

Södertörns högskola | Institutionen för ekonomi och företagande

Kandidatuppsats 15 hp | Företagsekonomi | Vårterminen 2011

# Kapitalstruktur

– Skuldsättningsgrad och avkastning hos svenska finansbolag.

Av: Mathias Iversen & Christian Ericson de la Rosa

Handledare: Maria Smolander

## Abstract

In a time when economic crises relieving one another, it is especially interesting to study how companies choose to finance their operations. Since there is a lack of studies that include banks, and their capital structures, with the rest of the finance market, it is uncertain whether the theories of capital structure are applicable. Therefore, this essay aims to study whether there is any correlation between the two variables *debt-equity ratio* and *return on equity (ROE)* for Swedish corporations on the finance market.

In accordance with the theorems that the professors Modigliani and Miller filed, in 1958 and 1961, which describes a clear link between debts, increase corporate value through the tax shield and indirectly increased yields. Although these theorems are the foundation of the modern research they focus on perfect markets. Therefore, this paper has also chosen to place great emphasis on theories such as Trade-off and Pecking-order. Two theories developed by the professor Stewart C. Myers, in the year 1984, and through them he tried to explain the context of markets lined with imperfections.

To delineate this essay it will only consider those finance companies which are listed on the Stockholm Stock Exchange Large Capital list, representing 14 companies. And the collected data is limited to a total of four years, from the year of 2006 to 2009. The analysis is performed using the statistical program called SPSS, where a linear regression is used to explain the relationship.

The conclusion of this essay is that the Modigliani-Miller theorem, that increased leverage gives more return to the investors, not can be justified. All companies have over time shifted its indebtedness, but this has not resulted in a significant change with the development of the companies' return on equity. Furthermore, it is conceivable that a linear regression is not the best tool to use because of the results and when the Trade-off theory indicates a non-linear relationship. Moreover, in continued research it would probably give the best, and most reliable, result not try to analyze the whole finance market because of the variations between segments.

## Innehållsförteckning

1. Inledning .....	4
1.1 Problembakgrund .....	4
1.2 Problemformulering och hypotes .....	5
1.3 Syfte .....	6
1.4 Avgränsningar .....	6
2. Definitioner och förkortningar .....	8
2.1 Avkastning på eget kapital .....	8
2.2 Skuldsättningsgrad .....	8
2.3 Förkortningar .....	9
3. Teori .....	10
3.1 Kapitalstruktur .....	10
3.1.1 Modigliani och Millers proposition I .....	11
3.1.2 Modigliani och Millers proposition II .....	12
3.1.3 Trade-off teorin .....	13
3.1.4 Pecking-order teorin .....	15
3.2 Syntes .....	16
4. Metod .....	18
4.1 Vetenskaplig ansats .....	18
4.1.1 Positivism och hermeneutik .....	18
4.1.2 Induktion och deduktion .....	18
4.2 Angreppssätt .....	19
4.3 Datainsamling .....	19
4.4 Tillvägagångssätt .....	20
4.4.1 Regressionsanalys .....	21
4.4.1.1 Variabler .....	22
4.5 Signifikanstest .....	23
5. Empiri .....	25
5.1 Fastighetsbolag .....	25
5.1.1 Castellum AB .....	25
5.1.2 Fabege AB .....	25
5.1.3 Hufvudstaden AB .....	26
5.1.4 L E Lundbergsföretagen AB .....	26

5.2 Banker .....	26
5.2.1 Nordea bank AB .....	26
5.2.2 Handelsbanken.....	27
5.2.3 SEB.....	27
5.2.4 Swedbank.....	28
5.3 Investmentbolag och övriga .....	28
5.3.1 AB Industrivärden .....	28
5.3.2 Investment AB Kinnevik.....	28
5.3.3 Investment AB Latour .....	29
5.3.4 Investor AB.....	29
5.3.5 Melker Schörling AB.....	30
5.3.6 Ratos AB .....	30
6. Resultat .....	31
6.1 Samtliga bolag.....	31
6.2 Samtliga bolag förutom bankerna .....	33
6.3 Bankerna.....	35
7. Analys .....	38
8. Slutsats .....	41
9. Reliabilitet och validitet.....	42
10. Källförteckning .....	44
10.1 Tryckt litteratur .....	44
10.2 Tidsskrifter .....	44
10.3 Internet .....	44
10.3.1 Årsredovisningar .....	45
<i>Figur 1. "Pajteorin" .....</i>	<i>10</i>
<i>Figur 2. Kapitalkostnad och skuldsättningsgrad (utan företagsskatt) .....</i>	<i>12</i>
<i>Figur 3. Kapitalkostnad och skuldsättningsgrad (med företagsskatt).....</i>	<i>13</i>
<i>Figur 4."Pajteorin" kompletterad med Trade-off teorin .....</i>	<i>14</i>
<i>Figur 5. Optimal skuldsättningsgrad.....</i>	<i>15</i>
<i>Figur 6. Korrelation för linjära regressioner.....</i>	<i>22</i>
<i>Figur 7. Resultatet för hela marknaden.....</i>	<i>31</i>
<i>Figur 8. Resultatet för hela marknaden förutom bankerna .....</i>	<i>33</i>
<i>Figur 9. Resultatet för endast bankerna .....</i>	<i>35</i>

# 1. Inledning

*Följande kapitel kommer att inledas med en beskrivning av uppsatsens problembakgrund, inkluderat tidigare forskning. Vidare följer en problemformulering samt vad uppsatsen syftar till att undersöka. Kapitlet avslutas med uppsatsens avgränsningar.*

---

## 1.1 Problembakgrund

Det ekonomiska klimatet som såväl företag som privatpersoner agerar i är under ständig utveckling och förändring. Genom konkurrens och strävan efter egennyttan har aktörer på marknader världen över drivit på utvecklingen av olika system för utbyte av varor och tjänster. Globalisering och modernisering har med tiden skapat en mycket komplex apparatur för ekonomiska intressen. Framförallt de senaste åren har utvecklingen med datorernas hjälp gett handeln och andra grenar i samhället en helt ny dimension.

Dock har utvecklingen inte gått helt friktionsfritt och detta är något som man speciellt kan se inom marknaden för ekonomi i allmänt och finans i synnerhet. Bara under 2000-talet har samhällen världen över upplevt stora ekonomiska kriser och såväl spelplan som spelregler förändras. Stora internationella aktörer så som Lehman Brothers och Kaupthing bank går under och hårdare krav på framförallt banker och deras kapitaltäckning efterfrågas.<sup>1</sup>

Företag är att likställa med att samordna olika individers ekonomiska intressen och sammanslutningar, där aktiebolag är ett vidare sätt att hantera större monetära värden. De huvudsakliga målen med företagande borde, om man bortser från ideella företag, ha som mål att skapa vinst och berika ägaren/ägarna. För att detta skall vara möjligt behöver man kapital<sup>2</sup>.

Vidare finns det två typer av kapital som företag kan välja att finansiera sin verksamhet med och det är eget kapital<sup>3</sup> och lån<sup>4</sup>. Hur man väljer att kombinera dessa båda är sedermera det som man kallar för företagets kapitalstruktur. Vinstdrivande företag är måna om att se till så att lönsamheten håller sig till en respektabel nivå och man ser därför till att vara aktiva i sin förhållning till företagets kapitalstruktur.<sup>5</sup>

---

<sup>1</sup> www.dn.se 2011-04-29

<sup>2</sup> "förmögenhet eller tillgång som ger avkastning; även om tillgång som förväntas ge vinst och vars värde kan mätas i pengar." www.ne.se 2011-04-08.

<sup>3</sup> "det kapital i ett bolag som aktieägarna satsat samt de vinster som inte delats ut utan behållits i bolaget." Ibid.

<sup>4</sup> "med rätt att förfoga över penningbelopp under begränsad tid, vanligen mot ränta." Ibid.

Ibid.

<sup>5</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 1-19

Finansiering med hjälp av lånat kapital är mer riskfyllt eftersom man då har åtagit sig att betala tillbaka och även därtill en räntesats som vanligtvis utgår. Man kan därför säga att en struktur som har en del lånat kapital kräver en relativt stabil verksamhet eftersom ett företag med dåligt kassaflöde riskerar att behöva sälja tillgångar för att på så sätt betala tillbaka för att undvika att gå i en konkurs. Att finansiera med eget kapital är att ses som mindre riskfyllt då man inte i samma utsträckning har samma skyldigheter som mot en långivare. Det är dock att föredra en kombination då en allt för stor del aktieägarkapital kan ge låg avkastning, sett ur aktieägarnas perspektiv, då det är fler som skall dela på avkastningen.<sup>6</sup>

Inom det teoriområde som kapitalstruktur hör till har det bedrivits en hel del forskning. Grunderna för dagens teori fastlades framförallt genom två propositioner, första teoremet år 1958 och andra år 1961, av professorerna Franco Modigliani och Merton H. Miller. De båda teoremen tar sin grund på marknader med perfekta förhållanden där företag är lika mycket värda oavsett kapitalstruktur. Men när företag också måste betala skatt tjänar man på att vara skuldsatt då det uppkommer en så kallad skattesköld. Genom det andra teoremet tog man även till hänsyn den ökade risken som ett låntagande medför och man kom då fram till att en ökad låntagning ger ett ökat avkastningskrav.<sup>7</sup>

Utifrån dessa teorier har de gjorts en hel del studier på en mängd bolag i olika branscher och svenska bolag är inget undantag. Dock undviker många att studera finansmarknaden och banker i synnerhet då deras kapitalstruktur avviker mycket från den övriga marknaden. Detta eftersom deras skuldsättningsgrad är mycket högre vilket är ett resultat av att bankernas kärnverksamhet är uppbyggd av att låna ut sitt egna kapital. Trots att andra företag i de flesta fallen är beroende av banker för att själva åstadkomma optimala kapitalstrukturer så är det viktigt att också förstå att dessa själva är vinstdrivande företag.<sup>8</sup>

## 1.2 Problemformulering och hypotes

I en tid då ekonomiska kriser avlöser varandra är det speciellt intressant att studera hur företagen väljer att finansiera sin verksamhet. Ser man till investerare kan det därför vara av intresse att jämföra nyckeltal och sedan analysera ett resultat mot teorier inom området. Då det är brist på studier som inkluderar banker i undersökningen är det osäkert huruvida

---

<sup>6</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, Corporate finance. s. 401-414

<sup>7</sup> Ibid, s. 405-408

<sup>8</sup> www.ica.org 2011-04-20

marknaden i sin helhet stämmer överrens med de tidigare teorierna. Denna studie kommer därför att studera finansmarknaden, inklusive banker, vad gäller kapitalstruktur.

Med utgångspunkten i Modigliani och Millers teorem borde det i grunden finnas ett samband mellan skuldsättningsgrad och avkastningen på det egna kapitalet. Dock var det länge sedan teorin skapades och som därtill är konstruerad för perfekta marknader. Då perfekta marknader till största delen bara existerar i teorin är det sedermera även intressant att undersöka hur väl denna gamla teori fungerar under ”normala” förhållanden, med marknadsimperfectioner.

Nollhypotes

$H_0$ : Det finns inget samband mellan de svenska finansbolagens skuldsättningsgrad och deras avkastning på eget kapital (ROE).

Mothypotes

$H_1$ : Det finns ett samband mellan de svenska finansbolagens skuldsättningsgrad och deras avkastning på eget kapital (ROE).

### 1.3 Syfte

Denna uppsats syftar till att studera om det finns något samband mellan skuldsättningsgrad och avkastning på eget kapital (ROE) hos svenska finansbolag.

### 1.4 Avgränsningar

Denna uppsats kommer endast att behandla svensknoterade finansbolag på Stockholmsbörsens Nordiska Large Cap<sup>9</sup>-lista.<sup>10</sup> Att bolagen är publika finns det stora fördelar i då uppsatsen kommer att bygga på en stor mängd kvantitativ data vilket kommer att vara lättillgängligt genom årsredovisningar som dessa bolag måste redovisa. Eftersom aktiebolag även strävar efter att maximera sin avkastning till aktieägare är det intressant att studera detta då dessa rimligtvis borde vara mer strävande efter en optimal kapitalstruktur.

Vidare är det av uppsatsförfattarnas personliga intressen och bekvämlighet som begränsningen är bestämd till Stockholmsbörsen. Då det visat sig vara ont om tidigare studier med just finansbolag och speciellt bankers kapitalstruktur borde dessa begränsningar anses

---

<sup>9</sup> “[...]bolag som har ett börsvärde över 1 miljard euro.” [www.ne.se](http://www.ne.se) 2011-05-06

<sup>10</sup> [www.bolagsfakta.se](http://www.bolagsfakta.se) 2011-04-29

relevanta. Vad gäller valet av antal företag är det av framförallt tidsmässiga skäl som uppsatsen endast behandlar Large Cap-listan och de 14 finansbolag som är noterade där.<sup>11</sup>

För att det skall vara möjligt att dra mer generella slutsatser kommer den tidsperiod som behandlas att vara från år 2006 till och med år 2009, fyra års tid. Genom att omfatta en längre period blir det därmed lättare att utesluta att uppsatsens resultat visar ett engångsfenomen. Totalt kommer det alltså att röra sig om 56 observationer.

---

<sup>11</sup> [www.bolagsfakta.se](http://www.bolagsfakta.se) 2011-04-29

## 2. Definitioner och förkortningar

I detta kapitel förklaras viktiga begrepp och förkortningar som förekommer i de resterande delarna av uppsatsen.

---

### 2.1 Avkastning på eget kapital

Detta nyckeltal är tillsammans med nyckeltalen *vinstmarginal* och *avkastning på tillgångar* (ROA) de mest flitigast använda nyckeltalen vad gäller analyser av företags lönsamhet.

Samtliga är konstruerade för att studera och jämföra hur väl företag bedriver sin verksamhet och hanterar sina tillgångar.<sup>12</sup> *Avkastning på eget kapital* (ROE) är det nyckeltal som oftast används för att studera hur väl det har gått för aktieägarna under det föregående året. Genom att dividera *Nettoresultat* med *Summa eget kapital* får man fram en kvot i procent som visar hur mycket avkastning man har fått för respektive enhet i *Nettoresultat*.<sup>13</sup>

$$\text{Avkastning på eget kapital (ROE)} = \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Summa eget kapital}}$$

*Formel 1. Avkastning på eget kapital*

### 2.2 Skuldsättningsgrad

Nyckeltalet skuldsättningsgrad ett utav flera nyckeltal som man kan använda för att studera soliditeten, den långsiktiga betalningsförmågan, hos ett företag med. Närmare så studerar just skuldsättningsgraden hur stora ett företags summerade skulder är i förhållande till dess egna kapital.<sup>14</sup>

$$\text{Skuldsättningsgrad (Debt-equity ratio)} = \frac{\text{Summa skulder}}{\text{Summa eget kapital}}$$

*Formel 2. Skuldsättningsgrad*

En högre andel skulder i förhållande till det egna kapitalet visar på företagets utnyttjande av finansiell hävstång. En hävstång som i korthet kan beskrivas som att då ett företag väljer att finansiera sin verksamhet med lån är dessa lånekostnader avdragsgill. Detta borde också

---

<sup>12</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*. s. 58

<sup>13</sup> Ibid, s. 59

<sup>14</sup> Ibid, s. 55-56

resultera i att om man minskar andelen eget kapital borde avkastningen per eget kapital också bli högre.<sup>15</sup>

### 2.3 Förkortningar

V = Företagets värde

B = Summa lån

EBIT = Resultat före räntenetto och skatter

R = Kapitalkostnad

$R_0$  = Räntekostnader för ett bolag med endast eget kapital

$R_B$  = Räntekostnad

$R_S$  = Avkastning på eget kapital

$R_{WACC}$  = Kalkylränta

S = Summa eget kapital

$t_C$  = Skatt

$V_L$  = Belånat företagsvärde

$V_U$  = Obelånat företagsvärde

---

<sup>15</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 417-419

### 3. Teori

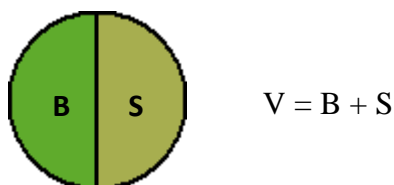
*I detta kapitel kommer de teorier som ligger till grund för uppsatsen att redovisas.*

*Huvudsakligen är det Modigliani och Millers teorem och vidareutvecklingar av dessa som kommer att beskrivas. Kapitlet avslutas med en syntes där teorierna binds samman till den teorigrund som uppsatsen kommer att utgå ifrån.*

---

#### 3.1 Kapitalstruktur

Kapitalstruktur är den kombination av eget kapital och lån som bolag kan välja att finansiera sin verksamhet med. I det enklaste fallet av företagsvärdering utgörs företagsvärdet av summan av det egna kapitalet och summan av skulderna/lån. Man brukar benämna detta som ”pajteorin” och en enkel illustration förklarar varför, se figur ett.<sup>16</sup>



*Figur 1. Enligt ”pajteorin” kan man dela upp ett företagsvärde i olika ”pajbitar”, därav namnet.*

Frånsett ideella företag, vilket inte behandlas i studien, borde de huvudsakliga målen för en företagsledning vara att bedriva en lönsam verksamhet och öka värdet för ägarna i företaget. Då ledningen har valts genom bolagsstämman och därmed är representativa för företagets aktieägare är det sedermera relevant att vid sidan av ledningen se till det syfte som aktieägare har med sitt innehav. Aktieägare borde rimligtvis alltid ha som syfte att få en så bra avkastning som möjligt på satsat kapital. Detta resulterar i att en stigande aktiekurs är vad som eftersträvas då detta höjer värdet på bolaget.<sup>17</sup>

Aktieägarnas satsade kapital är detsamma som marknadsvärdet för de nuvarande ägarnas egna kapital. Detta medför att beslut som gör att aktiekursen stiger är ett bra beslut medan ett beslut som får aktiekursen att sjunka är ett dåligt beslut. En ändring i kapitalstrukturen är endast fördelaktigt för aktieägarna om det också medför ett högre värderat bolag. En företagsledning borde därför välja den kapitalstruktur som är mest lönsam för aktieägarna.<sup>18</sup>

---

<sup>16</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 400-402

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Ibid.

### 3.1.1 Modigliani och Millers proposition I

År 1958 släppte professorerna Franco Modigliani och Merton H. Miller den första av totalt två propositioner. I denna konstaterade man att ett företags värde är alltid detsamma oavsett vilken kombination av kapitalstruktur man väljer för att finansiera sin verksamhet med.

Denna teori förutsätter dock att det råder en perfekt kapitalmarknad, det råder fullständig konkurrens.<sup>19</sup> En sådan marknad gör det möjligt för privatpersonerna som investerare att själva konstruera en hävstångseffekt. Med detta menas att istället för att företag omstrukturerar sitt kapital genom att ta lån så tar privatpersonerna egna lån hemma för att finansiera sitt aktieköp. Effekten menar man är den samma på en perfekt marknad och formeln som beskriver detta illustreras i formel tre.<sup>20</sup>

$$V_L = V_U$$

*Formel 3. Ett företags värde är detsamma som en obelånat företag om det råder en perfekt marknad och ingen företagsskatt förekommer.*

Tidigare har man kunnat se att ett företags värde inte är relaterat till hur mycket skulder som de har då det inte fanns någon företagsskatt. När företag däremot måste ta hänsyn till skatt menar de dock att det råder ett positivt samband mellan skatt och företagsvärde. När ett företag tar upp skulder så uppstår en så kallad skattesköld. Denna sköld uppstår då ett företag som tar lån enligt lag får göra avdrag för lånekostnaden och därmed betalar man mindre skatt än om man bara hade finansierat verksamheten med eget kapital. I och med att företag som tar upp skulder i företaget får en skattesköld blir därför värdet på det skuldsatta företaget detsamma som det obelånade adderat med skatteskölden. Genom att studera formel fyra kan man lättare förstå detta resonemang.<sup>21</sup>

$$V_L = \frac{EBIT \times (1-t_C)}{R_0} + \frac{t_C R_B B}{R_B} = V_U + t_C B$$

*Formel 4. Företagsvärdet för ett belånat företag är detsamma som för ett obelånat adderat med den skattesköld som lånet medför, när man tar skatten till hänsyn.*

---

<sup>19</sup> Aktörerna är många och små, det finns ett stort utbud av varor, alla aktörer har fullständig information, det finns inga handelshinder och alla handlar med homogena varor. [www.ne.se](http://www.ne.se) 2011-05-10

<sup>20</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 405-406

<sup>21</sup> *Ibid*, s.417

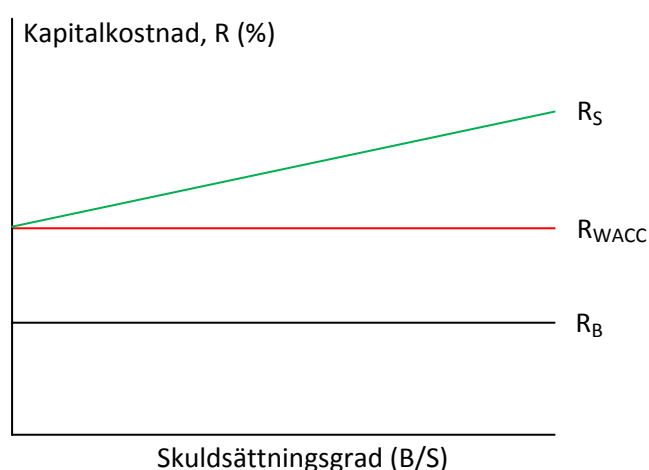
### 3.1.2 Modigliani och Millers proposition II

Då den första propositionen kritiserades för att inte ta riskfaktorn i beaktande kompletterade professorerna den första propositionen år 1961 med att släppa en ny och uppdaterad version. Eftersom en kapitalstruktur med större andel skuldsättning innebär en högre risk bör denna nya struktur kompletteras med en högre förväntad avkastning på det egna kapitalet. Den nya propositionens formel för hur avkastningen förväntas vara sett till den ökade skuldsättningen illustreras genom formel fem och här bortser man från företagsskatt.<sup>22</sup>

$$R_S = R_0 + (R_0 - R_B) \times \frac{S}{B}$$

*Formel 5. Med proposition II följer ett resonemang kring risktagande och avkastning. Denna formel förklarar vad den förväntade avkastningen på det egna kapitalet bör*

Att ta lån och på så sätt förändra skuldsättningen ger möjlighet till en bättre avkastning än om man bara finansierar verksamheten med eget kapital. Det är dock en riskfaktor som skall beaktas då man också antar förpliktelser gentemot långivaren. För att det ska vara lönsamt att ta upp ett lån krävs det ofta av företaget att man står på en stabil grund där betalningsförmågan, såväl likviditeten som soliditeten, är god. Annars riskerar man att räntabiliteten på eget kapital blir negativ då skuldräntan blir för hög. Kostnaderna för eget kapital, skulder och kalkylräntan kan man studera i figur två.<sup>23</sup>



*Figur 2. Denna figur belyser skillnaderna för de olika kapitalkostnaderna då skuldsättningsgraden i ett företag ändras. Här bortses dock företagsskatt.*

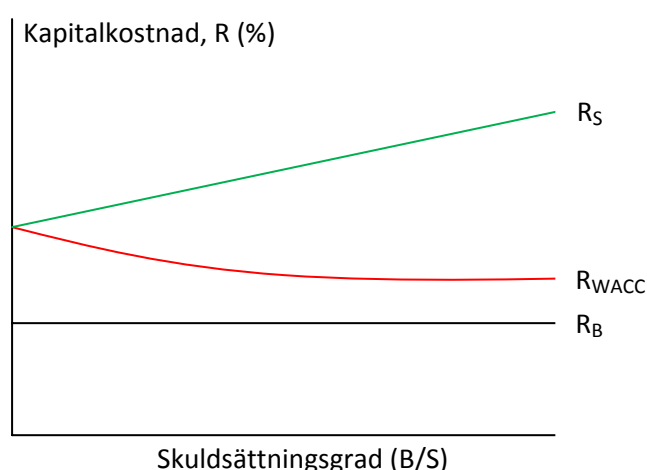
<sup>22</sup> Modigliani & Miller, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, s. 261-297

<sup>23</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 407-409

Vidare i proposition II tar man, precis som i proposition I, hänsyn till hur ett företags skatter påverkar avkastningskravet. Som följer av tidigare resonemang så råder det ett positivt samband mellan den förväntade avkastningen på det egna kapitalet och en ökad skuldsättning. Detsamma gäller även då man lägger till den skattepåverkande faktorn i formeln vilket leder oss fram till formel sex och figur tre. Kostnaderna för eget kapital och den förväntade avkastningen ökar i och med hävstångseffekten eftersom risken mot det egna kapitalet stiger.<sup>24</sup>

$$R_S = R_0 + (R_0 - R_B) \times \frac{S}{B} \times (1 - t_C)$$

*Formel 6. Denna formel är en vidareutveckling av formel 3 då man här också tar hänsyn till skatten hos företag.*



*Figur 3. Som ett resultat av att man inkluderar företagsskatt får man denna figur. Fortfarande är det så att avkastningskravet på det egna kapitalet stiger genom en ökad skuldsättning. Observera skillnaden i att kalkylräntan sjunker gentemot figur två.*

### 3.1.3 Trade-off teorin

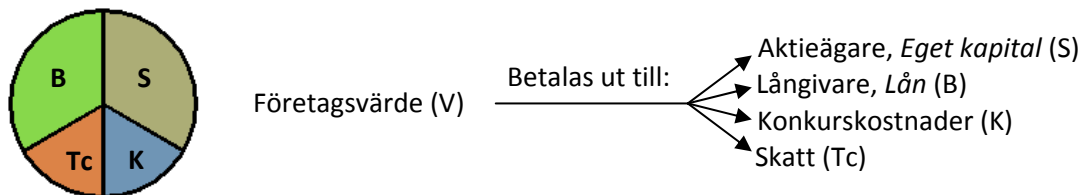
Modigliani och Millers teorem är förvisso grunden i modern teori om kapitalstruktur men 1984 publicerade Stewart C. Myers två mer uppdaterade teorier om kapitalstruktur i den *The journal of finance*. Dock utgår Myers från Modigliani och Millers teorem om kapitalstruktur men han bygger vidare på dessa och presenterar Trade-off och Pecking-order.<sup>25</sup>

<sup>24</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 408-409

<sup>25</sup> Myers. S. C, *The Capital Structure Puzzle*, s. 575-592.

Om man enbart ser till Modigliani och Millers teorier om skuldsättningsgrad, företagsvärde och avkastning, borde alla företag sträva efter en så hög skuldsättning som möjligt då skatteskölden ger fördelar. Dock kan man inte enbart utifrån detta resonemang beskriva verkliga förhållanden. Det som Modigliani och Miller inte förklarade mer ingående och som Trade-off teorin fortsätter att utveckla är de kostnader som den ökade skuldsättningen medför.

Att ta lån för att finansiera sin verksamhet är som tidigare poängterat ett risktagande och för lönsamhet krävs det givetvis att avkastningen är större på det egna kapitalet än vad räntesatsen på det lånade kapitalet uppgår till. Utöver denna kostnad som tidigare konstaterats så löper företag med större andel skulder också en ökad risk för att hamna i obestånd. Man kan dela upp kostnaderna för ekonomiska problem i direkta och indirekta kostnader. De direkta står för legala och administrativa kostnader för likvidation och omorganisation medan det är svårare att förutsäga och kvantifiera de indirekta kostnaderna. En nyare version av den tidigare presenterade pajteorin tydliggör det som Trade-off uppdaterar Modigliani och Millers teorem med och som beskriver en ny sammansättning av delar hos företagsvärdet, se figur fyra.<sup>26</sup>

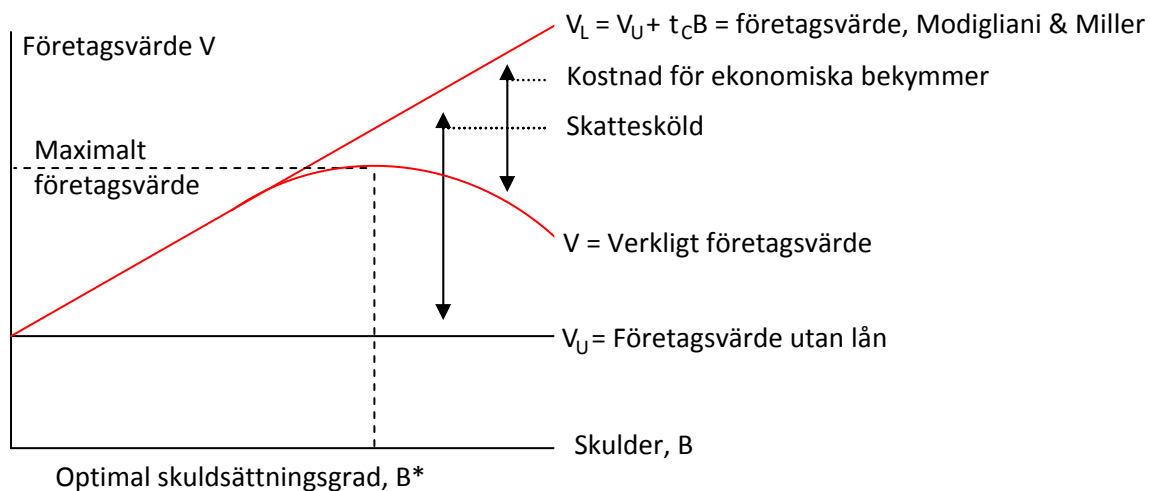


Figur 4. Trade-off teorin visar på den ökade risken av konkurs vid låntagande och därför tillkommer eventuella konkurskostnader också då man värderar företag.

Det som Trade-off teorin sedermera säger är att det finns en optimal kapitalstruktur där den samlade skulden bidrar till ett maximalt värde på företaget. När företagets skuldsättningsgrad blir för stor och övergår det optimala kommer därför företagets värde att sjunka. Detta kan i sin tur lättare åskådliggöras genom att studera figur fem.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 445

<sup>27</sup> Ibid, s. 444



Figur 5. Med denna figur kan man tydligt se hur det finns en optimal skuldsättningsgrad,  $B^*$ . Till skillnad mot tidigare teorier innebär inte en ökad skattesköld nödvändigtvis ett ökat värde på företaget och därmed inte heller en förbättring sett till investerare.

### 3.1.4 Pecking-order teorin

Pecking-order teorin tar större hänsyn till hur viktigt det är för företag att tänka på tajming när man fattar olika beslut. Ett företag som är i behov utav nytt kapital måste veta om de ska ta ett banklån eller om de ska få in nytt kapital via nya aktieägare. Företaget kommer inte vilja sälja sina aktier om aktien är undervärderad för då kommer företaget att gå miste om pengar per aktie och de andra aktieägarna kommer bli upprörda då de nya får en aktie för ett lägre värde än vad den egentligen ska vara värderad för. Men skulle aktien säljas till ett pris som är högre än dess rätta pris så skulle företaget tjäna pengar per aktie istället.

Vet inte företaget värdet på sitt egna kapital så kan de vid försäljning av nya aktier gå miste om pengar. Är kapitalet undervärderat bör företaget välja att låna pengar från banken istället.<sup>28</sup>

Pecking-order teorin har två regler som den följer:<sup>29</sup>

- *Intern finansiering.* Det är bättre att undvika externa finansiärer. Med hjälp av den här regeln undviker företaget spekulationerna runt företagets värdering och hjälper då aktiekursen att fluktuera mer beskedligt.
- *Rangordna alternativen.* Sett till den första regeln är det att föredra skulder i form av lån än att öka mängden eget kapital. Det finns dock olika sorter av lån och man skall

<sup>28</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 449-452

<sup>29</sup> Ibid.

därför rangordna dessa efter hur stor risk de medför. Man bör därför välja att ta ett banklån före ett alternativ som konvertibla skuldebrev.

Teorin har inget tak för hur mycket man får använda sig av hävstångseffekten. Det betyder att företaget bestämmer sitt eget användande av skuldsättning och hävstång beroende på dess finansiella läge. Med hjälp av det här systemet så får företaget ner sin procentuella skuldandel i kapitalstrukturen. Teorin säger även att lönsamma företag genererar lönsamhet inom företaget och är på så sätt inte i behov utav externt kapital så som lån.<sup>30</sup>

### 3.2 Syntes

Då Modigliani och Millers bägge propositioner utgör grunden i den moderna forskningen inom ämnet förefaller det sig också naturligt att utgå från dessa. Från dessa teorier är det framförallt tankesätten om skuldsättningsgradens inverkan på företagsvärdet, och sedermera även avkastning, som utgör grunderna för uppsatsen. Största vikten läggs framförallt på de delar som behandlar företagsskatter eftersom det uteslutande är just sådana bolag kommer att deltar i studien.

I dessa grundläggande teorier kan man konstatera att en hög skuldsättningsgrad, en större andel skulder i kapitalstrukturen, är att föredra då dessa ger avdragsgilla lånekostnader. Denna skillnad gör att bolag som endast finansierar sin verksamhet med eget kapital kommer att var mindre värderade än liknande bolag med skattesköldar. Att företag blir högre värderade är av yttersta intresse för aktieägarna då en större andel av företagsvärdet utgörs av lån resulterar det i att avkastningen per aktieägare blir högre. Då det är färre som skall dela på samma mängd avkastningen.

I den mest grundläggande teorin som Modigliani och Miller står för borde det alltså finnas ett samband mellan ett företags skuldsättningsgrad och dess avkastning på eget kapital (ROE).

Då Modigliani och Millers teorem är skapade för perfekta marknader är sannolikheten därför relativt stor att något direkt samband kan vara mycket svårt att hitta på marknader som kantas av imperfektioner. För att analysera huruvida det råder ett samband mellan skuldsättningsgrad och avkastning på eget kapital behöver man därför också se till modernare teorier som också ser till marknader med imperfektioner.

---

<sup>30</sup> Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, s. 449-452

Teorierna om Trade-off och Pecking-order är bägge utvecklade av Stewart C. Myers och han utgår mer eller mindre från de teorem som tidigare har beskrivits. I Trade-off teorin myntas begreppet om optimal skuldsättningsgrad. I denna teori behöver det nödvändigtvis inte vara positivt med en hög skuldsättning. Eftersom att det finns en optimal nivå för värdet av företaget och om man överskrider denna genom att höja skuldsättningsgraden så resulterar det i ett sjunkande företagsvärde. En högre skuldsättningsgrad ger sedermera högre kostnader för en eventuell konkurs.

I Pecking-order teorin ges en annan syn på kopplingen mellan skuldsättningsgrad och företagsvärde. Till skillnad från Trade-off har denna teori ingen optimal skuldsättningsgrad utan man ser istället till hur situationen för företaget är. Mer vikt kommer att läggas på teorin om Trade-off men i analysen av resultatet tas också hänsyn till de olika bolagens situation under de studerade åren.

## 4. Metod

*I detta kapitel följer en redogörelse för inom vilken vetenskaplig kunskapsram som uppsatsen är skriven. Detta följs sedan upp med en fullständig redogörelse för tillvägagångssättet som har använts vid inhämtandet av data och genomförandet av analys och resultat.*

---

### 4.1 Vetenskaplig ansats

#### 4.1.1 Positivism och hermeneutik

De två vetenskapliga huvudinriktningar är positivismen och hermeneutiska. Positivismen utgår från att vi människor ska ta till oss kunskap genom att iaktta med våra sinnen och räkna ut med vår logik. Positivismen säger att man ska undersöka kritiskt alla iakttagelser och påståenden och enbart acceptera fakta som ses som logiskt rimlig. Det är ur dessa behandlade fakta som slutsatser sedan dras. Till logiken hör matematiken vilket gör det möjligt att kvantifiera den fakta man får fram och på så sätt kunna dra slutsatser utifrån den.

Den hermeneutiska inriktningen utgår inte bara från våra sinnen utan även inkännandet och empatin i sin tolkning utav fakta. Den har som utgångspunkt att man inte bara ska begripa vad som sker utan även förstå varför det sker. Denna inriktning är bra när vi ska försöka tolka och sedan förstå varför människor handlar på ett visst sätt. Problemet som uppstår vid användningen av hermeneutiska inriktningen är att det blir svårt för någon annan att testa reliabiliteten på forskningen då undersökning innehåller forskarens värderingar och förståelse.

Uppsatsen kommer att följa den positivistiska inriktningen. Den passar in bra på forskning då det krävs matematiska uträkningar och kvantifiering utav fakta för att kunna generalisera i slutsatsen.<sup>31</sup>

#### 4.1.2 Induktion och deduktion

Generella slutsatser kan dras genom antingen induktion eller genom deduktion. Induktion innebär att man drar allmänna slutsatser genom att studera empirin. Efter att ha studerat empirin kommer forskaren fram till en slutsats. Problemen som finns med induktion är att forskarens subjektivitet kan vara överhängande. Även det att man måste göra väldigt många studier för att empirin ska nå upp till den validitets nivå som efterfrågas, gör så att arbetet

---

<sup>31</sup> Thurén.T, *Vetenskapsteori för nybörjare*, s. 16-17 och s. 94-103

försvåras.<sup>32</sup> Deduktion innebär att man genom att ställa olika premisser försöker dra en logisk slutsats. Slutsatsen behöver inte stämma överens med verkligheten så länge som den är sammanhängande på ett logiskt sätt. Det viktiga är att premisserna är sanna och deduktionen giltigt, då kommer slutsatsen att vara riktig. I denna uppsats studeras olika teorier, i och med det så kommer den ha en deduktiv infallsvinkel. Teorierna kommer att jämföras med hur de stämmer överens med verkligheten.<sup>33</sup>

## 4.2 Angreppssätt

Det finns två olika sätt att angripa ett problem och insamla data till en studie. Det ena angreppssättet kallas för samla in kvantitativ data och den andra kallas för att inhämta kvalitativ data. Använder man sig av en kvantitativ metodik vid inhämtandet av data utgår man från intervjuer och andra metoder där man kan sätta sig in djupare i ett problem. Man brukar benämna denna form av data för att vara mjuk. Denna metod lämpar sig bäst när man undersöker ett fenomen som det finns lite kunskap om sen tidigare.

När det gäller kvantitativ metod lämpar den sig mycket bra till att samla in kvantifierbar data även kallat hård data. Till denna uppsats lämpar sig den kvantitativa metod mer än vad den kvalitativa gör. Det har att göra med att denna studie kommer det användas hård data, som kommer att användas som indikatorer i de räkneoperationer som kommer att genomföras. Det kommer att ske statistiska generaliseringar och tolkningar med hjälp av det data som fås fram.<sup>34</sup> Eftersom att undersökningen bara kommer att gälla finansbolag på Large Cap-listan så kommer generaliseringen endast att täcka den typen av företag.

## 4.3 Datainsamling

När man inhämtar olika typer av information bör man vara observant på att det finns två olika typer av data. Data kan antingen vara primärdata eller sekundärdata. Med primärdata menas att denna har framställts i samband med studien och att denna inte återfinns från någon annan källa. Man kan med andra ord säga att det är primärdata som gör att en studie blir unik. Sekundärdata däremot är data som är inhämtad från en källa som redan har sammanställt eller behandlat denna i ett tidigare skede.<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup> Chalmers.A.F, *Vad är vetenskap egentligen?*, s. 52-60

<sup>33</sup> Thurén.T (2007) *Vetenskapsteori för nybörjare*, s. 28

<sup>34</sup> Johannessen.A, Tufte.P.A, *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*, s. 20 och 67

<sup>35</sup> Jacobsen,D.I, *Vad, hur och varför?*, s. 152-153

I denna studie är teoridelen uteslutande sekundärdata. Dessa är inhämtade från tidigare forskning presenterad i tidskrifter, tryckt litteratur och Internet. Vidare utgörs också empiriavsnittet till stora delar av sekundärdata, vilket är hämtad från respektive bolags årsredovisningar och hemsidor. Utifrån dessa sekundärdata kommer dock sedan den primärdata som ligger till grund för uppsatsens resultat samt avslutande analys och slutsats.

#### **4.4 Tillvägagångssätt**

För att undersöka sambandet mellan kapitalstruktur och avkastning, för svenska finansbolag, valdes två nyckeltal som skulle analyseras. Vad gäller företagens kapitalstruktur tycktes det vettigt att välja skuldsättningsgrad som nyckeltal. Detta eftersom nyckeltalet visar på hur det egna kapitalets storlek är i förhållande till företagets skulder. Dessutom ger kvoten en indikation på i vilken utsträckning som företaget använder sig av en såkallad finansiell hävstång.

Det nyckeltal som valdes att representera företagens avkastning blev avkastning på eget kapital. Att valet blev just så står mycket till att uppsatsen har valt att studera från en investerares synsätt. Då all data är hämtad från respektive bolags årsredovisningar är det sedermera naturligt att analysera denna information ur en investerares synsätt då det är den information man stort sett har att tillgå.

Som tidigare är nämnts har den data som nyckeltalen utgörs av hämtats från respektive bolags årsredovisning. De bägge nyckeltalens respektive delar i kvoterna och vilka siffror de är baserade på:

- *Nettoresultat*. Denna är hämtad från årsredovisningarnas resultaträkning för hela koncernen, vilket återges i den finansiella rapporten för varje enskilt bolag. I de flesta årsredovisningarna är det årets resultat efter skatt som har använts som nettoresultat, vissa bolag har presenterat på engelska och där är det *Net profit* som har använts.
- *Summa eget kapital*. Den data som har hämtats för att motsvara denna är tagen från balansräkningen för hela koncernen ur den finansiella rapporten.

- *Summa skulder*. Skulderna utgörs av både långsiktiga och kortsiktiga skulder och dessa, precis som summa eget kapital, återges i årsredovisningarnas balansräkning. Precis som för de andra så är det data ifrån hela koncernen som har använts.

När data hämtats in för samtliga bolag har dessa sammanställts för varje enskilt bolag samt även räknats om till de nyckeltal som används. Tabellerna som sammanfattar den data som har inhämtats återges i kapitel fem.

I analysen av data har ett programpaketet för statistisk bearbetning använts som heter SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*). Den version av programvaran som har använts är 17.0. Främsta anledningen till att ett statistikprogram har använts är för att minimera riskerna för eventuella fel vid uträkningarna. Förutom vid själva uträkningarna så erbjuder programmet dessutom mycket bra verktyg för att presentera den data som har inmatats. I kapitel sex där resultatet för uppsatsen redovisas är alla grafer och tabeller framställda med hjälp av SPSS programmet.

Eftersom bankerna skiljer sig så mycket från den övriga marknaden vad det gäller skuldsättningsgrad redovisas resultatet i tre delar. Först en övergripande modell som ser till samtliga bolag. Sedan kommer en modell som frånser bankerna och slutligen en modell som endast ser till bankerna. Tanken med att dela resultatet i tre delar är att det blir lättare att urskilja hur förhållandet mellan skuldsättningsgrad och avkastning på eget kapital förhåller sig på finansmarknaden.

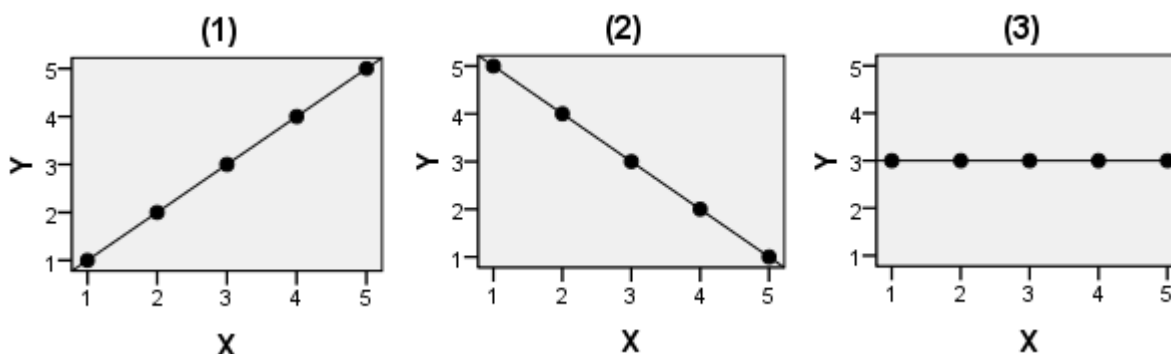
#### **4.4.1 Regressionsanalys**

För att studera sambandet mellan avkastning på eget kapital och skuldsättningsgrad kommer en regressionsanalys att göras. Denna analys görs utifrån det tidigare nämnda statistikprogrammet SPSS vilket grundar sig i den data som matas in i programmet. Genom denna metod kan man lättare åskodliggöra om det råder ett samband mellan två eller flera variabler och hur starkt detta är.

I denna uppsats kommer en enkel regressionsanalys att genomföras mellan de huvudsakliga variablerna avkastning på eget kapital och skuldsättningsgrad. Data från respektive observation registreras in i ett spridningsdiagram som vardera en beroende och en oberoende variabel och sedan framställs en regressionslinje. Med hjälp av korrelationens koefficient  $r$  kan man sedan studera sambandet mellan variablerna. Korrelationen är låg om  $r$  är nära noll och obefintlig om den är noll och detta resulterar i en mycket plan

regressionslinje. Om korrelations koefficient däremot är stark kommer  $r$  att antingen vara nära 1,0 (positiv lutning på linjen) eller -1,0 (negativ lutning på linjen). I figur sex illustreras de ovan nämnda korrelationsutfallen.<sup>36</sup>

Vidare förekommer även relationer som inte kan förklaras med en enkel linjär regression. Man kan till exempel tänka sig att en relation kan avta eller öka med tiden.



Figur 6. (1) Sambandet mellan  $X$  och  $Y$  är positiv ( $r = 1,0$ ), då för varje  $X$  ökar  $Y$  med ett. (2) Sambandet mellan  $X$  och  $Y$  är här negativt ( $r = -1,0$ ), då för varje  $X$  minskar  $Y$  med ett. (3) I detta fall råder det inget samband mellan variablerna  $X$  och  $Y$  ( $r = 0$ ), då  $Y$  är tre oavsett  $X$ -värdet.

Figur sex visar dock det perfekta utfallet av en regressionslinje med korrelationsanalys. Detta eftersom samtliga observationer går att placera precis på en linjär linje. I de flesta fallen avviker punkterna i spridningsdiagrammet något från en tänkt regressionslinje då  $-1 < r > 1$  och inte 0. För att sedan ytterligare studera sambandet mellan den beroende och den oberoende variabeln används determinationskoefficienten  $r^2$ . Denna koefficient talar om hur exakt sambandet är, i vilken utsträckning av den beroende variabeln som kan förklaras av den oberoende variabeln.<sup>37</sup>

#### 4.4.1.1 Variabler

I denna uppsats så kommer avkastning på eget kapital (ROE) att vara den beroende variabeln. Det är denna variabel som testas utifrån hypotesen om att skuldsättningsgraden har en påverkan på avkastningen. Denna variabel kommer att redovisas på Y-axeln i kommande diagram.<sup>38</sup>

<sup>36</sup> Lind, Marchal & Wathen. *Statistical Techniques in Business and Economics*, s. 457-458.

<sup>37</sup> Ibid, s. 457-462

<sup>38</sup> Ibid, s. 457

Den oberoende variabeln som i det här fallet är skuldsättningsgrad redovisas på X-axeln. Det är denna variabel som utgör själva grunden för uträkningarna.<sup>39</sup> Dessutom kommer ett antal förklaringsvariabler att tas med:

- *Bransch.* Då finansmarknaden utgörs av många företag med så pass olika affärsområden är det av intresse att studera om sambandet beror mer på vilken bransch företagen agerar i. Speciellt eftersom bankerna skiljer sig markant från den övriga marknaden.  
Bolagen har delats in i tre olika branscher och dessa är fastighetsbolag, banker och slutligen investmentbolag och övriga. Med SPSS har dessa angetts med olika numrering där fastighetsbolagen är ett, investmentbolagen och övriga är två och bankerna är tre.
- *Företag.* Ett uppvisat resultat kan tänkas skilja sig markant med enskilda företag och att speciella händelser inom vissa företag bidrar till ett samband. Varje enskilt företag har därför i statistikprogrammet angetts med en egen numrering.
- *År.* Man kan också tänka sig att speciella år har haft en inverkan på resultatet. Observationerna är tagna från fyra olika år och genom att ge varje enskilt år en egen numrering kan man i resultatet tolka om åren har en signifikant betydelse för utfallet.

#### 4.5 Signifikanstest

Signifikanstest är ett sätt att pröva vetenskapliga hypoteser. För att kunna förkasta den nollhypotes som har ställts måste ett resultat vara signifikant skilt från noll. Signifikansnivån som kommer att användas i denna uppsats är satt till 5 %. En avvikelse måste alltså vara utanför 95 % av det som är normalfördelat. Statistikprogrammet SPSS använder sig dessutom av ett så kallat ANOVA-test där man studerar huruvida de medelvärden man studerar kommer från samma population eller inte. Sett till samma signifikansnivå på 5 % bestäms ett kritiskt F-värde. Då resultatet kommer att framställas i tre delar behövs tre olika kritiska värden för F.

---

<sup>39</sup> Lind, Marchal & Wathen. *Statistical Techniques in Business and Economics*, s. 457

Sett till samtliga observationer och bolag som uppgår till 56, som är 14 bolag över fyra års tid, uppgår det kritiska värdet till över 4,04 med en frihetsgrad.<sup>40</sup>

Om man bortser de banker som ingår i studien handlar det om 40 observationer, tio bolag över fyra års tid, och detta resulterar i ett kritiskt värde på 4,08 med en frihetsgrad.<sup>41</sup> För bankerna så uppgår antalet observationer till 16, fyra bolag över fyra års tid, och detta medför att det kritiska värdet för F blir 4,49 med en frihetsgrad.<sup>42</sup>

---

<sup>40</sup> Ibid, s. 754

<sup>41</sup> Lind, Marchal & Wathen, *Statistical Techniques in Business and Economics*, s. 754

<sup>42</sup> Ibid.

## 5. Empiri

I detta kapitel redovisas det samlade data som inhämtats från respektive börsbolag. I tabellerna för varje enskilt bolag finner man de data som kommer att användas för kommande resultat- och analysavsnitten, från årsredovisningarna år 2006 till 2009. Här återges också en kort beskrivning av varje bolag från årsredovisningarna daterade till år 2009.

---

### 5.1 Fastighetsbolag

#### 5.1.1 Castellum AB

Castellum AB är ett av de större fastighetsbolagen som är registrerade på börsen i Sverige.<sup>43</sup>

Företaget inriktar sin verksamhet på de fem största tillväxtregionerna i Sverige, Storgöteborg, Öresundsområdet, Storstockholm, Mälardalen och Östra Götaland. Koncernen hade vid årsslutet 2009, 227 stycken anställda.<sup>44</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	1'674	10'184	14'262	1,40043	0,16438
2007	1'487	11'204	16'687	1,48938	0,13272
2008	- 663	10'049	19'355	1,92606	0,06598
2009	160	9'692	19'784	2,04127	0,01651

Tabell 1. Castellum, data i miljoner svenska kronor.

#### 5.1.2 Fabege AB

Fabege AB inriktar sig på uthyrning och förvaltning utav kontorslokaler och fastighetsutveckling. De har inriktat sig på marknader med hög tillväxt i huvudstadsområdet som Solna, Hammarby sjöstad och Stockholms innerstad.<sup>45</sup> Fabege hade vid årets slut 135 stycken anställda.<sup>46</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	2'266	12'177	17'832	1,46440	0,18609
2007	1'812	11'415	20'340	1,78187	0,15874
2008	- 511	9'873	20'669	2,09349	-0,05176
2009	425	9'969	20'723	2,07874	0,04263

Tabell 2. Fabege, data i miljoner svenska kronor.

---

<sup>43</sup> www.castellum.se 2011-05-06

<sup>44</sup> Castellum, årsredovisningar. 2011-05-06

<sup>45</sup> www.fabege.se 2011-05-06

<sup>46</sup> Fabege, årsredovisningar. 2011-05-06

### 5.1.3 Hufvudstaden AB

Hufvudstaden AB har funnits sedan 1915 och har inriktat sig på fastighetslokaler i de centrala delarna av Stockholm och Göteborg. De äger båda fastigheterna som varuhuset NK har sina lokaler i både i Stockholm och i Göteborg.<sup>47</sup> Medelantalet anställda under 2009 uppgick till 84 stycken.<sup>48</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	3'423,2	11'785,3	8'734,8	0,74116	0,29046
2007	2'400,9	11'808,7	9'140,4	0,77404	0,20332
2008	- 498	10'949,7	8'374,1	0,76478	0,04548
2009	- 332	10'225,9	8'634,3	0,84436	0,03247

Tabell 3. Hufvudstaden, data i miljoner svenska kronor.

### 5.1.4 L E Lundbergsföretagen AB

L E Lundbergsföretagen AB är ett investeringsföretag som genom sitt helägda dotterbolag, Fastighets AB L E Lundberg, bedriver sin största verksamhet inom fastighetsbranschen.<sup>49</sup> Företaget har 153 stycken anställda och de inriktar sig på den svenska fastighetsmarknaden.<sup>50</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	6'121	43'695	29'240	0,66918	0,14008
2007	5'010	45'085	31'619	0,70132	0,11112
2008	- 2'025	37'714	33'351	0,88431	-0,05369
2009	2'119	42'950	30'086	0,70049	0,04934

Tabell 4. L E Lundbergsföretagen AB, data i miljoner svenska kronor.

## 5.2 Banker

### 5.2.1 Nordea bank AB

Nordea bank AB är med sina ca 1 400 kontor och över elva miljoner kunder ett av Europas tio största fulservicebanker sett till börsvärdet.<sup>51</sup> De har totalt 33 347 stycken anställda och opererar i norden och i östersjöregionen.<sup>52</sup>

<sup>47</sup> www.hufvudstaden.se 2011-05-06

<sup>48</sup> Hufvudstaden, årsredovisningar. 2011-05-06

<sup>49</sup> www.lundbergforetagen.se 2011-05-06

<sup>50</sup> Lundbergsföretagen, årsredovisningar. 2011-05-06

<sup>51</sup> www.nordea.com 2011-05-06

<sup>52</sup> Nordea, årsredovisningar. 2011-05-06

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	3'153	15'322	331'568	21,63999	0,20578
2007	3'130	17'160	371'894	21,67214	0,18240
2008	2'672	17'803	456'271	25,62888	0,15009
2009	2'318	22'420	485'124	21,63800	0,10339

Tabell 5. Nordea, data i miljoner euro.

### 5.2.2 Handelsbanken

Handelsbanken bildades 1871 och är idag verksam i 22 länder och har ca 10 616 medarbetare. Banken ser Sverige, Norge, Danmark, Finland och Storbritannien som sina huvudmarknader.<sup>53</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	13'128	66'229	1'723'782	26,02760	0,19822
2007	15'508	74'491	1'784'891	23,96116	0,20819
2008	12'131	74'963	2'083'821	27,79799	0,16183
2009	10'244	83'088	2'039'755	24,54933	0,12329

Tabell 5. Handelsbanken, data i miljoner svenska kronor.

### 5.2.3 SEB

SEB grundades 1856 och har 21 640 anställda. De har kontor i alla de viktigaste finansstäder så som London, New York och Shanghai.<sup>54</sup> Deras geografiska arbetsområde är Sverige, Tyskland och Baltikum.<sup>55</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	12'623	67'137	1'867'174	27,81140	0,18802
2007	13'642	76'528	2'267'743	29,63285	0,17826
2008	11'251	83'537	2'426'973	29,05267	0,13468
2009	1'234	99'417	2'208'558	22,21509	0,01241

Tabell 6. SEB, data i miljoner svenska kronor.

<sup>53</sup> Handelsbanken, årsredovisningar. 2011-05-06

<sup>54</sup> www.sebgroup.com 2011-05-06

<sup>55</sup> SEB, årsredovisningar. 2011-05-06

## 5.2.4 Swedbank

Fullsortiment banken Swedbank grundades 1820. Hemmamarknaden är Sverige och de baltiska länderna Estland, Lettland och Litauen. Koncernen finns även representerad i många andra länder och städer så som Luxemburg, Oslo och New York. Företaget har 3 607 anställda.<sup>56</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	11'052	60'277	1'292'712	21,44619	0,18335
2007	136	68'323	1'539'661	22,53503	0,00199
2008	10'939	86'462	1'725'228	19,95360	0,12652
2009	-10'442	89'974	1'704'713	18,94673	0,11606

Tabell 7. Swedbank, data i miljoner svenska kronor.

## 5.3 Investmentbolag och övriga

### 5.3.1 AB Industrivärden

AB Industrivärden bildades år 1944 av Handelsbanken och är idag verksam, med sina 350 000 anställda, i över 180 länder. Bolaget strävar efter att, genom aktivt ägande i stora och medelstora svenska bolag, ha en hög tillväxt av substansvärdet och övertid ge en bättre avkastning till sina aktieägare än genomsnittet för Stockholmsbörsen.<sup>57</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	11'621	58'491	6'220	0,10634	0,19868
2007	- 1'942	54'837	11'456	0,20891	0,03541
2008	- 29'323	23'583	12'392	0,52546	1,24340
2009	20'699	42'544	11'246	0,26434	0,48653

Tabell 8. Industrivärlden, data i miljoner svenska kronor.

### 5.3.2 Investment AB Kinnevik

Bolaget grundades år 1936 och är idag genom sitt ägande verksam inom sju övergripande sektorer: papper och kartong, telekom och tjänster, media, online, mikrofinansering, jordbruk och bioenergi. Deras portfölj behandlar 60 olika marknader.<sup>58</sup> Företaget har 1 811 anställda.<sup>59</sup>

<sup>56</sup> Swedbank, årsredovisningar. 2011-05-06

<sup>57</sup> www.industrivarden.se 2011-05-06

<sup>58</sup> www.kinnevik.se 2011-05-06

<sup>59</sup> Kinnevik, årsredovisningar. 2011-05-06

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	11'549	34'422	13'311	0,38670	0,33551
2007	16'179	50'267	12'551	0,24969	0,32186
2008	- 25'945	23'530	12'341	0,52448	1,10263
2009	16'409	41'675	11'565	0,27750	0,39374

Tabell 9. Investment Kinnevik, data i miljoner svenska kronor.

### 5.3.3 Investment AB Latour

Bolaget grundades 1985 och inriktar sin verksamhet på en börsportfölj och en helägd industri- och handelsrörelse. Deras investeringsidé är att placera sina tillgångar i långsiktigt sparande och i tillförlitliga företag som har internationaliseringspotential.<sup>60</sup> Företaget har 3 046 anställda och inriktar sig på verksamheter inom områdena automotive, handverktyg, hydraulik, luftbehandling, maskinhandel och Verkstadsteknik.<sup>61</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	1119	10'926	3'095	0,28327	0,10242
2007	880	10'140	3'413	0,33659	0,08679
2008	1'458	7'894	2'913	0,36901	0,18470
2009	552	9'956	2'387	0,23975	0,05544

Tabell 10. Investment Latour, data i miljoner svenska kronor.

### 5.3.4 Investor AB

Investmentbolaget Investor bedriver sin verksamhet inom två olika områden, kärninvesteringar och finansiella investeringar. När det gäller kärninvesteringar rör det dig om aktieinnehav i stora svenska företag så som ABB, SEB med flera.<sup>62</sup> Investor har 117 000 anställda och rör sig på marknaderna i USA, norra Europa och Asien.<sup>63</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	28'486	159'320	21'620	0,13570	0,17880
2007	-367	155'204	22'027	0,14192	0,00236
2008	-36'726	115'233	25'426	0,22065	0,31871
2009	31'368	142'673	27'551	0,19311	0,21986

Tabell 11. Investor, data i miljoner svenska kronor.

<sup>60</sup> www.latour.se 2011-05-10

<sup>61</sup> Latour, årsredovisningar. 2011-05-06

<sup>62</sup> www.investorab.com 2011-05-10

<sup>63</sup> Investor, årsredovisningar. 2011-05-06

### 5.3.5 Melker Schörling AB

Ägarbolaget Melker Schörling arbetar för långsiktig industriell utveckling. Bolaget är stor aktieägare i åtta olika börsnoterade bolag. De har mest inflytande i mätteknikföretaget Hexagon där de har 49,8% utav rösterna.<sup>64</sup> Under året har medeltalet anställda i moderbolaget uppgått till 3 stycken.<sup>65</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	3'139	14'395	174	0,01209	0,21806
2007	660	14'938	107	0,00716	0,04418
2008	- 8'206	6'540	1'363	0,20841	1,25474
2009	8038	14'490	1'918	0,13237	0,55473

Tabell 12. Melker Schörling AB, data i miljoner svenska kronor.

### 5.3.6 Ratos AB

Ratos är ett av Europas största private-equity konglomerat. Genom ansvarsfullt och aktivt ägande av mindre bolag vill Ratos skapa en så hög avkastning som möjligt för sina aktiesparare.<sup>66</sup> Ratos marknad är den nordiska och företaget har 43 anställda.<sup>67</sup>

År	Resultat efter skatt	Summa eget kapital	Summa skulder	Skuldsättning	ROE
2006	2'662	11'814	14'908	1,26189	0,22533
2007	2'946	13'870	22'912	1,65191	0,21240
2008	5'289	17'290	25'460	1,47253	0,30590
2009	9'34	16'802	24'056	1,43173	0,05559

Tabell 13. Ratos AB, data i miljoner svenska kronor.

<sup>64</sup> [www.melkerschorlingab.se](http://www.melkerschorlingab.se) 2011-05-10

<sup>65</sup> Melker Schorling, årsredovisningar. 2011-05-06

<sup>66</sup> [www.ratos.se](http://www.ratos.se) 2011-05-13

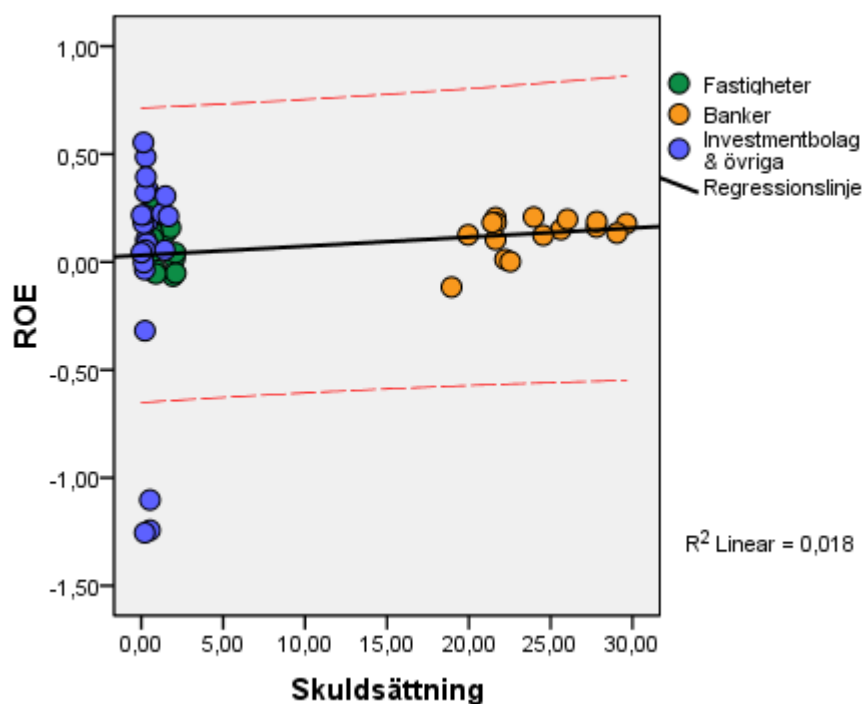
<sup>67</sup> Ratos, årsredovisningar. 2011-05-06

## 6. Resultat

I detta kapitel kommer en fullständig redogörelse för det resultat som uppsatsen har fått fram utifrån den data som har samlats in. Presentationen görs huvudsakligen med ett antal grafer och tabeller med tillhörande text.

### 6.1 Samtliga bolag

Vad gäller resultatet för samtliga av de bolag som har studerats i undersökningen framgår det än tydligare hur mycket bankerna skiljer sig från den övriga finansmarknaden. Därtill ser man även i figur sju hur skillnaderna mellan de 16 olika observationerna av bankerna skiljer sig sinsemellan. Dock medför inte skillnaderna mellan branscherna vara så stora att de påverkar en regressionslinje nämnvärt. Att döma av figur sju så ser observationerna ut att samla sig över en vågrät regressionslinje. Endast tre observationer från gruppen *Investmentbolag & övriga* befinner sig utanför ett konfidensintervall på 95 %.



Figur 7. Sambandet mellan avkastning på eget kapital (ROE) och skuldsättningsgrad för samtliga av de studerade företagen. Regressionslinjens ekvation utan förklaringsvariabler är:  $Y = 0,004X + 0,031$ .

Ser man till korrelationskoefficienten  $r$  så är denna 0,135 vilket är mycket lågt. Detta förstärker intrycket av att det inte råder något nämnvärt samband mellan de bägge variablerna. Att  $r$  är lågt ger dessutom en mycket låg determinationskoefficient  $r^2$  som här är 0,018. Detta betyder att enligt modellen så står skuldsättningsgraden för en ytterst liten del av

förklaringen till bolagens respektive avkastning på eget kapital. En summering av modellen återfinns i tabell 14.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,135 <sup>a</sup>	,018	,000	,33609209

a. Predictors: (Constant), Skuldsättning

*Tabell 14. Summering av den modell som jämför den beroende variabeln avkastning på eget kapital (ROE) och den oberoende variabeln skuldsättningsgrad.*

Figur sju och tabell 14 ger tydliga indikationer på att det inte ser ut att råda något samband mellan de bägge variablerna. Men för att man skall vara helt säker behöver man även se till signifikansnivån. I tabell 15 kan man se att signifikansvärdet överstiger det kritiska värdet på 0,05 för skuldsättningsgrad. Dessutom är F-värdet även det lågt vilket betyder att den modell som testas inte uppvisar en så pass stark förklaringsgrad för regressionen att en nollhypotes kan förkastas. Sett till antalet frihetsgrader och totalt antal observationer på 54 så var det kritiska värdet för F satt till över 4.04. Något som F-värdet i denna modell är långt från att vara.

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,113	1	,113	,999	,322 <sup>a</sup>
	Residual	6,100	54	,113		
	Total	6,213	55			

a. Predictors: (Constant), Skuldsättning

b. Dependent Variable: ROE

*Tabell 15. ANOVA-test för hur den oberoende variabeln skuldsättningsgrad påverkar den beroende variabeln avkastning på eget kapital.*

Sett till hela marknaden kan man sedermera konstatera att det inte finns något signifikant samband mellan den oberoende och den beroende variabeln. I tabell 16 redovisas även de förklaringsvariabler som har valts att ingå i studien. Eftersom flera variabler har lagts till kan man därför inte använda den icke standardiserade riktingskoefficientens konstant till att utforma regressionslinjen, vilken man kan studera i figur sju. Tabell 16 visar tydligt att inte någon av förklaringsvariablerna når det kritiska värdet för signifikansnivån på 0,05. Där kan man även utläsa variablernas respektive påverkan genom att studera deras

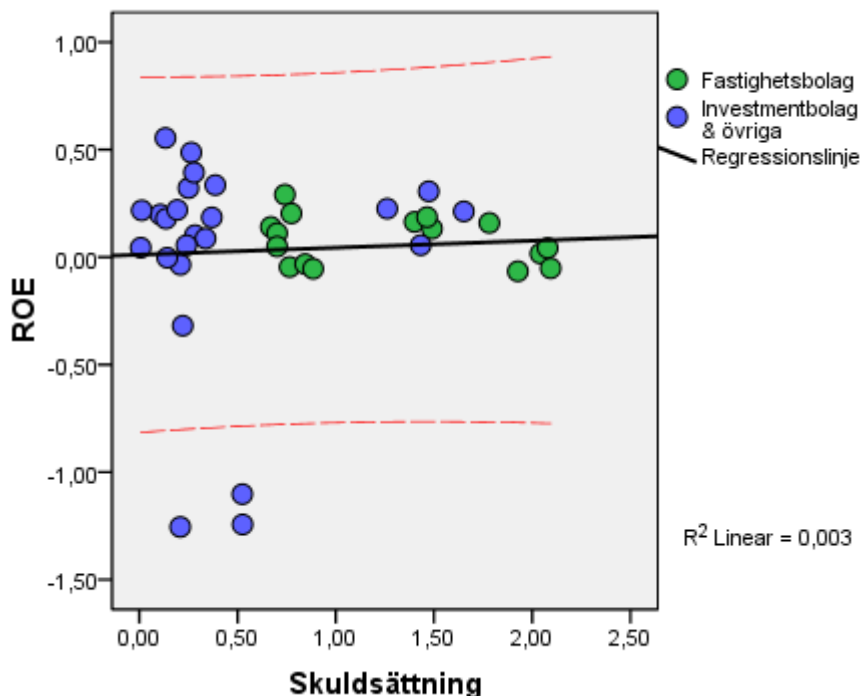
riktningskoefficienter. Av det som framkommer kan man se att en högre numrering i bransch och år ger en negativ påverkan på det beroende variabeln men dock inte signifikant.

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,310	,212		1,465	,149
	Bransch	-,158	,191	-,359	-,827	,412
	Företag	,019	,032	,226	,581	,564
	Skuldsättning	,008	,007	,251	1,093	,279
	År	-,052	,040	-,175	-1,289	,203

Tabell 16. Signifikanstest av den oberoende variabeln skuldsättningsgrad tillsammans med de andra förklaringsvariablerna bransch, företag och år.

## 6.2 Samtliga bolag förutom bankerna

Då man bortser från de banker som har ingått i studien uppvisar modellen ett ännu svagare samband. Återigen är det tydligt hur observationerna infaller längs en vågrät regressionslinje, vilket kan studeras i figur åtta. Sett till skillnaderna mellan de bägge branscherna förefaller det sig som sådant att skuldsättningsgraden är generellt sett högre hos fastighetsbolagen. Dock förblir deras relation till regressionslinjen densamma.



Figur 8. Sambandet mellan avkastning för eget kapital (ROE) och skuldsättningsgrad för samtliga bolag förutom bankerna. Regressionslinjens ekvation utan förklaringsvariabler är:  $Y = 0,033X + 0,012$ .

Vidare så kan man även konstatera att korrelationskoefficienten  $r$  fortfarande är mycket låg. I tabell 17 kan man dessutom konstatera att denna har sjunkit till 0,054 vilket också har lett till en mycket låg determinationskoefficient som är satt till 0,003. Sambandet mellan avkastning på eget kapital och skuldsättningsgrad är alltså än mindre i denna modell, där bankerna är borttagna, än i den föregående.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,054 <sup>a</sup>	,003	-,023	,39668543

a. Predictors: (Constant), Skuldsättning

Tabell 17. Summering av den modell där bankerna är borttagna.

Studeras man sedan ANOVA-testet som presenteras i tabell 18 så skall F-värdet för 40 observationer överstiga 4,04 för att förkasta nollhypotesen. Ett F-värde på 0,113 och ett tillhörande signifikansvärde på 0,739 indikerar mycket låg förklaringsgrad. Nollhypotesen kan alltså inte förkastas för finansmarknaden även om man utesluter bankerna ur modellen.

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,018	1	,018	,113	,739 <sup>a</sup>
	Residual	5,980	38	,157		
	Total	5,997	39			

a. Predictors: (Constant), Skuldsättning

b. Dependent Variable: ROE

Tabell 18. ANOVA-test då man frånsäger från de banker som annars ingår i studien.

I tabell 19 kan man dessutom studera hur förklaringsvariablerna även de inte har ett tillräckligt lågt signifikant värde. Variablerna har alltså inte haft en signifikant inverkan på hur observationerna presenteras i spridningsdiagrammet, se figur åtta. Dessutom visar riktningskoefficienterna återigen på samma mönster som tidigare. Där såväl bransch som år har haft en marginell negativ påverkan. Branschgruppen investmentbolag och övriga indikerar alltså en mer negativ påverkan på avkastningen av det egna kapitalet men denna är dock inte signifikant.

Coefficients<sup>a</sup>

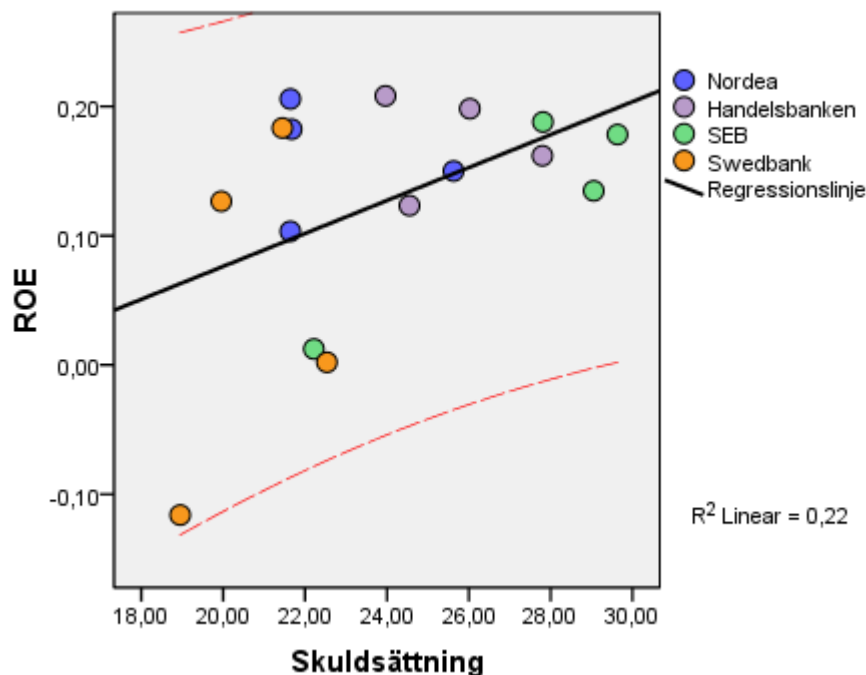
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,334	,379		,880	,385
	Bransch	-,210	,277	-,266	-,758	,454
	Företag	,030	,043	,226	,713	,480
	Skuldsättning	,013	,128	,022	,103	,919
	År	-,056	,058	-,161	-,962	,343

a. Dependent Variable: ROE

Tabell 19. Signifikanstest av samtliga bolag förutom bankerna med samtliga variabler.

### 6.3 Bankerna

Då man studerar endast bankerna ger modellen en något mer positivt korrelationen mellan de studerade variablerna. Förutom att skuldsättningsgraden är så mycket större än den övriga marknaden så verkar det som att en regressionslinje förklarar relationen bättre än i denna modell. Antalet observationer som är gjorda enbart på bankerna uppgår dock endast till 16 i antalet vilket gör det mycket svårt att kunna fastställa några direkta slutsatser enbart baserat på bankerna.



Figur 9. Sambandet mellan avkastning för eget kapital (ROE) och skuldsättningsgrad för bankerna. Samtliga bolag befinner sig inom ett konfidensintervall satt till 95 %.

Regressionslinjens ekvation utan förklaringsvariabler är:  $Y = 0,013X - 0,178$ .

I de föregående modellerna som studerade hela marknaden och en marknad utan banker var resultatet mycket svagt sett till korrelation och determination. Då man enbart ser till bankerna i undersökningen finner man en determinationskoefficient över 0,2 och en korrelationskoefficient som nästan uppgår till 0,5 vilket kan utläsas ur tabell 20. Detta indikerar ett mer sammansatt observation där förhållandet till regressionslinjen för respektive punkt är mindre än i de föregående modellerna. Dock är ett  $r^2$ -värde runt 0,2 fortfarande att avse som låg. Storleken på avkastningen på det egna kapitalet (ROE) förklaras därmed enbart till en mindre del av skuldsättningsgraden.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,469 <sup>a</sup>	,220	,164	,08199713

a. Predictors: (Constant), Skuldsättning

*Tabell 20. Summering av modellen med endast banker där av korrelations- och determinationskoefficienterna presenteras.*

När man sedan studerar ANOVA-testet i tabell 20 ser man att F-värdet är mycket nära att nå det kritiska värdet vilket skulle resulterat i den signifikansnivå som eftersträvas.

Förklaringsgraden för variablerna är därmed högre i denna modell än i de tidigare. Men eftersom det kritiska värdet inte uppnås kan man inte heller förkasta nollhypotesen även om man bara ser till bankernas observationer.

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,027	1	,027	3,947	,067 <sup>a</sup>
	Residual	,094	14	,007		
	Total	,121	15			

a. Predictors: (Constant), Skuldsättning

b. Dependent Variable: ROE

*Tabell 20. Summering av modellen med endast banker där av korrelations- och determinationskoefficienterna presenteras.*

I en närmare undersökning av tabell 22 finner man också där en skuldsättningsgrad som nästan når den önskade signifikansnivån. Med en uppmätt signifikansnivå på 0,104 är denna modell närmare än de andra men det räcker dock fortfarande inte för att nå en önskad signifikansnivå som är satt till 0,05. Dock ser man också i tabell 22 att de två andra variablerna som har kunnat användas uppvisar ett värde som understiger 0,05.

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,486	,205		2,371	,035
	Färetag	-,035	,012	-,446	-2,834	,015
	Skuldsättning	,008	,004	,284	1,762	,104
	År	-,044	,012	-,569	-3,573	,004

a. Dependent Variable: ROE

*Tabell 22. Signifikansen av det uppmätta resultatet sett till enbart bankerna.*

## 7. Analys

*I detta kapitel analyseras det resultat som har inhämtats från empirin. De olika modellerna jämförs mot varandra och mot de teorier som ligger till grund för uppsatsen.*

---

Utifrån uppsatsens resultat kan man först och främst konstatera att det är mycket svårt att studera och framförallt komma fram till generella slutsatser för en hela finansmarknaden. Tidigare studiers motivering till att inte ta med bankerna har visat sig vara rättfärdig då de skiljer sig så pass mycket i skuldsättningsgrad sett till de övriga aktörerna på marknaden. Eftersom en marknad utan banker rör sig i ett intervall från noll till ungefär två i skuldsättningsgrad är det svårt att jämföra dessa med bankerna med en skuldsättningsgrad runt 20.

Men som man dock kan utläsa från resultatkapitel 6.1 och 6.2 blir inte skillnaderna speciellt stora då man utesluter bankerna från resultatet. Hela marknaden, inkluderat bankerna, uppvisar en vågrät regressionslinje med en korrelation som är att anse som svag. Detta leder i sin tur till en låg determinationsnivå och som därmed säger att skuldsättningsgraden endast förklarar en mycket liten del av avkastningen på det egna kapitalet. När man sedermera tar bort bankerna i en analys av marknaden finner man ett resultat som inte skiljer sig nämnvärt. Faktum är att utifrån de observationer som har gjorts och sedan presenterats i resultatet kan man utläsa att sambandet mellan variablerna sjunker något. Med en determinationskoefficient på 0,018 för en marknad som inkluderar banker blir samma koefficient 0,003 då bankerna inte räknas med. Jämför man sedan de ANOVA-test som har utförts ser man att F-värdet skiljer sig markant mellan de bägge resultaten. En marknad med banker uppvisar ett F-värde som uppgår till 0,999 medan en marknad utan banker endast uppgår till 0,113. Förvissa så skiljer sig det kritiska värdet sig något mellan de bägge modellerna men denna är så liten att det inte ens är i närheten av att utgöra skillnaderna i det uppvisade F-värdet.

Att döma av de värden som har framställts genom modellerna, för en marknad såväl med som utan banker, blir resultatet i bägge fallen att en nollhypotes inte kan förkastas. Bägge modellerna är långt ifrån att förkasta nollhypotesen och man kan därigenom konstatera att det inte råder något signifikant samband mellan variablerna skuldsättningsgrad och avkastning på eget kapital.

Ser man till de teorier som ligger till grund för denna uppsats verkar det inte som att en linjär regression är det bästa verktyget för att studera huruvida ett samband råder. Framförallt

inte för en marknad som finansmarknaden då denna marknad karaktäriseras av många nyanser, där företagen trots sin finansiella karaktär skiljer sig mycket ifrån varandra. Som har sagt ett antal gånger tidigare så har bankerna en mycket stor del i detta. Men att döma av den presentation som görs i kapitel 6.2 så kan det även vara så att den delen av marknaden som är klassificerad som fastighetsbolag, skiljer sig så mycket att det är bättre att analysera även dessa för sig.

Trade-off teorin som menar att det finns en optimal skuldsättningsgrad borde vara bättre anpassad till varje enskild sektion inom finansbranschen. Då företag som här har sin största investering i fastigheter och sedermera också kallas för fastighetsbolag borde dessa agera i ett klimat som största delen ser lika ut för liknande bolag. Att jämföra dessa med investmentbolag som investerar i många olika bolag och som man därtill mycket oftare köper och säljer innehav i kan förklara det resultat som uppmäts. Att Trade-off teorin vidare säger att det finns en optimal skuldsättningsgrad kan göra så att ett flertal icke-linjära samband kan tänkas dölja sig i de figurer som här har använts. Då en ökad skuldsättningsgrad också kan tänkas minska avkastningen enligt Trade-off teorin kan detta resultera i att korrelations- och determinationskoefficienterna blir högre om man väljer att studera ett icke-linjärt samband. Vilket då skulle indikera ett starkare samband mellan de studerade variablerna. Nu är så inte fallet.

Vid en närmare analys av de banker som har ingått i studien finner man att deras enskilda resultat skiljer sig från de resterande delarna av marknaden. Korrelationskoefficienten och determinationskoefficienten blir mycket högre än i de andra modellerna. Dock uppgår antalet observationer endast till 16 i antalet och detta försvårar en generalisering, men ger dock en indikation. Då den delen av studien som endast ser till bankerna ger ett något starkare samband kan man tänka sig att om samma modell hade utformats för varje separat sektor inom finansbranschen hade möjligtvis ett starkare samband också uppnåtts även hos dessa.

Men vid en närmare analys av de uppmäta värdena för bankerna ser man att skuldsättningsgraden inte har haft ett signifikant samband med avkastningen på eget kapital (ROE). Ett signifikant samband finns dock hos bägge de två förklaringsvariabler som också studerats. Signifikansvärdet för variabeln *år* uppgår för bankerna till 0,004 vilket är mindre än den kritiska gränsen som var satt till 0,05. Detta är en indikation på att årtalen som har studerats har haft en större inverkan på avkastningen än vad skuldsättningsgraden har. Därtill visar även förklaringsvariabeln *företag* som också den passerar det kritiska värdet att skillnaden också beror till stor del på just de olika företagen.

Ett företag som troligtvis har en mycket stor andel i att variablerna har uppvisat just de värden som de har gjort är Swedbank. I årsrapporten för år 2009 redovisas ett utav bolagets sämsta resultat genom tiderna och orsaken till detta ligger till mycket stor del i bolags affärer i de baltiska staterna. Dock är observationen för detta år inte utanför det konfidensintervall som är satt till 95 % så denna har ändå valts att räknas med i undersökningen.

## 8. Slutsats

*I detta kapitel presenteras de sammanfattade slutsatserna som grundar sig på de resonemang som förts i analyskapitlet.*

---

Sett till den metod och de avgränsningar som denna uppsats har arbetat inom går det inte att fastställa att det råder något samband mellan skuldsättningsgrad och avkastning på eget kapital för svenska finansbolag. Nollhypotesen kan inte förkastas eftersom resultaten utifrån hela marknaden, med eller utan hänsyn till bankerna, inte når den signifikansnivå som krävdes för att förkasta denna hypotes.

Eftersom de bolag som agerar på finansmarknaden skiljer sig mycket åt emellan sektionerna är det svårt att dra några generella slutsatser. Att använda sig av en linjär regression för samtliga delar inom finansbranschen har därför lett till icke signifikanta men mycket svaga samband. Att istället använda sig av icke-linjära regressioner och sedan begränsa sig till enbart likartade bolag borde uppvisa värden med en större korrelation. Enligt teorin Trade-off finns det en så kallad optimal skuldsättningsgrad och genom en linjär regression för hela marknaden blir det svårt att urskilja om någon sådan existerar.

Det som kan konstateras är att Modigliani och Millers teorem, om att ökad skuldsättningsgrad ger större avkastning, inte kan styrkas. Samtliga bolag har över tiden skiftat sin skuldsättningsgrad men detta har dock inte signifikant inneburit ett samband med hur utvecklingen för bolagets avkastning på det egna kapitalet har varit.

## 9. Reliabilitet och validitet

*I detta avslutande kapitel följer ett resonemang kring uppsatsens reliabilitet och validitet. Huruvida det som har studerats och presenterats är tillförlitligt vilket också gäller för den metod som har använts.*

---

En sak som är grundläggande för en uppsats är att de fakta som används är tillförlitliga, att uppsatsen har en hög reliabilitet. Det handlar om hur data har samlats in och vad för slags data som används.<sup>68</sup> I detta fall så anser författarna att de data som samlats in är av hög tillförlitlighet. Eftersom data kommer direkt från de årsredovisningar som företag varje år måste ge ut, i och med att de är stora publika aktiebolag. Skulle samma undersökning göras med samma modeller igen så är det mycket osannolikt att man skulle få ett annat svar. Speciellt därför att ett statistikprogram använts för att minimera riskerna för att fel skall uppstå.

När man pratar om att en undersökning är validet så betyder det huruvida man har undersökt det som man ville undersöka.<sup>69</sup> Syftet med denna uppsats var som bekant att studera huruvida det råder ett samband mellan svenska finansbolags skuldsättningsgrad och avkastning på eget kapital. Med hänsyn till denna är generaliserbarheten begränsad till stora bolag och resultatet kan därför inte generaliseras till hela den svenska finansmarknaden.

Validiteten är därför inte så hög som den hade kunnat vara om man hade valt representativa urval från varje storleksgrupp av företag. Det som dock försvårade detta var att enligt den klassificering som gjordes var det bara fyra svenska banker som var noterade, endast på Large Cap-listan, och svårigheter med urvalsprocessen uppkom.

Då populationen istället representerar endast stora finansbolag blir validiteten till skillnad från ett urval desto starkare. Dessutom innefattar undersökningen ett flerårsintervall vilket utesluter eventuellt tillfälliga samband.

Vidare kan man av resultatet att döma konstatera att den linjära regressionen som användes för att studera sambandet kan ifrågasättas. Eftersom korrelationen, sett över hela eller stora delar av marknaden, var mycket låg talar det för att man inte kan se till hela marknaden då man utför studier av detta slag. Utifrån resultaten kan man betydligt lättare se hur finansmarknaden är full av nyanser där marknaden består av olika segment. Att studera samband över en sådan marknad kan ge en missvisande bild då segmenten karaktäriseras av olika inriktningar. Som resultatet från endast bankerna gav en indikation på så är det bättre att

---

<sup>68</sup> Johannessen.A, Tuftte.P.A, *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*, s. 28-29

<sup>69</sup> Thurén.T, *Vetenskapsteori för nybörjare*, s. 26

studera segmenten för sig. Eftersom den linjära regressionen gav så dåligt resultat bekräftar det att Modigliani och Millers teorier inte lämpar sig för marknader med imperfektioner. Sett till teorin om Trade-off kan det istället röra sig om icke-linjära samband.

Ytterligare en faktor som man bör ta i beaktande då man ser till denna uppsatsens validitet är det som teorin om Pecking-order implicerar. Då teorin betonar tajming vid hanterandet av bolagens kapitalstrukturer blir en rörlig kapitalstruktur svår att studera om man bara ser till de siffror som bolagen redovisar i sina årsredovisningar. Skulle man följt förändringen under varje år så kanske resultatet hade sett annorlunda ut.

## 10. Källförteckning

### 10.1 Tryckt litteratur

Chalmers.A.F (1999) *Vad är vetenskap egentligen?* Uppl. 3. Bokförlaget Nya Doxa. Falun (2007).

Hillier, Ross, Westerfield, Jaffe & Jordan, *Corporate finance*, European Edition, McGraw-Hill Higher Education, New York (2010).

Jacobsen. D.I (2002) *Vad, hur och varför?*, Studentlitteratur. Lund (2002).

Johannessen,A. Tufte,P.A. (2002) *Introduktion till samhällsvetenskaplig metod*, uppl. 1:1 Liber AB, Malmö (2003).

Lind, Marchal & Wathen. *Statistical Techniques in Business and Economics*. Uppl. 14. McGraw-Hill Irwin. New York (2009).

Thurén.T (2007) *Vetenskapsteori för nybörjare*. Uppl. 2.1. Liber AB. Korotan Ljubljana, Slovenien (2007).

### 10.2 Tidsskrifter

Modigliani & Miller, (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review. Volume XLVIII, (3), 1958.

Stewart C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, The Journal of Finance, Vol. 39, (3), December 28-30, 1983.

### 10.3 Internet

[www.bolagsfakta.se/borsbolag/index/pk\\_bransch0/40/pk\\_bransch1/0/pk\\_bransch2/0/pk\\_bransch3/0/list/667](http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/index/pk_bransch0/40/pk_bransch1/0/pk_bransch2/0/pk_bransch3/0/list/667) 2011-04-29

[www.castellum.se/om-castellum.html](http://www.castellum.se/om-castellum.html) 2011-05-06

[www.dn.se/debatt/detta-larde-vi-oss-av-lehman-brothers-konkurs](http://www.dn.se/debatt/detta-larde-vi-oss-av-lehman-brothers-konkurs) 2011-04-29

[www.fabege.se/sv/Om-Fabege/](http://www.fabege.se/sv/Om-Fabege/) 2011-05-06

[www.hufvudstaden.se/Om\\_Hufvudstaden/omHufvudstaden1/Om\\_Hufvudstaden/](http://www.hufvudstaden.se/Om_Hufvudstaden/omHufvudstaden1/Om_Hufvudstaden/) 2011-05-06

[http://www.icaai.org/resource\\_file/10938p1107-14.pdf](http://www.icaai.org/resource_file/10938p1107-14.pdf)

[www.industrivarden.se/Bolaget/Bolaget-i-korthet/](http://www.industrivarden.se/Bolaget/Bolaget-i-korthet/)

[www.investorab.com/sv/OmInvestor/Investor\\_i\\_korhtet.htm](http://www.investorab.com/sv/OmInvestor/Investor_i_korhtet.htm) 2011-05-10

[www.kinnevik.se/sv/Om-kinnevik/Kinnevik-i-korthet/](http://www.kinnevik.se/sv/Om-kinnevik/Kinnevik-i-korthet/)

[www.latour.se/sv/om-latour/verksamhetside/](http://www.latour.se/sv/om-latour/verksamhetside/) 2011-05-10

[www.lundbergforetagen.se/default.asp?id=1015&ptid=](http://www.lundbergforetagen.se/default.asp?id=1015&ptid=) 2011-05-06

[www.melkerschorlingab.se/sv/om-msab/msab-i-korthet](http://www.melkerschorlingab.se/sv/om-msab/msab-i-korthet) 2011-05-10

[www.ne.se/kort/eget-kapital](http://www.ne.se/kort/eget-kapital) 2011-04-08

[www.ne.se/kort/kapital](http://www.ne.se/kort/kapital) 2011-04-08

[www.ne.se/kort/lån](http://www.ne.se/kort/lån) 2011-04-08

[www.ne.se/lang/konkurrens/228977](http://www.ne.se/lang/konkurrens/228977) 2011-05-10

[www.ne.se/lang/large-cap](http://www.ne.se/lang/large-cap) 2011-05-06

[www.nordea.com/Om+Nordea/52062.html](http://www.nordea.com/Om+Nordea/52062.html) 2011-05-06

[www.ratos.se/Om-Ratos/](http://www.ratos.se/Om-Ratos/) 2011-05-13

[www.sebgroup.com](http://www.sebgroup.com) 2011-05-06

### **10.3.1 Årsredovisningar**

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12033/castellum-ab> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12345/fabege-ab> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12160/handelsbanken> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12257/hufvudstaden-ab> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12392/ab-industrivarden> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12004/investment-ab-kinnevik> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12078/investment-ab-latour> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12072/investor-ab> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12282/1-e-lundbergforetagen-ab-publ> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/38426/melker-schorling-ab> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12100/nordea-bank-ab> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12113/ratos-ab> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12125/seb> 2011-05-06

<http://www.bolagsfakta.se/borsbolag/visa/id/12248/swedbank> 2011-05-06