Kapitalstruktur i konjunktursvängningar
– hur bolag anpassar sin kapitalstruktur

Handledare
Tore Eriksson

Författare
Kim Kastensson
David Lübbeckens
Alexander Rödström
Sammanfattning

Titel: Kapitalstruktur i konjunktursvängningar – hur bolag anpassar sin kapitalstruktur

Seminaredatum: 15 januari 2009

Kurs: FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 hp

Författare: Kim Kastensson, David Lüddeckens och Alexander Rödström

Handledare: Tore Eriksson

Nyckelord: Kapitalstruktur, nettoskuldsättning, konjunktur, riskfördelning

Syfte: Syftet är att beskriva och analysera hur företags kapitalstruktur förändras i bygg- och verkstadsbranschen i Sverige under konjunkturcykler.


Teoretiska perspektiv: De teorier vi arbetat utifrån är både allmänna kapitalstrukturs-teorier och resultat från tidigare studier. Dessa behandlar riskfördelning, skatteaspekter och finansieringsalternativ.

Empiri: Det empiriska materialet från årsredovisningarna redovisas i text och diagram. Man kan se att kapitalstrukturen förändras över tiden och orsakerna diskuteras utifrån teorierna.

Abstract

Title: Capital structure during a business cycle - how firms adjust and modify their capital structure

Seminar date: 15th of January 2009

Course: FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits

Authors: Kim Kastensson, David Lüddeckens and Alexander Rödström

Advisor: Tore Eriksson

Key words: Capital structure, net debt to equity ratio, business cycle, risk diversification

Purpose: The purpose of this paper is to describe and analyze construction and engineering firms’ capital structures throughout the business cycle.

Methodology: The essay is an abductive study about the construction and engineering industry. A regression analysis was created from the firms’ annual reports, which was used in conjunction with knowledge from prior business cycles to develop a description of how firms act.

Theoretical perspective: The essay is based on both well-known theories in the field of capital structure and previous studies on the subject. These theories are about risk diversification, tax aspects and financing methods.

Empirical foundation: The empiric material from annual reports is presented in text and in charts and graphs. The data shows that capital structure changes over time. This is further analyzed with regards to theories that have been studied previously.

Conclusion: The construction companies entered the latest economic downturn with high net debt to equity ratios, which made them very vulnerable to negative impact on their earnings. The engineering companies that did not decrease their debt to equity ratios after last downturn are now showing varied results and are more vulnerable to the impact of the broader economic issues. This implies that a lower ratio of debt to equity increases stability and decreases vulnerability to macroeconomic issues impacting earnings, and that dividends can be used to optimize capital structure.
1 INLEDNING ................................................................................................................................................. 6

1.1 BAKGRUND ............................................................................................................................................. 6
1.2 PROBLEMDISKUSION ............................................................................................................................ 7
1.3 FRÅGSTÄLLNINGAR ............................................................................................................................... 8
1.4 SYFTE ................................................................................................................................................... 8
1.5 AVGRÄNSNINGAR ............................................................................................................................... 8
1.6 MÅLGRUPP .......................................................................................................................................... 9
1.7 DISPOSITION ..................................................................................................................................... 9

2 METOD .................................................................................................................................................... 10

2.1 VAL AV ÄMNE ........................................................................................................................................ 10
2.2 ÅNGREPPSSÄTT ................................................................................................................................. 10
2.3 UNDERSÖKNINGSMETOD ............................................................................................................... 11
2.4 DATAINSAMLING ............................................................................................................................ 11
2.4.1 PRIMÄRDATA .................................................................................................................................. 11
2.4.2 SEKUNDÄRDATA ........................................................................................................................ 12
2.4.3 DATATRANSFORMERING OCH STATISTISK DATAANALYS ......................................................... 12
2.4.4 EMPIRISKA PROBLEM ................................................................................................................ 14
2.5 URVALSDISKUSION .......................................................................................................................... 15
2.6 VALIDITET OCH RELIABILITET ....................................................................................................... 16
2.6.1 VALIDITET .................................................................................................................................... 16
2.6.2 RELIABILITET ............................................................................................................................ 16
2.6.3 KÄLLKRITIK ................................................................................................................................... 16

3 TEORI ....................................................................................................................................................... 18

3.1 MODIGLIANI & MILLER ..................................................................................................................... 18
3.2 KOSTNADER FÖR FINANSIELL STRESS ............................................................................................. 18
3.3 TRADE OFF-TEORIN .......................................................................................................................... 19
3.4 PECKING ORDER ............................................................................................................................... 19
3.5 MARKET TIMING ............................................................................................................................... 20
3.6 RISKFÖRDÖELNING ........................................................................................................................... 20
3.7 TIDIGARE STUDIER: HOSSEIN ASGHARIAN – ARTIKLAR OM KAPITALSTRUKTUR .................... 21
3.7.1 RECESSION OCH BOLAGS FINANSIERING ........................................................................... 21
3.7.2 ÄR HÖGT BELÅNDE BOLAG KÄNSLIGARE FÖR EN EKONOMISK NEDGÅNG? ...................... 22
3.8 UTDELNINGSPOLITIK ....................................................................................................................... 23

4 EMPIRI .................................................................................................................................................... 24

4.1 BYGGBRANSCHEN ............................................................................................................................ 24
4.1.1 NETTOSKULDSÄTTNING ........................................................................................................... 24
4.1.2 UTDELNING ............................................................................................................................... 24
4.1.3 TILLVÄXT .................................................................................................................................... 25
4.2 VERKSTADBRANSCHEN ................................................................................................................... 25
4.2.1 NETTOSKULDSÄTTNINGSGRÄD ........................................................................................... 25
4.2.2 UTDELNING ............................................................................................................................... 25
4.2.3 TILLVÄXT ................................................................................................................................ 26
1 Inledning

Inledningen tar vi upp det grundläggande för uppsatsen. Vi berättar om bakgrunden och formulerar via problemdiskussionen arbetets frågeställningar och syfte. Vi tar även upp avgränsningarna som vi har gjort, till vilken målgrupp vi riktar oss och hur vi har disponerat uppsatsen.

1.1 Bakgrund


Varje kris leder till minskad efterfrågan vilket innebär att de beräknade vinsterna från verksamheten ofta inte blir som man har förutspått och därför kan bidra till problem med soliditeten och på längre sikt även med betalning av fakturor och återbetalning av räntor och amorteringar. Dessa nedgångar borde inte komma som en överraskning, men trots detta är företaget ibland för skuldsatta för att klara en kris på bästa sätt. Då de i goda tider beräknar många projekt och investeringar som lönsamma och finansierar dem med lån så kan det slå tillbaka under nedgångar. Betalningskrav från kreditinstitut och fordringsväg kan tvinga dem till nedskärningar som minskar den långsiktiga vinsten. Skulle därför en defensivare
kapitalstruktur som kanske inte maximerar vinsten i högkonjunktur ändå kunna vara långsiktigt mer lönsam? Är det så att företag har för hög tilltro till sin egen kapacitet och marknaden de verkar på och därför belåner sig så att kapitalstrukturen inte är optimerad vid nedgångar? Eftersom kriser och nedgångar av olika slag trots allt kommer borde företagen ha förutsättningar för att vara väl förberedda och justera med sin kapitalstruktur. Att vara skuldsatt för att maximera vinsterna under högkonjunkturer kan i värsta fall gå ut över överlevnaden i sämre tider.

1.2 Problemdiskussion


Det gäller för företaget att se sina risker med verksamheten, affärsrisken, för att kunna bedöma vilken finansiell risk, hur hög nettoskuldsättning, det har råd att ha. Teorin kring det här identifierar vilken typ av risk som är övervägande för företaget i fråga. Företag i uppstartsfasen har en högre affärsrisk då deras affärsidé och rörelse inte riktigt är förankrad i marknaden ännu. Även i osäkra tider då man inte vet vilken efterfrågan som finns på företagets produkter och tjänster så ökar affärsrisken. Företag som har kommit förbi det stadiet har råd att ta en större risk i hur de skall finansiera sin utveckling och expanderande. Det kallas den finansiella risken och det är det som vi kommer att fördjupa oss i. Är det så att de etablerade företagen påverkar sin kapitalstruktur beroende på i vilken del av konjunkturcykeln de är? Det finns många olika faktorer som kan påverka denna som till exempel räntan och framtidstro eller -oro. I takt med att företaget ökar sin nettoskuldsättningsgrad i förhållande till vinsten kommer också kostnaden för lånens, räntan, att öka. Den optimala nettoskuldsättningsgraden hör även ihop med aktieägarnas krav på avkastning på eget kapital. Om aktieägarna inte kräver högre avkastning finns det heller ingen anledning att öka nettoskuldsättingen. Detta säger att det i teorin finns en optimal nettoskuldsättningsgrad och det borde vara den som företagen eftersträvar om de medvetet förändrar sin kapitalstruktur.

1.3 Frågeställningar

• Anpassar företagen sin kapitalstruktur beroende på i vilken del av konjunkturcykeln de befinner sig?

• Enligt teorin lönar det sig att skuldsätta sig i viss omfattning, men hur påverkar det företagens sårbarhet i lågkonjunkturer?

• Kan företagen med hjälp av kapitalstrukturen parera och minimera skadorna med konjunktursvängningar?

• Hur använder sig företagen av utdelning för att anpassa sin kapitalstruktur?

1.4 Syfte

Syftet är att beskriva och analysera hur företagens kapitalstruktur förändras i bygg- och verkstadsbranschen i Sverige under konjunkturcykler.

1.5 Avgränsningar

1.6 Målgrupp


1.7 Disposition

Kapitel 2 Metod

I detta kapitel presenteras tillvägagångssättet för studien och hur data har samlats in och behandlats. Validitet och reliabilitet diskuteras samtidigt som en diskussion förs över de utvalda företagen för studien och de parametrar som ingår. För att uppnå en högre reliabilitet avslutas kapitlet med ett källkritiskt avsnitt.

Kapitel 3 Teori

De grundläggande teorierna inom kapitalstrukturämnet presenteras för att ge en mer övergripande förståelse för problematiken. Teoriavsnittet avslutas med tidigare studier inom ämnet och dess slutsatser.

Kapitel 4 Empiri


Kapitel 5 Analys

Analysavsnittet bygger på de teorier som presenteras och de resultat som studie gett. Analysen ska i slutändan leda fram till våra slutsatser och förslag till vidare forskning inom ämnet.

Kapitel 6 Slutsatser och resultatdiskussion

Vi sammanfattar i detta kapital de resultat som undersökningen genererat. Svar ges på frågeställningarna och våra egna tankar kring resultatet presenteras.

Kapitel 7 Förslag till vidare forskning

Vad som kan vidareutveckla och stärka eller förkasta våra hypoteser ges det förslag på här, till exempel aspekter som vi inte har fördjupat oss i.
2 Metod

Tillvägagångssättet som har använts i studien och hur vår datainsamling gått till presenteras i detta kapitel. En diskussion förs kring urvalet och de variabler som ingår i studien för att ge läsaren bättre insikt om dessa. Ett källkritiskt resonemang förs i slutet för att öka möjligheten att bedöma reliabiliteten på studien.

2.1 Val av ämne


2.2 Angreppssätt


Nästa metodologiska övervägande var om uppsatsen skulle ha en normativ kontra deskriptiv grund. Med normativ, även benämnt som preskriptiv i viss litteratur, menas att arbetet går ut på att förklara hur något bör vara medan deskriptiv beskriver hur något faktiskt är. Vi ämnar göra en uppsats av deskriptiv karaktär.
2.3 Undersökningsmetod


2.4 Datainsamling


2.4.1 Primärdata

Primärdata innebär material som är skapat specifikt för uppsatsen (Svenning, 1999). Tanken är att sekundärdatal från årsredovisningar skall användas i en statistisk analysmodell vi skapar i programmet SPSS. Därmed skapar vi primärdatal genom transformering av insamlad sekundärdatal.
2.4.2 Sekundärdata


2.4.3 Datatransformation och statistisk dataanalys


Vi finner även räntan relevant då den påverkar hur dyrt det är för bolagen att inneha externa lån. Företagsledningarna borde enligt oss ta hänsyn till på vilken nivå räntan ligger och hur den kan tänkas utvecklas under kommande år, då de vill optimera sin kapitalsstruktur. En hög ränta gör att det blir dyrare att inneha lån och vice versa. För att se ränteutvecklingen har STIBOR, Stockholm Interbank Offered Rate, använts. Denna ränta är ett medelvärde som används intern mellan banker för in- och utlåning under året. Anledningen till att STIBOR valdes är att den följer den allmänna räntenivån i Sverige. Då koncernernas totala räntebärande skulder har olika bindningstid så valdes sexmånaders löptid.

De fyra förklarande variablerna som skall användas för att bestämma den beroende variabeln, nettoskuldsättningsgraden, måste kontrolleras med en korrelationsmatris. Dess funktion är att ge information om inbördes korrelation mellan de oberoende variablerna. En modell bör ej innehålla korrelation som överstiger värdet 0.8 (Körner & Wahlgren, 2004).


Biträdeande professor Hossein Asgharian på Nationalekonomiska Institutionen vid Lunds Universitet kontaktades via e-post, då han tidigare bedrivit forskning inom samma område som vi avser att undersöka.

2.4.4 Empiriska problem


Återköp är ett annat sätt för företagen att förändra sin kapitalstruktur. Detta har vi inte tagit hänsyn till genom vår datainsamling, men eftersom det hela tiden finns data på nettoskuldsättningsgradens förändringar är den indirekt inkluderat i arbetet. Vi kan dock inte dra slutsatser utifrån hur bolagen med hjälp av återköp förändrar kapitalstrukturen.


2.5 Urvalsdiskussion

Totalt har nio stycken företag valts ut, vilka samtliga återfinns på stockholmsbörsens large cap-lista. Detta för att stora och mognas bolag faktiskt kan påverka sin kapitalstruktur till skillnad från mindre bolag. Alla företagen har varit noterade på börsen så länge att de befunnit sig där under hela den tid vi ämnar undersöka. De verkstadsbolagen vi valt är samtliga som motsvarat våra kriterier. Kriterierna var att de var noterade på Stockholmsbörsens large cap, att de varit noterade i minst tio år samt att de tillhör den specifika branschen. Inom verkstadsbranschen har vi smalnat av branschen. De företag som skulle kunna platsas in under verkstad, men ändå valts bort är de inom bilbranschen, Saab, Scania och Volvo. Initialt valdes Seco Tools som ett av bolagen, vilket vi senare fick eliminera då det visade sig att det var väldigt nära knutet till Sandvik, som var en koncern vi redan inkluderat i materialet. Istället tillkom SSAB i materialet. Gällande byggföretagen som valdes ut, handlade det helt enkelt om att det bara finns fyra stycken företag på large cap-listan. Samtliga fyra uppfyllde förutsättningarna och därmed valdes alla. Tanken bakom valet av industri- och byggbranschen beror delvis på inrådan av handledare. Andra faktorer var att inom byggbranschen fanns en möjlighet att analysera alla bolag på Stockholmsbörsens large cap-lista. Verkstadssektorn är en stabil bransch som har flera jämförbara bolag. Vissa branscher hade varit svåra, om inte omöjliga att analysera på liknande sätt. IT samt tjänstesektorn saknar de materiella tillgångar som krävs för en adekvat analys, medan fastighets- och skogssektorerna blir svåra att mäta efter större förändringar i redovisningsnormer, till följd av övergången till IFRS. Läkemedels- samt andra forskningsintensiva branscher har en väldigt liten nettoskuldsättning överlag då de har svårigheter att finansiera sig med främmande kapital. De bolagen som valdes är:

Verkstads- & industrisektorn:

ASSA Abloy (lås- och nyckellösningar), Atlas Copco (industriverktyg, till exempel lufttrycksutrustning och utrustning till gruvor), Hexagon (mät- och positioneringssystem), Sandvik (högteknologiska industriverktyg, till exempel för berg och metallbearbetning) och SSAB (stålt- och plåttillverkning).
Byggbranschen:

JM (projektutvecklare av bostäder och bostadsområden), NCC (bygg- och fastighetsutveckling samt vägbeläggning), Peab (bygg- och anläggningsentreprenör samt vägbeläggning) och Skanska (byggrelaterade tjänster och projektutveckling).

2.6 Validitet och reliabilitet

2.6.1 Validitet


2.6.2 Reliabilitet


2.6.3 Källkritik

Som tidigare nämnt är sekundärdata den huvudsakliga källan till uppsatsen. Detta medför att det är viktigt att betänka att det från början är skrivit för ett annat syfte än vårt. För att
3 Teori

Detta kapitel avser att redogöra för de grundläggande teorier som förklarar företagens val av kapitalstruktur. Kapitlets mest centrala kapitalstrukturteorier kommer att presenteras inledningsvis, för att sedan överta till mer djupgående teorier. Tillsist behandlas tidigare studier inom området och huruvida de är applicerbara på vår studie eller ej.

3.1 Modigliani & Miller


Modigliani och Millers gav dock fem år senare ut en förfining av sin modell där de tog bort antagandet att det råder en skattefri värld. Implikationen av skattepåverkan på kapitalstrukturen innebar att företagen borde minska beloppet av skulder för att dra maximal nytta av skatteskölden då räntebetalningar till kreditgivarna är avdragsgilla. (Modigliani & Miller, 1963)

3.2 Kostnader för finansiell stress

Det finns alltid en risk att låntagaren inte kommer att kunna betala de räntor och amorteringar de åtagit sig att betala till kreditgivarna. Denna risk kallas för konkursrisk och har påverkan i någon utsträckning på företag som externt finansierar sin verksamhet med lån. (Jensen & Meckling, 1976)
Konkursrelaterade kostnader delas oftast in i två olika former, direkta och indirekta kostnader. Direkta kostnader är de kostnader som uppstå vid en konkurs och är direktrelaterade till denna. Kostnader likt juridiska avgifter och dröjsmålsräntor som uppkommit är exempel på kostnader som är direktrelaterade till en konkurs. Indirekta kostnader däremot ger mer avspeglning på den operationella verksamheten och leder lätt till konkurs. Företag kan förlora kunder då de inte kan leverera i tid, leverantörer och personal då de inte kan betala ut fakturor och löner i tid. De indirekta kostnaderna för finansiell stress kan bli mycket kostsamma i längden för ett företag och måste därför tas med i beräkningen för till vilken grad företagen vill skuldsätta sig, även om de är svåra att mäta. (Ross et al, 2005)

3.3 Trade off-teorin


Företag som är helt finansierat av eget kapital skulle vid varje extra lånad krona kunna dra nytta av en minskad skattekostnad på grund av de avdragsgilla räntekostnaderna som uppstå vid belåning. Vid varje extra lånad krona kommer dock risken för konkurs bli högre, det vill säga den finansiella stressen öka. Har företaget en hög andel eget kapital kommer marginalfördelen för varje lånad krona vara högre än ökningen av risken för konkurs, vilket uppmuntrar till ökad upplåning för företaget. Ett företag har uppnått sin optimala kapitalstruktur då den skattefördel som en extra lånad krona ger är lika stor som den ökade kostnaden som risken den för med sig. (Miller, 1977)

3.4 Pecking order

Pecking order-teorin säger att det finns en ordning för hur företag bör finansiera sin verksamhet. Teorin bygger på informationsasymmetrin och förklarar utefter de kostnader som den medför hur företaget väljer att finansiera sig. Den säger att företag i första hand skall välja att finansiera sig med kapital som de själva genererat genom verksamheten. Måste företaget söka finansiering externt väljer de att i första hand låna pengar och i andra hand emittera nya aktier. (Myers, 1984)

Vid emittering av nya aktier kommer kostnaderna för informationsasymmetrin vara som högst på grund av de adverse selection-kostnader som uppkommer i samband med

Pecking order-teorin säger inte som trade off-teorin att det finns en optimal kapitalstruktur. Den säger istället att de kostnader som skulle uppstå då företaget avvek från den optimala kapitalstrukturen skulle vara små i jämförelse med de kostnaderna som uppkommer på grund av informationsasymmetrin då de söker externt kapital. (Bie & Haan, 2007)

3.5 Market Timing

I motsats till trade off-teorin finns det enligt market timing teorin ingen optimal kapitalstruktur för företaget. Företaget kommer istället att välja hur det vill finansiera verksamheten efter det alternativ som är billigast när det behöver kapitaltillskott. När företagets aktier är undervärderade blir det mer attraktivt för ledningen att återköpa aktier och tvärtom emittera aktier och således öka det egna kapitalet när aktierna anses övervärderade. (Baker & Wurgler, 2002)


Korajczyk, Lucas och McDonald visade med detta som grund att företagsledningen genom sitt informationsövertag kan bestämma tidpunkten för en nyemission bättre; detta på grund av att företagsledningen oftast brukar annonsera en nyemission precis efter att den har gjort andra informationsuttalanden om företaget. (Korajczyk et al, 1991)

3.6 Riskfördelning

En mer djupgående förståelse för riskerna ett företag är utsatta för, får man genom Wards och Grundys (1996) teorier om uppdelen av dessa. De menar att ett företag har en affärsrisk
och en finansiell risk.


3.7 Tidigare studier:
Hossein Asgharian – Artiklar om kapitalstruktur

Hossein Asgharian har studerat nedgången i den svenska ekonomin under 1990-talet. Tanken var att använda sig av tidigare hypoteser om hur företag väljer att finansiera sig och sedan applicera det på svenska företag. Resultatet från den empiriska studien har utmynnat i fyra kapitel. Mest intressanta för vår studie är delarna "Recession och bolags finansiering" och "Är högt belånade bolag känsligare för en ekonomisk nedgång".

3.7.1 Recession och bolags finansiering

I kapitlet om ekonomisk recession nämns olika faktorer som påverkade kapitalstrukturen under krisen i Sverige på 1990-talet. En tidigare studie av Jailvand och Harris som tas upp av Asgharian indikerar att under goda tider så tenderar företag att använda eget kapital i större utsträckning samt motsatsförhållande när sämre tider råder. Att företags vinster minskar kan antas få motsatta konsekvenser. I händelse av lägre vinst så ökar behovet av extern finansiering och enligt pecking order så bör det göras med externa lån hellre än nyemission. Men då vinsterna sjunker så ökas kraven från långvariga och kostnaden för lånat kapital ökar i form av högre ränta.

Hossein Asgharians slutsatsar är att i krisens första fas, runt 1990, så ökade skuldsättningsgraden. I författarens beräkningar användes det bokförda värdet av tillgångar

3.7.2 Är högt belånade bolag känsligare för en ekonomisk nedgång?


- **Konsumentdriven påverkan** som tar sig uttryck genom att risken att handla med företaget anses vara hög. Ett belånat företag befinner sig mer i farozonen för konkurs jämfört med ett företag med låg skuldsättning.

- **Konkurrentdriven påverkan** bygger på att företagets konkurrenter ser en möjlighet att bedriva en aggressiv strategi mot företaget. Kunskapen om motståndarens kapitalstruktur används som underlag för beslut som skall leda till övertagande av marknadsandeler.

- **Ledningen i företag med hög skuldsättningsgrad försöker ta beslut som reducerar verksamheten när konjunkturen viker nedåt.**

När ett företag utsätts för finansiell stress kan det även betyda positiva saker, i form av krav på optimala investeringar och beslut. Men sammanfattningsvis visar författaren att företag som befinner sig i en finansiellt svår situation tappar mer av sin försäljning än vad företag med lägre skuldsättning, och mindre svår finansiell situation gör. Samma sak gäller för börsvärdet. Dock tenderar lönsamheten att öka. Orsakerna till detta bygger på de tre tidigare presenterade punkterna. Att lönsamheten kan öka trots att försäljningen går dåligt samt att företaget är högt belånat kan förklaras med att agenterna i dessa företag ställs under stark kontroll av principalerna och enbart de produktlinjer och tjänster som har högst vinstmarginal tillåts leva vidare under en recession. Om det istället är konsument- och konkurrentpåverkan som gjort att företagets försäljning minskat, så bör det snarare tolkas som att företagen gör redovisningsmässiga ändringar som påverkar lönsamheten positivt.
3.8 Utdelningspolitik


Utdelningarna bör även anpassas efter vilka som är aktieägare i företaget, vilket klientel man har. Olika aktieägare har olika krav och förväntningar på utdelningen. Dessa beror till stor del på att olika ägare betalar olika mycket skatt och vill maximera sitt kapital. Ägare som betalar låg eller ingen skatt är mer positiva till höga utdelningar än de som tvingas skatta bort stora delar.
4 Empiri


4.1 Byggbranschen

4.1.1 Nettoskuldsättning


4.1.2 Utdelning

4.1.3 Tillväxt


<table>
<thead>
<tr>
<th>År</th>
<th>Tillväxt (%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1998</td>
<td>11,8</td>
</tr>
<tr>
<td>1999</td>
<td>4,9</td>
</tr>
<tr>
<td>2000</td>
<td>23,5</td>
</tr>
<tr>
<td>2001</td>
<td>7,7</td>
</tr>
<tr>
<td>2002</td>
<td>-12,8</td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>-10,9</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>-3,0</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>5,3</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>7,8</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>6,9</td>
</tr>
</tbody>
</table>

4.2 Verkstadsbranschen

4.2.1 Nettoskuldsättningsgrad


4.2.2 Utdelning

Utdelningen i förhållande till vinsten har i verkstadsbranschen befunnit sig på en relativt sett stabil nivå mellan ungefär 40 och 60 procent. Till följd av Sandviks och SSABs ojämna utdelning kan man dock urskilja två bubblor i utdelningen. Dessa finns inte på grund av minskade utdelningar utan främst på grund av minskad vinst dessa är samtidigt som utdelningen varit konstant. Dessa bubblor har sina toppar 1999 och 2003 men nivåerna har inom några år återvänt till samma som tidigare.
4.2.3 Tillväxt


<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>6,6</td>
<td>7,4</td>
<td>22,6</td>
<td>11,1</td>
<td>-6,9</td>
<td>-5,4</td>
<td>9,4</td>
<td>19,2</td>
<td>5,1</td>
<td>23,9</td>
</tr>
</tbody>
</table>

4.2.4 Nyemission


4.3 Konjunkturen

4.3.1 BNP och dess tillväxt

4.3.2 Ränta


<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>4,39</td>
<td>3,48</td>
<td>4,30</td>
<td>4,15</td>
<td>4,33</td>
<td>3,21</td>
<td>2,36</td>
<td>1,94</td>
<td>2,74</td>
<td>4,02</td>
</tr>
</tbody>
</table>

4.4 Korrelationsmatris

För verkstadsbranschen korrelerade ingen av de oberoende variablerna över 0.8. För byggbranschen däremot korrelerade dummyvariabeln för BNP-tillväxten med byggföretagens tillväxt. Men då förklaringsgraden i regressionsanalysen, se nästa stycke, påverkades positivt av att inkorporera båda variablerna så gjordes det, även om korrelationen mellan de två var något över 0.8 i fallet med byggbranschen. En fullständig version av korrelationsmatriserna finner du i bilaga 2 och en sammanfattning finner du här:

<table>
<thead>
<tr>
<th>Byggbranschen</th>
<th>Utdelning</th>
<th>Tillväxt</th>
<th>BNP</th>
<th>Ränta</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Utdelning</td>
<td>1</td>
<td>-0,425</td>
<td>-0,419</td>
<td>-0,387</td>
</tr>
<tr>
<td>Tillväxt</td>
<td>-0,425</td>
<td>1</td>
<td>0,829</td>
<td>-0,215</td>
</tr>
<tr>
<td>BNP</td>
<td>-0,419</td>
<td>0,829</td>
<td>1</td>
<td>-0,419</td>
</tr>
<tr>
<td>Ränta</td>
<td>-0,387</td>
<td>-0,215</td>
<td>-0,419</td>
<td>1</td>
</tr>
</tbody>
</table>
Verkstadsbranschen

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Utdelning</th>
<th>Tillväxt</th>
<th>BNP</th>
<th>Ränta</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Utdelning</td>
<td>1</td>
<td>-0,074</td>
<td>-0,244</td>
<td>0,282</td>
</tr>
<tr>
<td>Tillväxt</td>
<td>-0,074</td>
<td>1</td>
<td>0,713</td>
<td>0,468</td>
</tr>
<tr>
<td>BNP</td>
<td>-0,244</td>
<td>0,713</td>
<td>1</td>
<td>-0,419</td>
</tr>
<tr>
<td>Ränta</td>
<td>0,282</td>
<td>0,468</td>
<td>-0,419</td>
<td>1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

4.5 Regressionsanalys


Formlerna för regressionsanalysen är:

- För byggbranschen:
  \[ Y = -0,406 - 0,007 \times X_1 + 0,021 \times X_2 - 0,297 \times X_3 + 0,437 \times X_4 \]

- För verkstadsbranschen:
  \[ Y = 0,952 - 1,519 \times X_1 + 0,024 \times X_2 - 0,405 \times X_3 + 0,152 \times X_4 \]

\( Y = \) Nettoskuldsättningsgraden  
\( X_1 = \) Utdelning/Vinst  
\( X_2 = \) Branschens tillväxt  
\( X_3 = \) BNP-tillväxten som dummyvariabel  
\( X_4 = \) Räntan i procent
5 Analys

I detta avsnitt kommer de resultat studien och regressionsanalysen gav att analyseras utifrån de teorier vi presenterat. Tidigare studier inom ämnet kommer också vara en utgångspunkt för analysen.

5.1 BNP, räntan och tillväxten


Efter lågkonjunkturren som följe av IT-kraschen, återhämtar sig marknaden kring 2004 - 2005. Enligt de teorier vi tidigare nämnt bör företagen öka sin finansiella risk med lån igen, om de vill maximera vinsten, för att kompensera för den minskade affärsrisken. För att kunna applicera market timing på den här uppgången så bör man ta hänsyn till ränteläget och aktiekurserna. Teorin handlar ju om att bolaget bör finansiera sig med det för tillfället billigaste alternativet, vilket skulle kunna vara med lån eller extern kapital från en
nyemission. Räntan vid det här laget var mycket låg och det var därför även enligt den här teorin lämpligt att öka sin nettoskuldsättning med hjälp av externa lån. Detta stämmer dock inte om företagsledningen med hjälp av informationsasymmetrin förväntade sig en nedgång i sin aktiekurs. En övervärderad aktie skulle bidra till mer kapital vid en nyemission.

5.2 Utdelning

5.2.1 Byggbranschen


5.2.2 Verkstadsbranschen

borde företagen minska sin utdelningsandel för att behålla så stor del av sitt internt genererade kapital för att finansiera sin verksamhet och slippa kostnader för att skaffa kapital externt. Under 2004-2005 när tillväxten återigen ökar så minskar utdelningsandelen vilket återigen kan kopplas till pecking order-teorin att företagen nu vill behålla en större del av det internt genererade kapitalet för att finansiera sin verksamhet.


I likhet med Swedbank som vi berättade om i inledningen har även SSAB genomfört en nyemission några månader efter en utdelning. SSABs hade delat ut 1,2 miljarder våren 2007 i syfte att höja sin nettoskuldsättningsträff något. Nettoskuldsättningsträffen höjdes till en nivå närmare företagets mål på 0,3 eftersom utdelningen minskade det egna kapitalet. Man hade även de tidigare åren haft en utdelning i samma storleksordning. I slutet av sommaren hade man bestämt sig för att förvärva ett bolag för 50 miljarder varav tio miljarder skulle komma tillbaka från aktieägarna, i form av en nyemission, och resten från ett banklån. En nyemission som kostar mycket pengar, en nota som aktieägarna får betala. Det är inte bara emissionskostnaderna som kostar pengar för aktieägarna utan också det faktum att 30 procent av utdelningen som de fick under vår gick till skatt. Resterande 70 procent kommer alltså för många att gå tillbaka in i företaget och kommer skattas för igen när man en gång i framtiden tar ut pengarna. Aktieägarna får alltså, förutsatt att samtliga ägare har en 30 procentig skattesats, betala 360 miljoner i skatt och emissionskostnaderna utöver det. Utdelningen under våren som höjde nettoskuldsättningsträffen fick i slutändan ändå densamma att komma längre ifrån sitt mål på 0,3 än om den inte skulle ha genomförts. Nettoskuldsättningen landade nämligen på 1,5 gånger det egna kapitalet i slutet av året. Man kan tycka att om SSAB hade planerat förvärvet, så borde man ha försökt att minimera allt som höjer nettoskuldsättningsträffen om man senare samma år skulle komma att ta ett externt lån på 40 miljarder. Man skriver i sina årsredovisningar att utdelningen ska uppgå till cirka 50 procent av vinsten efter skatt, men att denna också kan användas för att anpassa kapitalstrukturen vilket inte gjorts om man vetat om att lånen skulle tas. SSABs utdelning har befunnit sig på en jämn nivå 2004 – 2007 och nettoskuldsättningsträffen har under samma period gått längre ifrån sitt utsatta mål.

De ovan nämnda skattesatserna stämmer dock inte alltid. Utdelningen kan också anpassas efter vilket klientel som SSAB har. Möjligheten finns att de stora ägarna som kan påverka också vill ha en hög utdelning till följd av skattefördelar. Om de är skattebefriade så är det ett


5.3 Nettoskuldsättningsgrad

5.3.1 Byggebranschen

Nettoskuldsättningsgraden i byggebranschen kan till mycket stor del, hela 90 procent, förklaras av våra oberoende varibabler. Företagens kapitalstruktur har påverkats av utdelning och konjunkturen i form av företagets tillväxt, räntan och BNP-tillväxten.


På grund av konjunkturen och inflationen så sänkte riksbanken reporäntan varje år mellan 2002 och 2005, en räntesänkning som enligt market timing borde leda till ökad belåning i förhållande till eget kapital. Istället väljer samtliga byggbolag att sänka sin belåning under samma tidsperiod. Räntan som oberoende variabel till nettoskuldsättningsgraden är 0,437 vilket innebär att en räntehöjning med en procentenhet för med sig en höjning av nettoskuldsättningsgraden för byggbolagen med drygt 0,4 gånger deras egna kapital. Räntan bör därför inte ses som ett mätt på kostnaden för lån i vårt fall utan som ett konkunftursättning. Därför menar vi att market timing inte kan förklara företagens agerande i byggbanschen.

En annan förklaring till att bolagen agerat som de gjort är, att de har gått bra under några av dessa år. Trots att lågkonjunkturen som följde IT-bubblan slog hårt mot byggbranschen så blev ändå klimatet på marknaden bättre och bättre. Detta gjorde så att bolagen kunde generera större vinster än tidigare och genom dessa vinster valde man att öka det egna kapitalet. Man var osäker på hur marknadsutsvikerna de kommande åren var. Skanska beskriver 2003 marknadsutsvikerna som fortsatt svaga men åren efter så går det ändå bättre och bättre. Man har alltså medvetet sänkt sin nettoskuldsättning på grund av svaga förväntningar men marknaden utvecklade sig bättre än vad de hade trott. Man skulle därför kunna hävda att beslutsfattarna var för försiktiga och skulle ha råd med en högre risk än vad de i själva verket hade de följande åren för att långsiktigt maximera vinsten.


5.3.2 Verkstadsbranschen

Nettoskuldsättningsgraden för de undersökta företagen inom verkstadsbranschen som vi inkluderar i vår regressionsanalys har en förklaringsgrad på 70 procent av de oberoende variablerna; räntan, BNP-tillväxt, företags tillväxt och utdelning.


5.3.3 Branschjämförelse


Efter IT-kraschens påverkan på företagen anpassar de två undersökta branscherna sin kapitalstruktur på olika sätt. Byggbranschen kapitalstruktur som får stöd av pecking orderteorin med finansiering genom eget kapital främst, visar på en mer stabil utveckling utan
större fluktuationer åt något håll. Detta kan härledas till den större nedgång som drabbade branschen efter IT-kraschen och att en nu mer försiktig strategi från företagens sida anammas. Verkstadsbranschen finansierar sig mer enligt trade off-teorin och Wards teori, där de söker en optimal kapitalstruktur för maximalt utnyttjande av skatteskölden och vinstmaximerande. Detta medför dock större fluktuationer i tillväxten.

5.4 Regressionsanalys

5.4.1 Byggbranschen

Utifrån korrelationsmatrisen som finns presenterad i bilaga 2 framgår att variablerna företagstillväxt och BNP-tillväxt är högt korrelerade. Att dessa två variabler samvarierar till viss del är naturligt då de speglar samma sak med skillnaden att BNP-tillväxten är ett allmänt mått medan företagstillväxten är branschspecifik. Signifikansnivåerna för varje enskild variabel är följande:

- Utdelning: 0.263
- Tillväxt: 0.165
- BNP: 0.361
- Ränta: 0.013


5.4.2 Verkstadsbranschen

När samma regression gjordes för verkstadsbranschen så korrelerade inte företagstillväxten lika mycket med BNP-tillväxten. Den skillnaden kan återknutas till verkstadsbranschens lägre skuldsättning vid IT-kraschen. Detta visar att verkstadsbranschen under den aktuella perioden är mindre konjunkturkänslig än byggbranschen. På följande sida är signifikansnivåerna för de oberoende variablerna inom verkstadsbranschen:
Jämfört med byggbranschen så är signifikansnivåerna överlag bättre i denna modell. Det betyder att modellen i fler fall ger ett korrekt utslag i avseendet att bestämma nettoskuldsättningen, dock är förklaringsgraden lägre. Det är tänkbart att andra faktorer spelar större roll inom denna bransch än i byggbranschen. En möjlig sådan faktor skulle kunna vara återköp som vi inte har inkluderat. Förklaringsgradens för verkstadsbranschen är 69,6 procent. Den lägre förklaringsgraden i denna bransch kan också bero på att fler företag har analyserats.
6 Slutsatser och resultatdiskussion

Kapitlet presenterar de relevanta slutsatserna som vi har kommit fram till i analysen och återkopplar dessa till frågeställningarna i inledningen.


- En högre skuldsättning ger större fluktuationer i tillväxten. För att kunna nå så hög tillväxt som möjligt har vår studie visat att en högre skuldsättning lönar sig. Dock visar resultatet också på att en högre skuldsättning har gett större skador i lågkonjunkturen efter IT-kraschen. Vi kan därför finna stöd för att pecking orderteorin är att rekommendera för de företag som vill ha en stabilare tillväxtutveckling.
En lägre skuldsättning hjälper alltså företagen att bättre jämna ut konjunktursväxlingarna som uppstår inom ekonomin. Att kunna motivera en lägre skuldsättning kan vara svårförenligt med aktieägarnas krav på maximal avkastning. Även om företagen skriver i sina årsrapporter att de strävar efter en viss grad av skuldsättning blir det ofta en svår balansgång mot deras utdelningsandel. Kapitalstruktursmålet får många gånger stå tillbaka på grund av aktieägarnas krav på utdelning. Vi tror på att en tydligare linje från företagsledningen gällande deras kapitalstruktursmål och hur de ska uppnå vore mer framgångsrikt. Vi ser kapitalstrukturen som ett starkt styrinstrument för företagens framtidiga utveckling med stora vinstmöjligheter vid kontinuerlig anpassning till omvärldens förändringar.

Avslutningsvis kommer vi att ge förslag och tankar om hur arbetet med kapitalstruktur under konjunkturer kan utvecklas. Detta kan ligga till grund för djupare analyser i ämnet.

Vidare studier som skulle utveckla och ge mervärde till det vi har arbetat med skulle kunna behandla områden som vi inte har varit inne på. Till exempel vore det intressant att se hur mindre och mellanstora bolag beter sig. Då de ofta är yngre samt ej uppnått samma mognadsfas har de också en större affärsrisk och risk för konkurs. De företag vi har behandlat har varit väletablerade och det skulle krävas mycket stora kriser eller misskötsel för att de inte skulle klara sig. Om mindre företag är överbelånade och nära konkurs märks det i större utsträckning då deras affärssidé inte har förankrat sig i marknaden och kanske varit verksamma under tidigare kriser. Dessutom är det tänkbart att mindre företag inte har stora möjligheter att ändra sin kapitalstruktur.

En annan aspekt som vore intressant och skulle kunna utveckla vårt och liknande arbeten är återköp. Om, när och hur bolag använder sig av återköp är något som ger mer djup till hur bolag påverkar kapitalstrukturen.

Att ompröva våra slutsatser om några år då resultatet av finanskrisen 2008 är fastställt skulle vara utvecklade för arbetet i ämnet. Om våra slutsatser går att generalisera i högre grad eller om konjunkturerna skiljer sig från varandra är frågeställningar som skulle ge en bredare bild. Då skulle man också kunna se hur stimulanspaketen från staten påverkar byggbranschen. Stora delar av dessa satsningar görs på infrastrukturen vilket bör inbringa miljardbelopp till byggbranschen.
Bilagor

Bilaga 1 Diagram

Skuldsättningsgrad, ggr, inom byggbranschen

Utdelning/vinst, byggbranschen
Konjunkturen, räntan och tillväxten

Bilaga 2 Korrelationsmatriser och regressionsresultat

Korrelationsmatris - byggbranschen

Correlations

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Utdelning</th>
<th>Tillväxt</th>
<th>BNP</th>
<th>Ränta</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Utdelning</td>
<td>Pearson Correlation</td>
<td>-.425</td>
<td>-.221</td>
<td>-.419</td>
</tr>
<tr>
<td>Sig. (2-tailed)</td>
<td></td>
<td>10</td>
<td>10</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>Tillväxt</td>
<td>Pearson Correlation</td>
<td>-.425</td>
<td>1</td>
<td>.829**</td>
</tr>
<tr>
<td>Sig. (2-tailed)</td>
<td></td>
<td>10</td>
<td>10</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td></td>
<td>10</td>
<td>9</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>BNP</td>
<td>Pearson Correlation</td>
<td>-.419</td>
<td>.829**</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td>Sig. (2-tailed)</td>
<td></td>
<td>10</td>
<td>10</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td></td>
<td>10</td>
<td>9</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>Ränta</td>
<td>Pearson Correlation</td>
<td>-.387</td>
<td>-.215</td>
<td>-.419</td>
</tr>
<tr>
<td>Sig. (2-tailed)</td>
<td></td>
<td>10</td>
<td>10</td>
<td>9</td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td></td>
<td>10</td>
<td>9</td>
<td>9</td>
</tr>
</tbody>
</table>

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Regressionsanalys - byggbranschen

Variables Entered/Removed b

<table>
<thead>
<tr>
<th>Model</th>
<th>Variables Entered</th>
<th>Variables Removed</th>
<th>Method</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Ränta, Utdelning, Tillväxt, BNP</td>
<td>.</td>
<td>Enter</td>
</tr>
</tbody>
</table>

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Skuldsättning

Model Summary

<table>
<thead>
<tr>
<th>Model</th>
<th>R</th>
<th>R Square</th>
<th>Adjusted R Square</th>
<th>Std. Error of the Estimate</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>.952a</td>
<td>.906</td>
<td>.812</td>
<td>.21063</td>
</tr>
</tbody>
</table>

a. Predictors: (Constant), Ränta, Utdelning, Tillväxt, BNP
Korrelationsmatris - verkstadsbranschen

Correlations

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Utdelning</th>
<th>Tillväxt</th>
<th>BNP</th>
<th>Ränta</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Utdelning</td>
<td>Pearson Correlation</td>
<td>-.074</td>
<td>-.244</td>
<td>.282</td>
</tr>
<tr>
<td>Sig. (2-tailed)</td>
<td>.074</td>
<td>.497</td>
<td>.401</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td>11</td>
<td>10</td>
<td>10</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Tillväxt</td>
<td>Pearson Correlation</td>
<td>-.244</td>
<td>.713*</td>
<td>-.486</td>
</tr>
<tr>
<td>Sig. (2-tailed)</td>
<td>.244</td>
<td>.031</td>
<td>.173</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td>10</td>
<td>9</td>
<td>10</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>BNP</td>
<td>Pearson Correlation</td>
<td>.282</td>
<td>-.468</td>
<td>-.419</td>
</tr>
<tr>
<td>Sig. (2-tailed)</td>
<td>.282</td>
<td>.031</td>
<td>.228</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>N</td>
<td>11</td>
<td>10</td>
<td>10</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).
Regressionsanalys - verkstadsbranschen

### Variables Entered/Removed

<table>
<thead>
<tr>
<th>Model</th>
<th>Variables Entered</th>
<th>Variables Removed</th>
<th>Method</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Ränta, BNP, Utdelning, Tillväxt</td>
<td>.</td>
<td>Enter</td>
</tr>
</tbody>
</table>

- a. All requested variables entered.
- b. Dependent Variable: Skuldsättning

### Model Summary

<table>
<thead>
<tr>
<th>Model</th>
<th>R</th>
<th>R Square</th>
<th>Adjusted R Square</th>
<th>Std. Error of the Estimate</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>.834</td>
<td>.696</td>
<td>.392</td>
<td>16676</td>
</tr>
</tbody>
</table>

- a. Predictors: (Constant), Ränta, BNP, Utdelning, Tillväxt

### ANOVA

<table>
<thead>
<tr>
<th>Model</th>
<th>Sum of Squares</th>
<th>df</th>
<th>Mean Square</th>
<th>F</th>
<th>Sig.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1</td>
<td>Regression</td>
<td>4</td>
<td>.064</td>
<td>2.290</td>
<td>.221</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Residual</td>
<td>4</td>
<td>.028</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Total</td>
<td>8</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

- a. Predictors: (Constant), Ränta, BNP, Utdelning, Tillväxt
- b. Dependent Variable: Skuldsättning

### Coefficients

<table>
<thead>
<tr>
<th>Model</th>
<th>Unstandardized Coefficients</th>
<th>Standardized Coefficients</th>
<th>t</th>
<th>Sig.</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>B</td>
<td>Std. Error</td>
<td>Beta</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>1</td>
<td>(Constant)</td>
<td>.952</td>
<td>.358</td>
<td>.852</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Utdelning</td>
<td>-.1519</td>
<td>.644</td>
<td>-.852</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Tillväxt</td>
<td>.024</td>
<td>.888</td>
<td>1.264</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>BNP</td>
<td>-.405</td>
<td>.192</td>
<td>.948</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Ränta</td>
<td>.152</td>
<td>.084</td>
<td>.662</td>
</tr>
</tbody>
</table>

- a. Dependent Variable: Skuldsättning
**Bilaga 3 Källförteckning**

**Elektroniska källor**

Reuters genom riksbanken, 8 december 2008  

Rolander, Dag, placera.nu, 4 januari 2009  
http://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=28220

Statistiska centralbyrån, 8 december 2008  

**Litteratur**


Artiklar


Årsredovisningar

ASSA Abloy, Årsredovisning 1998-2007
Hexagon, Årsredovisning 1998-2007
JM, Årsredovisning 1998-2007
NCC, Årsredovisning 1998-2007
PEAB, Årsredovisning 1998-2007
Sandvik, Årsredovisning 1998-2007
Skanska, Årsredovisning 1998-2007
SSAB, Årsredovisning 1998-2007

Muntliga källor

Hossein Asgharian, Biträdande Professor,
Nationalekonomiska Institutionen vid Lunds Universitet, 12 december 2008