

Södertörns högskola
Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi
Kandidatsuppsats 10 poäng
Handledare: Åke Bertilsson
Vårterminen 2005

södertörns
högskola

UNIVERSITY COLLEGE

Valet av kapitalstruktur

- En lönsam finansieringsstrategi för svenska börsföretag?

Författare:
Caroline Barouta
Manuela Potocnjak

Sammanfattning

Börsföretagen kritiseras idag för inte fokusera tillräckligt mycket på strategiska frågor då detta skulle ge en större avkastning för aktieägarna. Frågan om vilken kapitalstruktur företagen bör ha, nu när konjunkturen går upp och företagen blir allt mer överkapitaliserade, blir viktig. Börsanalytiker hävdar att företagen inte har en optimal kapitalstruktur, det vill säga en optimal fördelning mellan skulder och eget kapital. De anser att en ökad skuldsättning för börsföretagen vore bra för lönsamheten, givet dagens låga räntor, då det skulle ge ett ökat företagsvärde.

Denna finansieringspolitik bygger på teoretiska modeller och har sitt ursprung i Modigliani och Millers (MM) propositioner från 1958. Detta kom att utgöra startpunkten för diskussionen om problematiken kring kapitalstrukturen. MM menade att företag genom att öka sina skulder kan öka sitt företagsvärde samt att de kunde visa ett positivt samband mellan skuldsättning och förväntad avkastning under förutsättningar för en perfekt marknad.

Dessa antaganden är accepterade i teorin men frågan är hur detta fungerar i verkligheten och om det fungerar som en finansieringsstrategi? Detta valde vi att undersöka utifrån två problemfrågor:

- 1. Finns det ett samband mellan skuldsättning och lönsamhet i verkligheten?*
- 2. Finns det ett samband mellan skuldsättning och ett företags värde i verkligheten?*

För att kunna se ett samband valde vi olika nyckeltal som fick representera dessa variabler. För skuldsättning valdes skuldsättningsgrad och för lönsamhet valdes räntabilitet på totalt kapital och för företagsvärde valdes P/BV-talet. Sambandet prövades på svenska börsföretag som är noterade på A-listan mest omsatta och O-listan attract40. Detta för att vi ansåg att dessa företag troligtvis hanterat problematiken kring valet av kapitalstruktur vilket kom att utgöra ett bra underlag för vår undersökning. Investmentföretag och banker valdes bort då de av naturliga skäl generellt har en högre skuldsättningsgrad än andra storföretag.

De relevanta nyckeltalen beräknades utifrån årsredovisningar samt hämtades från tidskriften Veckans Affärer och användes sedan för att pröva sambandet genom statistiska metoder. De slutsatser som vi kunde dra av undersökningen var att det inte fanns några samband mellan valet av skuldsättningsgrad och lönsamhet eller skuldsättningsgrad och företagsvärde. Dock visades ett väldigt svagt samband mellan skuldsättning och företagsvärde för företag på A-listan. Det var den grupp där företagen var mest likartade och hade mest gemensamt med varandra. Därför kan det för framtida forskning vara intressant att titta på en mer homogen grupp och se om andra faktorer kan ha en påverkan på ett eventuellt samband.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	4
1.1 Bakgrund.....	4
1.2 Problemdiskussion.....	5
1.3 Syfte.....	6
1.4 Avgränsningar.....	6
2. Metod.....	8
2.1 Vetenskaplig ansats.....	8
2.2 Angreppssätt.....	9
2.3 Undersökningsstrategi.....	9
2.4 Datainsamlingsmetod.....	10
2.4.1. Litteraturinsamling.....	10
2.4.2 Skriftliga källor.....	10
2.4.3 Urval.....	11
2.5 Validitet och reliabilitet.....	11
2.5.1 Validiteten.....	11
2.5.2 Reliabilitet.....	11
3. Teoretisk referensram.....	13
3.1 Teoretisk utgångspunkt.....	13
3.1.1 MM:s proposition I (Utan skatt).....	13
3.1.2 MM:s Proposition II (Utan skatt).....	14
3.1.3 Skatter och skatteskölden.....	15
3.1.4 Modigliani & Miller Proposition I (Med skatt).....	17
3.1.5 Modigliani och Miller Proposition II (Med skatt).....	18
3.1.6 Kritik mot MM:s teorier.....	19
3.2 Definitioner.....	20
3.2.1 Soliditet.....	21
3.2.2 Lönsamhet.....	22
3.2.3 Finansiell utväxling.....	24
3.2.4 Företagsvärde.....	25
3.3 Statistiska metoder.....	27
3.3.1 Regressionslinje.....	27
3.3.2 Korrelationskoefficienten.....	28
3.3.3 T- fördelning.....	28
4. Empiri.....	30
4.1 Börsföretag.....	30
4.1.1 A-listan mest omsatta.....	31
4.1.2 O-listan attract40.....	32
4.2 Beräkning av nyckeltalen.....	33
4.3 Skuldsättningsgradens betydelse för företag.....	34
4.4 Räntabilitetens betydelse för företag.....	35
4.5 Företagsvärdering.....	36
4.6 Indelning av företag.....	37
4.6.1 Indelning efter skuldsättning och lönsamhet.....	37
4.6.2 Indelning efter skuldsättning och företags värde.....	39

5. Analys.....	41
5.1 Samband mellan R_{tot} och S/E.....	41
5.1.1 Alla företag	41
5.1.2 Företag på A- och O-listan	43
5.1.3 Företag med $R_{tot} > 5\%$	45
5.2 Samband mellan P/BV och S/E	46
5.2.1 Alla företag	46
5.2.2 A- och O-listans företag.....	47
6. Slutsatser.....	51
6.1 Generella slutsatser.....	51
6.1.1 Gällande sambandet mellan R_{tot} och S/E	51
6.1.2 Gällande sambandet mellan P/BV-talet och S/E	52
7. Diskussion	53
7.1 Reflektioner kring undersökningens resultat.....	53
7.2 Egen kritik	54
7.3 Fortsatt forskning.....	54
8. Källförteckning.....	56
8.1 Böcker	56
8.2 Artiklar	57
8.3 Lagar	57
8.4 Internetadresser.....	57
8.5 Figurer.....	57
8.6 Formler.....	57
8.7 Bilagor	58

1. Inledning

Detta kapitel inleds med en bakgrund till undersökningens problemområde. Därefter följer problemformulering, precisering av syftet samt avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Företag kan betraktas som ett finansiellt system och överlevnad bör vara det enskilda företagets primära mål. De måste därför långsiktigt vara både vinstgivande och ha en god betalningsförmåga.¹ I en tillväxtekonomi kan därför tillväxt av produktion och försäljning vara ett villkor för företagets överlevnad. Tillväxt kräver kapital och ett företags möjlighet att växa är beroende av dess förmåga att finansiera tillväxten. Företagets finansieringsmöjligheter är beroende av dess lönsamhet som påverkar såväl tillväxten av eget kapital som företagets möjligheter att öka sina skulder.² Strategiska frågor blir allt viktigare, och många företag försöker att hitta en finansieringsstrategi där fördelningen mellan skulder och eget kapital ger en ökad lönsamhet samt ett ökat företagsvärde.

Börsföretagen bör sträva efter att aktieinnehaven ska ge största möjliga avkastning åt aktieägarna. De senaste åren har tonvikten i arbetet med ägarstyrning legat väl mycket på formalia, och mindre på sakfrågor. Därför kritiseras börsföretagen idag för att de inte fokuserar tillräckligt mycket på strategiska frågor som ger en långsiktig utveckling och skapar ett ökat värde för ägarna.³

Frågan om vilken kapitalstruktur företagen bör ha, nu när konjunkturen går upp och pengar samlas på hög, blir viktig.⁴ Problemet idag är att många av de svenska storföretagen växer. Inte så att något skulle vara på obestånd, tvärtom kan man säga, problemet är att allt fler företag blir överkapitaliserade då deras kassakistor växer.⁵ Börsföretagen har aldrig tidigare haft så starka balansräkningar som idag och Volvo, Skanska, Electrolux, SSAB och Atlas Copco är bara några exempel på storföretag som visar detta. Detta kritiseras av börsanalytiker som hävdar att detta

¹ Hallgren. Finansiell Strategi och styrning. s.4

² Ibid. s.20

³ VA (040913) Mäktigaste i finansbranschen

⁴ Ibid

⁵ SVD. (041109) Storföretagen lider av alltför stinna kassor. s.30

inte kan vara en optimal kapitalstruktur och menar att de snart skuldfria storföretagen långsiktigt kommer förlora på detta givet dagens låga räntor. Givet ränteläget borde högre skuldsättning vara bra men istället har företagen valt att inte ha några skulder.⁶

Utdelning och återköp av aktier är sådana ägarfrågor som blir viktiga för företag när skuldsättningsgraden är för låg (i förhållande till styrelsens mål) det vill säga när företagen är överkapitaliserade.⁷ Genom återköpen av aktier minskas det egna kapitalet och skuldsättningsgraden ökar följaktligen vilket enligt börsanalytiker skulle ge ett positivt värde för företag. Denna finansieringspolitik bygger på teoretiska modeller och har sitt ursprung i Modigliani och Millers (MM) propositioner från 1958. Detta kom att utgöra startpunkten för diskussionen om problematiken kring den kapitalstruktur, det vill säga den fördelning mellan eget kapital och skulder, ett företag väljer för att finansiera sin verksamhet för att öka lönsamheten och företagsvärdet.

I MM:s första proposition med hänsyn till skatt menade de att företag genom att öka sina skulder, ökar de sitt totala kassaflöde vilket i sin tur ökar företagets värde. Senare släppte de sin andra proposition där de visade ett positivt samband mellan förväntad avkastning på det egna kapitalet och skuldsättning vilket antydde att lönsamheten fortsätter att öka så länge skulderna ökar. Dessa propositioner förutsätter att det råder en perfekt marknad. Logiken bakom dessa teorier har accepterats, dock råder inte de förutsättningar som gäller för en perfekt marknad och i verkligheten är företag generellt återhållsamma med upplåning för⁸ att inte riskera konkurs.⁹

Att ett företag ökar sin skuldsättningsgrad innebär att de kan öka lönsamheten och värdet på företaget, åtminstone i teorin, frågan är dock om denna finansieringsstrategi kan fungera i verkligheten bland de svenska börsföretagen.

1.2 Problemdiskussion

Problematiken kring företags kapitalstruktur är en aktuell fråga. Som vi tidigare nämnt blir svenska börsföretag allt mer överkapitaliserade och därför är det aktuellt med

⁶ DI (050107). Extra utdelningar från verkstadsjättar. s.1

⁷ SVD (041109). Storföretagen lider av alltför stinna kassor. s.30

⁸ J.O.E.P (vol. 15 no.2 2001). Capital Structure. s. 81-102

finansieringsstrategier som kan ge en ökad lönsamhet. Det blir allt viktigare för företag att öka sitt värde och frågan är om detta är möjligt genom att göra en förändring i företagets kapitalstruktur? Valet av kapitalstruktur som finansieringsstrategi är omdiskuterat och har som tidigare nämnts sitt ursprung i Modigliani och Millers teorier. Dessa teorier har ifrågasatts och kritiserats och kommer att förklaras mer utförligt i avsnitt 3.1. Forskare och börsanalytiker står idag fast vid att kapitalstrukturen, fördelningen mellan eget kapital och skulder, är relevant att använda som en finansieringsstrategi då företagens skuldsättningsgrad påverkar både lönsamhet och dess värde.

Dessa samband har bevisats i teorin men vi ställer vi oss frågorna:

1. *Finns det ett samband mellan skuldsättning och lönsamhet i verkligheten?*
2. *Finns det ett samband mellan skuldsättning och ett företags värde i verkligheten?*

1.3 Syfte

Det övergripande syftet med denna uppsats är att se om valet av kapitalstruktur fungerar som en finansieringsstrategi i verkligheten. Detta vill vi göra genom att pröva det teoretiska sambandet utifrån de frågor som ställts i problemdiskussionen. Om ett samband inte visar sig mellan skuldsättningsgrad och lönsamhet eller mellan skuldsättningsgrad och företagsvärde bör inte valet av kapitalstruktur kunna fungera som en finansieringsstrategi för företag.

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa oss till svenska storföretag, och med svenska storföretag avser vi företag som är noterade på Stockholmsbörsen A– listan mest omsatta och O –listan attract40. Vi har från dessa listor uteslutit banker och investmentbolag av anledningen att de av naturliga skäl generellt har en högre skuldsättningsgrad än andra storföretag.

⁹ Ross, Westerfield & Jaffe, Corporate Finance. s.433

Vidare är det lättare att erhålla information från dessa företag då de börsnoterade företagen har som krav att kunna uppvisa fullständiga redovisningshandlingar. Att företagen är börsnoterade är dessutom avgörande för att kunna pröva problemfråga två, då denna bygger på aktiens börsvärde. En ytterligare anledning att vi valt att avgränsa undersökningen till svenska storföretag är att problematiken kring kapitalstruktur är mer relevant för börsföretag. Detta då de förväntas att maximera avkastningen till sina aktieägare och bör därför sträva efter en optimal kapitalstruktur vilket inte är lika uttalat bland mindre företag.

2. Metod

I detta kapitel beskrivs vår undersökningsprocess. Syftet med detta är att beskriva för läsaren hur och under vilka förutsättningar som studien har gjorts.

2.1 Vetenskaplig ansats

Inom vetenskapsteorin talas det om två vetenskapliga huvudinriktningar, positivism och hermeneutik. Positivismen baserar sig på antagandet att det i den sociala världen finns mönster och regelmässigheter, orsaker och följder, precis som i naturen.¹⁰ Positivister vill gärna tro på absolut kunskap som vi kan få insikt igenom iakttagelser.¹¹ Hermeneutiken däremot kan sägas vara positivismens raka motsatt då den är utpräglad humanistisk till sin inriktning och betyder i det närmaste tolkningslära.¹²

Då positivismen är en förklarande vetenskap som ofta får stå för kvantitativa, statistiska hårddatametoder, naturvetenskapliga förklaringsmodeller och en forskarroll som är objektiv och osynlig anser vi att vårt vetenskapliga synsätt ligger åt denna riktning. Positivister formulerar också hypoteser och teorier i form av matematiska formler¹³. Då vi i vår undersökning utgått från sådana och använt oss av statistiska hårddata anser vi att vår ansats i denna uppsats är således närmare positivismen än hermeneutiken.

Det finns det två olika arbetssätt att dra slutsatser på, induktivt och deduktivt. Med induktivt arbetssätt följer man upptäckandets väg, det vill säga man studerar forskningsobjektet utan att den först förankrats i en tidigare befintlig teori, och utifrån empirin formulerar man sedan en teori. I det deduktiva arbetssättet följer man istället bevisandets väg, det vill säga man utifrån allmänna principer och befintliga teorier drar slutsatser om enskilda företeelser.¹⁴ Vi har valt att utgå från det deduktiva arbetssättet då vi arbetat efter vedertagna teorier och dess formler, och med hjälp av

¹⁰ Denscombe. Forskningshandboken. s. 282

¹¹ Thurén. Vetenskapsteori för nybörjare. s.14

¹² Patel & Davidsson. Forskningsmetodikens grunder. s. 25

¹³ Ibid. s. 24

¹⁴ Ibid. s. 21

skriftliga källor prövat dem för att skapa ett empiriskt material att analysera och dra slutsatser ifrån.

2.2 Angreppssätt

Man brukar skilja mellan två olika metodiska angreppssätt inom samhällsvetenskapen. Detta görs med utgångspunkt utifrån den information man undersöker, det vill säga mjukvara eller hårddata, och de benämns som kvalitativa och kvantitativa metoder.¹⁵ Den grundläggande skillnaden mellan dessa två angreppssätt ligger i användningen av siffror och ord som primär analysenhet. Med kvantitativa metoder omvandlar man information till siffror och mängder, och utifrån detta genomförs sedan statistiska analyser. Inom kvalitativa metoder är det forskarens uppfattning eller tolkning av information som står i förgrunden och denna information varken kan eller bör omvandlas till siffror. De båda metoderna har dock gemensamma syften då de har för avsikt att ge en bättre förståelse av det samhälle vi lever i och hur enskilda människor, grupper och institutioner handlar och påverkar varandra.¹⁶

De två angreppssätten är i själva verket inte ömsesidigt uteslutande. Forskare bygger sällan på enbart det ena eller det andra tillvägagångssättet utan använder inslag av båda tillvägagångssätten. Skillnaden brukar ligga i vilken mån forskaren har sin utgångspunkt i den ena eller det andra läget.¹⁷ Vår undersökning ligger i det kvantitativa angreppssättet då undersökningen bygger på statistiska analyser som gjorts utifrån nyckeltalsberäkningar.

2.3 Undersökningsstrategi

Det finns flera alternativa strategier att använda sig av vid en undersökning. De tre vanligaste är survey-undersökning, fallstudie eller experiment.

En survey-undersökning innebär att man gör en undersökning på en större avgränsad grupp och ger möjlighet att samla information om ett större antal variabler

¹⁵ Holme & Solvang. Forskningsmetodik. s.13

¹⁶ Ibid. s.76

¹⁷ Denscombe. Forskningshandboken. s. 203

likaväl som de kan ge en stor mängd information om ett begränsat antal variabler.¹⁸ Därför ansåg vi att detta var den bästa strategin för vår undersökning. Det finns olika typer av survey-undersökningar och vi valde att göra vår undersökning utifrån skriftliga källor det vill säga skriftliga dokument.

2.4 Datainsamlingsmetod

För att ge studien hög tillförlitlighet samt att underlätta för läsaren att tolka och bedöma trovärdigheten följer här en noggrann beskrivning av hur vi gick tillväga i vår undersökning. Nedan följer hur vi gjort vårt val av empiri, gällande såväl företag som källor.

2.4.1. Litteraturinsamling

Inledningsvis läste vi in oss på litteratur inom området kapitalstruktur som vi hittade via vetenskapliga databaser och artikeldatabaser. Litteraturen har till större delen varit av en teoretisk karaktär och litteraturinsamlingen pågick kontinuerligt under arbetets gång och sökbegreppen utvecklades hela tiden. Begrepp vi sökte på var: Skuldsättningsgrad, lönsamhet, kapitalstruktur, P/BV-tal, räntabilitet, capital structure, Modigliani/Miller, Finansiell utväxling och hävstångseffekten.

2.4.2 Skriftliga källor

För att kunna pröva sambanden empiriskt valde vi nyckeltal som fick representera de olika variablerna. För lönsamhet valde vi nyckeltalet räntabilitet på totalt kapital och för skuldsättningen måttet skuldsättningsgrad. Dessa beräknades efter svenska börsnoterade företags årsredovisningar för året 2004. Det som fick representera företagsvärde var måttet P/BV-tal som vi fick tillgång till genom tidskriften Veckans Affärer. Nyckeltalen kommer att förklaras mer utförligt i avsnitt 3.2.

Skriftlig data delas in i primär- och sekundärdata vilket innebär att man tittar till uppkomsten av dokumentet. Primärdata är en förstahandskälla som samlas in och sammanställs för undersökningens syfte medan sekundärdata är en andrahandskälla som samlats in och bearbetats för ett annat syfte än undersökningen. Årsredovisningarna i vår undersökning är s.k. sekundärdata då de har sammanställts

¹⁸ Patel & Davidsson. Forskningsmetodikens grunder. s. 43

av företag för ett helt andra syften än för vår undersökning. Desamma gäller för insamling av P/BV-talen då dessa sammanställs av tidskriften Veckans Affärer.

2.4.3 Urval

Vår urvalsram utgörs av svenska storföretag som är noterade på Stockholmsbörsens A-listan mest omsatta och O-listans attract40. Anledningen till detta är att dessa företag troligtvis hanterat problematiken kring valet av kapitalstruktur och bör därför utgöra ett bra underlag för vår undersökning. Att företagen är börsnoterade underlättar dessutom insamlingen av relevant finansiell information. Urvalet gjordes på ett 40 företag varav 20 från respektive lista. Detta anser vi är ett tillräckligt stort antal för att representera alla företag på dessa listor tillsammans utgörs av 78 företag. Vårt urval bygger på ett sannolikhetsurval och vidare har urvalet gjorts slumpmässigt från listorna.

2.5 Validitet och reliabilitet

Med validitet menas att man verkligen mäter det man avser att mäta och reliabilitet avser att mätningarna är tillförlitliga. Genom att kontinuerligt kritiskt pröva och noggrant bearbeta materialet kan man undvika att några systematiska eller slumpmässiga fel uppstår i frågeställningen eller vid insamlingen av data.

2.5.1 Validiteten

Vi prövade ett teoretiskt samband som bygger på skuldsättningsgrad och dess påverkan lönsamhet och företagsvärde. Vi ansåg genom att vi använde oss av relevanta nyckeltal som vi ansåg var bra representanter för dessa variabler som sambanden bygger på, att vi mätte det vi avsåg att mäta.

2.5.2 Reliabilitet

Vi ansåg att tillförlitligheten i vår undersökning var hög då en stor del av den byggde på hämtad data från årsredovisningar. Som tidigare nämnts är dessa en sekundärkälla och då det är ytterst viktigt att kritiskt granska detta material då den uppkommit i ett annat syfte än för vår undersökning. Dock ansåg vi att

årsredovisningarna som vi använt oss av var av tillförlitlig karaktär, då företagen är noterade på Stockholmsbörsen, och i och med detta ställs det krav på företagen. För företag noterade på A-listan är huvudregeln att bolaget skall ha fullständiga redovisningshandlingar (årsredovisningar) för minst tre år. För O-listan skiljer sig kraven beträffande historik men dock ställs krav på hög kvalitet beträffande deras finansiella handlingar.¹⁹

Vi ansåg att dessa redovisningshandlingar är tillförlitliga då de dessutom ligger under årsredovisningslagen 2 kap 3 §

”Balansräkningen, resultaträkningen och noterna skall upprättas som en helhet och ge en rättvisande bild av företagets ställning och resultat. Om det behövs för att en rättvisande bild skall ges, skall det lämnas tilläggsupplysningar.”

Innebörden av detta är att företagsledningen och styrelse är ansvariga för att ge en rättvisande bild av bolaget och detta bedöms senare av en legitimerad revisor.²⁰

P/BV-talet är hämtat från tidskriften Veckans Affärer som vi ansåg vara trovärdig då den är en av Sveriges största affärstidningar och allmänt erkänd. Den ges ut av Bonnier tidskrifter.

För att undvika eventuella fel så har alla beräkningar som gjorts för denna undersökning kontrollräknats.

Vi anser att med detta som bakgrund att om undersökningen skulle göras ytterligare gång av någon oberoende utifrån samma data bör samma resultat uppnås.

¹⁹ www.stockholmsborsen.se (2005-05-26)

²⁰ Hallgren. Finansiell metodik. s.26

3. Teoretisk referensram

I detta kapitel beskrivs den teoretiska utgångspunkt som ligger till grund för vår undersökning. Vi kommer att behandla teorier som är centrala för problematiken kring kapitalstruktur. För att öka förståelsen för vår undersökning kommer vi även definiera de variabler som använts för att empiriskt kunna pröva det teoretiska sambandet i verkligheten.

3.1 Teoretisk utgångspunkt

Kapitalstruktur är den fördelning ett företag har mellan sitt egna kapital och sina skulder. Vilken kapitalstruktur ett företag väljer att ha är ett rent finansieringsbeslut och inte ett investeringsbeslut.²¹ Problematiken kring kapitalstruktur som finansieringsbeslut har sitt ursprung i Modigliani och Millers kända propositioner från 1958. I följande avsnitt redogörs för dessa propositioner samt hur de senare modifieras då hänsyn tas till skatt.

3.1.1 MM:s proposition I (Utan skatt)

Modigliani & Miller (1958) har ett övertygande argument att företag inte kan förändra sitt totala värde genom att förändra fördelningen av sin kapitalstruktur. De hävdar att i en perfekt kapitalmarknad är ett företags värde alltid detsamma oavsett vilken kapitalstruktur som ett företag väljer att ha.²² Med andra ord finns det ingen kapitalstruktur som är bättre än någon annan under förutsättningar som inga skatter, inga transaktionskostnader och att privatpersoner och företag kan låna till samma räntekostnad. Detta möjliggör att privatpersoner genom en s.k. hemmagjord hävstång kan återskapa samma effekt som ett företags hävstångseffekt. Detta kom att utgöra grunden för MM:s Proposition I där den grundläggande principen är att värdet på obelånat företag (V_o) är detsamma som värdet på det belånade företaget (V_b) det vill säga $V_b = V_o$.²³ Detta förklaras och exemplifieras mer utförligt av Westerfield, Jaffe & Ross.²⁴

²¹ Pike & Dobbins. Investment decisions and Financial strategy. s. 195

²² Brealey & Myers. Principles of corporate Finance. s. 467

²³ Ross, Westerfield. Jaffe, Corporate Finance. s. 418

3.1.2 MM:s Proposition II (Utan skatt)²⁵

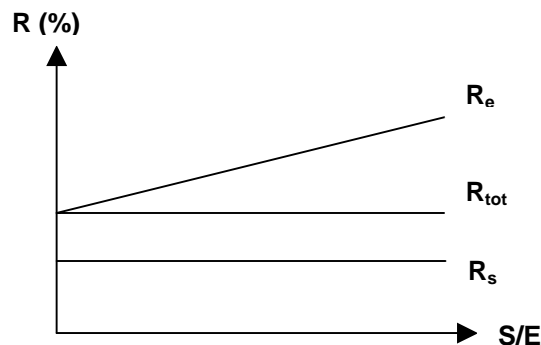
Senare släppte en ytterligare proposition som att kallas proposition II. Den utgår ifrån att den förväntade avkastningen på eget kapital är positivt relaterad till skuldsättningsgraden. Detta beror på att en ökad skuldsättningsgrad ökar risken för det egna kapitalet, och en ökad förväntad avkastning på det egna kapitalet skall kompensera för den ökade risken. MM:s proposition II illustreras av följande ekvation som visar relationen mellan skuldsättningsgraden och den förväntade avkastningen på eget kapital.

$$R_e = R_{tot} + \frac{S}{E} * (R_{tot} - R_s)$$

Formel 3.1

Där: R_e = Räntabilitet på eget kapital före skatt
 R_{tot} = Räntabilitet på totalt kapital
 S/E = Skuldsättningsgrad
 R_s = Genomsnittlig låneränta

Ekvationen förklarar att den av aktieägarna krävda avkastningen på eget kapital är en linjär funktion av företaget skuldsättningsgrad. Om räntabiliteten på totalt kapital (R_{tot}) är högre än den genomsnittliga låneräntan (R_s) så ökar avkastningen för det egna kapitalet samtidigt som skuldsättningsgraden ökar. Detta illustreras i nedanstående diagram.



Figur 3.1: MM:s Proposition II (utan hänsyn till skatter)

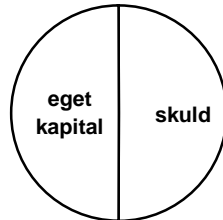
²⁴ Ross, Westerfield, Jaffe, Corporate Finance. s.407-408

²⁵ Ibid. s. 410, 418

3.1.3 Skatter och skatteskölden

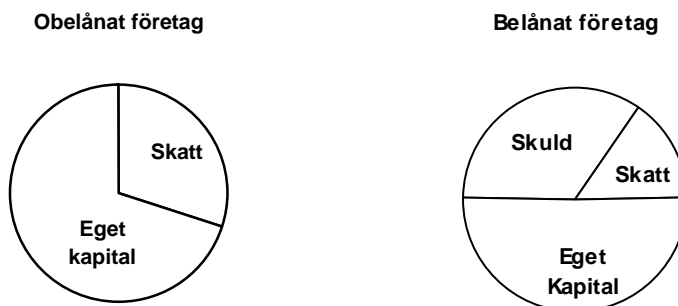
Enligt proposition I där man inte tar hänsyn till skatt spelar inte fördelningen mellan eget kapital och skulder i kapitalstrukturen någon roll. Detta illustreras i figur 3.2.

Proposition I (utan skatter)



Figur 3.2 MM proposition I (utan skatt) Företagsvärde

Detta innebär att företagets tillgångar inte kommer att förändras oavsett om storleken på tårtbitarna förändras. Egentligen finns det en tredje bit som man inte tar hänsyn till här och det är regeringens skattekrav.²⁶ Därför modifierade MM sina propositioner då de tog hänsyn till skattefaktorn. För att kunna förstå Modigliani & Millers propositioner med skatt måste man förstå sambandet mellan skatt och kapitalstruktur. Den grundläggande teorin sammanfattas i figur 3.3.



Figur 3.3 Effekten av skatteskölden

Vad ett företag kan göra för att minska sin skatt borde ge ett positivt värde för dess aktieägare.²⁷ Vad man kan se av figur 3.3 så är företagets värde positivt relaterat till dess skulder. Det vänstra diagrammet visar ett obelånat företag, det vill säga det är helt finansierat med eget kapital, och det är aktieägarna och skattemyndigheten som

²⁶ Brealey & Myers. Principles of corporate finance. s. 491

gör anspråk på företaget. Värdet av det obelånade företaget motsvarar den biten av tårtdiagrammet som ägs av aktieägarna och den biten som går till skatter är helt enkelt bara en kostnad. Diagrammet till höger visar ett belånat företag, där det förutom aktieägarna och skattemyndigheten även är långivarna som gör anspråk på företaget. Värdet av det belånade företaget är summan av det egna kapitalet och skulder. Vid valet av dessa två kapitalstrukturer, enligt diagrammen, bör ledningen i ett företag välja den kapitalstruktur med ett högre företagsvärde. Förutsatt att arean är densamma för de båda diagrammen, maximeras värdet för den kapitalstruktur som betalar minst i skatt. Detta visar att finansiering med upplåning har en viktig fördel gentemot finansiering med eget kapital när man tar hänsyn till skattesystemen. Låneräntan är enligt lag en avdragsgill kostnad vilket gör att det belånade företaget betalar mindre i skatt jämfört med det obelånade företaget och därför bör ett företag välja en högre upplåning. Detta visar att det finns en fördel med skulder och en nackdel med eget kapital. Denna fördel kallas skattesköld och kan värderas med en matematisk formel.²⁸

$$TR_s S$$

Formel 3.2

Där: T = Skatt
 R_s = Kostnad för lånat kapital (Genomsnittlig låneränta)
 S = Skuld

Skatteskölden kan förklaras med nedanstående exempel och visar hur ett belånat företag kan dra fördel av den:

²⁷ Brealey & Myers. Principles of Corporate Finance. s. 491

²⁸ Ross, Westerfield & Jaffe. Corporate Finance. s. 419

	Inkomst status på obelånat ftg	Inkomst status på belånat ftg
Förtjänst innan ränta och skatt	1000	1000
Ränta till långivare	0	80
Förtjänst före skatteavdrag	1000	920
Skatt (28%)	280	257,6
Nettoinkomst till aktieägare	720	662,4
Total inkomst till både långivare & aktieägare	0+720=720	80+ 662,4=742,4
Ränteskattesköld (0,28* ränta)	0	22,4

Så länge ett företag förväntas betala skatt kan man anta att det kassaflöde som formeln 3.2 visar har samma risk som räntan på skulden. Alltså kan dess värde bestämmas genom att kassaflödet från skatteskölden diskonteras med kostnaden för lånat kapital, det vill säga R_s . Om man antar att kassaflödet är evig blir nuvärdet av skatteskölden²⁹:

$$\frac{TR_s S}{R_s} = TS$$

Formel 3.3

3.1.4 Modigliani & Miller Proposition I (Med skatt)

När MM i proposition I inte tog hänsyn till skatter drog de slutsatsen att värdet på ett obelånat företag och ett belånat företag var detsamma. Då man senare modifierade propositionen och tog hänsyn till skatt kom inte detta antagande att gälla längre. Som nämntes i föregående avsnitt ger skatteskölden en inverkan på ett belånat företags kassaflöde, vilket gör att det belånade företags får ett större kassaflöde än det obelånade företaget vilket i sin tur resulterar i ett högre värde³⁰. Detta illustreras i MM:s proposition I (med skatt) med nedanstående formel:

²⁹ Ross, Westerfield & Jaffe. Corporate Finance. s.420

³⁰ Ibid. s.421

$$V_b = \frac{EBIT * (1 - T)}{R_o} + \frac{SR_s S}{R_s} = V_o + TS$$

Formel 3.4

- Där:
- V_b = Värde på ett belånat företag
 - $EBIT * (1 - T)$ = Företagets kassaflöde efter avdragen företagskatt
 - R_o = Kapitalkostnad för ett obelånat företag
 - T = Företagets skattesats
 - R_s = Kostnaden för lånat kapital
 - V_o = Värdet på ett obelånat företag
 - S = Skuld

Första termen av ekvationen visar värdet av ett obelånat företags kassaflöde utan någon skattesköld, med andra ord är termen lika med V_o , det vill säga värdet av ett företag finansierat med eget kapital. Värdet av det belånade företaget är värdet av det obelånade företaget plus TS , det vill säga nuvärdet av skatteskölden vid ett evigt kassaflöde. Eftersom skatteskölden ökas med andelen skulder kan företaget öka sitt totala kassaflöde, vilket i sin tur ökar företagets värde genom att ersätta eget kapital med skulder.³¹

3.1.5 Modigliani och Miller Proposition II (Med skatt)

MM:s proposition II utan hänsyn till skatt visar ett positivt samband mellan förväntad avkastning på det egna kapitalet och skuldsättning. Detta beror på att risken på det egna kapitalet ökar med skulden. Detta samband står fast även när man tar hänsyn till skatter och detta illustreras i MM:s proposition II (med skatt) med nedanstående formel:

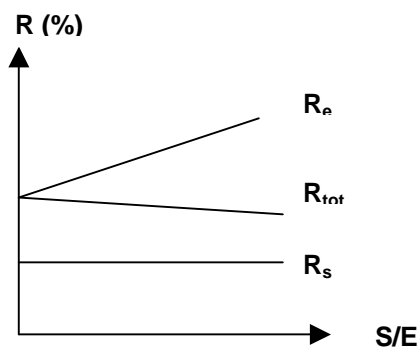
³¹ Ross, Westerfield & Jaffe, Corporate Finance s.421 - 422

$$R_e = R_{tot} + \frac{S}{E} * (1 - T) * (R_{tot} - R_s)$$

Formel 3.4

Där: T = Skattefaktorn

MM antog att värdet på låneräntan är konstant och som formeln visar så sjunker räntabilitetskravet på totala tillgångar hela tiden när andelen skulder ökar. Detta beror på att skatteskölden minskar kostnaden för lånat kapital genom avdragsrätten för räntor, vilket ger ett ökat värde för företaget.³² Figur 3.3 visar sambandet mellan R_e , R_{tot} samt R_s enligt MM:s proposition II då lånekostnaden antas vara konstant.



Figur 3.3

3.1.6 Kritik mot MM:s teorier

MM:s propositioner I och II har kommit att kritiserats av många forskare. Man ifrågasätter inte logiken bakom dessa antaganden, utan man anser att de förutsättningar som måste råda för att dessa antaganden ska gälla är orealistiska. MM:s teorier antyder att företagets värde och aktieägarnas tillgångar fortsätter att öka så länge skulderna ökar. Denna skuldpolicy framträder som väldigt extrem då det skulle innebära att företagen skulle vara helt finansierade med skulder.³³ Detta antagande bygger bl.a. på att man inte tagit hänsyn till bankruttkostnader³⁴ och att

³² Hallgren, Finansiell Strategi och styrning s. 206

³³ Brealey & Myers, Principles of Corporate Finance s. 493

³⁴ Ross, Westerfield & Jaffe Corporate Finances. 418

lånekostnaden för främmande kapital är konstant vid en ökad upplåning³⁵. Många anser att antagandet inte är realistiskt då en ökad upplåning innebär en större osäkerhet för långgivarna då företagets ställda säkerhet får ett minskat värde. Därför är det realistiskt att förutsätta att en högre upplåning kommer att leda till en högre låneränta som kommer att kompensera för den högre risken långgivarna tar. Detta resulterar i att den förväntade avkastningen på det egna kapitalet kommer att avta vilket går emot MM:s teorier.

MM har inte heller tagit hänsyn till bankruttkostnader, vilket utgör en viktig grund för ifrågasättandet, då skulder sätter press på ett företag. Räntor och amorteringar till långgivarna är förpliktelser och kan inte företaget möta dessa förpliktelser kan det hamna i ett finansiellt nödläge. Det ultimata nödläget för ett företag är att försättas i konkurs då dess tillgångar enligt lag överförs från aktieägarna till långgivarna. De skuldförpliktelser som uppkommer i samband med upplåning skiljer sig helt från de förpliktelser ett företag har gentemot sina aktieägare. Aktieägare kan tycka om och förvänta sig en utdelning, men de kan aldrig lagligen kräva detta på samma sätt som långgivarna kan kräva sin ränta och sina amorteringar.³⁶ De kostnader som uppkommer i samband med ett finansiellt nödläge motverkar effekten av skatteskölden³⁷ vilket ifrågasätter MM:s antagande om att räntabiliteten på eget kapital stiger linjärt i samband med en högre skuldsättningsgrad. Därför är det realistiskt att anta att ett företag försöker att hålla nere sin skuldandel.

3.2 Definitioner

Tillväxt kan idag vara ett villkor för ett företags fortlevnad och tillväxt kräver kapital. Möjligheten att växa är beroende av ett företags förmåga att finansiera sin tillväxt vilket i sin tur är beroende av räntabiliteten. I företagets balansräkningar återspeglas ökat kapitalbehov i form av tillväxt av anläggningar, lager och andra tillgångar. Denna ökning av totala tillgångar måste motsvaras av en lika stor ökning av summan av eget kapital och skulder. För att skuldsättningsgraden inte ska förändras, måste den procentuella ökningen, tillväxttakten, av såväl skulder som eget kapital vara

³⁵ Hallgren. Finansiell Strategi och styrning. s. 206

³⁶ Ross, Westerfield & Jaffe. Corporate Finance. s. 433

³⁷ Ibid. s. 433

densamma som för totala tillgångar. Växer inte det egna kapitalet i samma takt som tillgångarna, sjunker soliditeten med andra ord så stiger skuldsättningsgraden.³⁸

Börsföretagens årsredovisningar innehåller numera som regel information om räntabilitet på eget kapital, totalt kapital och sysselsatt kapital tillsammans med olika mått på kapitalstrukturen. Det är önskvärt att finansiella nyckeltal, och metoderna att mäta dessa, är så enhetliga som möjligt. Näringslivets Börskommitté utgav 1983 en rekommendation om nyckeltalsberäkningar i syfte att uppnå en ökad enhetlighet.³⁹

3.2.1 Soliditet

Soliditeten handlar om hur stabilt ett företag är finansierat. Det visar företagets förmåga att överleva tillfälliga konjunkturnedgångar, dess stabilitet.⁴⁰ Vid förluster är det egna kapitalet som drabbas först. Vid fortsatt förlust kan det egna kapitalet förbrukas och företagets långgivare kan se sig tvingade att begära företaget i konkurs för att tillvarata sina krav mot företaget.⁴¹ Soliditeten mäts med ett flertal kvoter, vilka alla ställer det egna kapitalet i relation till andra storheter.⁴² Det vanligaste soliditetsmåttet är andel eget kapital som ställs i relation till totala tillgångarna.⁴³

Det finns dock andra mått som kan komplettera andel eget kapital som t.ex. soliditetsmåttan anläggningskvot, räntetäckningsgrad och rörelsekapital. Skuldsättningsgrad är ett ytterligare soliditetsmått och det mäter egentligen samma sak som andel eget kapital. Den fokuserar på det främmande kapitalet istället för det egna och mäter andelen skulder i relation till andelen eget kapital. Måttet ger tidigt en varningssignal på svag soliditetsutveckling. Skuldsättningsgraden ger ett kraftigare utslag på förändringar i det egna kapitalet än andra soliditetsmått.⁴⁴ En låg andel eget kapital ger en hög skuldsättningsgrad och tvärtom. Måttet mäter hur många gånger som företagets främmande kapital ryms i det egna kapitalet. Om ett företag t.ex. skulle finansiera sig med 50 procent främmande kapital och 50 procent eget

³⁸ Johansson. Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt. s.20

³⁹ Ibid. s.22

⁴⁰ Hallgren. Finansiell metodik. s. 120

⁴¹ Thomasson, Arvidsson mfl. Den nya affärsredovisningen. s. 350

⁴² Hallgren. Finansiell metodik. s. 120

⁴³ Thomasson, Arvidsson mfl. Den nya affärsredovisningen. s. 350

⁴⁴ Hansson, Arvidsson & Lindquist. Företags- och räkenskapsanalys. s.147-148

kapital så skulle det ge en skuldsättningsgrad på 1,0 ggr. Skulle ett företag däremot ha en skuldsättningsgrad över 1,0 betyder det att de finansierar sig med mer främmande kapital än med eget kapital.

Skuldsättningsgrad är det soliditetsmått som huvudsakligen kommer att användas i denna uppsats då det är ett bra mått för att mäta ett företags skuldsättning. Det är också den variabel som ingår i hävstångsformeln som kommer att utvecklas närmare i avsnitt 3.3. Hävstångsformeln visar sambandet mellan soliditet och räntabilitet för eget kapital. Skuldsättningsgrad beräknas enligt följande formel:

$$\text{Skuldsättningsgrad ggr } \left(\frac{S}{E}\right) = \frac{\text{Justerade skulder}}{\text{Justerade eget kapital}}$$

Formel 3.5

Hur mycket ett företag betalar för sina skulder framgår av företagets genomsnittliga skuldränta (R_s) som också den ingår i hävstångsformeln och beräknas i procent enligt följande formel:

$$\text{Skuldränta, \% } (R_s) = \frac{\text{Räntekostnader + valutadifferenser}}{\text{Totala skulder}^*}$$

* = inkl. latent skatteskuld i obeskattade reserver

Formel 3.6

3.2.2 Lönsamhet

Att en verksamhet bedrivs så att den blir lönsam, räntabel, är en nödvändig förutsättning för att företaget ska överleva på längre sikt. Detta för att långivarna ska få betalt, aktieägarna ska få utdelning och de anställda få trygghet och möjligheter till goda löner osv. Lönsamhetsbedömningar är därför av stort intresse för samtliga

intressenter.⁴⁵ Lönsamhet brukar ofta missförstås och sammanblandas med begreppet vinst. Den absoluta vinstens storlek är emellertid meningslös som lönsamhetsmått. Ett företag som har större vinst än ett annat företag är nödvändigtvis inte mera lönsamt. Ett företag kan mycket väl ha en miljardvinst och ändå ha en otillfredsställande lönsamhet.⁴⁶

Räntabilitet är ett lönsamhetsmått och kan beskrivas som företagets förmåga att ge avkastning på det insatta kapitalet i företaget. Totala kapitalets eller totala tillgångarnas räntabilitet är det viktigaste lönsamhetsmålet. Måttet är intressant i så väl större som mindre företag och fungerar som grunden för internanalys⁴⁷ och det används för att bedöma om företagets verksamhet ger en acceptabel förräntning på de tillgångar företaget disponerar. I detta lönsamhetsmått inkluderas finansiella interna kostnader och därför är måttet ett effektivt sätt att mäta företagets tillgångar oavsett om de finansierats med eget kapital, räntebärande lån eller med räntefria skulder. Eftersom räntabilitet på totalt kapital inte säger något om hur tillgångarna har finansierats blir det lämpligt som ett effektivitetsmått för jämförelse mellan företag i samma bransch liksom för jämförelser mellan företag i olika branscher.⁴⁸ Den omnämns ofta som avkastning på totalt kapital i årsredovisningar och beräknas i procent enligt följande formel:

$$\text{Räntabilitet för totalt kapital, \% } (R_{tot}) = \frac{\text{Resultat}^* + \text{finansiella kostnader}}{\text{Genomsnittligt totalt kapital}}$$

* = efter finansiella instäcker och kostnader

Formel 3.7

Det genomsnittliga kapitalet beräknas genom totalt kapital den 1:a januari adderat med totalt kapital den 31:a december dividerat med 2.

⁴⁵ Tomasson, Arvidsson m.fl. Den nya Affärsredovisningen. s. 344

⁴⁶ Johansson. Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt. s.12

⁴⁷ Hallgren. Finansiell strategi och styrning. s. 58

⁴⁸ Hansson, Arvidsson & Lindquist. Företags- och räkenskapsanalys. s.116

Ett annat lönsamhetsmått är räntabilitet på eget kapital eller avkastning på eget kapital som den ofta omnämns som i årsredovisningar och den beräknas (efter skatt) enligt följande formel:

$$\text{Räntabilitet på eget kapital, \% } (R_e) = \frac{\text{Justerat årsresultat}}{\text{Genomsnittligt justerat eget kapital}}$$

Formel 3.8

Vi kommer inte att fördjupa oss i detta lönsamhetsmått i den här uppsatsen men det är värt att nämna denna då den ingår i hävstångsformeln som är en del av MM:s teoretiska antaganden och som kommer att förklaras mer utförligt i följande avsnitt.

3.2.3 Finansiell utväxling

Sambandet mellan räntabilitet på eget kapital, räntabilitet på totalt kapital, genomsnittlig låneränta och skuldsättningsgrad kan användas som underlag för analys och planering av ett företags finansieringspolitik. Finansieringspolitiken i det här avseendet syftar till valet av skuldsättningsgrad, ett val som styrs av uppsatta mål för räntabiliteten på eget kapital och villigheten till risktagande. Sambandet framgår av formeln för finansiell utväxling s.k. finansiell hävstångseffekt och den beräknas enligt följande:

$$R_e \text{ efter skatt} = (1 - T) \left[R_{tot} + (R_{tot} - R_s) * \frac{S}{E} \right]$$

Formel 3.9

Formeln avser att mäta huruvida ytterligare upplåning påverkar avkastningen på det egna kapitalet. Innebörden är att vid ett givet eget kapital kan det egna kapitalets räntabilitet ökas genom att man lånar upp pengar och placerar dem till en högre förräntning än skuldräntan. Detta kan förklaras genom att förräntningsmarginalen det

vill säga skillnaden mellan R_{tot} och R_s , multipliceras med skuldsättningsgraden vilket ger som resultat det bidrag till räntabiliteten på eget kapital som det lånade kapitalet lämnar.⁴⁹ Så länge denna förräntningsmarginal kan hållas positiv, tjänar företaget och aktieägarna pengar på att öka sin upplåning. En högre upplåning leder till en högre skuldsättningsgrad och ju större skuldsättningsgraden är desto större effekt får en förändring av R_{tot} på R_e , det vill säga den s.k. hävstångseffekten.

R_{tot} är som tidigare nämnts opåverkad av företagets kapitalstruktur och därför även opåverkad av ett företags finansieringspolitik men påverkad av den allmänna företagspolitiken. För att hävstångseffekten ska gälla så krävs det att företaget fritt kan välja mellan lånefinansiering och finansiering med eget kapital. Skulle t ex en ökning av total kapitalet endast vara möjlig genom ytterligare upplåning och R_{tot} påverkas genom denna ökning blir R_{tot} beroende av finansieringspolitiken. Om inga skulder och räntekostnader finns kommer R_e att sammanfalla med R_{tot} . En skillnad mellan R_e och R_{tot} beror på hur mycket skulder ett företag har och de räntekostnader som tillkommer i samband med dessa. Därför blir skillnaden mellan R_{tot} och R_e beroende av företagets finansieringspolitik.⁵⁰

3.2.4 Företagsvärde⁵¹

Företag kan vara av olika nytta för olika personer och därför finns det inga företagsvärderingar som genererar ett exakt eller korrekt värde på ett företag. Detta är snarare en subjektiv uppfattning som bygger på en värderares analys, erfarenhet och kunskap. Visserligen har en värderare ett antal vetenskapligt förankrade metoder till sin hjälp men dessa förutsätter ett antal antaganden som värderaren själv måste hantera. Värderingen påverkas inte bara av den subjektiva uppfattningen utan också av syftet med värderingen samt av vilken typ av företag som ska värderas.

Det finns i huvudsak två grundläggande utgångspunkter för att värdera ett företag, antingen utifrån framtida avkastning eller utifrån värdet på tillgångar och skulder. Dessa två metoder brukar kallas avkastningsvärdering och substansvärdering. Vi har valt ett värderingsmått som beräknas efter den s.k. avkastningsvärderingen och den

⁴⁹ Johansson. Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt. s.30

⁵⁰ Ibid. s. 27

innebär att man efter olika modeller diskonterar företagets framtida avkastning. Dessa diskonteringsmodeller utgår oftast från detaljerade prognoser av företagets balansräkning och resultaträkning för ett flertal år. Att prognostisera ett företags balansräkning och resultaträkning kan vara väldigt problematiskt och därför är det inte ovanligt att förenklade former av avkastningsvärdering används. En allmänt accepterad metod som då brukar användas är jämförande värdering.

Jämförande värdering baseras på beräkningen av ett företags värde på marknadens bedömning av värdet av ett eller flera jämförbara företag. Metoden utgår från att värdet på en tillgång kan uppskattas genom att man studerar hur marknaden prissätter liknande eller jämförbara tillgångar. Värderingen utgår från olika prismultiplar och går ut på att man får fram ett värde på företaget genom en jämförelse med ett eller flera företag. Jämförelseobjekt kan vara svåra att hitta för små privata företag och därför lämpar sig metoden bättre för börsföretag där det är enklare att hitta lämpliga företag att jämföra mot. Beräkningen av ett företags värde med jämförande värdering utgår från följande formel:

$$P / BV = \frac{\text{företagets aktiekurs}}{\text{Egna kapitalets balansvärde per aktie}}$$

Formel 3.10

Vi har valt att använda oss av P/BV-talet som är en vanligt förekommande prismultipl och beräknas efter den utifrån företagets senaste årsredovisningar. Det genomsnittliga P/BV-talet för branschen multipliceras alltså med ett företags bokförda värde på ett det egna kapitalet för att ge en uppskattning av företagets värde. Om ett företag t.ex. har ett P/BV-tal på 400% värderas alltså företaget till 4ggr det egna kapitalet.

⁵¹ Nilsson, Isaksson & Martikainen. Företagsvärdering med fundamental analys. s.45, 58-60

3.3 Statistiska metoder

Vid en undersökning av två variabler som i vårt fall är det naturligt att ställa sig frågor som:

Finns det ett samband mellan variablerna?

Hur ser detta samband ut i sådana fall?

Hur starkt är sambandet?

När ett material består av parvisa observationer är regression och korrelation en bra metod att använda för att studera två eller flera variabler och undersöka sambandet mellan dessa. Detta kan återges med ett s.k. spridningsdiagram där varje observation representeras av en punkt i ett koordinationsystem på x- och y-axeln.

En positiv korrelation innebär att höga värden på den ena variabeln motsvaras av höga värden på den andra variabeln. Samtidigt motsvaras låga värden på den ena variabeln av låga värden på den andra variabeln. Motsatsen är ett negativt samband där höga värden på den ena variabeln motsvaras låga värden på den andra variabeln. Det är även viktigt att se hur starkt ett samband verkligen är.⁵²

3.3.1 Regressionslinje⁵³

Vid ett samband ger ett spridningsdiagram, där alla variabler är inprickade, en uppfattning om hur detta samband ser ut. Ett statistiskt samband mellan två variabler kan bäst beskrivas med en rät linje den s.k. regressionslinjen som anpassas efter den ekvation som beräknas genom minsta-kvadratmetoden (MK-metoden). Desto närmare de anpassade värdena ligger de verkliga värdena desto bättre beskrivs sambandet av regressionslinjen. En bra regel kan vara att inleda bearbetningen av materialet med en granskning av observationerna med spridningsdiagrammet för att därefter påbörja den numeriska beräkningen.

⁵² Körner & Wahlgren. praktisk statistik. s. 157-158

⁵³ Ibid. s. 166-167

3.3.2 Korrelationskoefficienten⁵⁴

Som ett mått på det linjära sambandets styrka kan man beräkna korrelationskoefficienten, r . Om korrelationskoefficienten är ± 1 finns det ingen spridning kring linjen vilket innebär att alla observationer ligger på regressionslinjen.

Om r är rätt beräknat antar r alltid värden mellan ± 1 det vill säga, $-1 \leq r \leq 1$

- $r = -1$ Innebär att sambandet är negativt och att alla observationer ligger på regressionslinjen
- $r = 1$ Innebär att sambandet är positivt och att samtliga observationer ligger på regressionslinjen.
- $r = 0$ Innebär att det inte finns något samband alls

Korrelationskoefficienten mäter om det är lämpligt att beskriva sambandet mellan två variabler med en rät linje. Vid ett värde nära noll kan man inte beskriva sambandet med en linjär linje. Detta talar för att det inte finns något samband men det är inget som kan uteslutas helt då ett samband kan beskrivas på andra sätt.

3.3.3 T- fördelning

Ett annat sätt att undersöka ett samband är att se till variablernas t-fördelning som är en viktig sannolikhetsfördelning. Detta är en intervallskattning för att undvika slumpmässiga och systematiska fel och den fungerar enligt principen att man betraktar en normalfördelad variabel t . Kring denna variabelns väntevärde noll avsetts ett systematiskt intervall som utgör 95% av hela fördelningen, det vill säga arean, mellan intervallets ytterpunkter. En t-fördelning kännetecknas av ett antal frihetsgrader vilket kan variera. Dock kommer t-värdet fortsättningsvis att beräknas efter $n-2$ antal frihetsgrader. Det finns en t-fördelning för varje stickprovsstorlek och därför upprättas tabeller för varje frihetsgrad. Tabellen ger numeriska värden på intervallets gränser och sannolikheten att en observation antar ett värde i detta intervall är med andra ord 95%. Detta innebär att man testar signifikansnivån som i detta fall utgör 5%. Testet går att göra med ett ensidig- alternativt tvåsidig t-fördelning. Avsikten med detta test är att styrka signifikansen av den beräknade korrelationskoefficienten och om det beräknade t-värdet ligger utanför intervallets

⁵⁴ Körner & Wahlgren. Praktisk statistik. s.174-175

gränser bekräftas det signifikanta sambandet⁵⁵. T-värdet beräknas efter följande formel:

$$t = \frac{b}{\frac{\sigma_y}{\sigma_x} * \sqrt{\frac{(1-r^2)}{(n-2)}}}$$

Formel 3.11

⁵⁵ Körner. Statistisk dataanalys. s. 206-207, 211

4. Empiri

I detta kapitel ges en överblick av det insamlade material som användes för den djupgående analysen av undersökningen. Här tas även relevanta fakta upp för att ge läsaren en bättre förståelse för undersökningens resultat.

4.1 Börsföretag

För att börsnoteras på A- och O-listan ställs det krav på företagets storlek i form av aktiespridning och börsvärde vilket ger en bra representation av de största företagen som dominerar i svenskt näringsliv. Dock finns det storföretag i Sverige som inte är börsnoterade som t.ex. är familjeägda, statliga eller ägs av lant- eller konsumentkooperationen som undersökningen inte tar hänsyn till.

Den statistiska data som samlats in kommer att visas i tabeller och diagram i kapitel 5. Då mycket material skulle analyseras ansåg vi att det var viktigt att komplettera detta med snittvärden som lyfter fram väsentliga egenskaper i materialet. Som utgångspunkt sammanställs medelvärden för samtliga av de företag som undersökningen bygger på. Dock valde vi att även komplettera dessa med medianvärden då det är ett värde som är lätt att tolka samt av det skäl att våra data innehöll vissa extremvärden, som kunde ha gett ett missvisande genomsnittsvärde. Vi valde ändå att behålla de extremvärden som förekom då vi ansåg att en stympning av materialet kunde ge ett missvisande utfall och att det fanns risk att korrelationskoefficienten för ett stympat material skulle underskatta korrelationen mellan resultaten.⁵⁶ I tabell 4.1 visas data för de tre variabler som vi avsett att undersöka.

All data gällande räntabilitet på totalt kapital, skuldsättningsgrad och P/BV-talet som hämtats eller beräknats för de slumpmässigt utvalda företagen som vi fortsättningsvis kommer att använda oss av för undersökningen hänvisas till bilaga 1.

⁵⁶ Körner & Wahlgren. Praktisk statistik. s.169

	R_{tot}	Skuldsättningsgrad	P/BV-talet
Medelvärde	7,47	0,506	339,5
Median	8,41	0,382	315,5
Antal företag	34	34	34

Tabell 4.1

Företag på Stockholmbörsens A-lista karaktäriseras av etablerade företag verksamma på en mognare marknad. Företag på denna lista bör ha varit verksamma i minst tre år och aktiva på en relativt stabil omvärld som t.ex. Ericsson, Atlas Copco och Telia Sonera. Dessa skiljer sig från företag noterade på Stockholmbörsens O-lista där företagen mer består av utvecklingsföretag som ofta agerar på nyare marknader som t.ex. H&M, Alfa Laval och MTG. Det ställs högre krav för företag som är noterade på A-listan än O-listan. (Se bilaga 2) Då dessa listor är av olika karaktär var det intressant att se om det hade någon betydelse för ett eventuellt samband. Därför skiljde vi dem åt vid sammanställandet av data.

4.1.1 A-listan mest omsatta

I syfte att lyfta fram bolagen med de mest likvida aktierna på A-listan finns ett segment, mest omsatta. Vilka aktier som ingår i mest omsatta fastställs halvårsvis. För närvarande är kraven för att notering på A-listan mest omsatta är att handeln i bolagets aktier under den senaste tolv månadersperioden överstiger 6 Mdr kr (motsvarade 24 Mkr per dag) samt att bolaget vid utgången av mätperioden har ett marknadsvärde överstigande 8 Mdr kr (se bilaga 2).⁵⁷

I tabell 4.2 visas data för de företag som undersökningen bygger på från A-listan mest omsatta. Vi valde att räkna ut ett medelvärde och median för de variabler vi valt att undersöka för på ett tidigt stadium se om det tyder på att det skulle kunna finnas en skillnad mellan listorna.

⁵⁷ [www.stockholmborsen.se\(2005-05-26\)](http://www.stockholmborsen.se(2005-05-26))

	R _{tot}	Skuldsättningsgrad	P/BV -talet
Medelvärde	11,29	0,719	286,73
Median	9,79	0,675	284
Antal företag	15	15	15

Tabell 4.2

Vad man kan se av tabellen är att företagen på A-listan mest omsatta placerar sig högre beträffande räntabiliteten på totalt kapital och skuldsättningsgraden än för samtliga företag. Däremot uppvisade A-listan mest omsatta lägre P/BV-tal än vad samtliga företag visade. Detta gäller för både medelvärdet och medianen.

4.1.2 O-listan attract40

O-listan attract40 innehåller i första hand företag med hög omsättningshastighet. Listan finns till för att underlätta för investerare att hitta de mest intressanta företagen på O-listan. Vilka bolag som ingår i Attract40 bestämmer investerarna, inte börsen. Urvalet baseras på handelsstatistik för den senaste halvårsperioden och den grundläggande parametern är bolagets omsättningshastighet, vilket speglar marknadens intresse för bolaget. Segmentet är öppet för alla bolag på O-listan oavsett bransch och listan förändras därför över tiden. Dock ska vissa urvalskriterier som bl.a. att företagen ska ha ett marknadsvärde på 500 000 kronor och tillhandahålla aktiemarknadsinformation på engelska vara uppfyllda (se bilaga 2).⁵⁸

I tabell 4.3 visas data för de företag som undersökningen bygger på från O-listan attract40. Även här räknades ett genomsnitt och medianvärde ut för de variabler vi valt att undersöka.

	R _{tot}	Skuldsättningsgrad	P/BV-talet
Medelvärde	4,44	0,338	381,16
Median	6,71	0,291	319
Antal företag	19	19	19

Tabell 4.3

⁵⁸ [www.stockholmsborsen.se\(2005-05-26\)](http://www.stockholmsborsen.se(2005-05-26))

Till skillnad från A-listan mest omsatta placerade sig företagen på O-listan attract40 på ett lägre värde beträffande räntabilitet på totalt kapital och skuldsättningsgrad än vad samtliga företag gjorde. O-listan attract40 visade ett högre värde på P/BV-talet än vad samtliga företag gjorde till skillnad från A-listan mest omsatta som där visade ett lägre värde gentemot samtliga.

Då det redan här visade sig vara väsentliga skillnader mellan företag placerade på A-listan och företag på O-listan var det intressant att även fortsättningsvis skilja dessa åt. Vad skillnaden berodde på var svårt att säga men det kan ha berott på antal verksamma år eller vilken omgivning företagen befann sig i. Dessa skillnader mellan listorna öppnade för möjligheten att om det inte fanns ett generellt samband för samtliga företag så uteslöt det inte att det inte fanns något samband alls. Då företagen på listorna är av olika karaktär så kan även eventuella samband för listorna skilja sig åt.

4.2 Beräkning av nyckeltalen

Vid framtagandet av skuldsättningsgraden var tanken att vi hämta företagens redan givna värde i årsredovisningarna. Företagens definitioner skiljde sig åt gick det inte att jämföra deras skuldsättningsgrader mot varandra och därför valde vi att använda oss av en egen definition. I den teoretiska definitionen tas alla skulder upp som ett företag har vilket ansåg vi skulle ge missvisande värden. I totala skulder tas bl.a. leverantörsskulder upp och dessa säger inget om hur företaget verkligen är belånat. Vi valde därför den definition som låg närmast vad majoriteten av företag använt och tillämpade den konsekvent för alla företag.

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Räntebärande skulder} * + (0,28 * \text{obeskattade reserver})}{\text{Eget kapital} + (0,72 * \text{obeskattade reserver})}$$

* = *Räntebärande skulder inkl. avsättningar för pension*

Formel 4.1

Det är fördelaktigt att titta på de räntebärande skulderna när man mäter soliditet då soliditet är ett viktigt mått på företagets förmåga att klara dåliga tider. En låg soliditet det vill säga en hög skuldsättningsgrad innebär att ett företag har en stor skuldbörda och därmed även höga räntekostnader. Genom att titta på enbart de räntebärande skulderna ges en tydligare bild av företagets finansiella styrka. Nackdelarna är dock att det är svårt att beräkna de räntebärande skulderna och det är svårt att veta vilka dessa är då de inte alltid framkommer av företagets årsredovisningar. Vi gick efter vad företagen själva angav som deras räntebärande skulder och där det var otydligt bekräftade vi dessa genom att granska årsredovisningarnas noter. I vissa fall framgick inte detta av noterna och därför kunde dessa inte tas med och blev bortfall. Av 40 företag föll 5 företag bort varav 4 på A-listan mest omsatta och 1 på O-listan attract40.

Beträffande beräkningen av räntabiliteten på totalt kapital var tanken att vi skulle använda oss av det R_{tot} -värde som företagen själva angivit i sina årsredovisningar. Dock var det väldigt få företag som angav dessa och därför räknade vi även här själva ut detta lönsamhetsmått. Då vår teoretiska definition gav samma räntabilitet på totalt kapital som de företag som angivit denna valde vi att använda oss av denna. Det förekom inga större problem att ta fram räntabiliteten på totalt kapital utom i ett fall där det inte gick att ta fram företagets finansiella kostnader ur finansnettot. Det resulterade i ett bortfall från A listan mest omsatta.

4.3 Skuldsättningsgradens betydelse för företag

Hur hög en soliditet bör vara varierar bl.a. från bransch till bransch. En regel kan vara att ju högre risk det är i företagets bransch desto lägre skuldsättningsgrad bör man eftersträva. Det är svårt att ge några direkta rekommendationer på vad ett företag bör ha. Företagsklimatet ändras hela tiden och på grund av konjunktursvängningar och andra påverkningar är det svårt att säga generellt vad skuldsättningsgraden bör vara från år till år. Dock bör inte andelen eget kapital vara allt för litet, det vill säga företag bör inte vara skuldsatta i alltför hög grad. Att lämna ytterligare lån till företag som är högt skuldsatta innebär en kreditrisk och anledningen till detta är att ett företags lånade kapital i princip alltid medför räntekostnader och amorteringar.

Utdelningen på eget kapital kan däremot anpassas efter företagets vinstsituation och betalningsförmåga. Vid en svag lönsamhet kan företag minska eller ställa in utdelningen till ägarna. Företag har därför möjlighet att själva bestämma över betalningsströmmarna till sina ägare och företag med stor andel får ett större likviditetsmässigt utrymme att röra sig med än företag som har en låg andel eget kapital. Det är därför viktigt för en företagsledning att redan på planeringsstadiet ta hänsyn till hur beslut om t.ex. investeringar och finansiering kommer att påverka skuldsättningsgraden.

Sammanfattningsvis kan man säga att företag med låg skuldsättningsgrad löper mindre risk vid konjunktur nedgångar och branschkriser då de dels har mindre räntekostnader och amorteringar och dels har större möjligheter för ytterligare upplåning vid behov.

4.4 Räntabilitetens betydelse för företag

Lönsamhet mäts på många sätt. Räntabilitet på eget kapital (R_e) som berördes kort i avsnitt 3.2.2 är ett övergripande mått på ett företags lönsamhet. Detta mått visar hur aktieägarnas kapital förräntas och sammanfattar hur väl ett företag lyckats med både sin investerings- och finansieringsstrategi, i och med att det egna kapitalet sätts i relation till lönsamheten inklusive kostnaden för att finansiera verksamheten.

För att undvika att skuldsättningen ska påverka lönsamhetsmättet valde vi räntabilitet på totalt kapital som vi ansåg vara det mest lämpliga då denna inte påverkas av skuldsättningsgraden. Den är en mindre beståndsdel av R_e och visar enbart hur väl ett företag har lyckats med sin investeringsstrategi.⁵⁹ I beräkningen av R_{tot} inkluderade vi därför förutom räntekostnader även företagets eventuella kursförluster och andra finansiella kostnader för att visa vilken avkastning företagets tillgångar genererat oavsett hur de finansierats. Detta för att R_{tot} skulle ge en bra bild av hur företagets investeringsstrategier utfallit.

⁵⁹ Nilsson, Isaksson & Martikainen. Företagsvärdering med fundamental analys. s.141-142

Sambandet mellan kapitaltillväxt, soliditetsförändringar och räntabilitet har analyserats tidigare i doktorsavhandlingen "Kapitaltillväxt, kapitalstruktur och räntabilitet. En analys av svenska industriföretag." av Lars Bertmar och Göran Molin. Avhandlingen gjordes i början av sjuttioalet och kan anses något inaktuellt. Dock behöver de samband som studien visade inte vara specifika för den studerade perioden. Avhandlingen visade att det fanns ett starkt samband mellan räntabilitet på totalt kapital och tillväxttakt på totala tillgångar. De kunde dock inte observera några klara mönster mellan räntabilitet på totalt kapital och skuldsättningsgrad, då både låg och hög skuldsättningsgrad har kombinerats med både en hög och en låg räntabilitet på totalt kapital. Det var intressant att se om vi skulle få samma resultat i vår undersökning.⁶⁰

4.5 Företagsvärdering

I en enkät av Örhlings PriceWaterhouseCoopers som besvarades av 28 aktörer på finansmarknaden undersöktes det vilka metoder som användes av börsnoterade företag. I studien angavs jämförande värdering som ett svarsalternativ av fyra möjliga. De svarande hade möjligheten att välja flera metoder och även ange om de använde någon annan metod än de som angavs. Resultatet ska tolkas med försiktighet då studien endast hade en svarsfrekvens på 40 %. Vad som antydde av resultatet var att jämförande värdering och diskonteringsmodeller var de metoder som användes mest vid företagsvärdering.

En fördel med jämförande värdering gentemot diskonteringsmodeller är att de bättre speglar marknadens uppfattning och stämning. Om t.ex. ett företag ska börsintroduceras och bestämma priset på sitt företag kan det vara mer lämpligt att utgå ifrån "marknadens uppfattning" än att värdera företaget med traditionella diskonteringsmodeller. Fondförvaltare och analytiker använder sig ofta av jämförande värdering som ett första hjälpmedel för att sälla fram intressanta aktier. Nackdelen med denna metod är att om de jämförelseföretag som används t.ex. är övervärderade ger detta ett missvisande värde för det företag som är föremål för värderingen. En annan nackdel är att jämförande värderingar till stor del baseras på

⁶⁰ Bertmar & Molin. Kapitaltillväxt, Kapitalstruktur och Räntabilitet. s. 494, 496

prognoser över kortare tidsperioder vilket gör det svårt att ta hänsyn till långsiktiga trender. Inte heller tar denna metod hänsyn till alla de faktorer som påverkar ett företags värde. Risk- och skuldsättningsgrad är exempel på sådana faktorer som antas vara detsamma som för de eller det företag som används som jämförelseobjekt. Att skuldsättningsgraden inte påverkar P/BV-talet ansåg vi snarare var en fördel för vår undersökning då vi av samma skäl som vid valet av måttet på lönsamhet, räntabilitet på totalt kapital, valt ett mått som inte påverkas av denna faktor. Detta gjorde även att vi var mer konsekventa i våra val av mått.

Vi valde att inte själva räkna på företagens P/BV-tal då prismultiplern bygger på företagets bokförda värde och en tillämpning av denna värderingsansats förutsätter en omfattande redovisningsanalys. Att göra en sådan ansåg vi inte var nödvändig då informationen fanns tillgänglig i tidskriften "Veckans Affärer".

4.6 Indelning av företag

För att få en överskådlig bild av företagens variabler valde vi att dela in alla företag som undersökningen bygger i matriser som består av fyra indelningar samt gråzoner. Anledningen till att vi valde att dela in företagen i matriser var för att lättare kunna urskilja eventuella samband och se om det på ett tidigt stadium uppstod något mönster bland företagens kapitalstrukturer.

4.6.1 Indelning efter skuldsättning och lönsamhet

Beträffande skuldsättning och lönsamhet valde vi indelningar som består av hög respektive låg skuldsättningsgrad och räntabilitet, det vill säga hög/hög, hög/låg, låg/hög och låg/låg. Som tidigare nämnts är det svårt att säga vad som anses som en hög respektive låg skuldsättning och därför valde vi att göra en egen definition av detta. Detsamma gällde för räntabiliteten på totalt kapital och även här valde vi att göra en egen definition av vad som var högt och lågt. När vi gjorde dessa definitioner tog vi hänsyn till hur företagsklimatet såg ut i dagsläget och till vilket utfall vi fick på de olika nyckeltalen. Den kritik som riktats mot att företag idag har en generellt låg skuldsättningsgrad stämde överens med det utfall vi fick på vår beräknade skuldsättningsgrad då den generellt var väldigt låg. Intervallet för vad vi ansåg var en låg skuldsättningsgrad satte vi mellan 0-0,4, där 0,4 motsvarar en finansiering av

cirka 20 procent med räntebärande skulder. Allt över 0,9 det vill säga där företagen finansierar sig med cirka 45 procent och mer med räntebärande skulder ansåg vi vara en hög skuldsättningsgrad. Allt däremellan blev en gråzon då dessa företag ansågs ha varken en låg eller hög skuldsättningsgrad.

För räntabiliteten kom intervallet att ligga mellan 0-8% för låg räntabilitet och allt över 12% kom att klassificeras som en hög lönsamhet. Allt däremellan fick av samma anledning som ovan bli en gråzon.

		S/E		
		Hög		Låg
R_t	Hög	Swedish Match	Ericsson Atlas Copco Sandvik	H&M Axfood MTG Q Med SSAB
		Securitas Scania Assa abloy Proffice Getinge	Boliden Alfa Laval	Bilia Sweco
	Låg	Trelleborg	SAAB Active Biotech Electrolux NCC	Net Insight Pricer Intentia Gambro Biacore Scanditec Tele 2 Skanska Holmen Telia Sonera HIQ

Vad man kunde se av matrisen, om man bortsåg från gråzonerna, så hade majoriteten av företag både en låg skuldsättningsgrad och en låg lönsamhet. Då några företag som placerade sig i denna grupp har en negativ lönsamhet kan detta tala för att deras kapitalstruktur inte var självvald (se avsnitt 3.2.2). Det var dock inget

vi kunde bekräfta eller dementera så därför lät vi dessa företag vara med för den vidare analysen. Då de dessutom var så få borde de inte ha kunnat påverka ett eventuellt samband. Det var också intressant att så få, bara två företag, placerade sig med en hög skuldsättning, den ena med låg lönsamhet och den andra med hög lönsamhet.

Den breda spridningen av företagens placeringar gjorde att ett eventuellt samband vid det här laget inte kunde uteslutas. Därför blev en analys av yttersta intresse för att kunna se ett eventuellt samband mellan skuldsättning och lönsamhet.

4.6.2 Indelning efter skuldsättning och företags värde

Av samma anledning som tidigare valde vi även dela in företagen i en matris efter skuldsättningsgrad respektive P/BV-tal. Det finns inga tydliga rekommendationer för vad som anses som ett högt eller lågt P/BV-tal och därför har vi även här valt att definiera detta själva. För skuldsättningsgraden använde vi samma definition som i tidigare matris det vill säga 0-0,4 som låg och 0,8 och uppåt som en hög skuldsättningsgrad och allt däremellan som en gråzon. För P/BV-talet ansåg vi att 0-250 var lågt och 350 och uppåt var ett högt P/BV-tal. Allt däremellan, det vill säga 250-350, fick bli en gråzon då dessa inte ansågs kunna placeras i som varken höga eller låga.

		S/E		
		Hög		Låg
P/BV-tal	Hög	Proffice Getinge Securitas Swedish match	Active Biotech Ericsson Sandvik	Axfood H&M HIQ MTG Net Insight Q med
		Assa Abloy Scania	Atlas Copco Alfa Laval	Intentia Scanditec Sweco Biacore
	Låg	Boliden Trelleborg	NCC SAAB Electrolux	Bilia Tele 2 Gambro Holmen Skanska SSAB Telia Sonera

I denna matris kunde man se en jämn fördelning av företagen. Ingen grupp utmärker sig markant och då det är samma företag så ter det sig självklart att företag med låg skuldsättningsgrad dominerade även här. Det som var intressant var att det rådde en relativt jämn fördelning mellan högt och lågt P/BV-tal och detta gjorde att analysen blev av stort intresse för att kunna se ett eventuellt samband. Spridningen av företagens placeringar möjliggjorde för ett eventuellt samband som kunde vara antingen positivt eller negativt.

5. Analys

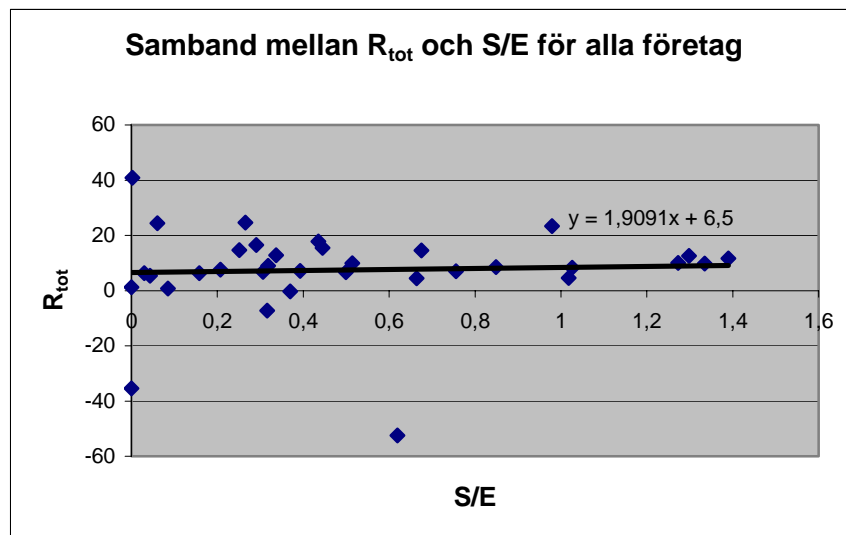
I detta kapitel sammanförs empirin med den teoretiska referensramen i en analys. Här prövas sambandet mellan skuldsättningsgrad och räntabilitet på totalt kapital samt sambandet mellan skuldsättningsgrad och P/BV-talet. Detta görs med hjälp av statistiska metoder och visualiseras i olika spridningsdiagram.

5.1 Samband mellan R_{tot} och S/E

Med utgångspunkt från tidigare redovisade teorier så påverkas företagens lönsamhet positivt med en ökning av skuldsättningsgraden. Syftet med undersökningen var att pröva detta samband empiriskt vilket gjordes med en statistisk analys av variablerna R_{tot} och S/E. Om detta gäller i verkligheten skulle ett positivt samband mellan R_{tot} och S/E innebära att ju högre skuldsättningsgraden är desto högre räntabilitet får man. Det motsatta gäller för ett negativt samband mellan dessa det vill säga ju lägre skuldsättningsgrad desto lägre räntabilitet. R_{tot} är här den beroende variabeln då den påverkas med förändring av S/E medan S/E är den oberoende variabeln då den inte påverkas av förändringen av R_{tot} .

5.1.1 Alla företag

Inledningsvis var det viktigt att analysera all insamlad data för alla företag. Detta för att se om det fanns ett generellt samband mellan dessa.



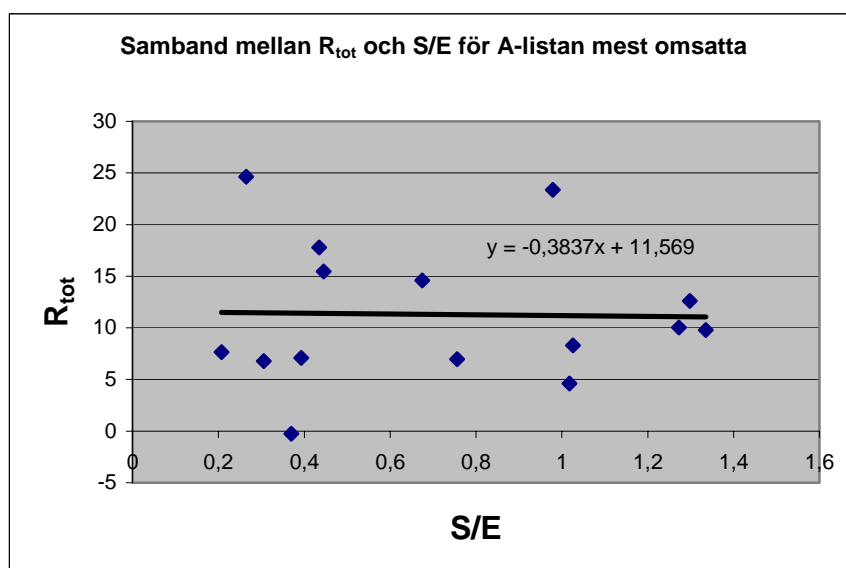
Av diagrammet kunde man se att den tänkta regressionslinjen hade en mycket svag positiv lutning det vill säga, linjen var i det närmaste plan. Detta talade för att det inte fanns något samband, varken positivt eller negativt. Då det var en stor spridning på företagens variabler borde det ha framkommit någon form av lutning om variablerna hade varit beroende av varandra. Vi ansåg inte att de extremvärden som förekom hade en större påverkan på utfallet då dessa fanns i båda riktningar och hade en utjämnande effekt.

Spridningen kring den tänkta regressionslinjen var relativt liten då det fanns många observationer väldigt nära eller direkt på linjen. Detta talade för ett eventuellt samband men vi ansåg inte att det var ett tillräckligt underlag för att dra en sådan slutsats. Eftersom det dessutom förekom vissa avvikelser av observationspar, bl.a. där extremvärdena befann sig, gjorde det att en beräkning av korrelationskoefficienten var nödvändig. Den beräknade korrelationskoefficienten för alla företag var 0,051, och då detta är ett värde som ligger väldigt nära noll talade det för att det inte fanns ett generellt samband mellan dessa variabler. Vi ansåg inte att detta var tillräckligt för att kunna dra en slutsats och valde därför att även utföra ett ensidigt t-test för att testa signifikansen av detta. T-testet gav ett t-värde på 0,288 och då det befann sig under den kritiska gränsen 1,697 (för 30 frihetsgrader) kunde vi dra slutsatsen att det inte finns något generellt signifikant samband mellan variablerna R_{tot} och S/E.

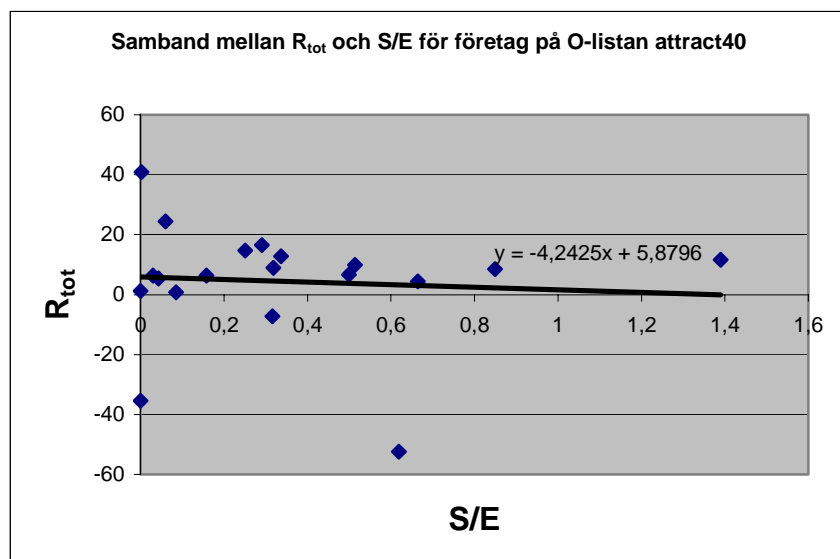
Grupperingen "alla företag" bestod av en blandning mellan företag från både A- och O-listan där företagen karaktäriseras av olika drag beroende på vilken lista de är noterade på. Då vi tidigare sett att det fanns påtagliga skillnader i nyckeltalsberäkningarna mellan dessa listor ville vi inte utesluta att det inte fanns ett samband utan att ha provat detta för listorna var för sig.

5.1.2 Företag på A- och O-listan

För att se om det fanns ett samband och om detta eventuellt kunde skilja sig mellan de olika listorna delade vi upp dem i två olika diagram. Nedan följer ett diagram med företag som är noterade på A-listan mest omsatta.



Av detta diagram kunde man se en väldigt svag negativ lutning till skillnad från tidigare diagram som visade en svag positiv lutning. Spridningen här var stor och vid beräkning av korrelationskoefficienten fick vi ett utfall på -0,023 vilket visade ett ännu svagare samband mellan räntabiliteten och skuldsättningsgraden för företag på A-listan mest omsatta. Trots att det inte fanns något samband var det intressant att se om utfallet skiljde sig för företag på O-listan attract40.



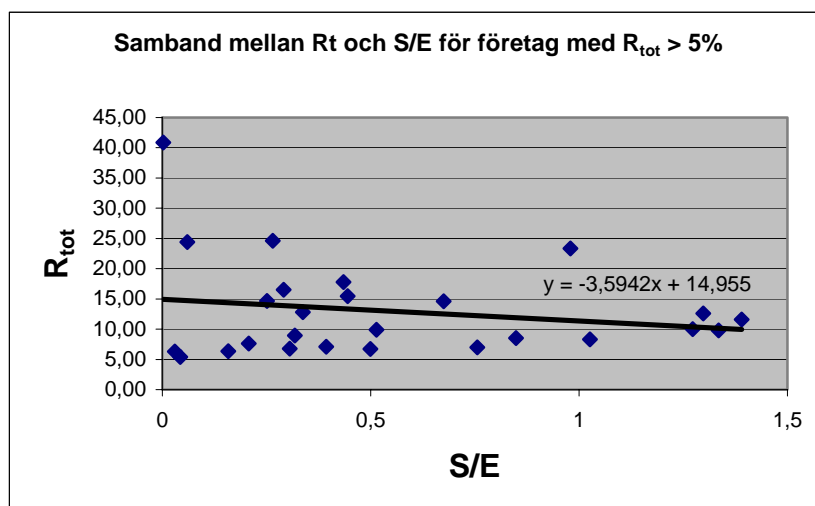
Även här visades en svag negativ lutning dock lite starkare än för A-listan. Det som också skiljde diagrammen åt var att spridningen bland observationerna här inte var lika stor och att några observationer låg direkt på regressionslinjen. Korrelationskoefficienten för O-listan var $-0,076$ vilket i och för sig var starkare än vad den var för A-listan men inte heller den talade för något samband mellan variablerna. Då vi redan gjort ett t-test för samtliga företag och då uppdelningen mellan listorna inte visade någon avvikande korrelationskoefficient ansåg vi att det inte var nödvändigt med ytterligare t-tester för dessa två.

Varför dessa två listor tidigare hade stora skillnader i sina medelvärden för skuldsättningsgrad och räntabilitet var svårt att säga utan en djupare analys eftersom listorna i diagrammen ovan inte visade några större skillnader. Skuldsättningsgraden för företag som är noterade på O-listan attract40 var över lag lägre än för A-listan mest omsattas företag. Detta kan bero på att företag på denna består av mer kunskapsintensiva företag som till stor del kan vara påverkade av den tekniska utvecklingen, där det sker snabba förändringar, och därmed anses mer riskfyllda. A-listans företag består till stor del av tillverkningsföretag som anses mer stabila. De ska även kunna visa vinstförtjäningsförmåga och kan förmodligen förhandla sig till bättre lånevillkor och lägre räntor. Att O-listans företag över lag visade en lägre lönsamhet talade också för detta och det resulterar i att företagen till stor del finansieras med det egna kapitalet då externa långivare inte är ett möjligt val. Den enda möjlighet som kvarstår för inskaffning av kapital är att vända sig till

aktiemarknaden eller tillämpa nyemission. Detta gör att valet av kapitalstruktur inte kan anses som självvalt vilket är en förutsättning för ett nyttjande av den finansiella utväxlingen.

5.1.3 Företag med $R_{tot} > 5\%$

Med tidigare avsnitt som bakgrund samt principen med hävstångseffekten, som innebär att man lånar kapital som förräntas högre än skuldräntan, var det av intresse att bortse från företag med en räntabilitet under 5%. Detta för att se om dessa företag motverkade ett möjligt samband. Vi räknade på att företag som vill låna kapital idag bör kunna uppvisa att de kan klara en bankränta runt 5%. Företag måste därför ha en räntabilitet på totalt kapital som är högre än detta för att hävstångseffekten ska verka positivt på lönsamheten och möjliggöra ett samband.



Även här var lutningen negativ och spridningen var relativt stor. Korrelationskoefficienten var $-0,195$ vilket var starkare än för de tidigare diagrammen men inte tillräcklig stark för att man ska kunna dra slutsatsen att det fanns ett samband. Inte heller här ansåg vi att korrelationskoefficienten avvek tillräckligt för att det skulle vara intressant med ett ytterligare t-test.

Trots att de tre sistnämnda visade negativa lutningar, som pekade mot ett negativt samband, talade korrelationskoefficienten för att räntabiliteten och skuldsättningsgraden var oberoende av varandra och att det inte fanns ett samband

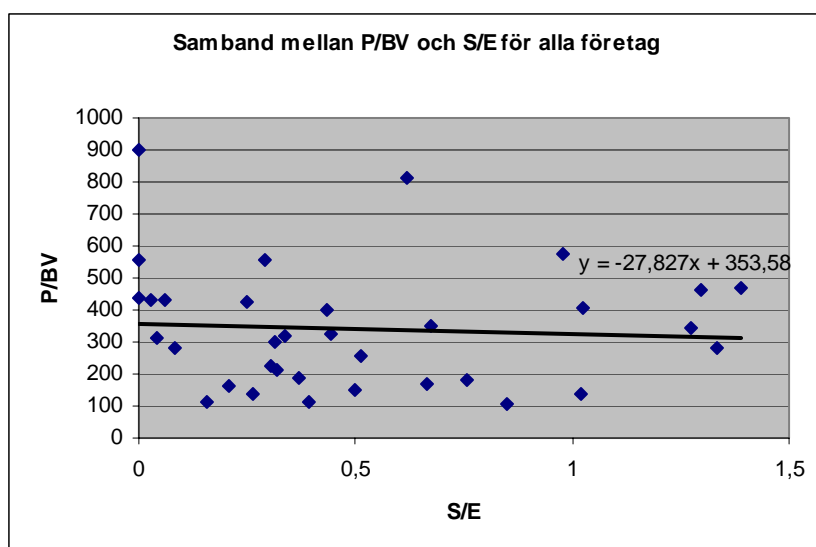
mellan dessa i verkligheten. Detta överrensstämde även med den studie som tidigare gjorts av Bertmar och Molin där de inte heller inte kunde observera några klara mönster mellan räntabilitet på totalt kapital och skuldsättningsgrad. Det man bör ha i åtanke är att den studien avsåg åren 1966–1972 och soliditetsförsämringar (ökade skuldsättningar) var ett karaktäristiskt drag i företags finansiella utveckling för den här perioden. Dessa drag var motsatsen till vad som kom fram av vår undersökning där företagen karaktäriserades av generellt låg skuldsättning. Detta talade för att om det skulle finnas ett samband, trots att det inte framkom i vår studie, så kan detta ha berott på att det kan ha funnits andra faktorer som kan ha haft effekt på dessa variabler. Det kan vara variabler som vi inte tagit hänsyn till i vår undersökning vilket kan ha påverkat vårt resultat.

5.2 Samband mellan P/BV och S/E

Med utgångspunkt från tidigare redovisade teorier ville vi också undersöka Modigliani och Millers proposition I med hänsyn till skatt som antyder att företagets värde och aktieägarnas tillgångar fortsätter att öka så länge skulderna ökar. Då syftet med undersökningen varit att pröva detta samband i verkligheten ansåg vi att nyckeltalen P/BV-talet och skuldsättningsgrad var bra representativa variabler att pröva detta empiriskt. Precis som för prövningen av R_{tot} och S/E så gällde det även här att om det fanns ett positivt samband mellan P/BV och S/E skulle det innebära att ju högre skuldsättningsgraden var desto högre P/BV-tal och tvärtom för ett negativt samband. S/E var även här den oberoende medan P/BV-talet här var den beroende variabeln.

5.2.1 Alla företag

Även här inledde vi med att se om det fanns ett generellt samband genom att titta på all insamlad data för alla företag.

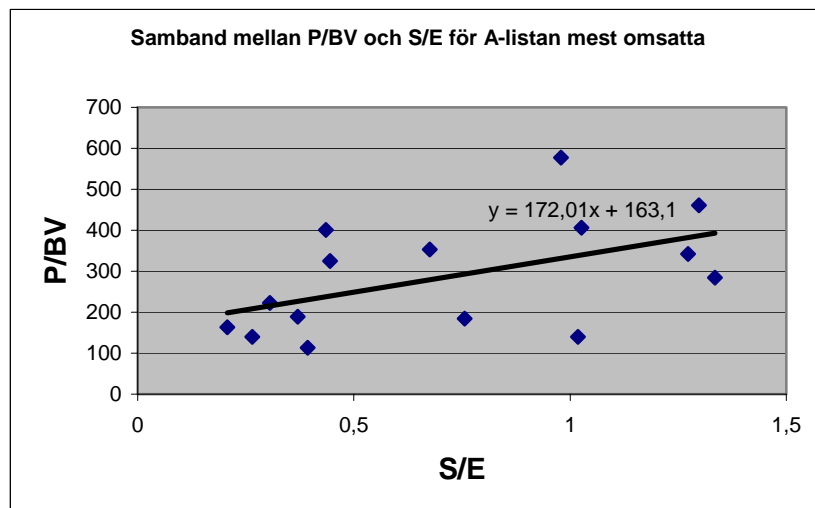


Diagrammet ovan visade en relativt stark negativ lutning som skulle kunna tala för ett negativt samband mellan variablerna. Däremot var spridningen stor vilket talade för att det inte fanns något större samband och därför var det aktuellt att även beräkna korrelationskoefficienten. Den hade ett värde av 0,062 vilket är ett värde väldigt nära noll och talade därför för att det inte fanns något generellt samband för alla företag. Detta ansåg vi var nödvändigt att styrka med ett t-test vilket gav ett t-värde på -0,349. Då detta befann sig under den kritiska gränsen för ett samband 1,697 (30 frihetsgrader) kunde vi dra slutsatsen att det inte fanns något generellt samband för variablerna P/BV och S/E för alla företag.

Även här valde vi att dela upp företagen efter A- och O-listan av samma anledning som gjordes i tidigare avsnitt. Då vi även här sett att det fanns skillnader i nyckeltalsberäkningarna mellan dessa listor ville vi inte heller här utesluta att det inte fanns ett samband utan att ha prövat detta för listorna var för sig.

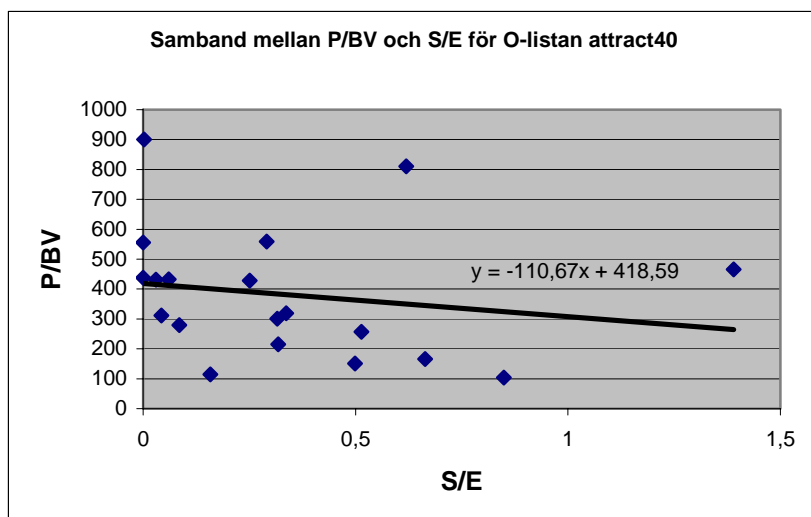
5.2.2 A- och O-listans företag

För att se om det fanns ett samband och om detta eventuellt kunde skilja sig mellan de olika listorna delade vi upp dem i två olika diagram. Nedan följer ett diagram med företag som är noterade på A-listan mest omsatta.



Till motsats från diagrammet för alla företag fick vi här en relativt stark positiv lutning vilket talade för ett positivt samband. Men även här var spridningen relativt stor och återigen fick korrelationskoefficienten visa om det fanns ett samband. Den beräknade korrelationskoefficienten var 0,508 vilket också det talade för att det faktiskt fanns ett svagt positivt samband mellan P/BV-talet och skuldsättningsgrad för företag på A-listan mest omsatta. För att kunna styrka detta fann vi det nödvändigt att utföra ett t-test vilket gav ett t-värde på 2,127. Då detta värde ligger utanför den kritiska gränsen 1,771 (13 frihetsgrader) talar det för att det finns ett signifikant samband mellan variablerna P/BV och S/E för företag noterade på A-listan mest omsatta.

Då detta var det närmaste ett samband vi kommit i denna undersökning var det av stort intresse att se hur det såg ut för företagen på O-listan attract40. Vi ville se om även dessa företag skulle visa ett eventuellt mönster.



Det som var intressant med detta diagram var att den visade en relativt stark negativ lutning till motsats till vad det föregående diagrammet visade, vilket talade för ett negativt samband. Den beräknade korrelationskoefficienten var här $-0,183$ vilket är betydligt svagare än föregående korrelationskoefficient. Detta talade inte för ett samband och då den inte heller avvek särskilt mycket från korrelationskoefficienten för samtliga företag ansåg vi inte att det var nödvändigt med ett t-test.

Det var svårt att säga vad skillnaden mellan listorna kunde bero på. Om man bortsåg från att detta kunde vara en slump kunde detta ha berott på att företagen befann sig på olika listor som karaktäriseras av olika drag. Att det inte fanns ett generellt samband för alla företag, samt att det fanns ett starkare samband för A-listans företag än för O-listans företag, kan ha haft sin förklaring i att en eller flera ytterligare faktorer kan ha inverkat på detta resultat. A-listans företag har mer gemensamt med varandra än vad de företag som befinner sig på O-listan har och karaktäriseras av etablerade företag på en mer stabil marknad till skillnad från O-listans företag. Då O-listans företag inte bestäms av börsen utan av investerarna, beroende på intresset för företagets aktier, så ger det en stor blandning av olika typer av företag på denna lista. Detta i kontrast till A-listan där det ställs krav på företagen för notering på denna lista (se bilaga 2) vilket resulterat i att de företagen på A-listan till större del består av stora tillverkningsföretag. Om det fanns ytterligare faktorer som påverkade sambandet var det kanske ingen slump att sambandet visade sig vara tydligare i en grupp bland mer likartade företag där företag har mer gemensamt med varandra.

Det som var intressant var att man kunde se ett svagt samband för A-listans företag för P/BV-talet och S/E medan det inte fanns något samband alls mellan A-listans företag beträffande R_{tot} och S/E. Om det fanns ytterligare faktorer som påverkade P/BV-talet så verkade inte dessa faktorer haft en påverkan på R_{tot} . Därför kan det vara värt att föra en diskussion om potentiella faktorer som kan ha haft en påverkan för vårt resultat.

6. Slutsatser

I detta kapitel sammanfattas analysen och presenteras utifrån det övergripande syftets problemfrågor. Här redogörs de slutsatser som kan dras av den genomförda undersökningen om sambanden för kapitalstruktur.

6.1 Generella slutsatser

Utifrån undersökningen framkom det att det rådde en låg skuldsättningsgrad över lag bland de 34 utvalda företagen för året 2004. Företagen på A-listan mest omsatta visade ett högre genomsnittsvärde för både skuldsättningsgrad och räntabilitet på totalt kapital gentemot företag noterade på O-listan attract40. Däremot uppvisade O-listan attract40 ett högre genomsnittligt P/BV-tal än A-listan mest omsatta. Vid en indelning av låga och höga R_{tot} och S/E respektive höga och låga P/BV-tal och S/E kunde man se en jämnare fördelning mellan företagen på det sistnämnda. Vid indelningen av R_{tot} och S/E kunde man se att fler företag hade en låg lönsamhet än en hög.

Det övergripande syftet har varit att se om valet av kapitalstruktur fungerar som en finansieringsstrategi för en ökad lönsamhet och ett ökat företagsvärde. Slutsatsen vi kom fram till av vår undersökning var att enbart en förändring i kapitalstrukturen inte fungerar som en finansiell strategi. Denna slutsats kunde dra därför att det inte fanns ett samband mellan ett företags skuldsättningsgrad och dess lönsamhet samt ett företags skuldsättningsgrad och dess värde. Detta resonemang bygger på våra prövade problemfrågor som redogörs för nedan.

6.1.1 Gällande sambandet mellan R_{tot} och S/E

- Det rådde inget generellt samband mellan räntabilitet på totalt kapital och skuldsättningsgrad för samtliga företag.
- Trots att variablerna räntabilitet på totalt kapital och skuldsättningsgrad uppvisade en negativ korrelation fanns det inte något samband mellan dessa

vid en uppdelning av företag efter börslistorna de befann sig på.

- Trots en negativ korrelation kunde inte ett samband heller visas för företag med en räntabilitet på totalt kapital över 5% och skuldsättningsgrad.

6.1.2 Gällande sambandet mellan P/BV-talet och S/E

- För variablerna P/BV-talet och skuldsättningsgrad rådde det inte heller något generellt samband för samtliga företag trots att dessa visade en negativ korrelation.
- Vid uppdelning av företagen efter börslistorna för variablerna P/BV-talet och skuldsättningsgraden så kunde vi för A-listan mest omsattas företag dra slutsatsen att det fanns ett signifikant samband för dessa variabler. Något samband för samma variabler kunde dock inte urskiljas för företagen på O-listan attract40. Detta pekar mot att det kan finnas ytterligare faktorer som kan ha spelat in för resultatet men det är inget vi kan dra en slutsats om.

7. Diskussion

I detta kapitel förs en reflektion om ytterligare faktorer som kan ha påverkat variablernas samband och om detta kan ha varit av betydelse för undersökningens resultat. Därefter följer egen kritik av det utförda arbetet samt förslag på vidare forskning.

7.1 Reflektioner kring undersökningens resultat

Då vårt resultat inte visade något samband mellan de olika variablerna kan det te sig för enkelt, kanske rentav ytligt, att bara utesluta att det inte fanns något samband. Därför ansåg vi att det var av stor vikt att ifrågasätta och diskutera om det kan ha funnits andra faktorer som kan ha påverkat vårt resultat och bidragit till att ett eventuellt samband inte visade sig i vår undersökning.

Det närmsta ett samband vi kunde komma var mellan skuldsättningsgraden och P/BV-talet för A-listan mest omsatta. Som tidigare nämnts i analysen så vore det inte överraskande att om det finns en ytterligare faktor som spelar in för att ett samband ska kunna visa sig att den visade sig i just den grupp där företagen har mest likheter med varandra. Det är svårt att säga vilka faktorer som dessa företag kan ha haft gemensamt och det som skulle kunna vara intressant är att undersöka fler variabler än de vi valde att titta på. Då det finns många olika företag som har olika mål och syften vore det märkligt om det finns en finansieringsstrategi som fungerar generellt för alla företag. Ålder på företag, vilken typ av företag och i vilket skede ett företag befinner sig bör vara av intresse att ta hänsyn till när man avser att undersöka vilka faktorer som kan spela en roll för vad som kan påverka ett samband.

Att företagen över lag visade en låg en skuldsättning kan ha lett till ett försvårande av att hitta ett samband mellan variablerna. Att det över lag råder en låg skuldsättning påminner om hur det såg ut i slutet av 1990-talet då företag utnyttjade dämpad inflation och konjunkturförbättring till att minska sina skulder.⁶¹ Precis som då befinner sig börserna idag på uppgång efter en lågkonjunktur och företagen visar

⁶¹ Hallgren. Finansiell Strategi och styrning. s.204

samma beteende genom att återigen minska sina skulder. Det kanske hade sett annorlunda ut om undersökningen avsett en annan tidsperiod där företagen inte uppvisat en allmän ovilja att låna upp sig.

7.2 Egen kritik

Avseende vår undersökning ansåg vi i efterhand att vissa punkter kunde ha gjorts annorlunda och till det bättre. Med vårt resultat som bakgrund hade det varit mer troligt att ett eventuellt samband hade visat sig i en mer homogen grupp av företag. Därför skulle vi ha prövat sambandet för företag inom samma branscher vilket kanske hade gett ett mer rättvist resultat. Å andra sidan kan det vara svårt att hitta tillräckligt många börsföretag inom samma bransch för att det ska ge ett lämpligt underlag för att en slutsats om ett samband ska kunna dras.

Då företagen över lag visade en låg skuldsättning hade vi kanske fått ett annat resultat om vi även hade tittat på dessa variabler över en längre tidsperiod för att undvika ett tillfälligt beteende.

Vi ansåg att vårt tillvägagångssätt med att beräkna nyckeltal och analysera utifrån dem var en bra metod för det som undersökningen avsåg att undersökas. Dessutom ansåg vi att det fanns en styrka i att vi behandlade en relativ stor grupp av företag, det vill säga 40 stycken varav 6 bortfall. Dock kunde undersökningen ha fått ett större djup om vi kompletterat med intervjuer av olika företag. Genom detta kunde även andra faktorer ha upptäckts som inte kommit fram genom vår metod.

7.3 Fortsatt forskning

För vidare forskning inom detta område kan det vara intressant att undersöka om en tredje variabel kan ha en påverkan på de samband som vi har undersökt. Variabler som kan vara av intresse att lägga till är t.ex. tillväxt, omvärldsdynamik eller risktagande.

Flertalet av företagen visade en låg skuldsättning och många av dessa företag har bra förutsättningar för att öka sin upplåning och utnyttja de fördelar som finns med högre skuldsättning. Därför vore det även intressant för vidare forskning att göra en mer ingående analys av företagen och se hur de motiverar sina val av kapitalstrukturer.

8. Källförteckning

8.1 Böcker

- Bertmar, L. och Molin, G. (1977). *Kapitaltillväxt, kapitalstruktur och räntabilitet. En analys av svenska industriföretag*. Stockholm: Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan
- Brealey, R och Myers S. (2003) *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw Hill
- Denscombe, M. *Forskningshandboken: För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (2000). Lund: Studentlitteratur
- Hallgren, Ö. (2002). *Finansiell Strategi och styrning*. Ekonomibok förlag AB
- Hallgren, Ö. (2003). *Finansiell metodik*. Ekonomibok förlag AB
- Hansson, S, Arvidsson, P. och Lindquist H. (2001). *Företags- och Räkenskapsanalys* Lund: Studentlitteratur
- Holme, I. och Solvang, B. (1997). *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur
- Johansson, S (1995). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt –mål samband mätmetoder*. Lund: Studentlitteratur
- Körner S. (1987). *Statistisk dataanalys*. Lund: Studentlitteratur
- Körner, S. & Wahlgren, L., (1998) *Statistiska metoder*. Lund: Studentlitteratur
- Körner, S. och Wahlgren, L. (2002). *Praktisk statistik*. Lund: Studentlitteratur
- Nilsson H., Isaksson A. & Martikainen T (2002). *Företagsvärdering med fundamental analys*. Lund: Studentlitteratur
- Patel, Runa och Davidson, Bo(1994). *Forskningsmetodikens grunder: Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Lund: Studentlitteratur
- Pike, R och Dobbins, R (1986). *Investment decisions and Financial strategy*. Cambridge: University Press
- Ross, S. , Westerfield, R. och Jaffe, J (2005). *Corporate Finance*. Mc Graw Hill
- Thomasson J., Arvidsson P., Lindqvist H., Larsson O. & Rohlin L. (2002). *Den nya affärsredovisningen bas 2000* Malmö: Liber Ekonomi

Thurén T. (1996). *Vetenskapsteori för nybörjare*. Stockholm: Liber

8.2 Artiklar

Hammarström, M. (2005). Extra utdelningar från verkstadsjättar. *Dagens Industri*, 7:e januari

Mayers, S. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives* Vol. 15:2 (spring 2001) s. 81 – 102

Ollevik, N. (2004). Storföretagen lider av alltför stinna kassor. *Svenska Dagbladet*, 9:e november s.30

Stenshamn C. (2004). Mäktigaste i finansbranschen - Ansvariga för ägarstyrning. *Veckans affärer*, 13:e september

8.3 Lagar

Årsredovisningslagen 2 kap 3 § (SFS: 1995:1554)

8.4 Internetadresser

Stockholmsbörsens hemsida (2005-05-26).

Tillgänglig: < <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=83> >

Veckans Affärers hemsida (2005-04-28).

Tillgänglig: < <http://www.va.se/borsen/borsen.asp> >

8.5 Figurer

3.1 MM:s proposition II (utan hänsyn till skatt) Ross, Westerfield och Jaffe. *Corporate Finance* s.412

3.2 MM proposition I (utan skatt) Företagsvärde. Egen konstruktion

3.3 Effekten av skatteskölden Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate Finance* s. 403

3.4 Hallgren, Finansiell strategi och styrning s. 206

8.6 Formler

3.1 Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate Finance* s. 411

3.2 Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate Finance* s. 420

- 3.3 Ross, Westerfield & Jaffe, Corporate Finance s. 421
- 3.4 Ross, Westerfield & Jaffe, Corporate Finance s. 423
- 3.5 Hansson, Arvidsson, Lindquist. Företags- och Räkenskapsanalys s.147
- 3.6 Johansson. Företagets lönsamhet. finansiering och tillväxt s. 35
- 3.7 Nilsson, Isaksson, Martikainen. Företagsvärdering med fundamental analys s.141
- 3.8 Hansson, Arvidsson & Lindquist, Företags- och Räkenskapsanalys s.128
- 3.9 Johansson S. Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt s.61
- 3.10 Nilsson, Isaksson, Martikainen. Företagsvärdering med fundamental analys s.60
- 3.11 Egen konstruerad formel för t-värde av Åke Bertilsson, Södertörns Högskola
- 4.1 Egen definition med bakgrund till företagens årsredovisningar

8.7 Bilagor

Bilaga 1 Nyckeltal för svenska börsföretag

Bilaga 2 A- och O-listan

Bilaga 1

De beräknade nyckeltalen för A-listan mest omsatta och O-listan attract40

O attract40	R _{tot} (%)	S/E ggr	Kurs /JEK
Active Biotech	-52,42	0,619	811
Alfa laval	9,91	0,514	257
Axfood	14,64	0,251	428
Biacore	0,81	0,085	279
Bilia	8,96	0,318	215
Boliden	8,53	0,849	104
Hennes & mauritz	40,86	0,002	900
HIQ	6,32	0,030	432
Intentia	-7,19	0,316	301
MTG	16,51	0,291	559
NCC	4,46	0,664	166
Net insight	1,27	0,000	438
Pricer	-35,46	0,000	556
proffice	11,60	1,390	466
Q med	24,38	0,060	433
SAAB	6,71	0,499	151
Scanditec	5,40	0,043	312
Sweco	12,79	0,337	319
Tele 2	6,37	0,158	115

A mest omsatta	R _{tot} (%)	S/E ggr	Kurs /JEK
Assa Abloy	10,02	1,273	342
Atlas Copco	15,46	0,445	325
Electrolux	6,97	0,756	184
Ericsson	17,78	0,435	401
Gambro	-0,25	0,370	189
Getinge	12,60	1,298	461
Holmen	7,10	0,393	113
Sandvik	14,60	0,675	353
Scania	9,79	1,335	284
Securitas	8,29	1,026	406
Skanska	6,78	0,306	223
SSAB	24,64	0,265	140
Swedish match	23,37	0,979	577
Telia Sonera	7,65	0,207	163
Trelleborg	4,60	1,018	140

Bortfall:

A-mest omsatta:

Autoliv
Volvo
Stora Enso
Astra zeneca
ABB

O attract 40:

Boss media

Bilaga 2

A- och O-listan

I syfte att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel, säkerställa att bolagen har de resurser som krävs för att kunna förse aktiemarknaden med högkvalitativ information samt att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden, ställer Stockholmsbörsen vissa grundläggande krav på de bolag som ansöker om notering av sina aktier. Kraven varierar bland annat beroende på om bolaget söker sig till A- eller O-listan. För notering på A-listan gäller högre krav än för O-listan.

Det som är gemensamt för båda listorna är att börsnoteringen av ett bolag ställer stora krav på bolagets ledning och styrelse med hänsyn till det omfattande regelverk som är knutet till noteringsavtalet. Mot denna bakgrund har börsen i sina noteringskrav fastställt att ett börsbolag skall uppfylla börsmässiga krav beträffande ledning och styrelse.

A- listan

Bolaget skall ha minst tre års verifierbar historia, d v s den nuvarande verksamheten skall i sina huvuddrag ha bedrivits i tre år och bolaget skall kunna presentera redovisningshandlingar för dessa år. Huvudregeln är att bolaget skall ha fullständiga redovisningshandlingar (årsredovisningar) för minst tre år. För att undantag från denna regel skall kunna göras måste bolagets historia presenteras i en proformaredovisning, som med god precision visar utvecklingen av verksamheten. Förutsättningen för att undantag skall beviljas är att bolaget kommer från en stabil och högkvalitativ miljö, vilket kan vara fallet i t ex avknoppningar från börsbolag eller i fråga om bolag som bildas genom förvärv eller samgåenden mellan två eller flera börsbolag. För det senaste räkenskapsåret skall bolag normalt kunna presentera fullständiga årsredovisningar. Från börsbolag avknoppade dotterbolag skall ha bedrivit sin verksamhet som ett väsentligen självständigt bolag under det senaste året.

Bolaget skall kunna dokumentera att verksamheten är vinstgivande. Det skall därför av bolagets redovisningshandlingar framgå att bolaget inte bara genererat vinst utan

också att vinsten är av rimlig storleksordning i jämförelse med branschen i övrigt. Huvudregeln är att vinst skall ha förelegat det senaste räkenskapsåret.

Bolaget skall vid introduktionstillfället ha ett börsvärde på minst 300 Mkr.

A- listan mest omsatta

I syfte att lyfta fram bolagen med de mest likvida aktierna på A-listan finns ett segment, mest omsatta. Vilka aktier som ingår i mest omsatta fastställs halvårsvis. För närvarande är kraven för att handlas under mest omsatta på A-listan att handeln i bolagets aktier under den senaste tolvmånadersperioden överstiger 6 Mdr kr (motsvarade 24 Mkr per dag) samt att bolaget vid utgången av mätperioden har ett marknadsvärde överstigande 8 Mdr kr. Mätperiod är de senaste tolv månaderna med avstämningsdagar 31 maj och 30 november. Införandet av förändringarna sker första handelsdag varje halvår. Ett nytt bolag kan i speciella fall direkt noteras under mest omsatta om det anses mycket troligt att ovanstående kriterier kommer att uppfyllas.

O – listan

För en notering på O- listan krävs inte vinstintjäningsförmåga men bolaget skall i prospektet kunna visa att det har tillräckliga finansiella resurser för att kunna bedriva planerad verksamhet minst under den närmaste tolvmånadersperioden efter första noteringsdag. För bolag som saknar finansiell historik ställs stora krav på kvalitet och omfattning på den icke-finansiella informationen i prospektet för att investerarna ska kunna göra en välgrundad bedömning av bolaget och dess verksamhet. Inte minst bör det tydliggöras när bolaget räknar med att gå med vinst samt hur bolaget avser att finansiera sin verksamhet fram till dess.

Bolaget skall ha förutsättningar att uppfylla de krav som gäller för A- listan, skillnaden är dock att dessa inte helt behöver visa att organisationen från början uppfyller börsmässiga krav. Bolaget kan t.ex. vara relativt nybildat och tidigare ha arbetat med en liten organisation.

O– listan Attract40

Attract40 listan finns för att göra det lättare för investerare att hitta de mest intressanta bolagen på O-listan. Vilka bolag som ingår i Attract40 bestämmer investerarna, inte börserna. Urvalet baseras på handelsstatistik den senaste

halvårsperioden och den grundläggande parametern är bolagets omsättningshastighet, vilket speglar marknadens intresse för bolaget. Segmentet är öppet för alla bolag på O-listan oavsett bransch och förändras därför över tiden. Bolagets (den mest omsatta aktieseriens) omsättningshastighet den senaste sexmånadersperioden, justerad med avseende på fritt marknadsvärde skall vara bland de fyrtio högsta (på O-listan).