prospektör strategi har högre leverantörsskulder än andra företag med försvarare eller analyserare strategi. Detta möjligen skulle kunna leda till att den teoretiska referensramen inte håller och resultatet kan bli missvisande. En enskild regressionsmodell har därför skapats för att endast titta på huruvida det finns någon kausalitet mellan företagsstrategi och användningen av långsiktiga skulder. Den andra formeln på skuldsättningsgraden är:

$$\text{Skuldsättningsgrad}_{[LS]} = \text{totala långfristiga skulder} / \text{totala eget kapital}$$

3.4.3. Oberoende variabler

En oberoende variabel är den eller de variabler som orsakar förändringar i den beroende variabeln och som inte alls påverkas av den beroende variabeln (Denscombe, 2018). I denna uppsats är företagsstrategier försvarare, prospektör och analyserare de oberoende variablerna. Dessa tillämpas för att undersöka vilka effekter de har på kapitalstrukturen hos olika företag.

3.4.3.1. Företagsstrategier

Miles et al. (1978) har i sin studie fastställt att prospektörer är innovatörer som är ute efter nya marknader och produkter medan försvarare är företag som växer genom marknadspenetration och kostnadsbesparingar. Vidare är analyserare en blandning av de två tidigare nämnda strategierna. Relationen mellan innovation och FoU-kostnader och påvisats vara positiv och signifikant (Akcali & Sismanoglu, 2015; Bulent & R.Baris, 2012). Med andra ord har innovativa företag högre kostnader för forskning och utveckling. Simons (1990) har i sin studie undersökt två olika företag, A och B, för att illustrera hur företagsledningen kan använda formella styrsystem tillsammans med företagsstrategier för att uppnå konkurrensfördelar. I artikeln har författaren definierat företag A som en försvarare och företag B som en prospektör. Författaren har gjort en jämförelse mellan hur mycket respektive företag investerar i FoU. Simons (1990) konstaterade att företag A spenderar i genomsnitt 4% av sin nettoomsättning på FoU medan företag B spenderar cirka 10% av sin nettoomsättning på FoU.

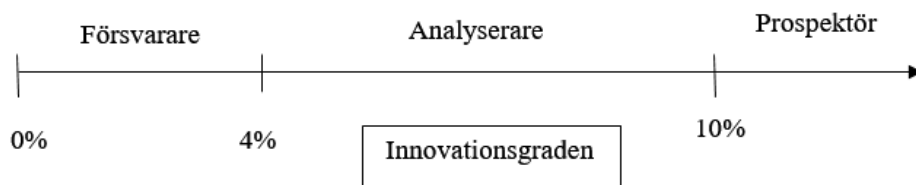
Med grund i Simons (1990) har vi kunnat klassificera utvalda företag efter de ovannämnda företagsstrategier. Genom att ta de genomsnittliga FoU-kostnader som företaget har haft under de senaste åren dividera med nettoomsättningen kunde vi få fram hur mycket varje företag spenderar på forskning och utveckling. Just i denna studie kommer resultatet som fås fram att kallas för innovationsgrad.

$$\text{Innovationsgraden} = \frac{\text{Genomsnittliga FoU-kostnader(5-år)}}{\text{Genomsnittliga Nettoomsättning(5-år)}}$$

De företagen med innovationsgraden 4% eller mindre på FoU-aktiviteter klassificeras som försvarare. Om bolagens innovationsgrad är större än 4% men mindre än 10% anses de vara analyserare. Prospektörer är de företagen med en innovationsgrad på 10%. I dataunderlaget finns det ett flertals företag som har stora FoU-kostnader men som inte alls har någon nettoomsättning under de senaste 5 åren. Dessa företag kommer att automatiskt klassificeras som prospektörer. Klassificeringen illustreras nedan i figur 4.

Figur 4

Klassificering av strategi utifrån innovationsgraden



Utifrån de beräkningar som utfördes på företagen kunde vi konstatera tydliga skillnader mellan företagens innovationsgrad för de olika strategierna. Bactiguard holdning är det bolag som har högst innovationsgrad för de klassificerade försvararna, därav företags innovationsgrad låg på 3,33%. Vid granskning av de observerade analyserarna ligger innovationsgraden mellan intervallet 6,42% till 8,76%, där C-RAD B är det bolag som hade lägst innovationsgrad och Medvir B är det bolag som hade högst innovationsgrad. Det företag som har lägst innovationsgrad bland prospektörerna är Elekta B, som återinvestera 10,35% av sin genomsnittliga nettoomsättning på forskning och utveckling. Dock kunde vi konstatera att de observerade prospektörernas innovationsgrad är väldigt bred och ojämn, därav de flesta bolag lägger 100 procent eller mer av sin nettoomsättningen på FoU.

3.5. Reliabilitet och validitet

Två väsentliga begrepp för samtliga vetenskapliga studier är validitet samt reliabilitet. Reliabilitet bestämmer i vilken utsträckning datainsamlingsmetoder eller analysmetoder ger konsekventa resultat, medan validitet avser i vilken utsträckning datainsamlingsmetoden exakt mäter vad de är avsedda för att mäta. Mätinstrument kan vara reliabla och inte valida ifall de mäter något konsekvent, men mäter konsekvent fel sammansättning (Bryman & Bell, 2017). Likaledes kan mätinstrument vara valida och inte reliabla ifall de mäter rätt sammansättning utan att göra det konsekvent (Bhattacharjee, 2012). Bhattacharjee (2012) menar att tillförlitligheten i forskningsstudier kan liknas en måltavla där forskaren eftersträvar att nå tavlans kärna. För att göra det möjligt och uppnå hög tillförlitlighet krävs det således att studien är reliabel samt valid (Bryman & Bell, 2017; Bhattacharjee, 2012).

3.5.1. Reliabilitet

I kort och gott kan reliabilitet förklara en studie tillförlighet. Med andra ord berör det frågan ifall studien görs om på nytt kommer det då ge samma resultat, eller påverkas resultatet av slumpmässiga och tillfälliga betingelser (Bryman & Bell, 2017). För att en studie ska anses vara tillförlitlig måste följande krav uppfyllas: stabilitet och intern reliabilitet.

Stabilitet innebär att måtten som mäts ska vara stabila över en längre tid och inte fluktuera. Med andra ord innebär det att studiens resulterande mätningar ska vara följdriktighet och inte skilja sig för mycket åt från andra kommande mätningar som avser samma mätinstrument. I en deduktiv studie som denna bör resultat som visar ett orsakssamband mellan företagsstrategier och kapitalstruktur inte skilja sig alltför mycket jämfört med senare undersökningar. Intern reliabilitet rör frågan om huruvida indikatorerna som består av en skala eller ett index är pålitliga och konsekventa. Detta innebär alltså att studien måste kunna säkra om indikatorerna har ett samband mellan varandra (Bryman & Bell, 2017). I den här studien kan intern reliabilitet kunna förklaras med hjälp av de organisatoriska strategierna och kapitalstrukturen. I fall kausala samband upptäcks i en industri mellan organisatoriska strategier och dess kapitalstruktur bör detta även förekomma i andra industrier.

3.5.2. Validitet

Som Bhattacharjee (2012) nämner kan en forskningsstudie både vara valid och inte. Tillskillnad från reliabilitet betraktar validiteten i studien om det som mäts har en relevans till studiens innebörd. Med andra ord innebär validitet att bedöma om slutsatserna från mätningen hänger ihop eller inte. Den grundläggande frågan som undersökningsobservatorerna bör ställa sig är: Är det rätt typ av data som används och har denna data uppmäts på rätt sätt (Denscombe, 2018).

Bryman och Bell (2017) delar upp begreppet validitet i två olika indelningsgrupper, intern och extern validitet. Intern validitet handlar om kausala sambandet mellan två eller flera variabler. Med andra ord bör en studie kunna vara säker på att det är de oberoende variablerna som påverkar de beroende variablerna och inte andra faktorer. Om vi utgår ifrån denna studie bör undersökningen kunna säkerhetsställa att det är organisatoriska strategier som påverkar kapitalstrukturen och inte andra variabler. Genom att ta upp kontrollvariabler kan risken för att resultatet i undersökningen bli mer tillämpad och minska missvisning (Bryman & Bell, 2017). Extern validitet behandlar frågan om resultatet från undersökningen kan generaliseras eller inte.

I vår studie har ett urval på 58 olika bolag från fem olika branscher granskats. Detta skapa en variation av olika företag vilket stärker studiens externa validitet.

3.6. Statistisk tillvägagångssätt

För att analysera studiens orsakssamband mellan de beroende och oberoende variabler har olika metoder används. De statistiska metoder som används i studien är korrelationsanalys, multikorrelinäritetanalys och regressionsanalys. Regressionsmodellen som används i studien är en linjär multipel regression, vilket innebär att analysen sker mellan flera mätvärden. De mätvärden som studeras är två olika beroende variabel och flera förklarande variabler, ett samlingsbegrepp för de oberoende och kontrollerande variablerna (Körner & Wahlgren, 2008). I den här studien kommer de förklarande variablerna bestå utav företagsstrategier, lönsamhet och företagsstorlek. De beroende har som tidigare nämnts består av skuldsättningsgraden, med hänsyn till två olika kategorier, där den ena tar hänsyn till företagets totala skulder medan den andra tar endast hänsyn till de långfristiga skulderna. Detta för att försäkra att de kortfristiga skulderna inte har någon speciell påverkan på kapitalstrukturen. Pearsons korrelationsanalys har tillämpats för att se om det finns några signifikanta samband mellan de oberoende, beroende och kontrollvariablerna. För att se ifall de förklarande variablerna inte korrelera mycket med varandra har VIF modellen, en multikollinearitetsanalys utförts.

3.6.1. Pearsons korrelation

Pearsons korrelationsanalys upplyser signifikanta samband mellan variablerna som har presenterats tidigare i uppsatsen. Korrelation är ett statistiskt begrepp som beskriver hur starkt sambandet mellan två variabler är (Körner & Wahlgren 2008). Vidare förklarar författarna att korrelationen kan mätas med hjälp en korrelationskoefficient, vilket kan antas de värdena mellan -1 och 1. Ett tal från 0 och 1 innebär att det finns ett positivt samband mellan de variabler som mäts medan ett tal från -1 och 0 innebär att ett negativt samband. Ju längre ifrån korrelationskoefficienten är från 0 desto starkare är sambandet (Körner & Wahlgren, 2008). En positiv koefficient innebär att det finns en positiv relationen mellan den organisatoriska strategin och skuldsättningen. En negativ korrelationskoefficient innebär att den observerade strategin har ett negativt samband i förhållande till företagens skuldsättningsgrad. I denna studien har Pearsons korrelationsanalys tillämpats.

3.6.2. Multipel regressionsanalys

En linjär multipel regressionsanalys beskriver sambandet mellan flera förklarande variabler och en beroende variabel. Fördel med att använda en regressionsmodell är att den kan adressera en mängd olika forskningsfrågor samt minimera risken för att dra personliga slutsatser från det insamlade materialet (Pallant, 2010). Detta hjälper forskaren att fatta beslut huruvida en hypotes bör förkastas eller inte.

Tillvägagångssättet utfördes via SPSS som är ett statistiskt datorprogram. Strategierna kodades om till dummyvariabler, detta eftersom strategierna inte är kvantitativa variabler. En dummyvariabel är en kvalitativ variabel som kodas om till en siffra, 1 eller 0. Kodningen sker eftersom regressionsanalysen skall kunna urskilja de kvalitativa variablerna från varandra under den statistiska körningen (Körner & Wahlgren, 2015). För att exemplifiera detta kan till exempel AstraZenecas företagsstrategi (prospektör) kodas om till 1 och de andra strategierna till 0. Detta för att testet ska kunna uppfatta att AstraZeneca är en prospektör och inte en försvarare eller en analyserare. Kodningen har skett för samtliga bolag i dataunderlaget.

3.6.3. Hypotesprövning

Körner och Wahlgren (2015) förklarar att en statistisk hypotesprövning bedömer trovärdigheten i hypoteserna med hjälp av ett slumpmässigt urval. Vid en hypotesprövning formuleras alltid en nollhypotes (H_0) och en mothypotes (H_1). En nollhypotes innebär att det inte förekommer någon skillnad mellan det som mäts och en mothypotes innebär att det förekommer en skillnad. Signifikansnivå är ett värde som sätts inför en statistisk hypotesprövning och utgör sannolikheten för att nollhypotesen förkastas. Med andra ord kan signifikansnivån förklaras som det kritiska området där nollhypotesen förkastas. Vanligtvis brukar signifikansnivån sättas till 5 procent, detta för att inte acceptera en falsk nollhypotes (Körner & Wahlgren, 2015). Därför kommer den här studien förhålla sig till en signifikansnivå på 5 procent eller mindre.

Vidare förklarar Körner och Wahlgren (2015) att en statistisk hypotesprövning testar nollhypotesen genom beräkna p-värdet. P-värdet utgörs från de statistiska beräkningarna som förklarar sannolikheten för att nollhypotesen är sann eller inte. P-värdet jämförs sedan med signifikansnivån detta för att se om nollhypotesen ska förkastas. Är p-värdet lägre än signifikansnivån förkastas nollhypotesen men är p-värdet högre än signifikansnivån accepteras nollhypotesen. Ett p-värde som är lägre än 0,01 innebär att testet visar en väldigt stark

signifikant skillnad (Körner & Wahlgren, 2015). Vid hypotesprövning kan även ett F-värde användas för att se ifall hypoteserna förkastas eller inte. När det kalkylerade F-värdet är lägre än det kritiska F-värde accepteras nollhypotesen vilket innebär att mothypoteserna förkastas. De hypoteserna som vi tidigare har formulerats är i det här fallet mothypoteser. Det innebär att om p-värdet är lägre än signifikansnivå, eller om det observerade F-värdet är större än det kritiska F-värdet, accepteras våra hypoteser.

3.6.3. Multikollinjäritetsproblem

Vid implementeringen av en multipel regressionanalys är det viktigt att studera multikollinjäriteten mellan de olika variablerna. Multikollinjäritet uppstår när de förklarande variablerna har en stark korrelation med varandra, vilket kan innebära att de mäter samma sak. När dessa oberoende variabler tas med i samma modell kan det leda till mer osäkra skattningar gällande de förklarande variablernas enskilda påverkan på den oberoende variabeln (Körner & Wahlgren, 2015). För att förebygga problemet där flera prediktorvariabler med starka korrelationer tas med i regressionsmodellen har vi tagit hänsyn till varians inflationsfaktorn (VIF) hos variablerna. VIF är ett mått på graden av multikollinjäritet som förekommer hos variablerna i regressionsmodellen. Enligt James et al. (2013) är det minsta VIF-värde 1, som indikerar att det inte uppstår något multikollinjäritet i modellen. När VIF-värdet är större än 5 innebär det att multikollinjäritetsproblemet finns och variabeln bör därför plockas bort från regressionsmodellen. Med hjälp av SPSS har vi kunnat beräkna varians inflationsfaktorn hos variablerna. Det högsta VIF-värdet som förekommer bland variablerna i denna studie är 1,188. Detta innebär att multikollinjäritetsproblemet inte finns i våra regressionsmodeller (se 4.3.1 och 4.3.2).

4. Resultat

I det här kapitlet redovisas och analyseras resultatet från de statistiska tester som utförts i studien. Med grund i tidigare litteratur testas våra hypoteser med resultatet från testerna och avgör ifall hypoteserna förkastas eller inte.

4.1. Deskriptiv statistik

Resultatet grundar sig på data som hämtats från årsredovisningarna mellan åren 2015–2019/2020. Totalt har 54 svenska företaget inom hälsovårdssektorn analyserats. Bolagen som har selekterats är verksamma inom hälsovårdsindustrin och är listade på small, mid och large cap Nasdaq OMX Stockholm. Av de 54 bolag som studerats kan vi finna att 36 av företagen använder sig av en prospektör strategi, vilket utgör 66,7 procent av populationen. Försvarare strategin är den mellersta gruppen som består av 12 bolag och utgör 22,2 procent av det totala antalet. Den minsta gruppen, analyserare rymmer totalt 6 bolag och utgör 11,1 procent av den totala populationen, se tabell 1.

Tabell 1

Frekvenstabellen - Organisationsstrategier inom hälsovårdssektorn i Sverige

Strategi	Frekvens	Procent	Kumulativ procent
Prospektör	36	66,7	66,7
Analyserare	6	11,1	77,8
Försvarare	12	22,2	100
Total	54	100,0	

4.2. Korrelation

Som tidigare nämnts har Pearsons korrelation nyttjats för att se ifall det finns någon samband mellan de olika variablerna. Enligt pearsons korrelationsmatris har prospektörer en svag negativ korrelation med Skuldsättningsgrad_[TS] med en korrelationskoefficient (r) på -0,021. Strategins korrelation med måttet Skuldsättningsgrad_[LS] där $r = 0,192$. Även analyserarna har en negativ korrelation med både Skuldsättningsgrad_[TS] och Skuldsättningsgrad_[LS] där $r = -0,205$ och $-0,191$ respektive. Med andra ord använder prospektörer och analyserare sig mindre av

skuldfinansiering. Försvarare strategin har däremot en positiv korrelation med de båda skuldsättningsgradsmåtten med $r = 0,179$ respektive $0,362$. Det innebär således att försvararna tenderar att skuldfinansiera sin verksamhet, framför allt med långfristiga skulder. Gällande dummyvariablerna (företagsstrategier) hittas negativa korrelationer mellan strategierna. Det betyder att ett företag kan bara använda sig av en strategi i taget. Med andra ord kan inte exempelvis prospektörer vara försvarare eller analyserare och vice versa.

Det som även framgår i tabell 2 är företagsstorlek och lönsamhetsmättet RoA har en positiv korrelation. Vidare visar matrisen att variabeln företagsstorlek är negativt korrelerad med strategi prospektör, $r = -0,153$. En svag negativ korrelation mellan denna variabel och analyserare kunde hittas där ($r = -0,007$). Hos försvarare är korrelationskoefficienten $0,179$ vilket innebär ett positivt samband med variabeln storlek. Strategi försvarare är dessutom positiv och signifikant korrelerad med lönsamhetsmättet RoA där $r = 0,27$. I kontrast är sambandet mellan prospektörer och RoA negativt ($r = -0,339$). Slutligen har RoA och analyserare en positiv korrelation med en koefficient på $0,151$.

Tabell 2

Pearson's correlation

Variabler	1	2	3	4	5	6
1 Skuldsättningsgrad _[TS]						
2 Skuldsättningsgrad _[LS]	,552**					
3 Storlek (totala tillgångar)	,178	,684**				
4 Lönsamhet (RoA)	-,076	,186	,258			
5 Prospektör	-,021	-,192	-,153	-,339*		
6 Analyserare	-,205	-,191	-,007	,151	-,500**	
7 Försvarare	,179	,362**	,179	,270*	-,756**	-,189

N = 54

*Kommentar: ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$*

4.3. Resultat av regressionsanalys

Genom att utföra multipel regressionsanalys har vi kunnat testa studiens hypoteser, hur strategiorientering påverkar företagets kapitalstruktur. Det går att undersöka om det finns en statistiskt signifikant kausalitet mellan två eller flera variabler med hjälp av en analysen (Körner & Wahlgren, 2015). I denna studie har regressionsanalysen utförts två gånger. Under det första utförandet har variabeln Skuldsättningsgrad_[TS] använts som den beroende variabeln för att testa om det finns något signifikant orsakssamband mellan företagsstrategi och företagets användning av skuldfinansiering på totalnivå. I den andra regressionen har endast de långsiktiga skulderna, alltså variabeln Skuldsättningsgrad_[LS], tagits hänsyn till. Som tidigare diskuterat finns det misstanke om att det kan finnas skillnader i resultat mellan regressionsmodellerna. Detta är anledningen till att studiens regressionsanalys har delats upp på två sätt, total nivå och långfristiga skulder.

4.3.1. Regressionsanalys för modellen på totalnivå.

I denna modell används totala skulder vid beräkning av företagets skuldsättningsgrad. Regressionsmodell är insignifikant ($p = 0,244$ och $F_{\text{obs}} = 1,412 < F_{\text{Kritiskt}} = 2,56$). En justerad R^2 på 0,03 innebär att endast 3% av variationen i skuldsättningsgraden kan förklaras av de förklarande variablerna. Resultatet från tabell 3 visar att betavärdet (B) hos prospektörer ligger på 0,259 och p-värdet är större än 0,05 vilket innebär att hypotes 1a förkastas. Hos analyserarna är $B = -0,479$ och $p > 0,05$. Detta betyder att hypotes 2a förkastas. Även hypotes 3a förkastas eftersom $B = 0,368$ och $p > 0,05$ hos försvararna. Vidare har lönsamheten (RoA) $B = -0,002$ och storleken $B = 0,096$. Dock är även p-värde hos dessa kontrollvariabler större än 0,05. Vi kan därmed dra slutsatsen om att samtliga förklarande variabler har inga signifikanta påverkan på företagets användning av skulder på totalnivå.

Tabell 3*Regression för totala skulder*

	Skuldsättningsgrad _[TS]	
<i>Oberoende variabler</i>	B	Std.Error
Prospektör	,259	,511
Analyserare	-,479	,441
Försvare	,368	,345
Lönsamhet (RoA)	-,002	,002
Storlek (totala tillgångar)	,096	,072
Total Regression		
Justerad R ²	,03	
F-värde	1,412	
Sig.	,244	
Högst VIF	1,188	
N = 54		

*Kommentar: ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$*

4.3.2. Regressionsanalys för modellen där endast långsiktiga skulder används

Samma tillvägagångssätt har gjorts för att studera orsakssambandet mellan företagsstrategier och användningen av långfristiga skulder. Till skillnad från tidigare regressionsmodell där totala skulder används i beräkningen av den beroende variabeln är denna regressionsmodell signifikant ($p = 0,000$ och $F_{\text{obs}} = 14,849 > F_{\text{Kritiskt}} = 2,56$). Justerad R² visar att 51,1 % av variationen i Skuldsättningsgrad_[LS] kan förklaras av de oberoende variablerna, vilket innebär en väsentligt förbättring i jämförelse med modellen på totalnivå. Dummyvariabeln prospektör visar ett betavärde på -0,600 och $p < 0,01$ och styrker acceptansen av hypotes 1b. Hos analyserare är $B = -0,178$ och $p > 0,05$ vilket innebär att hypotes 2b förkastas. Slutligen accepteras hypotes 3b eftersom resultatet i tabell 4 visar att $B = 0,216$ och $p < 0,05$ hos försvararna. Gällande de kontroll variablerna har en positiv och statistiskt signifikant kausalitet mellan företagsstorlek och företags användning av långsiktiga skulder hittats ($B = 0,134$ och $p < 0,01$). Lönsamhetsmättet RoA har däremot en regressionskoefficient på 0,000 och $p > 0,05$. Huruvida det finns någon kausalitet mellan lönsamhet och användning av långsiktiga skulder kan vi därför inte påvisa.

Tabell 4*Regression för långsiktiga skulder*

	Skuldsättningsgrad _[LS]	
<i>Oberoende variabler</i>	B	Std.Error
Prospektör	-,600**	,146
Analyserare	-,178	,127
Försvare	,216*	,099
Lönsamhet (RoA)	,000	,001
Storlek (totala tillgångar)	,134**	,021
Total Regression		
Justerad R ²	,511	
F-värde	14,849	
Sig.	,000	
Högsta VIF	1,188	
N = 54		

*Kommentar: ** $p < 0.01$, * $p < 0.05$*

5. Analys och diskussion

I detta kapitel analyseras resultat av regressionsmodellerna. Analysen av resultaten kommer även att återkopplas till den teoretiska referensramen och diskuteras utifrån tidigare forskning.

5.1. Analys och diskussion av regressionsmodell på totalnivå

Regressionsmodellen i tabell 3 visar att företagsstrategi inte har någon signifikant påverkan på kapitalstrukturen när beräkningen av skuldsättningsgrad som utgår från de totala skulderna. Utifrån resultatet kan vi se att strategierna prospektörer och försvarare har en positiv påverkan på användning av skuldfinansiering på totalnivå. Däremot har analyserare en negativ påverkan på Skuldsättningsgrad_[TS]. Dock är koefficienterna för strategierna icke-signifikanta eftersom p-värdena för respektive strategi är mindre än 0,05. Vi kan därmed inte påvisa något samband mellan strategiorientering och kapitalstruktur, när totala skulder används i beräkningen av skuldsättningsgrad. Resultatet innebär att företagsstrategi inte är en av de påverkande faktorer vid företags beslut om finansieringsalternativ. Anledningen till detta är, som vi har beskrivit ovan, att leverantörsskulderna möjligen kan ha förvrängt bilden. Exempelvis på detta kan företag ha olika stora leverantörsskulder beroende på sin affärsmodell (tillverkningsföretag kanske har större leverantörsskulder än tjänsteföretag).

Som tidigare diskuterat har företag olika grad av informationsasymmetri beroende på vilken strategi de använder. Enligt The pecking order theory ska därför kapitalstrukturen se annorlunda ut hos de olika företagen eftersom asymmetrisk information leder till ökade risker. Således är vårt resultat, baserat på denna modell, inte i enighet med TPO. Detta eftersom vi inte har kunnat påvisa att företagsstrategier (olika strategier innebär olika grad av informationsasymmetri) har en påverkan på kapitalstrukturen hos de studerade företagen. Resultatet från vår modell skiljer sig även från Yıldırım och Çelik (2020). Författarna har i sin studie påvisat att det finns ett samband mellan risk och skuldsättningsgrad. Nämligen att företag med lägre risk föredrar skuldfinansiering medan företag med högre risk föredrar andra alternativ, exempelvis aktiefinansiering. Dessutom har Mustaruddin et al. (2017) hittat ett samband mellan informationsasymmetri och användningen av skuldfinansiering som tyder på att företag med

hög asymmetrisk information tenderar att ha högre skuldsättningsgrad. Även i denna studie är resultatet annorlunda från vår modell.

5.2. Analys och diskussion av av regressionsmodell där endast långsiktiga skulder används

Däremot är regressionsmodellen i tabell 4 statistiskt signifikant när vi endast har tagit hänsyn till de långsiktiga skulder. Det visar sig att prospektörer har en negativ och signifikant påverkan på företagets skuldsättningsgrad. Sambandet bekräftas av korrelationsmatrisen som tyder på en negativ korrelation mellan variablerna Prospektör och Skuldsättningsgrad_[LS]. Med andra ord har företag med en högre grad av informationsasymmetri och större risker svårare att få tillgång till långsiktiga lån och måste därmed vända sig till aktieägarna vid behov av kapital. Dessutom finns det en negativ korrelation mellan prospektörer och lönsamhet samt storlek. Möjligtvis tyder detta på att prospektörer tenderar att vara mindre bolag, med lägre lönsamhet.

Gällande försvarare och Skuldsättningsgrad_[LS] påvisar regressionsmodellen en positiv och statistiskt säkerställd kausalitet. Således betyder det att försvarare strategi har en positiv påverkan på användning av långsiktiga skulder vid behov av externt kapital. Försvarare strategi är vidare positivt korrelerad med både lönsamhet och storlek. Det innebär att de ofta är stora och lönsamma företag samt relativt lägre risker som tidigare beskrivits i uppsatsen. Vårt resultat visar därmed att dessa stora och lönsamma företagen har en tendens att finansiera sig med långfristiga skulder sig vid behov av externt kapital.

Vårt fynd stämmer överens med TPO som förklarar att företag med en relativt låg grad av informationsasymmetri (försvararna) har lättare tillgång till skulder än företag med en högre informationsasymmetri (prospektörer). Detta kan möjligen förklaras av att försvararna har ett begränsat utbud av produkter och fokuserar på en nischmarknad. Det kan betyda att företag med denna strategiorientering eventuellt har långsiktiga relationer med marknadens aktörer. Följaktligen minskas informationsasymmetri mellan en försvarare och dess intressenter. När tillgång till information är lättare tillgänglig är långgivarna mer villiga att låna ut till dessa företag. En potentiell anledning till den låga skuldsättningsgraden hos prospektörer är, som tidigare diskuterat, att de är relativt mer riskfyllda eftersom de hela tiden är ute efter nya produkter och marknader. Detta leder vidare till att de har en högre grad av

informationsasymmetri. Givet riskerna är långivarna mindre villiga att bevilja lån till företag med prospektör strategi.

Utfallet från denna modell drar paralleller även med Danso et al. (2019). I sin studier har författarna hittat en negativ korrelation mellan informationsasymmetri och skuldsättningsgrad. Vilket indikerar att när asymmetrisk information uppstår mellan företaget och dess finansiärer, tenderar företagsledningen att vända sig till aktieägarna. Vårt resultat står dock i kontrast med Sony och Bhaduri (2021) som i sin studie visat att företag med lägre grad av informationsasymmetri har incitament att aktiefinansiera sin verksamhet. Enligt författarna är anledningen att när det finns mycket information tillgänglig blir inte aktiepriserna hos dessa företag underprissatta av marknadsaktörer.

Hos strategin analyserare är kausaliteten mellan denna strategin och användningen av långsiktiga skulder negativ men icke-signifikant. Vi kan därmed inte påvisa något samband mellan strategin och Skuldsättningsgrad_[LS]. Som tidigare nämnt visar vårt resultat att finns det en positiv korrelation mellan lönsamhet och storlek vilket innebär att stora företag tenderar att vara lönsamma. Vår analys av korrelationsmatrisen visar dock att analyserare företag har en svag och negativ korrelation med storlek men en positiv korrelation med lönsamhet. Detta motsäger sambandet mellan lönsamhet och storlek vilket potentiellt kan leda till den icke-signifikanta kausaliteten ovan. En annan möjlig förklaring till detta är att dataunderlaget för strategin inte är tillräckligt stort för att kunna påvisa något samband eftersom endast 6 av 54 företag i underlaget tillhör denna strategi.

6. Slutsats

I det sista kapitlet sammanfattas uppsatsen och därtill ska forskningsfråga besvaras med hjälp av slutsatser från analysen. Slutligen presenteras bidrag, begränsningar och förslag för framtida studier.

6.1. Sammanfattning och besvarande av forskningsfråga

Syftet med denna studie är att studera orsakssambandet mellan olika företagsstrategier och val av kapitalstruktur. Denna uppsats riktar sig mot svenska börsnoterade bolag inom hälsovårdsindustrin. Uppsatsen har utgått från tidigare studier och använts redan kända teorier inom organisatorisk strategi och kapitalstruktur. Empiriska dataunderlag för 54 företag som uppfyller våra kriterier har samlats in från databasen Retriever Business samt företagens årsredovisningar för perioden 2015–2019/2020.

Med grund i *The pecking order theory* har vi försökt att förklara kausaliteten mellan strategiorienteringen och kapitalstrukturen. Företag kan klassificeras utifrån det övergripande målet med verksamheten, nämligen att vara innovativa och hitta nya marknader eller nischar sig och vara verksam i en stabil marknad. Det finns även företag som är en mix av båda. Beroende på vilken strategi företaget väljer är den mer eller mindre riskfylld än andra företag. Exempelvis är innovativa företag kända för att vara riskfyllda eftersom det finns en högre grad av informationsasymmetri. TPO förklarar att företags val av finansieringsalternativ beror på den informationsasymmetri som finns mellan företaget och externa aktörer. Ju högre informationsasymmetri är, desto större blir kapitalkostnaden eftersom finansiärer har olika riskprofiler och avkastningskrav. Genom att analysera de insamlade data har vi kunnat besvara vår forskningsfråga:

- Har organisatoriska strategier någon signifikant påverkan på kapitalstruktur inom hälsovårdssektorn i Sverige?

Kapitalstrukturen som beskrivits ovan innebär hur stor andel av företagets skulder är relativt dess eget kapital. Ett mått som används för att mäta företagets kapitalstruktur är skuldsättningsgraden. För att uppnå syftet med studien, nämligen att besvara forskningsfrågan,

har två regressionsmodeller genomförts. De två regressionsanalyser som utförts har gett olika svar. Vi kan därmed konstatera se att det finns skillnader mellan regressionsmodellerna.

Den första modellen, $\text{Skuldsättningsgrad}_{\text{[TS]}}$, observerar skuldsättningsgrad på den totala skuldsättningen där både kortfristiga och långfristiga skulder inkluderas. Resultat från denna modell tyder på att det inte förekommer någon signifikant kausalitet mellan företagsstrategier och kapitalstruktur. Samtliga a-hypoteser har förkastats eftersom vi inte kunde påvisa att det faktiskt finns ett orsakssamband mellan variablerna.

Den andra regressionsmodellen, $\text{Skuldsättningsgrad}_{\text{[LS]}}$, som utfördes beaktar endast de långfristiga skulderna. Resultatet från den här modellen indikerar att det förekommer signifikanta skillnader mellan prospektörer och försvarare inom hälsovårdssektorn i Sverige gällande valet av finansieringsalternativ. Med andra ord har vi kunnat påvisa att företagets strategiorientering har en påverkan på dess kapitalstruktur. Enligt resultatet tenderar en försvarare att belåna sig mer med långfristiga skulder relativt till en prospektör. I denna modell har vi däremot inte kunnat hitta någon signifikant samband mellan en analyserares strategi och dess kapitalstruktur. Det kan, om diskuterat, bero på att dataunderlaget hos analyserarna inte är tillräckligt stort.

6.2. Bidrag

Vi har med denna studie bidragit med empiriskt resultat till ämnet företagsfinansiering, i synnerhet inom området kapitalstruktur. Inom området har tidigare studier främst fokuserat på andra företagsspecifika faktorer, såsom lönsamhet, storlek, tillväxt, effektivitet med flera (Mugoša, 2015; M'ng et al., 2017). Vår uppsats har istället fokuserat på sambandet mellan företagsstrategi och kapitalstruktur. Vi har även visat att strategiorientering, liksom andra faktorer, är en avgörande komponent för att förklara företagets val av externfinansiering. Vi har även visat att det kan vara möjligt att klassificera företagsstrategier utifrån företagets FoU-kostnader precis som Simons (1990) har proklamerat i sin studie. Vårt resultat tyder på att stabila företag har en tendens att finansiera sig med skulder medan innovativa företag ofta måste välja ett annat alternativ vilket är i enlighet med TPO. Med andra ord innebär det att det finns en viss grad av reliabilitet i vårt sätt att kategorisera strategierna.

6.3. Begränsningar och Framtida studier

I denna studie förekommer det vissa begränsningar som bör tas i beaktande. Den första begränsningen som förekommer i den här uppsats är att urvalsgruppen är snedvriden vilket kan leda till att resultatet från regressionsmodellerna blir inkorrekta. Av de 54 företag som analyserades förekommer det att endast 6 bolag använder sig av en analyserare strategi, vilket utgör 11,1 procent av den totala populationen. En större urvalsgrupp hade gett ett mer trovärdigt och korrekt resultat från de statistiska testerna.

En annan begränsning i denna studie är att vi inte har utgått från det traditionella sättet att klassificera Miles och Snow strategierna. Denna studie utgår ifrån Simons (1990) tillvägagångssätt att estimerar och utvärdera de olika strategierna. Likt Simons (1990) har denna uppsats undersökt hur mycket företag spenderar på forskning och utveckling i förhållandevis till deras nettoomsättning och sedan dragit slutsats om vilket strategi bolagen tillhör. Det traditionella sättet för att ta fram strategierna är genom en så kallad screeningmetod. Denna metod går ut på att datainsamlingen kring strategierna sker genom att samla in kvalitativa data, i form av ord från årsredovisningarna och VD:ns brev till aktieägarna. Med hjälp av screeningmetoden görs sedan en kontentanalys för att kvantifiera vilken typ av strategi som tillhör bolaget (Sawary, 2020). En risk med vårt val av metod är att de estimerade strategierna kanske inte stämmer överens med hur företagsledningen uttrycker sig i årsredovisningarna. En annan risk med vårt metodsval är att det kan förekomma FoU-utgifter i form av Mergers och Aquisitions. M&A utgifter uteslutas från denna studie vilket kan förvränga bilden av företagens strategival.

Vidare kan det förekomma en del problem vid klassificering av företagsstrategi när innovationsgraden ligger alls för nära gränsen som övergår till andra strategier, exempelvis från försvarare till analyserare eller från analyserare till prospektör. I vårt fall finns det ganska tydliga skillnader i hur mycket FoU-kostnader/Omsättning respektive företag har. Vid framtida studier med större dataunderlag kan det föreligga att vissa företag har en innovationsgrad som ligger väldigt nära gränsen. som till exempel på 10,05% eller 3,97%. Då skulle det vara svårt att klassificera företagen. Vid den här problematiken rekommenderar vi att ytterligare granskning enligt screeningmetoden utförs. Nämligen att VD:ns ord eller företagets strategiskt ramverk i årsredovisningen studeras.

Den sista begränsningen som förekommer i denna studie är förfarandet av datainsamlingen. Då denna studie har hämtat in kontrollvariabel RoA från databasen Retriever Business finns det en risk att denna data inte stämmer överens med årsredovisningarna. Anledningen till detta är att Retriever Business anses vara en sekundärkälla eftersom det inte är vi som har hämtat in denna information. Enligt Bryman och Bell (2017) kan sekundära källor sakna en eller flera nyckelvariabler vilket kan påverka utfallet.

Då denna studie är unik av sitt slag hoppas vi på att inspirera andra att fortsätta studera hur organisationsstrategier påverkar kapitalstrukturen. Framtida forskning kan till exempel se i fall *Trade-off* teorin är mer lämpad för att förklara orsakssambandet mellan företagsstrategier och dess val av finansieringsalternativ. En annan rekommendation är att kontrollera ifall det förekommer likheter eller skillnader på andra marknader. Då vår studie har fokuserat på företag från hälsovårdssektorn i Nasdaq Sverige kan framtida studier i stället studera andra marknader exempelvis Nasdaq Helsinki eller Copenhagen. Framtida studier kan även kontrollera ifall det förekommer skillnader med strategiernas val av kapitalstruktur mellan hälsovårdindustrin och andra sektorer i Sverige. Sista rekommendationer för kommande studier är ta med andra kontrollvariabler och se om resultatet från de statistiska testerna blir bättre och mer påtagligt.

Litteraturförteckning

- Aghion, P., Bond, S., Klemm, A., & Marinescu, I. (2004). Technology and Financial Structure: Are Innovative Firms Different? *Journal of the European Economic Association*, 2(2-3), 277–288, <https://doi.org/10.1162/154247604323067989>.
- Aiello, F., Bonanno, G., & Rossi, S. P. (2020). How firms finance innovation. Further empirics from European SMEs. *Metroeconomica*, 71(4), 689-714, <https://doi.org/10.1111/meca.12298>.
- Akcali, B. Y., & Sismanoglu, E. (2015). Innovation and the Effect of Research and Development (R&D) Expenditure on Growth in Some Developing and Developed Countries. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 195, 768-775, <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.474>.
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92, <https://doi.org/10.1017/S0022109000002751>.
- Bah, R., & Dumontier, P. (2001). R&D Intensity and Corporate Financial Policy: Some International Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(5-6), 671-692, <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00389>.
- Bartoloni, E. (2013). Capital structure and innovation: causality and determinants. *Empirica volume*, 40(1), 111–151, <https://doi.org/10.1007/s10663-011-9179-y>.
- Berk, J., & Demarzo, P. (2020). *Corporate Finance*. Pearson Education.
- Bhattacharjee, A. (2012). *Social Science Research: Principles, Methods, and Practices, second edition*. Global Text Project.
- Bonini, S., & Capizzi, V. (2019). The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: future threats and opportunities. *Venture capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 21(2-3), 137-175, <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1608697>.

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

Bulent, G., & R.Baris, T. (2012). A Panel Causality Analysis of the Relationship among Research and Development, Innovation, and Economic Growth in High-Income OECD Countries. *Eurasian Economic Review*, 2(1), 32-47, <https://doi.org/10.14208/BF03353831>.

Choi, J. J., Mao, C. X., & Upadhyay, A. D. (2013). Corporate Risk Management under Information Asymmetry. *Journal of Business Finance & accounting*, 40(1-2), 239-271, <https://doi.org/10.1111/jbfa.12008>.

Chua, W. F. (2019). Radical Developments in Accounting Thought? Reflections on Positivism, the Impact of Rankings and Research Diversity. *Behavioral Research in Accounting*, 31(1), 3-20, <https://doi.org/10.2308/bria-52377>.

Corporate Finance Institute. (2020). Hämtat från <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/corporate-finance-industry/>

Corporate Finance Institute. (2021). *What is Debt Financing?* Hämtat från Corporatefinanceinstitute: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/equity-financing/>

Corporate Finance Institute. (u.d.). *Pecking Order Theory*. Hämtat från <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/pecking-order-theory/>

Danso, A., Lartey, T., Fosu, S., Owusu-Agyei, S., & Uddin, M. (2019). Leverage and firm investment: the role of information asymmetry and growth. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(1), 56-73. doi:<https://doi-org.ezproxy.hkr.se/10.1108/IJAIM-10-2017-0127>

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

- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of debt capacity*. Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Eling, M., & Jia, R. (2019). Efficiency and profitability in the global insurance industry. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 1-12, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101190>.
- Fernando, J. (den 08 04 2021). *Debt-To-Equity Ratio (D/E)*. Hämtat från Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/debtequityratio.asp>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2008). Chapter 12 - Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. *Handbook of empirical Corporate finance*, 135-202, <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50004-4>.
- Govindarajan, V., & Gupta, A. K. (1985). Linking control systems to business unit strategy: impact on performance. *Accounting, Organizations and Society*, 10(1), 51-66, [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(85\)90031-5](https://doi.org/10.1016/0361-3682(85)90031-5).
- Grabowski, H. G. (1968). The Determinants of Industrial Research and Development: A Study of the Chemical, Drug, and Petroleum Industries. *The University of Chicago Press*, 76(2), 292-306, <https://doi.org/10.1086/259401>.
- Graham, J. R., Roberts, M. R., & Leary, M. T. (2015). A century of capital structure: The leveraging of corporate America. *Journal of Finance Economics*, 118(3), 658-683, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.08.005>.
- Greelane. (2020). Hämtat från <https://www.greelane.com/sv/science-tech-math/vetenskap/controlled-variable-definition-609094>
- Greve, J. (2016). *Modeller för finansiell planering & analys*. Studentlitteratur.
- Griffith, D. A., Kiessling, T., & Dabic, M. (2012). Aligning strategic orientation with local market conditions: Implications for subsidiary knowledge management. *International Marketing Review*, 29(4), 379-402, <https://doi.org/10.1108/02651331211242629>.

- Guariglia, A., & Liu, P. (2014). To what extent do financing constraints affect Chinese firms' innovation activities? *International Review of Financial Analysis*, 36, 223-240, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.01.005>.
- Hawrysz, L. (2020). Strategic Orientation and Effects of E-Administration: *Administrative science* 10(2), 2-35, <https://doi.org/10.3390/admsci10020035>.
- Himmelberg, C. P., & Petersen, B. C. (1994). R & D and Internal Finance: A Panel Study of Small Firms in High-Tech Industries. *The review of Economics and Statistics*, 76(1), 38-51, <https://doi.org/10.2307/2109824>.
- James, G., Witten, D., Hastie, T., & Tibshirani, R. (2013). *An introduction to statistical learning with applications in R*. Springer International Publish.
- Jarallah, S., Saleh, A. S., & Salim, R. (2019). Examining pecking order versus trade-off theories of capital structure: New evidence from Japanese firms. *International Journal of Finance & Economics*, 24(1), 204-211, <https://doi.org/10.1002/ijfe.1657>.
- Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 235-256, <https://doi.org/10.2307/3857812>.
- Kald, M., Nilsson, F., & Rapp, B. (2000). On Strategy and Management Control: The Importance of Classifying the Strategy of the Business. *British journal management*, 11(3), 197-212, <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00161>.
- Kazmierska-Jozwiak, B., Marszałek, J., & Sekuła, P. (2015). Determinants of Debt-Equity Choice – Evidence from Poland. *EMERGING MARKETS JOURNAL*, 5(2), 1-8, <https://doi.org/10.5195/emaj.2015.76>.
- Körner, S., & Wahlgren, L. (2008). *Praktiskt statistik*. Ungern, Tredje upplagan: Studentlitteratur.
- Landström, H. (2017). *Advanced Introduction to Entrepreneurial Finance*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.

- Lemmon, M. L., & Zender, J. F. (2010). Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187, <https://doi.org/10.1017/S0022109010000499>.
- Lind, R. (2014). *Vidga vetandet - En introduktion till samhällsvetenskaplig forskning*. Lund: Studentlitteratur.
- M'ng, J. C., Rahman, M., & Sannacy, S. (2017). The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1418609>.
- Maani, N., & Galea, S. (2020). COVID-19 and Underinvestment in the Public Health Infrastructure of the United States. *The Milbank quarterly*, 98(2), 250-259. doi:<https://doi.org/10.1111/1468-0009.12463>
- Margaritis, D., & Psillaki, M. (2007). Capital Structure and Firm Efficiency. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(9-10), 1447-1469, <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2007.02056.x>.
- Maverick, J. (den 20 07 2020). *Equity Financing vs. Debt Financing: What's the difference?* Hämtat från Investopedia: <https://www.investopedia.com/>
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman, J. H. (1978). Organizational Strategy, Structure, and Process. *The Academy of Management Review* 3(3), 546-562, <https://doi.org/10.2307/257544>.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48(3), 261-297.
- Mohammadzadeh, M., Bakhtiari, N., Safarey, R., & Ghari, T. (2019). Pharmaceutical industry in export marketing: a closer look at competitiveness. *International Journal of Pharmaceutical and Healthcare Marketing* 13(6), 331-345, <https://doi.org/10.1108/IJPHM-02-2018-0011>.
- Mostafa, M. M. (2010). Does efficiency matter? Examining the efficiency-profitability link in the US specialty retailers and food consumer stores. *International Journal of*

- Productivity and Performance Management* 59(3), 255-273,
<https://doi.org/10.1108/17410401011023582>.
- Mugoša, A. (2015). The determinants of capital structure choice: Evidence from Western Europe. *BEH - Business and Economic Horizons* 11(2), 76-95,
<https://doi.org/10.15208/beh.2015.07>.
- Mustaruddin, M., Dinata, A., Wendy, W., & Azazi, A. (2017). Asymmetric Information and Capital Structure: Empirical Evidence from Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(6), 8-15.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The journal of finance* 39(3), 574-592,
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2), 187-221, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- Nasdaq. (den 1 January 2019). *Rules & Regulations - Nasdaq Stockholm*. Hämtat från <https://www.nasdaq.com/docs/Nasdaq%20Stockholms%20regelverk%20f%C3%B6r%20emittenter%20-%201%20januari%202019.pdf>
- Nasdaq. (2020). *Nasdaq Nordic Main Market*. Hämtat från <https://www.nasdaq.com/solutions/nasdaq-nordic-main-market>
- Pallant, J. (2010). *SPSS Survival manual - a step by step guide to data analysis using SPSS 4 edition*. McGraw Hill.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. New york: Free press.
- Sarwary, Z. (2020). Strategy and capital budgeting techniques: the moderating role of entrepreneurial structure. *International Journal of Managerial and Financial Accounting* 12(1), 48-70, <https://doi.org/10.1504/IJMFA.2020.107001>.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2007). *Research methods for business students*. Harlow: Pearson Education Limited.

- Shortell, S. M., & Zajac, E. J. (1990). Perceptual and Archival Measures of Miles and Snow's Strategic Types: A Comprehensive Assessment of Reliability and Validity. *Academy of Management Journal*, 33(4), 817-832, <https://doi.org/10.5465/256292>.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00051-8](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00051-8).
- Simons, R. (1990). The role of management control systems in creating competitive advantage: New perspectives. *Accounting, Organizations and Society* 15(1-2), 127-143, [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(90\)90018-P](https://doi.org/10.1016/0361-3682(90)90018-P).
- Sony, B., & Bhaduri, S. (2021). Information asymmetry and financing choice between debt, equity and dual issues by Indian firms. *International Review of Economics & Finance*, 72, 90-101. doi:<https://doi.org/10.1016/j.iref.2020.11.001>
- Tirelli, M., & Spinesi, L. (2019). R&D financing and growth. *Economics of Innovation and New Technology*, 30(1), 24-47, <https://doi.org/10.1080/10438599.2019.1666505>.
- Tuovila, A. (den 11 04 2021). *Capital Structure*. Hämtat från investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/c/capitalstructure.asp>
- Weston, J. F. (1955). Toward theories of financial policy. *The journal of finance* 10(2), 130-143, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1955.tb01260.x>.
- Winborg, J., & Landström, H. (2001). Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of Business Venturing*, 16(3), 235-254, [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00055-5](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00055-5).
- Yıldırım, D., & Çelik, A. K. (2020). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.11.002>.
- Zahra, S. A., & Pearce II, J. A. (1990). Research Evidence On The Miles-Snow Typology. *Journal of Management*, 16(4), 751-768, <https://doi.org/10.1177/014920639001600407>.

Bilagor

Bilaga 1. Företagsurval

Företag	Strategi	Totala skulder/EK	Långfristiga skulder/EK	Totala tillgångar MSEK	ROA
Abliva	Prospector	0,1	0,0	146,3	-53,1
Active Biotech	Prospector	1,7	0,5	307,1	-28,9
AddLife B	Defender	1,7	0,4	2,1	5,8
Alligator Bioscience	Prospector	0,1	0,0	515,9	-12,3
Ambea	Defender	1,3	0,6	6510,4	6,2
Arjo	Defender	1,0	0,5	13699,6	2,2
Ascelia Pharma	Prospector	1,2	1,0	2498,9	-84,6
AstraZeneca	Prospector	2,9	1,8	514765,3	11,5
Attendo	Defender	1,8	1,3	14701,8	7,0
Bactiguard Holding	Defender	0,6	0,3	632,5	-0,2
BioArctic	Prospector	2,4	0,0	911,2	12,3
BioGaia	Prospector	0,2	0,0	535,4	30,6
BioInvent International	Prospector	0,4	0,0	169,5	-83,8
Biotage	Analyzer	0,3	0,1	892,0	15,5
BONESUPPORT HOLDING	Prospector	2,0	0,5	283,9	-47,9
Boule	Analyzer	0,7	0,1	436,8	10,9
Diagnostics					
Calliditas Therapeutics	Prospector	1,3	0,0	321,6	-103,8
Camurus	Prospector	0,3	0,0	613,8	-43,5
Cantargia	Prospector	0,2	0,0	136,6	-58,0
CellaVision	Prospector	0,4	0,1	358,4	28,6
C-RAD B	Analyzer	0,7	0,1	119,6	-14,2
Dedicare B	Defender	1,1	0,1	222,0	24,6
Egetis Therapeutics	Prospector	0,1	0,0	255,3	-35,8
Elekta B	Prospector	2,3	0,9	22782,2	5,2
Elos Medtech B	Defender	1,2	0,8	921,8	4,9
Episurf B	Prospector	0,2	0,0	76,8	-85,6
Feelgood	Defender	1,2	0,2	354,5	6,8
Svenska					
Getinge B	Defender	1,4	0,8	47722,6	3,6
GHP Specialty Care	Defender	1,1	0,5	757,3	5,9
Hansa Biopharma	Prospector	0,1	0,0	564,8	-34,2
Humana	Defender	2,0	1,1	5461,4	7,1
Immunicum	Prospector	0,2	0,0	246,9	-29,6

Immunovia	Prospector	0,0	0,1	304,5	-15,1
Infant Bacterial Therapeutics	Prospector	0,0	0,0	289,9	-19,2
IRLAB Therapeutics	Prospector	0,1	0,0	162,0	-30,6
Karo Pharma	Prospector	1,1	0,6	4867,9	0,0
MedCap	Defender	1,2	0,3	652,5	4,9
Medivir B	Analyzer	0,3	0,1	979,4	-38,1
Moberg Pharma	Prospector	0,7	0,6	1062,9	4,9
Oasmia Pharmaceutical	Prospector	0,6	0,0	546,9	-19,6
Oncopeptides	Prospector	1,3	0,3	380,7	-327,5
Orexo	Prospector	2,0	1,1	1165,3	4,7
Ortivus	Prospector	5,7	0,4	42,1	-28,1
Probi	Analyzer	0,2	0,0	1009,5	16,1
Q-Linea	Prospector	2,6	0,0	192,5	-205,5
RaySearch Laboratories	Prospector	0,6	0,2	897,3	15,8
Saniona	Prospector	0,5	0,0	70,9	-60,3
SECTRA	Prospector	1,0	0,1	1179,0	18,4
Swedish Orphan Biovitrum	Prospector	1,0	0,6	18406,6	11,2
Vicore Pharma Holding	Prospector	0,1	0,0	185,4	-11,7
Vitrolife	Analyzer	0,2	0,1	1513,7	22,6
Xbrane Biopharma	Prospector	0,8	0,1	180,6	-27,3
Xspray Pharma	Prospector	0,1	0,0	188,8	-21,7
Xvivo Perfusion	Prospector	0,1	0,0	462,6	2,1
