



**EKONOMI
HÖGSKOLAN**
Lunds universitet

**Examensarbete
kandidatnivå
HT 2007**

Affärsriskens samband med kapitalstrukturen inom olika branscher

– skillnader, likheter och anledningar

Författare:

Martin Almemark
Andreas Deibrant
Marcus Nordström

Handledare:

Per Magnus Andersson
Peter Jönsson

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Affärsriskens samband med kapitalstrukturen inom olika branscher – skillnader, likheter och anledningar
Seminariedatum:	2008-01-18
Ämne/Kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng
Författare:	Martin Almemark Andreas Deibrant Marcus Nordström
Handledare:	Peter Jönsson Per Magnus Andersson
Fem nyckelord:	Kapitalstruktur, affärsrisk, Ward, Modigliani & Miller, rangkorrelation
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att inom olika branscher undersöka sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur, samt för att erhålla en djupare förklaring för detta samband, ge en utförlig analys av affärsrisken.
Metod:	Undersökningen utgår från en kvantitativ metod i form av Spearmans rangkorrelation där skuldsättningsgraden ställs i relation till variationen i räntabiliteten på totalt kapital för att testa sambandet inom varje bransch. En kvalitativ analys av affärsrisken ligger sedan till grund för en granskning av det kvantitativa utfallet.
Resultat:	Utifrån den kvantitativa undersökningen går det att konstatera att inget signifikant samband mellan affärsrisken och kapitalstrukturen föreligger. Vi kan dock urskilja tydliga mönster där skogsbranschen uppvisar ett negativt samband medan detaljhandeln samt IT visar tendenser till ett positivt, vilket motsätter sig den teoretiska utgångspunkten. Kvalitativ analys av affärsrisken visar på tydliga skillnader i olika riskfaktorer inverkan mellan branscherna, vilket kan förklara det kvantitativa utfallet. Avslutningsvis bedöms andra faktor än affärsrisk, såsom lönsamhet, inverka på bestämningen av kapitalstrukturen. Detta främst för detaljhandel och IT.

Abstract

- Title:** Business risk and the relationship with capital structure within different industries – differences, similarities and reasons
- Seminar date:** 2008-01-18
- Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS
- Authors:** Martin Almemark
Andreas Deibrant
Marcus Nordström
- Advisors:** Peter Jönsson
Per Magnus Andersson
- Key Words:** Capital structure, business risk, Ward, Modigliani & Miller, rank correlation
- Purpose:** This paper aims to study the relationship between business risk and capital structure within different industries. In order to receive a deeper understanding of this relationship a more extensive analysis of the business risk will also be conducted.
- Methodology:** The thesis opens with a quantitative method where Spearman's rank correlation is used to test the relationship between leverage and the variation in profitability within each industry. A qualitative analysis of the business risk is later carried out in order to examine the quantitative results.
- Conclusions:** With the quantitative study as a base, it is possible to state a not significant relationship between the business risk and the capital structure. However, we are able to distinguish evident patterns where the forest industry presents a negative relationship while retailing as well as IT shows tendencies towards a positive, which contradicts the theoretical base. Qualitative analysis of the business risk indicates distinct differences in various factors and their influence between the industries, which could explain the quantitative outcome. Finally, it appears as other factors than business risk, for example profitability, could explain the determination of capital structure, although, this is more evident in the retailing and IT industry.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	6
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	9
1.3 Syfte	11
1.4 Målgrupp	11
2 METOD	12
2.1 Vetenskaplig ansats	12
2.2 Tillvägagångssätt	12
2.2.1 Urval	13
2.2.2 Kvantitativ metod	14
2.2.3 Sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur	15
2.2.4 Kvalitativ metod	16
2.2.5 Kombination av kvantitativ och kvalitativ metod	18
2.3 Metod- och källkritik	19
2.3.1 Validitet	19
2.3.2 Reliabilitet	21
3 TEORI	22
3.1 Modigliani och Millers teori	22
3.1.1 Kapitalstrukturen är betydelselös för värdet	23
3.1.2 Skatter introduceras	24
3.2 Efterföljande teorier beträffande kapitalstruktur	25
3.2.1 Financial distress	26
3.2.2 Agentkostnader	27
3.2.3 Pecking-order	28
3.3 Affärsrisk	28
3.3.1 Risk i samband med lönsamhet och skuldsättning	28
3.3.2 Fördelning av risk under företagens livscykel	30
3.3.3 Kvalitativ syn på affärsrisk	30
3.4 Affärsrisk och kapitalstruktur, en sammanfattning	31

4 EMPIRI	33
4.1 Kvantitativa resultat	33
4.1.1 Skogsbranschen	34
4.1.2 IT-branschen	35
4.1.3 Detaljhandelsbranschen	37
4.2 Kvalitativa resultat	38
4.2.1 Skogsbranschen	39
4.2.2 IT-branschen	43
4.2.3 Detaljhandelsbranschen	46
4.3 Sammanfattning	49
5 ANALYS	50
5.1 Sambandet mellan affärsrisk och skuldsättning	51
5.2 Undersökningens reliabilitet	52
5.3 Affärsrisken, ett diffust mått	54
5.4 Wards teori, en utopi?	58
5.5 Andra faktorerers påverkan	61
6 RESULTAT	63
6.1 Wards modell, ej implementerbar?	66
6.2 Avslutande diskussion och vidare studier	66
Bilaga 1 – Företagsbeskrivningar	72
Bilaga 2 – Affärsriskbedömning, ett exempel	75
Bilaga 3 – Data för korrelationsberäkning	77

1 INLEDNING

I det inledande kapitlet kommer vi att redogöra för arbetets bakgrund och problemdiskussion vilket ligger till grund för utformningen av syftet. Vidare beskriver vi uppsatsens målgrupp.

Varför existerar ett företag? Vad vill man uppnå med det, och vad är dess långsiktiga mål? Frågor som dessa kan måhända vid blotta anblicken förefalla lättbemötta men vid vidare eftertanke te sig svåra, nästintill obesvarbara och ibland så när av filosofisk natur. Självklart, kan tyckas, startar man en rörelse, driver den och har som långsiktigt mål med den att tjäna pengar, helst också mycket pengar. Syftet blir därmed att maximera vinsten.

I vår moderna, komplexa och ofta resursöverflödiga västvärld med tusentals ägare av de flesta etablissemang blir ovan resonemang lätt svårtolkat och svårt att definiera. Till exempel är frågan om vem som egentligen bestämmer och har makt i en firma omtvistad och är akademiskt omskriven med principal-agent-problemet som den mest centrala teorin.¹ Företag innehar idag också en mängd vitt skilda målsättningar, som till exempel att uppnå en viss marknadsandel, att överleva, att skapa ett imperium och inte minst att maximera sin vinst.²

De senaste årtiondena har principen om att det är företagets ägare och deras värde som är viktigast blivit det dominerande och rådande målet för större delen av näringslivet.³ Det praktiska skälet till detta är att beslutsfattande blir både bättre och snabbare om alla parter i organisationen enas vid ett och samma mål. Det mer teoretiska skälet medger helt enkelt att ägarna äger företaget och därmed har rätt till överskottet. De har också satsat en ansevärd mängd kapital vilket möjliggjort potentiella framtida

¹ Fama (1980)

² Arnold (2002)

³ Brodin, Lundkvist, Sjöstrand & Östman (2000)

kassaflöden. Detta eventuella överskott bör därmed, om det förväntas generera högre avkastning hos ägarna själva än i företaget, tillfalla dem.⁴

Hur ökar man då värdet för ägarna? Kort och förenklat skulle man kunna säga att värde skapas då investeringar producerar en avkastning större än vad som krävs för den riskklassen av investeringar.⁵ Detta är det huvudsakliga målet, men för att nå dit bör ledningen ägna sig åt strategier såsom hur man positionerar sig på marknaden samt vilka konkurrensfördelar som innehas.⁶ Med andra ord, former av strategihandlingar som har till syfte att differentiera sig och bli unik.

Johansson och Runsten⁷ ser visserligen fortlevnad och inte ägarvärde som det överordnade målet för företaget men betraktar det också som ett finansiellt system där det i ena delen finns ett samband mellan ”generering och anskaffning av finansiella resurser” och i den andra delen ”löpande produktion, produktutveckling och investeringar”. Man skulle också kunna uttrycka det som att det i ett företag finns en företagspolitik i vilken beslut rörande priser, produkter, marknad och investeringar etc. innefattas och en finansieringspolitik där kapitalstrukturen, med andra ord, graden av lån kontra eget kapital, bestäms.⁸

Avkastningen, också uttryckt som räntabiliteten på totalt kapital, är självklart en viktig del av ägarvärdet. Ingen vinst betyder inga internt genererade medel, vilket innebär inga investeringar och inget framtida kassaflöde och ägarvärde på sikt. Vinsten styrs i den mån det är möjligt genom företagspolitiken. Finansieringspolitiken har dock stort inflytande på vilken avkastning som genereras till ägarna vilket innebär att ägarvärdet är beroende av företagets kapitalstruktur. Det faktum att finansieringspolitiken har inflytande på värdet för ägarna har stärkt vårt intresse för detta tema, varför vi valt att närmare studera finansiell teori och dess samband med kapitalstrukturen i dagens näringsliv.

1.1 Bakgrund

Inom modern finansiell teori är kapitalstruktur oomtvistat ett av de mest betydelsefulla ämnena och har och fortsätter att få stor uppmärksamhet från forskare världen över.⁹

⁴ Arnold (2002)

⁵ Ibid

⁶ Porter (1996)

⁷ Johansson & Runsten (2005)

⁸ Ibid

⁹ Banarjee, Heshmati, & Wihlborg (1999)

Den traditionella synen innebär att det teoretiskt är möjligt att öka ägarvärdet genom att justera graden av skuldsättning, alternativt soliditet. Genom att företaget lånar pengar istället för att ägarna tillskjuter kapital innebär detta en lägre genomsnittlig kapitalkostnad då lånade medel är ”billigare” än eget kapital. Ägarna kräver helt enkelt högre avkastning på sitt kapital än vad låneinstitutionerna i genomsnitt gör. En lägre kostnad för det totala kapitalet innebär att framtida prognostiserade kassaflöden kan diskonteras med en lägre ränta. Detta betyder ett högre nettonuvärde på företaget och därmed ett högre värde för ägarna på sikt.

Hög belåningsgrad innebär dock volatilitet i framtida avkastningar vilket också kan betäcknas som hög variation i räntabiliteten på totalt kapital. Denna variation eller spridning har tidigare i akademien benämnts som affärsrisk¹⁰, vilket innebär den risk som påverkas av affärsrelaterade faktorer såsom karaktären på branschen, företagets konkurrenskraft och råvarukostnad etc.¹¹ Vid hög spridning i avkastningen och därmed hög affärsrisk bör enligt den finansiella teorin företaget bestå av en låg andel skulder. Eventuell och relativt trolig förlust kommer då inte slå lika hårt mot ägarna eftersom de är många som är med och delar bördan. Omvänt gäller att vid låg affärsrisk kan och bör företaget öka sina lån, då detta innebär en högre medelavkastning till ägarna och därmed högre värde.¹²

Rörigt? Kortfattat kan man säga att i början av ett företags livscykel, då affärsrisken är hög, bör företaget inte låna mycket. När sedan företaget mognar och stärker sin marknadsposition blir också affärsrisken lägre vilket visar sig i ett stabilare vinstmönster. Affärsrisken sjunker därmed och företaget bör, för att öka ägarvärdet, höja sin belåningsgrad. Låg affärsrisk betyder hög skuldsättning, och hög affärsrisk innebär låg skuldsättning.¹³

År 1958 introducerade Franco Modigliani och Merton Miller i artikeln ”The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” påståendet om att värdet på företaget är oberoende av kapitalstrukturen. Värdet är konstant och kan alltså inte ökas genom alternering av proportionen mellan skulder och eget kapital. Teorin förutsatte dock vissa antaganden som till exempel att alla har samma information och att inga skatter existerade.¹⁴

¹⁰ Ghosh, Cai & Li (2000)

¹¹ Arnold (2002)

¹² Grundy & Ward (1996)

¹³ Ibid

¹⁴ Modigliani & Miller (1958)

Påståendet var mycket kontroversiellt och väckte stor debatt bland forskare inom det finansiella området. Många motiverades också av att jämföra och motbevisa teorin. Modigliani och Miller visade inte heller i sin artikel en praktisk tillämpning på sina utsagor om hur teorin förklarar fakta såsom faktisk kapitalstruktur i näringslivet.¹⁵ Fem år senare kom också en korrigerande artikel av deras antaganden. Artikeln ”Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” inkluderade skatter vilket mynnade ut i en annan slutsats än den tidigare. Teorin sade nu att värdet på företaget ökar ju högre skuldsättning man har. Med andra ord är värdet som högst då andelen skulder närmar sig 100 procent av kapitalstrukturen.¹⁶

Sedan Modigliani och Millers arbeten offentliggjordes för snart 50 år sedan har ämnet kapitalstruktur studerats flitigt. De flesta undersökningar tycks vara koncentrerade kring syftet att utröna avgörande faktorer varför kapitalstrukturen ser ut som den gör. År 1977 presenterade Myers¹⁷ en artikel i ämnet ”faktorer som avgör lånenivån i företag”. Sedan dess har en mängd studier inom samma tema producerats.¹⁸ Bland annat visade Harris och Raviv¹⁹ ett samband mellan ökningen i skuldsättningsgraden och faktorer som fasta kostnader, skatt, investeringsmöjligheter och företagsstorlek. De påvisade bland annat också ett samband mellan en minskning i skuldsättningsgraden och volatiliteten (affärsrisken).

Bidragen ovan till den akademiska debatten gällande teorin kring kapitalstruktur belyser vissa utvalda delar av problemet och bevisar delvis teorins relevans. Ingen har dock hittills utvecklat en fulländad modell i syfte att bestämma till exempel en optimal kapitalstruktur. Fortfarande tycks det med detta sagt finnas stora utrymmen till vidare tillskott och insatser i den pågående diskussionen.²⁰ Med denna uppsats önskar vi därmed öka förståelsen av området ytterligare.

1.2 Problemdiskussion

Efter botanisering kring studier rörande kapitalstruktur förefaller majoriteten vara på det klara över att teorin, för snart 50 år sedan frammejslad av Modigliani och Miller, hade och har relevans. Även om man med ganska stor bestämdhet kan säga att de båda herrarna hade fel, (värdet på ett företag lär inte generellt vara som högst då skuldsättningen är som

¹⁵ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

¹⁶ Modigliani & Miller (1963)

¹⁷ Myers (1977)

¹⁸ Ghosh, Cai & Li (2000)

¹⁹ Harris, M. & Raviv, R. (1991)

²⁰ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

högst) finns ändå grunden till teorin kvar, vilken den moderna finansiella skolan bygger på. Då disciplinen är så pass mångfacetterad finns en otal mängd infallsvinklar ifrån vilka man kan och har närmat sig området i syfte att utforska, fastställa och förstå verkligheten och dess koppling till teorin rörande kapitalstruktur. Finns en optimal kapitalstruktur, exakt vilka faktorer spelar in vid bestämningen av företagets grad av skuldsättning och är förhållandet mellan lån och eget kapital konstant över tiden? Frågorna som ställts och studerats är många.²¹ Vad man dock kan säga är att inget är med bestämdhet fastslaget gällande olika determinanternas påverkan på kapitalstrukturen.

Tidigare studier har visat att affärsrisk är en av de faktorer som med hög signifikans bevisar och fastställer relevansen kring teorierna om kapitalstruktur. Sambandet har bekräftats i ett arbete av bland annat Kale, Noe och Ramirez.²² Vad som är utpräglat i studier som denna och i artiklar som ”The determinants of capital structure”²³ av Gosh, Cai och Li är en strikt kvantitativ hållning där vidare kvalitativa reflektioner inte getts utrymme. Studierna jämför inte heller olika branscher och affärsverksamheter vilket vi i denna uppsats har som mål att göra.

Vårt övergripande ändamål med detta arbete blir därmed att studera kapitalstrukturen för olika branscher. Uppsatsen kommer att fokusera på Sverige och Stockholmsbörsen vilket även det bidrar och fyller gapet gentemot tidigare forskning. De flesta studier av större akademisk tyngd har förståeligt nog fokuserat på amerikanska eller engelska marknader. Uppsatser har dock, skall sägas, tidigare alstrats där man undersökt sambandet mellan affärsrisken och kapitalstrukturen från ett svenskt perspektiv.²⁴ Vi vill emellertid med denna studie fokusera på eventuella skillnader mellan branscher och affärsverksamheter samt ge ett djupare perspektiv på affärsrisk.

Vidare ämnar vi att undersöka affärsriskens samband med företagets val av kapitalstruktur, samt att ge en detaljerad beskrivning av affärsrisken inom varje område för att erhålla en ökad förståelse för faktorernas samband. Som kommenterats innan visar tidigare studier att affärsrisken har en signifikant påverkan på kapitalstrukturen. Vi vill dock upprepa att uppsatsen har för avsikt att utröna om sambandet skiljer sig åt mellan olika affärsverksamheter på den svenska marknaden. Vidare är vi medvetna om att finansieringsformen i företag kan variera stort inom en bransch och att det kan bero på olika förklarande variabler.²⁵

²¹ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

²² Kale, Noe & Ramirez G (1991)

²³ Ghosh, Cai & Li (2000)

²⁴ Englén, Johansson, & Ögren (2007)

²⁵ Hamberg (2001)

Möjlig problematik finns i att inrikta sig på alla Stockholmsbörsens branscher, då vissa har ett innehåll av företag som skiljer sig betydligt åt i verksamhet. Vitt skilda skuldsättningsgrader skulle då kunna innebära svårigheter vid analys, då resultatet inte skulle bli entydigt. Lösningen på detta blir därmed att fokusera på ett specifikt antal områden som tycks trovärdiga att undersöka. Förhoppningen är sedan att vi genom studien får möjlighet till ökad förståelse för affärsrisken genom att göra en mer djupgående analys.

Vi anser även att det är viktigt att ta hänsyn till flera tidsperioder när man studerar externa variabelers påverkan på företagets kapitalstruktur. Detta då tidsperioden bör spegla skeden av både hög- och lågkonjunktur samt perioder av både hög- och låg ränta. En längre cykel ökar också reliabiliteten då variationen i räntabiliteten på totalt kapital, vilket är variabeln i vilken vi kommer att mäta affärsrisken, blir mer tillförlitlig.

Utifrån diskussionen ovan har följande problemformulering verbaliserats.

1. Skiljer sig sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur hos företag i olika branscher?
2. Kan man genom analys av affärsrisken uppbära djupare förståelse för dess samband med kapitalstrukturen?
3. Vilka företag eller branscher uppvisar de största skillnaderna och varför?

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att inom olika branscher undersöka sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur, samt för att erhålla en djupare förklaring för detta samband, ge en utförlig analys av affärsrisken.

1.4 Målgrupp

Uppsatsen vänder sig till studenter, lärare och övriga personer med intresse inom det finansiella området. För att tillgodogöra sig arbetets innehåll på bästa sätt lämpar sig dock viss förkunskap i företagsekonomi samt finansiering. Undersökningens såväl kvalitativa som kvantitativa empiriska resultat kan även vara av intresse för de granskade bolagen samt inte minst för personer med koppling till och engagemang i de analyserade branscherna.

2 METOD

I detta kapitel kommer vi att redogöra för den metod som har använts för att uppnå det syfte som följde ur problematiseringen. För uppsatsen relevanta ansatser kring metod tas upp och tillvägagångssättet specificeras. Kapitlet avslutas med metod- och källkritik.

2.1 Vetenskaplig ansats

En kvantitativ metodinriktning brukar för forskningen inom företagsekonomi anses vanligast²⁶, men kvalitativa metoders betydelse för att nå fram till resultat bör inte underskattas. Därför grundar sig vår studie på en bas framtagen genom kvantitativa metoder, där vi senare kvalitativt går mer på djupet för att söka förklaringar. Deduktiva och induktiva ansatser har även en central roll i forskningen och vår studie har i den mening en klar deskriptiv och hypotetisk-deduktiv ansats, då vi utifrån teorier om kapitalstruktur och affärsrisk klargör om det finns ett samband mellan dessa inom varje bransch samt dessutom om en teoretisk definition av affärsrisken kan hjälpa oss att förstå sambandet²⁷. En deduktiv ansats anser vi som lämpligast då det finns mycket tidigare forskning kring affärsrisken och kapitalstrukturen att tillgå. Vidare använder vi oss av relevant sekundärdata från årsredovisningar vid operationalisering av affärsrisk.

2.2 Tillvägagångssätt

Vår studie föranledes av en lång problematiseringsfas, där lämpligheten av företag och branscher systematiskt analyserades, vilket resulterade i stor betydelse för urvalet. Även operationaliseringen av de centrala begreppen affärsrisk och kapitalstruktur är viktig för att korrekt visa studiens tillvägagångssätt. I samband med problematiseringen sökte vi också efter tidigare forskning samt lämpliga källor och teorier kring ämnet.

²⁶ Bell & Bryman (2003)

²⁷ Patel & Davidson (2003)

2.2.1 Urval

Studiens urvalsram är Stockholmsbörsen, där inom branscherna skogsindustri, IT och detaljhandel företag valdes. Valet av branscherna grundar sig på dess markanta skillnad i verksamhet sinsemellan, vilket gör resultaten mer intressanta att sätta i relation till varandra. Vi har valt att gå efter företaget OMX:s branschindelning²⁸, men en justering inom detaljhandel och IT har gjorts, då företagen inte får uppvisa en alltför stor skillnad i verksamhet. I detaljhandelsbranschen har bl.a. företagen Bilja, Netonnet och Nobia tagits bort då de uppvisar just nämnda avvikelser. Det bör dock beaktas att IT-branschen, genom sin större variation av verksamhetstyper, är svårare att avgränsa och ett strikt verksamhetsurval skulle resultera i för få företag. Ofrånkomligt är detta ett starkt karaktärsdrag hos IT-branschen som skiljer den från andra branscher. Det huvudsakliga gemensamma kriteriet är dock att de ska ha varit börsnoterade minst sju år, då operationaliseringen av affärsrisken underlättas.

Stockholmsbörsen agerar som ursprunglig urvalsram, då åtkomsten av nödvändig sekundärdata underlättas samt att tillförlitligheten i informationen bedöms som generellt högre, vilket underlättar en jämförelse och analys. Urvalet är därmed medvetet, där vi utifrån våra kriterier bildar tre nedanstående branschområden bestående av för varje bransch representativa företag.

Skog	IT	Detaljhandel
Bergs Timber	AudioDev	Claes Ohlson
Billerud	Beijer Electronics	Gant
Holmen	Digital Vision	Hemtex
Rörvik Timber	Elektronikgruppen	Hennes & Mauritz
Rottneros	Fingerprint Cards	KappAhl
SCA	Mobyson	Lindex
Stora Enso	Precise Biometrics	Mekonomen
	Pricer	RNB (Retail and Brands)
	Scribona	Wedins

(Tabell 1. Urval.)

²⁸ OMXGroup (2007)

2.2.2 Kvantitativ metod

Kapitalstrukturen för varje företag har vi som redan nämnts valt att förklara utifrån skuldsättningsgraden, vilket mer specifikt definieras:

$$\text{Skuldsättningsgrad} = (\text{Räntebärande skulder}) / (\text{eget kapital} * 100)$$

Skuldsättningsgraden för varje företag har bestämts med ett historiskt medelvärde och där data har hämtats från databasen Datastream.²⁹ För ytterligare tillförlitlighet har dock även stickprover med hjälp av årsredovisningar genomförts. Ett historiskt medelvärde bedöms spegla kapitalstrukturen bättre, än ett ögonblicksmått, då skuldsättningsgraden trots allt varierar över åren.

Vi har valt att i vår studie utgå från att affärsrisken kan förklaras med variationen i räntabilitet på totalt kapital³⁰. Räntabiliteten på totalt kapital benämns i fortsättningen R_t , och variationen därmed ΔR_t . I ett första steg räknas R_t för varje företag för varje år fram. Detta räntabilitetsmått lämpar sig bra för vår studie, då det inte tar hänsyn till företagets finansieringspolitik och därmed avgränsar resultatet till affärsrisken³¹.

$$R_t = (\text{Resultat efter avskrivningar} + \text{finansiella intäkter}) / \text{tillgångar}$$

För att uppnå syftet med att kvantifiera affärsrisken och därmed göra en undersökning mellan affärsrisk och kapitalstruktur möjlig, uppmäts i det andra steget ΔR_t över åren för varje företag. Att mäta ΔR_t kan göras på olika sätt och valet bör karakteriseras av en metod som passar mätbar variabel och antalet observationer bäst³². Efter övervägande anser vi att ΔR_t i denna studie mäts mest korrekt med medelvärdet av avvikelserna från medelvärdet på R_t över åren, då vi har relativt få observationer och dessutom inte vill ge extrema värden på R_t en alltför betydande del i utfallet. Ett exempel på 3 år förtydligar uträkningarna som återfinns i bilagorna:

²⁹ Thomson Datastream (2007)

³⁰ Johansson & Runsten (2005)

³¹ Ibid

³² Körner & Wahlgren (2002)

	År 1999	År 2000	År 2001	Medelvärde av R_t	Summan av avvikelserna kring medelvärdet	Medelvärdet av avvikelserna (ΔR_t)
EBIT	600	700	900			
Tillgångar	2000	2000	3600	$(0.30+0.35+0.25) / 3 = 0.3$	$(0.3-0.3) + (0.35-0.3) + (0.3-0.25) = 0.1$	$0.1 / 3 = 0.033$
R_t	$(600/2000) = 0.30$	0.35	0.25			

(Tabell 2. Exempeluträkning ΔR_t . Källa: Egen)

Spridningsvidden och standardavvikelsen är exempel på två andra mått som mäter variationen kring genomsnittet, men där resultatet just vid få variabler blir starkt beroende av extremvärden. Dessa mått har därmed åsidosatts.

2.2.3 Sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur

Syftet med uppsatsen var att undersöka om det finns ett samband mellan affärsrisken och kapitalstrukturen och utifrån vår metod innebär detta att vi ställer skuldsättningsgraden och ΔR_t i relation till varandra. Enligt inledningskapitlet utgår vi från teorin som säger att en låg affärsrisk bör kombineras med en hög skuldsättningsgrad och vice versa för att uppnå en så bra riskfördelning och avkastning som möjligt.

Konkret innebär detta att vi vill testa hypotesen att ΔR_t har ett negativt samband med skuldsättningsgraden. Vi använder oss här av Spearmans rangkorrelation för att mäta sambandet inom varje bransch. Rangkorrelationen är en s.k. icke-parametrisk metod och lämpar sig i denna studie bra, då vi har ett litet antal företag inom varje bransch³³. Alla tester är vidare genomförda med statistikprogrammet SPSS.

³³ Körner & Wahlgren (2006)

Inom varje bransch rangordnas företagen först efter ΔR_i och sedan efter skuldsättningsgraden, så att två jämförbara rangordningslistor skapas. Rangkorrelationskoefficienten (r_s) mäter sedan sambandet mellan rangtalen genom följande formel, där n representerar antalet företag och d_i differensen mellan rangtalen i det i :te företaget.

$$r_s = 1 - [6 \sum d_i^2] / [n (n^2 - 1)]$$

Rangkoefficienten varierar mellan -1 och 1, där de båda extremerna representerar antingen ett helt negativt respektive ett helt positivt samband och 0 således ingen grad av samband. Enligt teorin förväntar vi oss ett negativt samband, dvs. att företag med en hög skuldsättningsgrad redovisar låg ΔR_i enligt följande typexempel ($r_s = -1$):

	ΔR_i		Skuldsättningsgrad
1.	Företag 1	1.	Företag 4
2.	Företag 2	2.	Företag 3
3.	Företag 3	3.	Företag 2
4.	Företag 4	4.	Företag 1

(Tabell 3. Exempel, negativt samband ΔR_i – skuldsättningsgrad. Källa: Egen)

2.2.4 Kvalitativ metod

En kvalitativ metod brukar oftast användas vid teorigenererande syften, men det ska poängteras att vi med denna undersökning istället ligger i linje med ett teoriprövande. Inom den kvalitativa forskningen, som i kontrast till den kvantitativa domineras av en mer odefinierad och oreglerad karaktär, är ett sådant synsätt dock inte ovanligt.³⁴

Affärsrisken kan med det inledande resonemanget därmed även operationaliseras utifrån en mer kvalitativ metod. Utifrån det kvantitativa resultatet kan sedan syftet uppnås genom att undersöka hur ett kvalitativt tillvägagångssätt kan öka förståelsen för sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur. Vi har här utgått från Hallgrens modell som med hjälp av följande sju faktorer definierar affärsrisken³⁵:

³⁴ Bryman, Bell

³⁵ Hallgren, Bernhult & Älgevik (1988)

1. **Konjunkturkänslighet:** Högre risk ju konjunkturkänsligare produkter. Högre risk ju mindre spridning, dels i former av produkter, dels geografiskt.
2. **Anpassningsförmåga till den tekniska utvecklingen:** Högre risk ju kortare livscyklar samt osäkerhet i framtida teknikanvändande.
3. **Produkternas komplexitet:** Högre risk ju lättare att kopiera produkter samt ju fler konkurrenter som finns.
4. **Personal:** Högre risk ju längre tid det tar att anpassa personalstyrkan vid uppgång respektive nedgång i produktion.
5. **Leverantörer:** Högre risk ju mindre antal leverantörer.
6. **Kundstruktur:** Högre risk ju mindre spridning av kunder.
7. **Marknadsbild:** Högre risk ju mindre marknadsandelar, ju högre konkurrenstryck, ju lägre tillväxt och mognadsgrad.

(Tabell 4. Faktorer som definierar affärsrisken. Källa: Hallgren, Bernhult & Älgevik (1988), s.24-26)

För att kunna genomföra en sådan bedömning av varje bransch och framhäva affärsrisken krävs först en detaljerad undersökning av varje företag i urvalet. Denna undersökning är av stor betydelse, då den nödvändiga efterföljande generaliseringen av risken för varje bransch måste vara väl underbyggd. Man kan aldrig helt undkomma att företag uppvisar olika affärsrisker, men genom branschindelningen får vi en likhet mellan företagen som gör en generalisering möjlig. Vi har genom att noga granska årsredovisningar, artiklar, uttalanden av företagsledare och rapporter utifrån de ovannämnda riskfaktorerna bedömt varje företag. Bedömningen genererade en stor mängd information som visserligen för uppsatsen är av intresse att delge, men med tanke på omfattningen inte är möjlig att inkludera. Vi är väl medvetna om det reliabilitetsproblem som därmed uppstår och kommer under nästa rubrik belysa det mer ingående. Dessa specifika företagsbedömningar har sedan legat till grund för de i empirikapitlet beskrivna branschriskerna. Eftersom företagen i varje bransch under varje riskfaktor förväntas uppvisa likartade bedömningar blir branschbeskrivningen möjlig och ett eventuellt avvikande riskmönster behandlas. Enbart så kan vi nå fram till syftet att med analysen öka förståelsen för sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur i en bransch och ge en tolkning på utfallet från den kvantitativa metoden.

2.2.5 Kombination av kvantitativ och kvalitativ metod

En mer ingående förklaring av motiven för att använda två olika metoder är av intresse, då dessa får en central roll i undersökningen. Genom en kvantitativ metod får vi ett resultat som antingen i olika grad kommer att stödja eller motsätta sig teorin om sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur. Oavsett resultatet finns det motargument grundade i att den kvantitativa undersökningen pga. att för få företag inkluderades i varje branschurval inte ger en tillräcklig stark bas för att kunna komma fram till mottagliga slutsatser. Även det icke-parametriska testet i sig kan uppbringa tillförlitlighetsproblem. Urvalet kan dock med tidigare förklarande anledning inte utökas och gör därför en kvalitativ metod mer gångbar. Syftet med undersökningen var dessutom att utröna om just en kvalitativ metod kopplat till affärsrisken kan hjälpa att förklara sambandet, dels eftersom operationaliseringen av affärsrisken är möjlig på flera sätt men även för att många tidigare studier kring området har haft sin tyngdpunkt på kvantitativa ansatser. Ett citat från boken av Bell och Bryman³⁶ kan öka förståelsen:

”Kvalitativa metoder kan också användas för att få fram viktig kontextuell information som kompletterar resultaten från en mer omfattande kvantitativ undersökning”

Vi anser därmed inte att man utesluter metodernas svagheter genom att kombinera dem. Fördelen blir istället att ett stöd fås för att förklara ett visst samband som kan bero på en variabel (här affärsrisk) som inte har en helt enhetlig mätdefinition. Det finns förstås likt alla metoder även argument mot att använda en sådan kombination och kortfattat går exempelvis ett grundläggande ut på att kvalitativa och kvantitativa metoder från början baseras på värderingar och teoretiska ståndpunkter som inte är förenliga med varandra.³⁷ Det som dock är viktigt är att man upprätthåller en medvetenhet om att de bägge metoderna tillsammans inte direkt behöver betyda att man får en mer korrekt visande studie än vid användandet av en enskild. En klar fördel och anledning bör därmed finnas för kombinationen av de båda.

³⁶ Bell & Bryman (2003), s.507

³⁷ Ibid

2.3 Metod- och källkritik

Metoden för undersökningen gör det nödvändigt att ta upp de invändningar som uppstår. Validiteten och reliabiliteten är inom vårt forskningsområde av stor betydelse och kommer därför att motiveras närmare. Det ska tilläggas att det finns en omfattande diskussion gällande hur dessa begrepp ska omsättas i ett kvalitativt tillvägagångssätt och vi kommer så långt det finns relevans även att inbegripa dessa synpunkter.³⁸

2.3.1 Validitet

Validitetskriteriet betyder grovt förklarat att våra indikatorer (R_t , ΔR_t och riskfaktorerna) på ett korrekt sätt måste mäta affärsrisken³⁹. Vi har under problematiseringen sökt teorier som kan hjälpa oss med att framförallt kvantifiera affärsrisken. Boken av Johansson och Runsten har här legat till grund för ovanstående resonemang kring ΔR_t och även tillhörande uträknandet av R_t . Att på så sätt mäta affärsrisken är visserligen en stark förenkling kring det omfattande begreppet affärsrisk, men är nödvändig för att ge oss en användbar och konkret definition av denna. Inom den kvalitativa delen är vi väl medvetna om att teorin är av äldre slag, men anser att de faktorer som vi använder oss av för att undersöka affärsrisken än idag gäller för företag, då till exempel även Johansson och Runsten beskriver affärsrisken som den kvarstående totala risken för ett företag när man inte beaktar finansieringsrisken, dvs. frågan om vilken andel lån som innehas.⁴⁰

Vi har som mått på R_t använt oss av tidigare nämnd formel, som vi anser att genom användning på samtliga företag ger en korrekt beskrivning av räntabiliteten på totalt kapital. Viktigt för måttet på R_t är att det endast inkluderar företagets resultat utan att hänsyn tas till lånekostnader och skatt, vilket höjer preciseringen av resultatet att enbart vara beroende av affärsrisken. Problematiken kring validiteten har vi mer centralt i att mäta ΔR_t . Som redan nämnts finns det flera sätt att mäta förändringen över åren, helt beroende av populationen. Högst validitet anser vi nås genom ovanstående mått på variationen, eftersom den just sammanfaller med egenskaperna hos vår population.

³⁸ Ibid

³⁹ Ibid

⁴⁰ Johansson & Runsten (2005)

Vi har även beaktat att de sekundärdata i form av årsredovisningar som vi har använt oss av kan ge missvisande information, eftersom företag utifrån bokföringsprinciper har möjlighet att justera sina resultat. En sådan noggrann undersökning av varje årsredovisning skulle ta mycket tid i anspråk och är för vår studie inte relevant. Tillförlitligheten hos databasen Datastream kan dessutom anses som väldigt hög då den används globalt av stora finansaktörer och är väl etablerad⁴¹.

Validiteten ter sig för den kvalitativa metoden något annorlunda i och med att det inte finns en klar samstämmighet för hur den exakt ska definieras. För denna undersökning relevant är dock att affärsrisksbedömning till stora delar har baserats på företagets årsredovisningar. Visserligen uppstår då genast argumentet att informationen där kan vara av subjektiv art, då det ligger i företagets intresse att kanske försköna omständigheter för inte skrämja bort investerare. Bortsett från de lagar som finns kring företagets informationsdelgivning och att bolagen genom specifika yrkesgrupper bli analyserade, är detta en viktig aspekt. Frågan är då vem som mer rättvisande kan redogöra för företagets affärsrisk om inte företaget själv? Vi har så långt det går dock även bedömt affärsrisken från andra ovannämnda källor för att försöka kompensera detta problem.⁴²

Med detta resonemang kring validiteten i en kvalitativ studie ska det även sägas att vi själva bidrar till att forma bilden av affärsrisken i och med vår studie. Dessa aspekter med metoden är som märkbart svåra att kringgå, men syftet att redogöra för dem är att läsaren själv uppnår en medvetenhet och förstår att vi försökt att uppnå en så objektiv bedömning som möjligt. Validiteten översätts i den kvalitativa metoden till tillförlitlighet och följande citat kan avslutningsvis komplettera bilden:⁴³

”Om det kan finnas många olika beskrivningar av en social verklighet, är det när allt kommer omkring trovärdigheten i den beskrivning som en forskare kommer fram till som avgör hur pass acceptabel den är i andra personers ögon.”

⁴¹ Thomson Datastream (2007)

⁴² Bell & Bryman (2003)

⁴³ Ibid. s.307

2.3.2 Reliabilitet

Under reliabilitet behandlas problemen med att få mätningarna så pålitliga och följdriktliga som möjligt⁴⁴. I vår studie speglas detta genom att tidsperspektivet kan förlängas och att antalet företag i varje bransch kan ökas, för att uppnå en högre grad av reliabilitet. För varje företag har vi försökt få ett så långt historiskt tidsperspektiv som utifrån informationstillgänglighet och validitet är möjligt. För specifik information se bilaga 3. Antalet företag begränsas i den mening att fler företag inte kan läggas till utifrån vår urvalsram, eftersom företagen inte får skilja sig för markant i verksamhet. Spearmans rangkorrelation, med dess svaghet i effektivitet, kan vidare diskuteras som ett passande mått att mäta samband med. Parametriska metoder har visserligen en högre effektivitet (dvs. sannolikheten att förkasta en nollhypotes när den är felaktig), men pga.. det betydelsefulla urvalet som resulterar i just ett litet antal företag och vår uppdelning kring en kvantitativ och en kvalitativ metod anser vi att denna metod är fullt tillräcklig för att mäta ett samband.⁴⁵

Reliabiliteten för den kvalitativa undersökningen, som också mer specifikt inom området går under namnet pålitlighet⁴⁶, är av betydelse eftersom kvalitativa undersökningar generellt kan vara svårare att följa upp. Som redan nämnts i metodens genomgång uppstår detta problem genom den stora mängd information som riskbedömningen av varje bransch ger upphov till. För att underlätta förståelsen och pålitligheten för metoden har vi i bilaga 2 infogat SCA:s riskbedömning, som ett exempel på hur analysen av affärsrisken gestaltades.

⁴⁴ Bell & Bryman (2003)

⁴⁵ Körner & Wahlgren (2006)

⁴⁶ Bell & Bryman (2003)

3 TEORI

Kapitlet redogör för den teoretiska ansats vilken uppsatsen grundar sig på. Inledningsvis skildras kapitalstrukturen och dess för vårt arbete relevanta teorier. Ytterligare behandlas termen affärsrisk där den förutom härleds även bryts ner i olika komponenter samt sätts i teoretisk förbindelse med kapitalstrukturen.

Den kunskapsmässiga arealen vilken utgör grunden för vår uppsats är ansenlig. Teorierna är många, så också utförda studier och skrivna artiklar. Som beskrivet i tidigare avsnitt finns en mängd undersökningar som pekar på, men inte med bestämdhet fastslår vilka faktorer som påverkar företagets val av hur mycket lån alternativt eget kapital som innehas och bör innehas. Affärsrisken är dock onekligen en determinant vilken man påstår med bestämdhet ha en effekt.⁴⁷ Teoretiskt sett medges också existensen av en optimal kapitalstruktur.

Vår avsikt med detta kapitel är inte att fullskaligt redogöra för de teorier och modeller som utvecklats och klagjorts de senaste 50 åren. Detta vore på ett sådant mångfacetterat område särdeles för vår del tidsödande, för läsaren ointressant och inte minst för uppsatsen o-relevant. Istället har ett urval gjorts vilket utifrån vårt syfte bäst tros ge oss stöd och en ram att närma oss det tema vi ämnar undersöka, nämligen affärsriskens samband med kapitalstrukturen inom tre utvalda branscher.

3.1 Modigliani och Millers teori

Något förenklat består ett företags finansieringsalternativ av dels lån (debt), dels eget kapital (equity). Lån kan vara räntebärande, såväl som räntefria, men i teorin utgår vi dock endast från räntebärande. Skillnaden mellan skulder och eget kapital är att skulder bygger på ett avtalsförhållande mellan borgenär och företag vilket ger borgenären vissa legala rättigheter. Avtalade specifikationer såsom ränta och andra villkor gör att risken reduceras. I gengäld innebär detta en lägre kostnad för företaget. I motsats till långivaren saknar

⁴⁷ Kale, Noe & Ramirez G (1991)

investeraren detta avtalsförhållande, vilket medger höge risk. Hamberg⁴⁸ kallar förbindelsen mellan investeraren och företaget för ”residual relationship”, vilket innebär att investeraren är berättigad till den återstående summan som blir över efter det att företags alla övriga kontraktsbundna åtaganden blivit fullföljda. Investeraren är med andra ord inte garanterad några pengar och är därmed utsatt för högre risk än långivaren varför högre avkastning krävs.

Förhållandena beskrivna ovan var kända innan Modigliani och Miller (MM) formulerade sin lära i slutet av 1950-talet. Dock fanns det tidigare ingen teoretisk utgångspunkt i varför företag väljer en viss typ av mix mellan skulder och eget kapital. I princip har därför all efterföljande forskning baserats på deras modeller.⁴⁹ Därmed är de av yttersta intresse även för vår uppsats.

3.1.1 Kapitalstrukturen är betydelselös för värdet

Ett företags genomsnittliga kostnad för kapital, även kallat WACC, beror dels på vilken avkastning ägarna kräver (R_e), givet en viss risknivå, dels på vilken ränta långivarna begär (R_s). WACC kan därmed formuleras enligt nedan där W står för vikten eller fördelningen, e benämner eget kapital och s står för skulder:⁵⁰

$$\text{WACC} = R_e W_e + R_s W_s$$

Enligt grundläggande investeringsteori kan vi skriva värdet på ett projekt, aktie eller företag såsom nuvärdet av alla dess framtida kassaflöden. Om vi då betecknar V som nuvärdet av företaget och C som framtida kassaflöden kan vi uttrycka ett företags värde genom formlerna:

$$V = C / \text{WACC} \quad \text{eller} \quad V = V_e + V_s$$

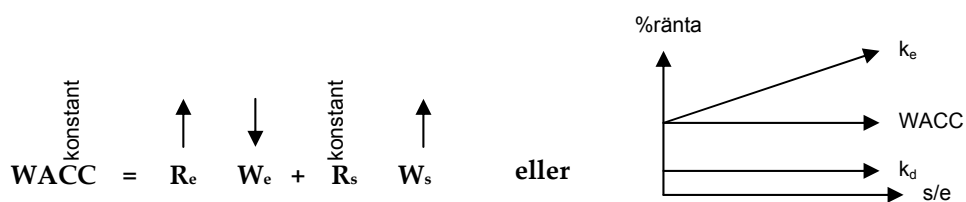
Vi kan se att om den genomsnittliga kostnaden, dvs. WACC, minskar kommer värdet av företaget öka. Det är dock nu vi kommer till själva kärnan i teorin. MM menade att WACC är konstant och inte beroende av hur mycket ”billigare” lån man har. Detta då ägarna kräver högre avkastning för varje ökning skulder, eftersom man då utsätts för högre finansiell risk (men konstant affärsrisk)⁵¹. Detta kan illustreras i formeln och diagrammet nedan:

⁴⁸ Hamberg (2001), s.192

⁴⁹ Ibid

⁵⁰ Arnold (2002)

⁵¹ Ibid, s.818



(Figur 1. MM:s proposition 1. Källa: Arnold (2002), s.818)

MM påstod alltså att värdet är oberoende av vilken finansieringspolitik ett företag har, då WACC ändå förblir konstant, vilket resulterar i ett oförändrat värde på företaget. Deras formulerade teori förutsatte dock en friktionsfri omgivning såsom att inga transaktionskostnader existerade, investerare kunde låna till samma ränta som företaget, symmetrisk information gällde samt att inga skatter existerade⁵².

3.1.2 Skatter introduceras

Propositionen från 1958 väckte stark kritik och skepticism genom nästan dagliga rapporter i den finansiella pressen. Faktumet att ”kapitalstrukturen formligen var irrelevant eller att ingenting egentligen spelade roll inom företagsfinansiering”⁵³ skapade i det närmaste irritation då teorierna saknade förankring i verkligheten. MM:s antaganden om en ”perfekt värld” gjorde att teorierna förblev just teorier där visserligen basen för vidare studier fanns men samtidigt kvarstod omständigheten att tesen egentligen kunde förkastas.⁵⁴

MM klade sina huvuden, tog till viss del tillvara på kritiken, och 1963 hade man formulerat en korrigerande som fortfarande inte var ”korrekt” (är någon teori korrekt?), men som nu hade starkare förankring i den reella företagsvärlden. Skatter inkluderades, och genast kunde man nu konstatera att värdet på ett företag stiger med andelen skulder som innehas. Därmed, menade MM, att teoretiskt bör ett företag bestå av 100 procent skulder.

Utsagan grundar sig i att företagsskatten baseras på vinsten efter det att finansiella kostnader blivit subtraherade. När de finansiella kostnaderna (läs ränta) är högre kommer vinsten bli lägre vilket resulterar i reducerad skatt. Kostnaden för lån skapar därmed en skatteskuld vilket adderar till företagsvärdet.⁵⁵ Förenklat betyder detta att

⁵² Bodie & Merton (2000)

⁵³ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997), s. 41 (fritt översatt från engelska till svenska)

⁵⁴ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

⁵⁵ Hamberg (2001)

WACC kommer att sänkas när andelen lån ökar. Detta resulterar i en lägre diskonteringsfaktor för framtida kassaflöden vilket ger ett högre totalt nuvärde. Förhållandet kan illustreras i exemplet nedan där R_s , alltså räntan innan skatt antas vara 10 %. T motsvaras av företagets skattesats som vi antar är 30 %:

$$R_s = 10\% \quad \Rightarrow \quad R_s (1-T) = 7\% \quad \Rightarrow \quad \downarrow = \text{WACC} \quad \Rightarrow \quad \uparrow = C / \text{WACC}$$

(Figur 2. MM med skatter inkluderade. Källa: Egen)

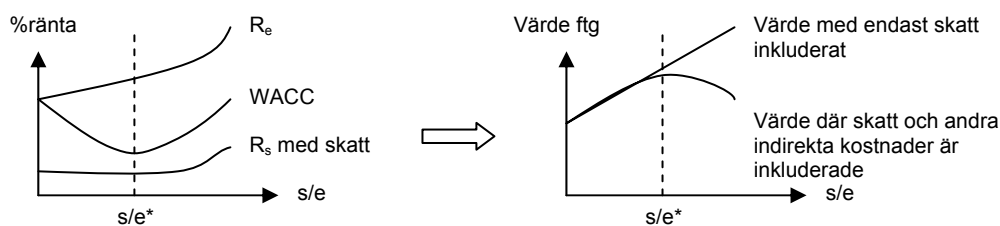
3.2 Efterföljande teorier beträffande kapitalstruktur

Med MM:s proposition som bas om att värdet av ett företag ökar med andelen skulder har en mängd efterföljande modeller formulerats. Då propositionerna inte verkar representera verkligheten fullt ut har dessa försök till komplement gjorts i syfte att begränsa den grundläggande teorin för att bättre söka skapa en bild av finansieringspolitiken hos företagen. Myers, en av de mest framstående forskarna inom området, kommenterade 1984 tillsammans med Majluf problematiken⁵⁶:

”...full description of corporate financing and investment behaviour will no doubt require telling several stories at ones.”

Agentkostnader, konkurskostnader, lånekapacitet, ledningens preferenser, pecking-order, finansiell slöhet, signalering, kontroll, motivation och operativ effektivitet, listan på faktorer som kan inkorporeras i MM:s ursprungliga modell kan göras lång. I den här uppsatsen kommer vi dock inte redogöra för samtliga utan istället de som bedöms ha störst inflytande och som därmed anses mest relevanta för vårt arbete. Sammantaget kan man illustrera hur optimal kapitalstruktur för ett företag ser ut grafiskt enligt nedan. I MM:s modell har nu just nämnda faktorer vägts in vilket gör att värdet på företaget växer med andelen skulder till en viss punkt då det sedan faller. Hög skuldsättning medger därmed implicita kostnader vilket gör att någonstans går det att hitta en skuldsättningsgrad där ägarvärdet är maximerat.

⁵⁶ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997), s. 42



(Figur 3. MM med financial distress och andra kostnader inkluderade. Källa: Arnold (2002), s.824)

3.2.1 Financial distress

Myers⁵⁷ benämner affärsrisk som en betydande faktor av kostnaden för financial distress (på svenska fritt översatt finansiellt trångmål eller nöd). På grund av detta och med tanke på att teorin är så pass accepterad samt i högsta grad logiskt försvarbar finns ett stort värde i att inkludera den i vår referensram. Ovanstående illustrationer i figur 3 av värdet på ett företag hör också starkt ihop med termen financial distress.

Analogt med tidigare diskussion om att det överordnade målet är ägarvärde på sikt vill aktieägarna därmed optimera företagets lönsamhet och ha en hög skuldsättningsgrad för att få en maximal hävstångseffekt. Vid en hög andel lån ökar dock risken för betalningssvårigheter och till slut konkurs. Vi betraktar, i enlighet med tidigare studier⁵⁸, affärsrisk som föränderligheten i inkomstströmmarna. Ju högre fluktuationer, ju högre är risken att ett företag inte lyckas möta sina betalningsobligationer och därmed befinna sig i finansiellt trångmål.

Financial distress innebär därmed två typer av kostnader ett företag ofta implicit beaktar i sin finansieringspolitik. Dels finns det indirekta kostnader som kan infinna sig vid såväl hög skuldsättningsgrad som vid hög affärsrisk (eller en kombination av de båda). Dessa kostnader består i t.ex. osäkerhet hos kunder och därmed förlorade kontrakt, förlust av leverantörer samt försummande av långsiktiga projekt då likviditet istället prioriterats. Direkta konkurskostnader inkluderar t.ex. utgifter i samband med advokat- samt revisionsarbete.⁵⁹

⁵⁷ Myers (1984)

⁵⁸ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

⁵⁹ Arnold (2002)

Vi kan nu länka samman MM:s teori med financial distress och uttrycka en formel där vi utgår från MM:s första proposition. Till denna adderas nuvärdet (NV) av skatteskölden samt nuvärdet av kostnaderna för financial distress.⁶⁰

$$V = V_e + V_s + NV(\text{skattesköld}) - NV(\text{Kostnader för financial distress})$$

3.2.2 Agentkostnader

Denna teori bygger på att olika intressenter i företaget sätter sina egna intressen framför företagets. Detta i sin tur härrör ifrån asymmetriskt distribuerad information där två parter i en grupp inte uppbär samma och lika korrekta upplysningar om ett visst verkligt förhållande. Agentproblematiken innebär kostnader i form av incitament, övervakning och avtalsförpliktelser, vilket alla har en stor inverkan på företagets val av kapitalstruktur.⁶¹

För att tydliggöra problemet gällande ägare och ledning (principal och agent) kan ett företag exempelvis ha mindre lån än de teoretiskt egentligen borde ha, då hög skuldsättning innebär högre risk och därmed högre osäkerhet både för företaget och för ledningen personligen. Hög skuldsättning innebär också att ledningen har mindre pengar över att "röra sig med" vilket betyder begränsade möjligheter att spendera dessa i syfte att berika sig själva. För att överbygga dessa problem och få ledningen att agera i ägarnas intressen används incitamenten, vilka kostar pengar. Dessa utgifter går under namnet agentkostnader.⁶²

Problematik existerar även mellan långgivare och ägarna i företaget. Långgivaren begär en viss avkastning vilket är i linje med en viss risknivå. Om ägarna dock utövar aktiviteter som innebär en högre nivå av risk än överenskommen borde räntan vara högre än rådande. Problemet härrör återigen från asymmetrisk information. För att råda bot på detta formuleras avtalslöften (covenants) mellan parterna vilka för företaget kostar pengar då t.ex. projekt med högt nettonuvärde kan bli lämnade därhän på grund av långgivarnas iakttagna försiktighet.⁶³

⁶⁰ Brealey & Myers (1991)

⁶¹ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

⁶² Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

⁶³ Arnold (2002)

3.2.3 Pecking-order

Enligt vår referensrams logik bör ett lönsamt och stabilt företag dra fördel av skatteskolden och öka sin skuldsättning i syfte att höja värdet. Faktum är dock att verkligheten har uppvisat ett inverterat förhållande där skuldsättningsgraden istället ökar i grad med hög avkastning på investerat kapital.⁶⁴ Därmed anser vi, för vår uppsats, pecking-order vara högst relevant, då teorin i många fall delvis kan förklara avvikande beteenden i företagets syn på affärsrisk och dess koppling till kapitalstruktur.

Pecking-order teorin står i stark kontrast till MM:s utsagor om en optimal kapitalstruktur och går istället ut på att det finns en förutbestämd turordning för hur kapital anskaffas (en pecking-order). För nya investeringar prioriteras i första hand föregående års vinster varefter upptagande av lån kommer på andra plats. Detta alltså oberoende av vilken grad av affärsrisk som råder. Sist på listan hamnar nyemission då detta ofta ses utifrån som en form av desperationsåtgärd. Argumenten för denna turordning tycks vara att ledningen följer en linje av minsta motstånd där internt genererade medel inte betyder någon inblandning av krafter utanför företaget (jämför med agentteorin ovan). Denna form av finansiering är också lättare och simplare samt innebär frånvaro av potentiell dålig publicitet.⁶⁵

3.3 Affärsrisk

Vi kommer i detta avsnitt av kapitlet försöka bena ut begreppet affärsrisk samt inte minst sätta den i sammanhang med kapitalstruktur. Då vårt syfte med arbetet är att sondera förhållandet kring affärsriskens samband med kapitalstrukturen finner vi det högst väsentligt att därmed teoretiskt först söka tolkning av faktorernas samband. Detta inte bara underlättar för läsaren utan möjliggör även vårt syfte samt vidare analys.

3.3.1 Risk i samband med lönsamhet och skuldsättning

Med risk att verka upprepande beger vi oss återigen tillbaka till 1958 och MM:s teorier. Som redan nämnts framkom från deras arbete den starkt realistiska tesen om att företagsvärdet är oberoende av finansieringspolitiken. Detta grundade sig i att den

⁶⁴ Bertmar & Molin (1977)

⁶⁵ Brealey & Myers (1991)

genomsnittliga kostnaden för kapital, WACC, var konstant. I vårt försök att teoretisk och kvantitativt utvinna affärsrisken utgår vi också från WACC och i samband med detta, MM:s proposition II.⁶⁶ Denna sade isolerat att förväntad avkastning på eget kapital ökar proportionellt med skuldsättningsgraden. Detta kan klargöras i hävstångsformeln nedan vilket egentligen är en förädling av formeln för WACC.

$$R_t = R_e \times E/T + R_s \times S/T \quad \text{blir} \quad R_e = R_t + (R_t - R_s) \times S/E$$

De finansieringspolitiska besluten och därmed valet av skuldsättningsgrad (S/E) påverkas enligt Johansson och Runsten⁶⁷ av risken avseende den förväntade räntabiliteten på eget kapital. Denna risk kan återföras till osäkerhet som råder kring framtida avkastningar, exempelvis kan av ledningen tre olika utfall av R_t (lönsamhet) estimeras nästkommande år. Det första utfallet är pessimistiskt, det andra är troligt och det tredje är optimistiskt.⁶⁸ Denna uppskattade spridning kring medelvärdet kan benämnas som affärsrisk, då faktorerna som påverkar uteslutande är affärsrelaterade såsom karaktären på branschen samt hur konkurrenskraftigt företaget är.⁶⁹

Då ägarvärdet är det överordnade målet är det också deras avkastning, R_e , som är av största vikt. Med hävstångsformeln som instrument kan vi nu också värdera förväntad behållning och finna att spridningen ökar ju högre skuldsättningsgrad som råder. Vid ökningen i andelen skulder kommer därmed ledningens pessimistiska estimering att bli ännu mer pessimistisk. Den optimistiska blir dock ännu mer optimistisk vilket innebär att möjligheten för ägarna att tjäna mycket pengar ökar samtidigt som risken för att bli bankrutta även den stiger.

Utifrån ovan resonemang har Johansson och Runsten⁷⁰ sammanställt riskbegreppen och kopplat dem samman med hävstångsformeln. Ur modellen går att konstatera att affärsrisk plus finansiell risk utgör total risk.

$$\begin{array}{lclclcl} \text{Total risk} & = & \text{Affärsrisk} & + & \text{Finansiell risk} \\ R_e & = & R_t & + & (R_t - R_s) \times S/E \end{array}$$

⁶⁶ Modigliani, F. & Miller, M. (1958)

⁶⁷ Johansson & Runsten (2005)

⁶⁸ Ibid

⁶⁹ Arnold (2002)

⁷⁰ Johansson & Runsten (2005)

3.3.2 Fördelning av risk under företagets livscykel

Grundy och Ward⁷¹, vidare benämnt som Ward, bygger vidare på ovan resonemang i sin modell om hur den finansiella strategin bör utformas i syfte att öka ägarvärdet. Kontentan är att affärsrisken, och därmed variationen i R_t , generellt är högre i uppbyggnads- och tillväxtfasen av ett företag och därmed bör en finansieringspolicy byggd på låg risk upptas, vilket innebär låg skuldsättning. När företaget sedan växer och mognar kommer affärsrisken att avta. Ward menar då att en kombination av låg affärsrisk och låg finansiell risk också det bör betraktas som olämpligt eftersom ägarvärde då inte maximeras. Många företag har inställningen att då de redan har hög lönsamhet, finns inget behov av att uppta lån. Detta kommenteras som "a dangerously fat and happy attitude".⁷²

Sammanfattningsvis nämner Ward nyckelfaktorn i finansiell strategi att vara ändring i inställning från "kommer till skall" då affärsrisken kommer att sjunka och den finansiella risken skall öka. I början av ett företags livscykel kommer därmed affärsrisken vara hög pga. den högre osäkerheten kring variationen i R_t , skuldsättningsgraden skall då vara låg. Omvänt gäller att i mognadsfasen skall skuldsättningen vara hög.

3.3.3 Kvalitativ syn på affärsrisk

Vad innefattar då konceptet affärsrisk? Som konstaterats tidigare representerar spridningen kring medelvärdet i R_t detta begrepp. Denna något andefattiga förklaring visar enligt vår bedömning affärsrisken i ett företag väl då det är den mest konkreta och för ägarna synliga resultatet som slutgiltigt påverkar dem. Då uppsatsen dock avser att djupare studera risken i branscherna, eftersom R_t inte bedöms vara ultimat och komplett representant för affärsrisken, finner vi det nödvändigt att i teorikapitlet även ytterligare redogöra för begreppet.

Osäkerhet existerar när man inte vet med övertygelse vad ett utfall kommer att bli i framtiden. Risk i sin tur utgörs av osäkerhet som har betydelse och som kommer att påverka, såväl i positiv såväl som negativ betydelse.⁷³ Vid utförandet av uppsatsens kvantitativa undersökning har spridningen i R_t och därmed affärsrisken estimerats genom att företagens räntabilitet ett antal år tillbaka studerats. Detta ger ett relativt

⁷¹ Grundy & Ward (1996)

⁷² Grundy & Ward (1996), s.5

⁷³ Bodie & Merton (2000)

korrekt resultat med tanke på möjliga redovisningsmässiga skillnader som nämndes i metodkapitlet. Vad som dock måste uppmärksammas som brist är att utfallet bygger på historiska data vilket gör att affärsrisken, som definieras genom framtida osäkerhet, egentligen endast blir en vag värdering som är i behov av ytterligare underbyggnad.

Variationsvidden i räntabilitetsnivån föranleds av variabilitet i försäljningsvolym, priser och råvaror samt av företagets marknadsställning och mognadsgrad. Dessa faktorer å sin sida påverkas av affärsrelaterade variabler såsom karaktär på bransch och konkurrensfördelar.⁷⁴ I vår intention att generellt inventera riskexponeringen för undersökningens tre branscher har utifrån diskussionen ovan av affärsrisken, ett antal element sovrats. Dessa, vilka representeras av konjunkturkänslighet, anpassning till teknisk utveckling, produkternas komplexitet, personal, leverantörer och marknadsbild⁷⁵, syftar därmed till att komplimentera variationen i R_t i avsikt att mer djupgående uppskatta affärsrisken. Exempelvis kan därför ett företag som i R_t uppvisat låg variation bedömas ha betydligt högre egentlig affärsrisk då konkurrenssituationen i branschen i framtiden uppskattas som tilltagande.

3.4 Affärsrisk och kapitalstruktur, en sammanfattning

När nu detta tunga och aningen svårsmälta avsnitt är tillryggalagt återstår att förbinda de olika teorielementen i en intention att bringa klarare förståelse och samtidigt sammanfoga referensramen. Gordon Donaldsons⁷⁶ uttalanden som på ett bländande sätt egentligen sammanfattar hela ovan teorikapitel, tål att närmare studeras:

”Låna så mycket som möjligt; men inte mer än att man klarar räntor och amorteringar även om man möter rejäla motgångar i framtiden.”

Första delen av uttrycket om att man skall skuldbelägga sig maximalt kan hänföras och förklaras genom MM:s grundläggande teorier. När vi sedan extraherar teorin och även inbegriper begrepp som financial distress (samt även agentkostnader och pecking-order), får vi en fullständig förklaring av Donaldsons vidare argument, d.v.s. att man inte bör låna mer än att man klarar räntor och amorteringar. Sista stycket om risken för rejäla framtida motgångar redogörs för i kapitlets senare del om affärsrisk där förutom

⁷⁴ Arnold (2002)

⁷⁵ Hallgren, Bernhult & Älgevik (1988)

⁷⁶ Hallgren, Bernhult & Älgevik (1988), s. 52

Johanssons⁷⁷ mer tekniska förklaring av begreppet härleds, även Ward⁷⁸ sätter affärsrisken och kapitalstrukturen i en mer lättbegriplig kontext. Kontentan blir, vilket också är vårt syfte att undersöka och analysera, att med hög affärsrisk bör komma låg skuldsättning och vice versa.

⁷⁷ Johansson & Runsten (2005)

⁷⁸ Grundy & Ward (1996)

4 EMPIRI

Kapitlet tillägnas en sammanställning av de två utförda undersökningarna. Inledningsvis behandlas den kvantitativa utredningen varefter granskningen av företagen utifrån valda kvalitativa riskvariabler redovisas.

Med syftet som vägvisare och metoden som redskap är frukten nu färdig att skördas. Detta kapitel ämnar därmed redogöra för produkterna framkomna av genomförda undersökningar. Som snart kommer framgå ger resultaten utrymme till vida tolkningar och utvärderingar vilket ger värde i att återigen upprepa och vidare förstå syftet. Vi ämnar följaktligen undersöka affärsriskens samband med kapitalstrukturen samt genom ytterligare examinering av denna risk söka förståelse för dess verkan. Grundläggande utgångspunkt är förutom kapitalstrukturteorin i stor grad även Wards modell om finansiell strategi och hur skuldsättningsgraden skall justeras efter rådande mognads- och riskgrad. Detta kan vara till fördel att ha i baktanke vid genomgång av resultaten nedan. Vidare reflektioner och teorianknytning samt ytterligare potentiell faktorpåverkan lämnas i detta avsnitt därhän men ämnas kunna kartläggas uttömmande i påföljande kapitel.

Det bör också tilläggas att en jämförelsevis övervägande del textmassa ägnats åt den kvalitativa utredningen av affärsrisken. Detta betyder dock inte att vare sig mer tid spenderats eller större vikt och tyngd givits åt denna. Undersökningens kvalitativa natur vilken kräver redogörelse i ord och inte i siffror och diagram innebär dock en mer betydande platsåtgång.

4.1 Kvantitativa resultat

Utifrån den kvantitativa ansatsens metod har vi i denna undersökning testat sambandet mellan affärsrisken och kapitalstrukturen enligt Spearmans rangkorrelation. Som redan nämnt förväntas ett negativt samband, där hög affärsrisk enligt teorin bör kombineras med en låg skuldsättningsgrad. Resultatet redovisas dels med en i varje kolumn

stigande rangordning, med de absoluta värdena av affärsrisk och skuldsättning inom parantes. För ett mer bildligt åskådliggörande återges även utfallet i diagramform där skalorna utgörs av rangtalen som respektive företag har blivit tilldelat. Den grafiska figuren kompletteras ytterligare av rangkorrelationskoefficienten (r_s) i syfte att summera och kvantifiera. I avsikt att öka lättillgängligheten i avsnittet behandlas varje bransch enskilt.

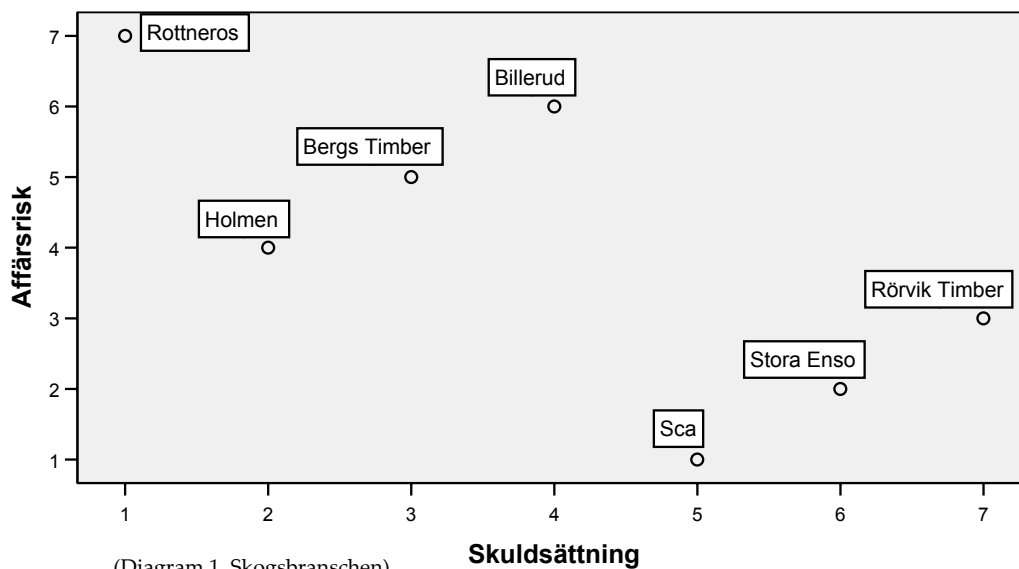
4.1.1 Skogsbranschen

Diagrammet avslöjar en tendens till ett negativt samband, där Rottneros, Bergs Timber och Stora Enso placerar sig enligt det teoretiskt förväntade utfallet. Två grupperingar kan också anas i form av dels fyra företag där hög affärsrisk är kombinerat med låg skuldsättning samt tre företag där lägre risk förenas med hög skuldsättningsgrad. Korrelationskoefficienten $-0,71$ bekräftar, trots spridningen i de två grupperingarna, ett tydligt negativt samband, även om signifikansnivån överstiges med knapp marginal.

Företagen i branschurvalet är jämnt fördelade inom spridningsvidden för skuldsättning och affärsrisk. Sticker ut något gör dock Rottneros som har en något högre affärsrisk relativt de andra. Slutligen bör man hålla i åtanke att antalet företag i vår indelning av skogsbranschen resulterade i ett litet urval, men där en koefficient på $-0,71$ kan anses vara starkt representativt för ett negativt samband.

	ΔR_t		Skuldsättningsgrad
1.	SCA (0,018)	1.	Rottneros (11)
2.	Stora Enso (0,026)	2.	Holmen (29)
3.	Rörvik Timber (0,027)	3.	Bergs Timber (32)
4.	Holmen (0,031)	4.	Billerud (54)
5.	Bergs Timber (0,039)	5.	SCA (73)
6.	Billerud (0,067)	6.	Stora Enso (101)
7.	Rottneros (0,101)	7.	Rörvik Timber (122)

(Tabell 5. Skogsbranschen)



(Diagram 1. Skogsbranschen)

Correlations			Skog_ skuldsättning	Skog_ affärsrisk
Spearman's rho	Skog_skuldsättning	Correlation Coefficient	1,000	-,714
		Sig. (2-tailed)	.	,071
		N	7	7
	Skog_affärsrisk	Correlation Coefficient	-,714	1,000
		Sig. (2-tailed)	,071	.
		N	7	7

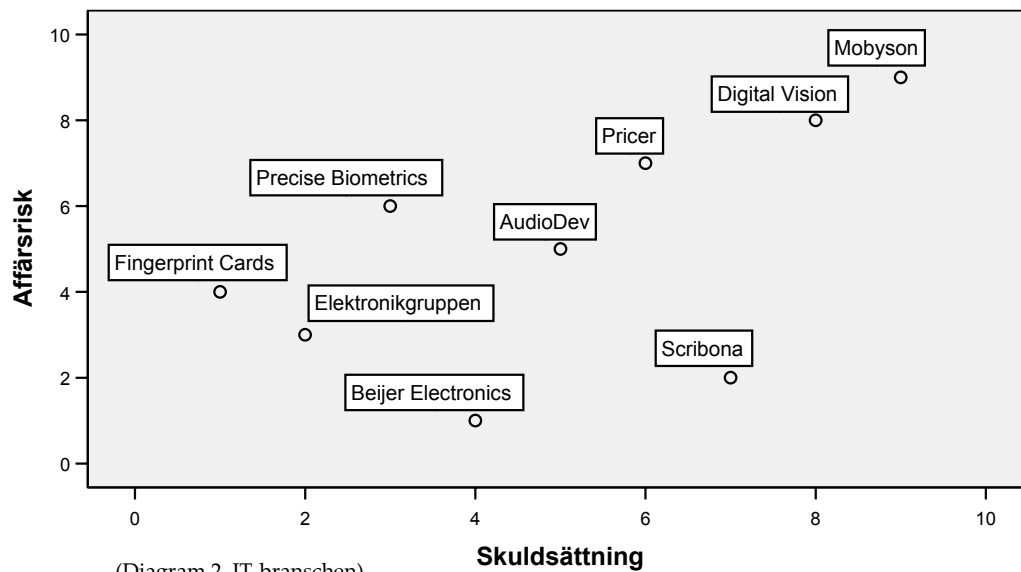
(Tabell 6. Korrelation, skogsbranschen)

4.1.2 IT-branschen

Som illustrerat nedan uppvisar diagrammet ett positivt samband vilket innebär att företag med en hög affärsrisk även har en hög skuldsättning. Sambandet är visserligen inte signifikant, men korrelationskoefficienten på 0,55 påvisar ändå att det är klart positivt, vilket i detta fall tolkas som motsatsen till det förväntade utfallet. Pricer, Digital Vision och Mobyson utgör de företag som mest styr resultatet till ett positivt samband, vilket kan tydas både i tabellen och i diagrammet. Anmärkningsvärt är Mobysons, i jämförelse med andra företag, höga skuldsättningsgrad och affärsrisk. Spridningsvidden blir pga. detta stor.

ΔR_t		Skuldsättningsgrad	
1.	Beijer Electronics (0,036)	1.	Fingerprint Cards (0,49)
2.	Scribona (0,04)	2.	Elektronikgruppen (2)
3.	Elektronikgruppen (0,072)	3.	Precise Biometrics (6)
4.	Fingerprint Cards (0,074)	4.	Beijer Electronics (10)
5.	AudioDev (0,11)	5.	AudioDev (19)
6.	Precise Biometrics (0,20)	6.	Pricer (21)
7.	Pricer (0,31)	7.	Scribona (43)
8.	Digital Vision (0,47)	8.	Digital Vision (47)
9.	Mobyson (0,84)	9.	Mobyson (70)

(Tabell 7. IT-branschen)



(Diagram 2. IT-branschen)

Correlations			IT_ skuldsättning	IT_ affärsrisk
Spearman's rho	IT_ skuldsättning	Correlation Coefficient	1,000	,550
		Sig. (2-tailed)	.	,125
		N	9	9
	IT_ affärsrisk	Correlation Coefficient	,550	1,000
		Sig. (2-tailed)	,125	.
		N	9	9

(Tabell 8. Korrelation, IT-branschen)

4.1.3 Detaljhandelsbranschen

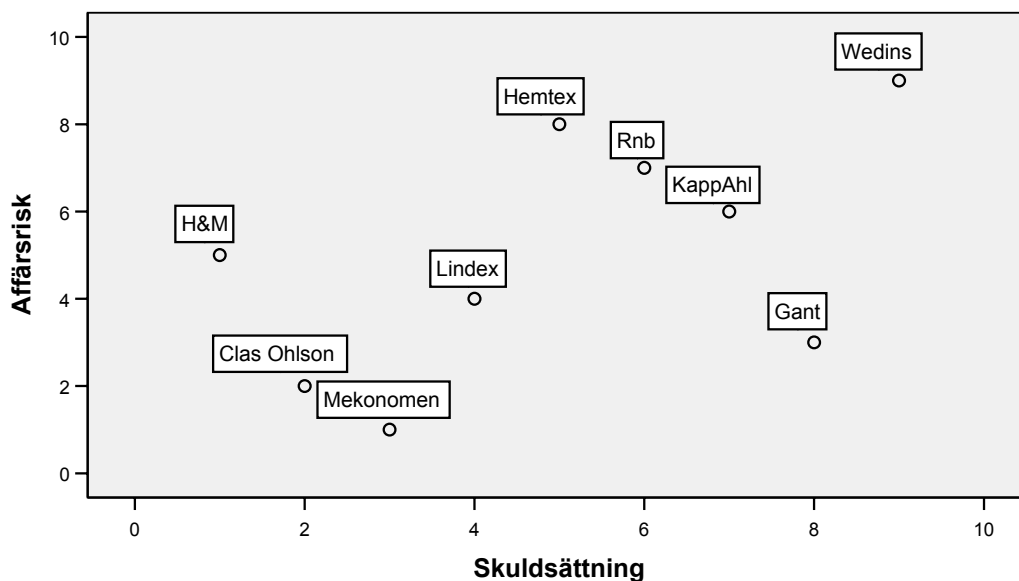
Detaljhandelns spridning i skuldsättningsgrad skiljer sig i hög grad från de andra två branscherna och man ska ta hänsyn till att speciellt Wedins avviker starkt med en betydande andel skulder. Wedins har haft stora problem de senaste åren med lönsamhet och har två år redovisat ett negativt eget kapital⁷⁹, vilket ger ett stort utslag i skuldsättningsgraden över åren. Liknande situation gäller för Gant och KappAhl om än något svagare. Den för undersökningen viktiga rangordningen inom branschen bekräftar dock klart Wedins placering.

Detaljhandeln uppvisar likt IT-branschen ett mer positivt men ej signifikant samband, vilket inte speglar det teoretiskt förväntade resultatet. Korrelationskoefficienten som är 0,53 bekräftar den positiva relationen.

ΔR_t		Skuldsättningsgrad	
1.	Mekonomen (0,01)	1.	HM (0,4)
2.	Clas Ohlson (0,02)	2.	Clas Ohlson (1,17)
3.	Gant (0,04)	3.	Mekonomen (29)
4.	Lindex (0,055)	4.	Lindex (45)
5.	HM (0,056)	5.	Hemtex (56)
6.	KappAhl (0,06)	6.	RNB (94)
7.	RNB (0,09)	7.	KappAhl (494)
8.	Hemtex (0,11)	8.	Gant (533)
9.	Wedins (0,18)	9.	Wedins (1685)

(Tabell 9. Detaljhandelsbranschen)

⁷⁹ Wedins Årsredovisning 2005/2006 samt 2002



(Diagram 3. Detaljhandelsbranschen)

Correlations			Detalj_ skuldsättning	Detalj_ affärsrisk
Spearman's rho	Detalj_ skuldsättning	Correlation Coefficient	1,000	,533
		Sig. (2-tailed)	.	,139
		N	9	9
	Detalj_ affärsrisk	Correlation Coefficient	,533	1,000
		Sig. (2-tailed)	,139	.
		N	9	9

(Tabell 10. Korrelation, Detaljhandelsbranschen)

4.2 Kvalitativa resultat

I skrivandets stund går Sveriges ekonomi bra och har gjort så en längre tid. Strålande tider har rått och rekordvinst efter rekordvinst har redovisats av storbolagen. Att både den hejdlösa konsumtionshysterin och den allmänna framtidstron börjat vackla har man dock kunnat ana varför många bedömare höjt ett varningens finger och sett tendenser till att högkonjunkturen skulle vara över för den här gången.⁸⁰ Konjunkturbarometern publicerad i november månad indikerar också nedgång i flertalet sektorer.⁸¹ Med detta som bakgrund samt faktumet att börsen uppvisat hög volatilitet på senare tid är det inte svårt att konstatera en tilltagande allmän osäkerhet i företagens framtida inkomstströmmar, vilket indirekt implicerar högre affärsrisk.

⁸⁰ Öhman (2007)

⁸¹ Konjunkturbarometern november 2007

I detta avsnitt av empirin har vi för avsikt att kvalitativt redogöra för affärsrisken i undersökningens tre branscher. Intentionen är dock inte att bedöma företagen med utgångspunkt i det allmänna ekonomiska läget och den generella framtidstron, enligt beskrivet ovan, utan istället utifrån dess egna potential och förutsättningar. Givet samma specifika bolagsmässiga omständigheter bedöms därmed ett företag ha likadan affärsrisk oavsett om analysen gjordes idag, eller för fem år sedan, då ett sämre konjunkturläge rådde.

För att underlätta och enklare åskådliggöra detta har vi, som redan nämnts i metodavsnitten, utgått från sju variabler som beskriver affärsrisken. Viktigt för full förståelse av avsnittet är dock att ha i åtanke innebörden av variablerna och inse att de representerar affärsrisken och inget annat. Som brukligt redovisas branscherna var och en för sig i tur och ordning och om inget annat anges är fakta hämtade från respektive bolags senaste årsredovisning vilka man finner i källförteckningen.

4.2.1 Skogsbranschen

Konjunkturkänslighet

Skogsindustrin har historiskt visat sig vara en extremt konjunkturkänslig bransch och tillsammans med andra råvaruanknutna områden utgör den ofta en indikator och vägvisare var i konjunkturen man befinner sig.⁸² Då cirka 60 procent av det totala produktionsvärdet i Sverige utgörs av export⁸³ gör detta att branschen är starkt beroende av omvärlden och kan drabbas hårt av händelser och marknadslägen långt bortifrån landets gränser. Många av bolagen i urvalet nämner också opåverkbara makrofaktorer som betydande inslag i företagets verksamhet. Den internationella exponeringen medför exempelvis risker i form av valutakursförändringar då en svagare dollar innebär minskade intäkter medan kostnaderna förblir desamma.

Även utvecklingen av energipriset är en stor riskfaktor eftersom produktionsprocesserna innehåller extremt tunga och energikrävande maskiner. Främst för papperstillverkarna står energikonsumtionen för en betydande, om inte den största utgiften. SCA kommenterar också risken:⁸⁴ ”Även under kommande år kommer energiproblematiken att vara en av de största utmaningarna för SCA och branschen”.

⁸² Rolander (2007)

⁸³ Skogsindustrierna

⁸⁴ SCA:s Årsredovisning 2006, s.40

Karaktäristiskt för branschen är den stora internationella spridningen, som i viss mån kan dämpa risken för breda konjunktursvängningar. Branschen kännetecknas dock av allmän storskalighet världen över, vilket gör att effekten av den potentiella riskdiversifieringen inte får ett så stort genomslag. Även om, som i till exempel Bergs Timbers fall, större delen av försäljningen går till norra Europa, kommer makrofaktorer i andra delar av världen ändå att påverka. En avtagande aktivitet i USA:s byggsektor innebär t.ex. en fallande efterfrågan och därmed internationellt lägre virkespriser vilket påverkar aktörerna i Sverige. Utifrån denna orsak samt faktumet att opåverkbara faktorer såsom valutakursförändringar, samt el- och virkespriser anses vara av betydande influens, bedöms det kunna klart påvisas att konjunkturen har en stark påverkan och att det är den tydligaste inverkan på affärsrisken för skogsbranschen.

Anpassning till teknisk utveckling och produkternas komplexitet

Avseende det färdiga resultatet är den tekniska komplexiteten för skogsbolagens produkter inte avancerad. Det ligger dock stor komplexitet bakom tillverkningsprocesserna vilka kräver enorma kapitalinvesteringar. Omställningstider till ny produktionsteknik sträcker sig också över långa perioder vilket ökar risknivån, speciellt i en så pass konjunkturkänslig bransch som skogen.

Då mycket av papperet skogsbolagen producerar förbrukas av tidnings- och reklamkonsumenter bedöms också utvecklingen i media, som på senare tid starkt omstrukturerats, vara av betydande riskkaraktär. Tidigare solida strukturer har på kort tid omkullkastats med ett ökat utbud av TV-kanaler, fler användare av Internet samt införandet av gratistidningar som följd. Med tanke på den snabba utvecklingen är osäkerheten stor och ovetskapen om framtida papperskonsumtion bedöms därmed som en riskfaktor.

I och med stormen Gudrun i början av 2005 sågs vilken förödelse naturen kan orsaka. Många, speciellt enskilda skogsägare, drabbades hårt med stora ekonomiska förluster som följd. För de större aktörerna tycks dock stormen inte ha haft en avgörande betydelse då eventuella förluster som naturen förorsakat vägts upp av lägre råvarupriser till följd av det ökade utbudet. Gudrun demonstrerade dock klimatets påverkan på skogsbranschen, vilket i och med det basala beroendet av naturens resurser, bör vägas in som en allt större osäkerhetsfaktor i framtiden. Denna

omständighet, tillsammans med en förändrad konsumtionsbild samt att produkternas livscyklar är ansevärd till följd av stora investeringar, gör sammantaget att den tekniska utvecklingen och utvecklingen i stort bedöms som en starkt bidragande variabel till affärsrisken inom skogsbranschen.

Personal

Bolagen i vårt urval skiljer sig stort i avseende på personalstyrka. Stora Enso har exempelvis 44 000 på sin lönelista medan Bergs Timber har cirka 200 stycken. Generellt verkar många bolag enligt årsredovisningarna lägga stor vikt vid rekryteringen av nyckelpersoner samt underhåll av redan befintlig styrka. Ändock bedöms risken i denna variabel som måttlig. Detta främst då företagen är så pass stora och mångfacetterade i sin verksamhet vilket gör att nyckelpersoner med speciell spetskompetens inte har den betydelse som de anses ha i exempelvis IT-branschen. Risk finns dock i linje med branschens kapitalintensitet att även mycket personal binds upp, vilket gör att det i sämre tider blir kostsamt att ställa om.

Leverantörer

Kan råvarutillförsel bistås genom egen skog minskar affärsrisken på detta område. Egen skog innebär en ökad säkerhet i form av bättre kontroll och överblick gällande kvalitet och kostnader. Det innebär också skydd och försörjningstrygghet. Företag utan skog innefattar Stora Enso, Billerud, Rörvik och Rottneros som därmed uppfattas ha en högre affärsrisk gällande leverantörer. För övrigt anser bolagen i branschen själva att de är starkt beroende av att dess leverantörer förmår leverera till avsatt tid och med rätt kvalitet. Av inköpta insatsvaror är el av störst betydelse och eftersom stora delar av företagets eltillförsel härrör från utomstående leverantörer är dessa av största vikt.

Kundstruktur

SCA är det enda företag i vårt urval som bedöms ha en bredare kundstruktur då de dels ägnar sig åt traditionell verksamhet såsom avverkning, sågade trävaror och pappersmassa, men också befinner sig närmare slutkonsumenten i form av verksamhetsområdena personliga hygienprodukter samt mjukpapper. Detta gör att företaget blir mer diversifierat och därmed inte lika riskutsatt gällande denna faktor.

Övriga bolag i urvalet har en stor andel av kunderna i utländska företag, men inom en avgränsad bransch. Detta medför inte en lika stor riskspridning som SCA, men ändå en märkbar affärsriskdiversifiering då de inte är totalt beroende av den inhemska konjunkturen. Därmed bedöms skogsbranschen ha en relativt stor spridning av kunder vilket implicerar lägre affärsrisk.

Marknadsbild

Marknadsbilden och skillnaderna i konkurrenskraft och storlek är stora mellan företagen i urvalet. Svårighet ligger därför i att jämföra förutsättningar mellan jättar som Stora Enso och SCA med omsättningar på över 100 miljarder kronor samt Rörvik och Bergs Timber med omsättningar på under 2 miljarder kronor. Företag som dessa konkurrerar därmed inte direkt med varandra utan är snarare spelare i sina respektive egna klasser. Gemensamt för alla är dock skogen som råvara, men där företagen har specialiserat sig inom typiska verksamhetsområden för att uppnå konkurrensfördelar. Indirekt konkurrens existerar därmed då verksamheterna överlappar varandra. Stora Enso, Rottneros och Holmen rör sig i området för pappersmassa och kartong. Bergs och Rörvik erbjuder uteslutande vidareförädlade trävaror och SCA har styrt verksamheten mot mer konsumentinriktade produkter.

I tider med god lönsamhet, som just nu råder för skogsbranschen, kan en risk skönjas i en övertro på efterfrågan och marknadens kapacitet. Marknaden måste anses som mogen då de dominerande skogsbolagen har en ålder och börsnärvaro som överträffar de flesta branscher. Några större möjligheter till tillväxt utöver den konjunkturen medger, bör därmed inte ses som en gynnsam väg att gå. Istället handlar det om att hävda sig i konkurrensen och att överta marknadsandelar, vilket anses innebära en stor risk då man i tider av goda marginaler tenderar att bygga ut kapaciteten och därmed överinvestera. Bland annat har Holmen planer att bygga ett sågverk i Östergötland till en kostnad av över en miljard kronor. Även Rörvik har liknande planer vilket medför stor risk för starkt hårdnande konkurrens.

Med hänsyn till ovanstående diskussion kan slutsatsen dras att företagens strävan efter större marknadsandelar skapar högre konkurrens, vilket leder till lägre potentiell tillväxt och därmed en högre affärsrisk. Dock är de konkurrerande bolagen i vårt urval begränsade, då de skiljer sig stort i avseende på storlek och inriktning på verksamhet. Problemet som kan uppstå är dock att företagens strategi, affärsidé och verksamhet med tiden blir alltför likartade.

4.2.2 IT-branschen

Konjunkturkänslighet

Utifrån konjunkturvariabeln av affärsrisk bedöms IT-branschen vara svår att kategorisera och uppskatta. Dels då historiskt sett starka och kända mönster saknas eftersom branschen i förhållande till andra måste anses som en tonåring i sammanhanget. Dels då företagens verksamheter i relation till varandra är spretiga och ibland oklassificerbara. Fakta är dock att branschen gått bra de senaste åren och att det allmänt positiva marknadsläget har eldad på.

Det förefaller ibland som att allmänhetens minne aldrig sträcker sig längre bak än till den senaste konjunkturedgången. Då IT-kraschens baksmälla för de flesta svalnat, måste man ibland bemöda sig erinran till vad som inträffade, samt inse att det kan hända igen, om än i mindre skala. Majoriteten av företagen i vårt urval har också sedan årsskiftet varit extremt volatila på börsen och osäkerheten om framtiden tycks vara stor, rådande stark konjunktur till trots.

Ett karaktärsmönster inom vårt urval av branschen är att det finns en grupp med bolag verksamma inom områden där tekniken ej ännu fått fullt genomslag, men där den förutspås kunna ge hög framtida avkastning. Denna skara bestående av Digital Vision, Fingerprint, Precise, Pricer och AudioDev uppvisar intressant nog också historiskt över lag fler förlustår än vinstår samt toppar generellt rangen för affärsrisk (enligt vår definition av denna).

AudioDev är en leverantör av testutrustning för optisk media. Företaget väntar på att det nya lagringsformatet för data, Blue-Ray, skall få genombrott på marknaden. Osäkerhet råder dock om och när detta kommer att ske. Även Pricer, som utvecklar och säljer elektroniska prisetiketter, utövar en verksamhet där deras produktlösning hittills delvis har accepteras men där det stora genombrottet avvaktat. Precise och Fingerprint rör sig båda inom samma typ av teknikområde dvs. biometrisk identifiering av olika slag. Det fulla genomslaget för denna teknik har låtit vänta på sig och förutom allmän teknisk trend och konjunkturer av ekonomiska slag inverkar här också politiska förhållanden i världen vilket styr ekonomiska prioriteringar såsom satsningar på pass och nationella id-kort med biometriinslag.

Nämnda bolag bedöms därmed inte vara konjunktur känsliga i den betydelsen att man till större delen är beroende och påverkas av en allmän ned- respektive uppgång i konsumtionen. Istället bedöms framgång och möjlig motgång vara beroende av användarskiften inom respektive produktområde. Frågan är alltså när och inte minst i vilken omfattning användarskiftet sker.

Elektronikgruppen och Beijer Electronics tycks kunna särskiljas inom samma gebit då båda ägnar sig åt utveckling och försäljning av elektronikprodukter, främst till industri och företagssektorn. Därmed anses dessa vara mer sårbara vid konjunkturedgång. På senare år har vi också sett en stark industrikonjunktur vilket avspeglat sig i företagets resultat som stadigt letat sig uppåt. Även Mobyson och Scribona, vilka ägnar sig IT- och mobillösningar, bedöms kunna klassificeras till denna gruppering eftersom kundstrukturen består i andra företag och man därmed blir direkt beroende av deras konsumtionsbenägenhet.

Sammantaget har ett mönster spårats och därmed en tunn linje kunnat dras mellan dels de bolag som inte bedöms falla under ordinarie konjunktur känslighet utan istället tycks vara mer beroende av utvecklingen inom respektive produktområde. Dels de bolag som anses vara närmare slutkonsumenten och som därmed är i högre beroende av dess konsumtionsbeteende. Dessa företag bedöms i hög grad vara konjunktur känsliga.

Anpassning till teknisk utveckling

Anpassning till den tekniska utvecklingen anses vara en övervägande betydande variabel generellt för utvalda bolag i IT-branschen. Produkternas livslängd bedöms vara relativt korta och risken därmed hög. Ovissheten kring huruvida produkten får den inverkan på marknaden som krävs samt längden på dess livscykel är faktorer av central betydelse. Som redan nämnts ovan gäller detta speciellt för företagen där tekniken ännu inte fullt ut etablerat sig på marknaden. Precise, Fingerprints, AudioDev, Pricer samt även Digital Vision är speciellt utmärkande och har alla karaktärsdrag av detta slag, vilket medför en hög affärsrisk. Övriga bolag i urvalet saluför produkter och lösningar av varierande teknisk grad och är därmed även de till stor del affärsriskmässigt påverkade av den tekniska utvecklingen och dess anpassning till den, om än inte i lika stor omfattning.

Produkternas komplexitet

Företagen i vårt urval och IT-branschen i stort opererar övergående inom segment på marknaden där tekniken är invecklad och produkterna komplexa. Fördelen med komplicerade produkter och tjänster är just att de är unika, svårkopierade samt att mycket tid och kompetens krävs för att utveckla dem, vilket innebär en immateriell suveränitet. Detta är dock även en stor riskfaktor då flera av bolagen bygger hela sin strategi på ett överlägset kunnande och komplexa produkter eller tjänster. Man satsar därmed allt på ett kort vilket ur risksynpunkt är sämre. Exempelvis är Digital Visions verksamhet till stor del beroende av immateriella rättigheter och patent, vilket om någon efterliknar, utnyttjar eller rentav kopierar, kan innebära förödande konsekvenser.

Personal

Ekonomer flaggar för att personalbrist i framtiden kommer bli en kritisk omständighet i IT-branschen och vissa går långt i sin bedömning genom att säga att hela ekonomin står och faller med problemet att det inte finns kompetent personal inom området.⁸⁵ En tydlig trend går också att utläsa i företagens uttalanden i frågan, där flertalet årsredovisningar just benämner hög kompetens och nytänkande som det man bygger framgång på. Beijers affärsidé bygger enligt dem själva t.ex. helt på detta.

Sambandet mellan enligt vår bedömning, mer kunskapsintensiva företag såsom Precise, Digital Vision samt AudioDev, och antalet anställda är påtagligt. För dessa företag, med ett snitt i personalstyrkan på cirka 50 personer, är också en betydande riskfaktor att inte få utveckla och behålla nyckelpersoner. Därmed bedöms variabeln personal utgöra en ansevärd del av begreppet affärsrisk inom IT-branschen

Leverantörer

Leverantörer bedöms i jämförelse med övriga faktorer för branschen vara relativt marginella i dess betydelse för affärsrisken. De två elektronikföretagens leverantörbas är tämligen stor och diversifierad varför risken anses vara förhållandevis spridd. Vad gäller de mer kunskapsintensiva bolagen uttrycks inte frågan specifikt. Digital Vision däremot lägger ut all produktion på underleverantörer varför man är starkt beroende av ett tillfredsställande och effektivt samarbete.

⁸⁵ Malmqvist (2007)

Marknadsbild och kundstruktur

Sett kring marknadsandelar skiljer sig företagen åt. Gemensamt är dock att de alla är verksamma inom en starkt internationellt konkurrensutsatt marknad. Variationen över mognadsgraden är stor, exempelvis tycks de bolag som hittills uppvisat negativ vinst befinna sig tidigt i livscykeln. Företag som AudioDev, Precise, Pricer, Fingerprints och Digital Vision bedöms vara sådana företag, vilket också påvisas genom egna uttalanden. Affärsrisken för dessa bedöms därmed utifrån variabeln marknadsbild vara betydande. Scribona, Beijer, Elektronikgruppen och Mobyson är företag som är etablerade på marknaden och där konkurrenssituationen präglas av att vinna marknadsandelar genom prispress och effektivisering. I och med detta värderas affärsrisken stor även för dessa företag om än av annan orsak än de övriga bolagen.

4.2.3 Detaljhandelsbranschen

Konjunkturkänslighet

Undersökningens urval av företag från detaljhandeln uppvisar generellt att konjunkturläget har ett starkt inflytande på lönsamheten. Slutkunderna är oftast privatpersoner, där köpkraften till stor del påverkas av konjunkturen med lägre respektive högre disponibel inkomst och konsumtionsbenägenhet som följd. I flera av företagens årsredovisningar åter nämns dessutom att konjunkturcykler är en affärsrisk som man kalkylerar med. Swedbanks månadsbrev⁸⁶ belyser även detta under rådande högkonjunktur:

”Detaljhandeln växer med nära 10 % i fasta priser, understödd av hushållens gynnsamma inkomstutveckling och fortsatt höga konsumtionsvilja.”

Det ska dock beaktas att tre bolag skiljer sig något från de andra företagen i branschen vid denna riskfaktor. H&M står genom sin storlek och framförallt internationella spridning bättre rustat för att överbygga en lågkonjunktur varför denna risk kan nedtonas. Ett intressant köpbeteende kan även skönjas hos Clas Ohlson och Mekonomen, då dessa företag genom sitt stora produktsortiment även inkluderar produkter som karaktäriseras av att vara specifikt attraktiva vid lågkonjunktur, som t.ex. gör-det-själv-artiklar och bildelar. Detta då man tenderar att laga hus, bil eller

⁸⁶ Swedbanks månadsbrev november 2007, s. 1

sällanköpsvaror i högre grad på egen hand vid lägre disponibla inkomstnivåer⁸⁷. I regel ges dock en klar bild av att konjunkturen är av stor betydelse för affärsrisken i branschen.

Anpassning till teknisk utveckling och produkternas komplexitet

Vid bedömandet av produktens komplexitet i branschen måste ytterligare en mindre indelning göras för att ge en rättvisande riskfaktor. Vi ser här att produkterna som Mekonomen och Clas Ohlson säljer är av mindre komplex art i den betydelse att de lätt kan börja säljas av nya potentiella konkurrenter. De utjämnar denna risk med att kunna erbjuda ett brett utbud i stora kvantiteter. Visserligen uppvisar resterande företag i branschen exakt samma produkttegenskaper, men med en skillnad. Modeaspekten utgör här även ett riskinflytande i produkten, eftersom mode har egenskapen av en "färskvara". Ett i modeförhållanden felbedömt inköp av stora kvantiteter innebär starkt negativa konsekvenser för försäljningen, då detta oftast inte går att sälja. Denna risk reduceras dock något genom ovanstående resonemang om det för branschen typiska breda utbudet. Som en sammanfattande slutsats kan vi alltså konstatera att branschen har en hög affärsrisk när enbart hänsyn tas till produktens låga komplexitet och höga produktkänslighet i form av modeaspekten. Detta styr även den viktiga marknadsbilden som vi senare kommer in på.

Personal

Personalen är en riskfaktor som är flexibel att hantera inom detaljhandeln. De anställda är till största delen butiksanställda, där risker som förlust av nyckelpersoner för företaget, framförallt relativt andra branscher, inte kan bedömas som avgörande för affärsrisken. En klar fördel för branschen är dessutom anpassningsbarheten i personalstyrkan till omsättningsvariationen, som visserligen kan göras med uppsägningar respektive nyanställningar, men även väl kontrolleras av olika anställningsformer. Flera företag använder sig av deltidsanställningar som ett redskap för att hantera denna riskfaktor och som ett exempel kan nämnas att hos KappAhl utgör deltidsanställningar 75 procent. Det ska dock sägas att Mekonomen och Gant nämner personalen som en viktig faktor för att uppnå konkurrensfördelar, men i branschperspektivet sammanfaller personalen med att uppvisa en låg affärsriskfaktor.

⁸⁷ Årsredovisningar 2006, Mekonomen & Clas Ohlson

Leverantörer

Det framgår tydligt vid studerandet av företagen att leverantörsberoendet i den svenska detaljhandeln är en viktig del i affärskonceptet, eftersom generellt liten eller ingen produktion sker i Sverige. Dock utgör själva risken som är förknippat med detta beroende ingen ansevärd inverkan på affärsrisken. Leverantörerna är internationellt spridda över ett stort antal, där de beställande företagen i Sverige har stor möjlighet att påverka leveransförutsättningar. Konkurrensen mellan leverantörer till svenska detaljhandeln är dessutom stor och ger ytterligare möjlighet för företagen att reducera risken. Exempelvis kan nämnas att Mekonomen har cirka 170 leverantörer, Lindex cirka 200 och H&M betydligt fler. En rapport om svensk detaljhandel från Datamonitor 2007⁸⁸ ger ytterligare grund för den generellt beskrivna leverantörsrisken i branschen, där man poängterar att importen mestadels kommer från låglöneländer och att byteskostnader mellan leverantörer inte är betydande.

Kundstruktur

Företagens kunder är spridda över alla åldersgrupper och oftast på en internationell marknad. En för branschen nödvändig riskdiversifiering uppnås på detta sätt, där en lägre risknivå genom förbättring av kundstrukturen är svår att uppnå. Vissa företag, som exempelvis Hemtex, Lindex eller Gant, nischer sig dock mot specifika kundsegment för att uppbringa konkurrensfördelar. Kundstrukturen är därmed en viktig riskfaktor, men som är svår att kontrollera då alla detaljhandelsföretag oavsett inriktning är självklara konkurrenter till varandra. En riskdiversifiering genom en bred kundkrets är en nödvändighet för företagen i vårt urval för att vara verksamma på marknaden. Kundstrukturen utgör således strikt enligt definitionen (lägre risk vid större spridning av kunder) en låg affärsrisk för branschen.

Marknadsbild

Marknadsbilden och dess riskfaktor är direkt sammanlänkad med beskrivningen av bland annat produkternas komplexitet och kundstrukturen. Ett brett utbud av mindre komplexa produkter över en bred internationell kundstruktur ger en intensiv konkurrens. Ett återkommande recept som beskrivs i företagens årsredovisningar för att hantera denna konkurrens och risk är en snabb expansion av butiker för att vinna marknadsandelar. Affärsrisken är alltså i väldigt hög grad beroende av att man på den mogna och hårt konkurrensutsatta marknaden inte tappar marknadsandelar och prioriterar nya lösningar för att

⁸⁸ Datamonitor, "Apparel Retail in Sweden"

kunna expandera. Återigen belyser även rapporten från Datamonitor om svenska detaljhandeln vår framtagna risknivå.

4.3 Sammanfattning

Då det kvalitativa avsnittet ovan är omfattande och aningen svårsmält ämnar vi i denna del öka lättillgängligheten och förståelsen för den generaliserade branschbeskrivningen. Med de påvisade skillnaderna i faktorernas betydelse för branscherna finner vi också ett värde i att återge resultaten i summerad version.

Konjunkturutvecklingen för skogsbranschen är av stor betydelse och i samband med en bred internationell spridning är inflytandet av makrofaktorer ansevärt. Valutakursförändringar samt råvaru- och energipriser bedöms exempelvis påverka företagen starkt. Även anpassning till den tekniska utvecklingen samt produkternas komplexitet utgör avgörande riskfaktorer, då stora investeringar i produktionsteknik enbart är lönsamma över långa perioder. Ett nytt konsumtionsmönster av papper till följd av ett förändrat medielandskap påverkar här också. Marknadsbilden domineras av hård konkurrens mellan stora företag inom en mogen bransch vilket leder till ökad risk för överinvestering under högkonjunkturer då detta kan kännas lockande i syfte att hävda sig i den hårda konkurrensen.

IT-branschen är mångfacetterad och uppvisar flertalet riskfaktorer av avgörande betydelse. Konkretisering av resultatet erhålls genom indelning av dels de företag som uppvisar en större direkt konjunkturkänslighet samt de företag där istället anpassningen till den tekniska utvecklingen bedöms vara avgörande. Produktens komplexitet och personal är även riskfaktorer som karaktäriserar branschen. Hög koncentration och stora resurser satsas på små områden i form av komplexa produkter eller tjänster, vilket i sin tur leder till ökade personalkrav i form av nyckelpersoner med spetskompetens. Marknadsbilden uppvisar slutligen en relativt ung och omogen bransch som att döma av historien visat sig vara högst volatil och oberäknelig.

Slutligen kan en stark konjunkturkänslighet inom detaljhandeln anas där den disponibla inkomsten samt köpbenägenheten hos hushållen bedöms ha betydande inverkan. Modeaspekten är för produktens komplexitet ett intressant fenomen som leder till hög risk. Marknadsbilden speglar också en viktig riskfaktor genom en intensiv konkurrens som uppstår av den låga produktkomplexiteten med en låg inträdesbarriär som följd samt en för branschen typisk bred kundstruktur.

5 ANALYS

Uppsatsens tidigare redogjorda element sammanfogas och utvärderas mer ingående i detta kapitel, där såväl kvantitativa som kvalitativa finnan den koncentreras och studeras samt sätts i förbindelse. Resultatens reliabilitet granskas även, samtidigt som teori och vidare faktorer s inverkan diskuteras.

Genom en bred upptakt och orientering av företagets ändamål samt finansieringspolitiska beslut presenterades den inledande fasen av uppsatsen vilket grundlade senare formulerade frågeställning och syfte. Kontentan av resonemanget var att existensen av företaget visserligen grunderades i att producera en så hög vinst som möjligt, men att det överordnade målet var att skapa värde för ägarna på sikt. Skälen medgavs både i praktiska och teoretiska ordalag men där den mest lättolkade anledningen var att ägarna äger företaget och därmed har rätt till eventuellt genererat överskott.

Att öka ägarvärdet går att åstadkomma utifrån en uppsjö av tillvägagångssätt. Uppsatsen har dock helt och hållet riktat sig mot finansieringspolitiken och möjligheten som denna medger att maximera avkastning samt nyttan på sikt. Resonemanget har satts i förbindelse med affärsrisken vilken vi senare kvantitativt definierat som variationen i räntabiliteten på totalt kapital (ΔR_c). Att affärsrisken fått ett så tilltagande utrymme i kontrast till de många övriga faktorer, vilka i tidigare akademiska undersökningar belysts påverka valet av kapitalstruktur, beror till stora delar på Wards modell⁸⁹ om fördelningen av risk under företagets livscykel. Kort och gott går teorin ut på att då affärsrisken är hög bör företagets skuldsättningsgrad vara låg samt då affärsrisken är låg bör skuldsättningsgraden vara hög. Sambandet mellan de båda faktorerna är enligt läran därmed negativt.

Som nämnts i tidigare kapitel är det akademiska området kring kapitalstruktur tämligen välutrett. Ändock tycks exempelvis avsaknaden av en fulländad modell för optimal grad av skulder innebära att mycket återstår att undersöka. Teorins relevans går också

⁸⁹ Grundy & Ward (1996)

att ifrågasätta då forskning ibland påvisat motstridighet kring olika faktorerers påverkan.⁹⁰ Även affärsrisken, vilken i samband med kapitalstruktur som uppsatsämne flitigt studerats, går att ha synpunkter på. Begreppet innefattar osäkerhet inför framtiden och då det i tidigare forskning erkända måttet ΔR_t endast mäter historiska mönster finns skäl till kritik. Dock är det för ägarna det mest konkreta måttet samt det synliga resultatet som slutgiltigt påverkar dem. Att ΔR_t är en komplett och ultimata representant för affärsrisken har det dock inte bedömts som, då en mängd affärsrelaterade variabler påverkar begreppet i stort. Därmed har den kvantitativa definitionen av affärsrisk utökats i en vidlyftig och innehållsrik kvalitativ analys i syfte att generera klarare och vidare bild av konceptet.

5.1 Sambandet mellan affärsrisk och skuldsättning

Med hänvisning till ovan återgivande skildring har det som överordnat mål och syfte för uppsatsen varit att utröna sambandet mellan kapitalstrukturen och affärsrisken inom tre branscher. Kvantitativt har kapitalstruktur preciserats som skuldsättningsgraden, dvs. förhållandet mellan räntebärande skulder och eget kapital. Affärsrisken är definierad utifrån variationen i R_t men måttet har kvalitativt kompletterats i form av utvärdering branschvis utifrån ett antal representativa variabler. Central och övergripande frågeställning kan därmed sammanfattas med utgångspunkt i huruvida skillnader alternativt likheter föreligger undersökta branscher emellan, samt om presumtiva anledningar går att utröna.

Vad gäller Spearmans rangkorrelationstest, vilken motsvaras av den introducerande och bildligt beskrivande kvantitativa undersökningen av sambandet mellan variationen i R_t samt skuldsättningsgraden, är resultatet om än diffust, ändock intressant. För både IT- samt detaljhandelsbranschen går att urskilja ett positivt samband mellan affärsrisken och skuldsättningsgraden. Med alltför svaga grader av korrelationskoefficienter (dryga 0,5) kan ett signifikant resultat ej påvisas men likväl går ett mönster att skönja. Utifrån testet går alltså inte att bekräfta den förväntade teoretiska bilden av ett negativt samband vilket innebär att de båda branscherna, utifrån vårt urval, vid hög affärsrisk generellt är högt belånade samtidigt som de vid låg affärsrisk är lågt belånade. Detta resultat är som nämnt inte signifikant för branscherna men likväl verkar hypotesen, om ett negativt samband och därmed Wards modell där kapitalstrukturen varierar motsatt utifrån gällande affärsrisk, kunna förkastas. Om kontrast förhållande

⁹⁰ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997)

råder och ett positivt samband förefaller låter vi dock, utifrån rangkorrelationen med endast ΔR_t som mått på affärsrisken, vara osagt.

Sambandet inom skogsbranschen påvisar enligt testet ett omvänt utfall med låga skuldsättningsnivåer vid hög affärsrisk och vice versa. Branschen följer därmed den i uppsatsen teoretiska referensramen. Korrelationskoefficienten är även -0,71 vilket gör att resultatet blir än mer trovärdigt, i jämförelse med de två övriga branscherna detaljhandel och IT. Resultatet, skall nämnas, är dock ej signifikant och sambandet går därmed inte med 95 procents säkerhet att fastslå.

5.2 Undersökningens reliabilitet

Utifrån den kvantitativa undersökningen och diskussionen ovan går därmed det sammanfattningsvis konstatera att inget signifikant resultat kunnat påvisas vare sig det gäller hypotesen eller dess motsats. Utifrån de kvantitativa testerna och den för begripligheten mycket illustrativa diagramplottningen går dock att utrona tydliga mönster där skogsbranschen uppvisar ett mycket starkare negativt samband än de två övriga. Detaljhandeln samt IT visar dessutom tendenser till ett positivt samband vilket rakt motsätter sig teorin.

Innan resultatet kan accepteras och slutsats kan dras med hjälp av kvalitativ syn på affärsrisk bör först ett antal för analysen angelägna tvivel och bryderier aktualiseras. Den första frågan man bör ställa sig är om en icke-parametrisk undersökning, i det här fallet Spearmans rangkorrelation, är tillräcklig reliabel för att överhuvudtaget kunna visa ett samband? Att besvara frågan ligger egentligen inte i analysens intresse och faller dessutom utanför ramen för undersökningens syfte. Ändock, utifrån den ej signifikanta empirin funnen, måste tvivlet realiseras och bringas till ytan. Kanske urvalet trots allt är för litet för att kunna mäta en korrelation? Vid ett större urval hade dock uppsatsens karaktär blivit av ett annat slag och mer lik övriga undersökningar och uppsatser redan gjorda. Delsyftet, vilket var att söka skapa en överblick av affärsrisken i branscherna med hjälp av kvalitativa variabler, hade då inte heller, med hänvisningar till tidsåtgången, blivit rimlig att genomföra. Möjligheten kvarstår också att resultatet, vid ett större urval, hade blivit än mer otydligt eftersom företagen hade varit alltför olika i sin karaktär inom branscherna.

Med hänvisning till ovan om att olikheten företagen emellan hade varit alltför stor vid ett bredare urval bör inte förbigås att faktumet vid nuvarande ringa urval även kan

gälla. Vad gäller skogsindustrin i vilken vi kunnat se den starkaste signifikansnivån samt där ett samband kunnat uppvisas vilket styrker teorin, bedöms branschen utifrån vårt urval vara mest homogen företag emellan. De två övriga branscherna uppvisar inom sig själva en större olikhet gällande karaktär vilket skulle kunna vara en orsak till att utfallet blivit mer intetsägande.

Icke att förglömma är även andra faktorer vilka bedöms, så här i efterhand när utfallet realiserats, kunna ha haft inverkan på undersökningens reliabilitet. Som nämnt är all data insamlad från Datastream vilka på sin hemsida omnämner denna statistiska databas som världens största och mest respekterade⁹¹. Att hängivet förlita sig på info från denna källa vore enligt vår bedömning dock enfaldigt varför vissa stickprov har gjorts direkt ur företagens resultaträkningar. Problematiken att exempelvis finansiell rapportering skiljer sig åt, redovisningsmässiga principer emellan, kvarstår dock varför viss skepticism bör föreligga. Då vi beräknat faktorer historiskt under ett antal år bedömer vi ändå att felmarginalen är relativt smal och att eventuella fel jämnat ut sig över åren.

Till sist bör också påpekas att en rangkorrelation är gjord vilket egentligen är en grav förenkling av verkligheten då extremvärden i form av både skuldsättning och variation i R_t ej utifrån diagrammen går att utläsa. Vad som enligt plottningen förefaller vara en jämn fördelning med synliga, antingen negativa eller positiva mönster är i själva verket något missvisande. Men, eftersom vi i efterhand exempelvis påpekar Wedins exceptionella grad av skulder och enligt vårt syfte endast är ute efter att studera sambandet affärsrisk och skuldsättning emellan, bedömer vi rangkorrelationen vara en bra och illustrativ metod. Förenkling prioriteras därmed framför en absolut och mer svårtolkad återgivning.

Frågeställningar enligt ovan vilka rör urval och undersökningens karaktär i stort tillhör egentligen metodkapitlet men bör så här i efterhand efter redovisade resultat ändå belysas. Vi är därmed medvetna om den möjliga problematiken gällande undersökningens utformande. Eftersom vi dock kvantifierat skuldsättning och variationen i R_t historiskt från pålitliga källor och genom detta kunnat visa ett samband, om ej signifikant, tycker vi oss kunna konstatera vissa mönster. Dessa mönster bildar på så sätt en för undersökningen viktig bas och utgångspunkt, oavsett om utfallet är enligt teorin eller inte.

⁹¹ Thomson Datastream (2007)

5.3 Affärsrisken, ett diffust mått

Den första frågan som aktualiserades var om en icke-parametrisk undersökning är tillräcklig reliabel för att kunna visa ett samband? Fråga nummer två, vilken enligt vår bedömning är högst relevant både för uppsatsen samt hela forskningsområdet kring kapitalstruktur i stort, är om ΔR_t är ett för oexakt mått på affärsrisken? Eftersom vi genomgående i uppsatsen och som överordnad syn har värdeskapande för ägarna som det mest centrala motivet till företagets existens, blir vinsten och därmed avkastning i slutändan själva värdet för dem. Ägarnas kapitalsatsning förväntar sig behållning, och osäkerheten om dess utfall blir därmed på slutet den avgörande risken. Som nämnts i tidigare kapitel bedömer vi affärsrisken dock mer komplicerad och mångfacetterad än så varför inte endast variationen kring R_t är tillräcklig. Att på ett meningsfullt sätt komplettera måttet är emellertid svårt vilket realiserades vid empiriinsamlandet. En ansats har dock gjorts vilket branschvis illustreras nedan.

Skogsbranschen

Skogsbranschen karakteriseras i jämförelse men de andra två av den tydligaste homogena sammansättningen av företag vad gäller verksamhetsinriktning. Inom branschen kunde vi påvisa att tre av de sju riskfaktorerna är särskilt utmärkande, där konjunkturkänsligheten och därmed spridningen av internationella makrofaktorer är av avsevärd påverkan. För att komplettera bilden av affärsrisken bör även anpassning till den tekniska utvecklingen samt produkternas komplexitet inkluderas, då exempelvis stora investeringar i produktionsteknik enbart är lönsamma över långa perioder. Utfallet i diagrammet och korrelationen visar ett negativt samband och det ska poängteras att korrelationskoefficienten endast något hamnar utanför en signifikant säkerställd nivå. Sambandet är därmed i linje med det förväntade och bildar enligt teorin en optimal kombination. Rottneros, Bergs Timber och Stora Enso placerar sig relativt till de andra klart enligt korrelationen. Inkluderas de resterande företagen är två grupperingar sedan synbar, men där intressant nog inget av företagen avsevärt avviker från det totala negativa sambandet.

Skogsindustrin är som redan nämnts en starkt konjunkturkänslig bransch som är beroende av opåverkbara omvärldsfaktorer, så som valutakursförändringar samt råvaru- och energipriser. Denna uppenbara risk med branschens starka bundenhet till konjunkturen resulterar dock i en förutsägbarhet och skuldsättningen indikerar att bolagen anpassar sig efter konjunktursvängningarna genom att exempelvis minska den

inför nedgångar. Sett över en hel konjunkturcykel får vi därmed ett samband som är enligt Wards teori, då affärsrisknivåerna i skogsbranschen just är starkt beroende av konjunktrens gång. Synbart är då detta även vid en högkonjunktur då företagen ibland kan tyckas för ivrigt försöker dra nytta av möjligheter genom att investera och därmed öka skuldsättningsgraden.

Storleksmässigt skiftar skogsbolagen i kraftigt, vilket ger upphov till en speciell konkurrenssituation. Visserligen är konkurrenssituationen internationellt inom skogsbranschen en stor riskfaktor, men man kan tydligt se ett mönster, med betoning på de mindre företagen, att de trots den branschhomogena verksamheten är koncentrerade på specialiseringar för att inte direkt konkurrera med de stora företagen. Intressant nog, med tanke på SCA:s och Stora Enso's placeringar, indikeras detta dock inte av utfallet och förklaringen kan ligga i att stordriftsfördelar (riskmässigt definierat under produktens komplexitet) är en avgörande faktor för att uppnå en lägre risknivå. SCA:s breda produktdiversifiering kan vara en ytterligare förklaring till företagets låga affärsrisk. Som en avrundning bör man dock betona att skogsråvaran trots allt är branschens gemensamma nämnare, där även affärsrisken har sin ursprungspunkt och det ovanstående resonemanget kring konjunkturkänsligheten bör därmed få mest betydelse.

IT-branschen

Av ganska naturliga skäl uppvisar företagen, vilka representerar IT-branschen, tendenser till att som grupp vara o-homogen relativt de två övriga. För det första existerar ingen naturlig kundkrets som i fallet med detaljhandeln där varor säljs direkt till slutkonsumenter eller i skogsindustrin där företag oftast köper produkterna (med några undantag). Köparna varierar istället av vitt skilda slag där kunder representeras av allt från slutkonsumenter till hela länder (exempelvis för Precise Biometrics). Det finns inte heller någon verklig gemensam nämnare vad gäller företagets verksamheter. Produkten man säljer består i allt från mobiltelefonlösningar till tjänster inom filmkvalitetsförbättring.

Dessa omständigheter gör givetvis att man även med analysen inkluderad har svårt att ge en konkret helhetsbedömning av branschen. Bedömningen av riskvariablerna resulterar ändock i kombination med den kvantitativa analysen i intressanta samband klart värda att reflektera över. Generellt kan man genom empirin konstatera att affärsrisken ligger på en hög nivå, där minst fyra av de sju riskvariablerna bör betraktas

som starkt utmärkande. Inom dessa fyra variabler kan man även trots den ovannämnda karaktären utgöra en viktig indelning inom branschen, som intressant nog även till viss del är synlig i diagrammet och rangordningen.

De relativt unga företagen Digital Vision, Fingerprint, Precise Biometrics, Pricer och AudioDev har genom sina verksamheter, som koncentrerar sig på produkter som ännu inte nått full etablering på marknaden, en klart högre sammanlagd affärsrisk som visar sig i många av affärsriskvariablerna och även i de senaste åren redovisade förluster. Visserligen är konjunkturkänsligheten något lägre än hos resterade företag, men bör inte anses kompensera för den risk som trots allt ligger i att företagets verksamhet baserar på endast ett produktsortiment med egenskapen av en ännu oförutsägbar framtid. Rangmässigt visar alltså dessa företag även den högsta affärsrisken, där endast Mobyson med sin exceptionellt hög affärsrisk utgör något av en outsider som är svårplacerbar. Elektronikgruppen, Beijer Electronics och Scribona finner vi därför inte oväntat med lägst affärsrisk, då de utgör mer etablerade företag med verksamheter som är mer riskdiversifierade än de andra i branschen.

När man betraktar skuldsättningsgraden finner man dock företagen mer spridda, dvs. inte enligt den funna indelningen gällande affärsrisken, vilket i kombination resulterar i den positiva rangkorrelation som går emot det förväntade negativa sambandet. Via skuldsättningsrangordningen är det överhuvudtaget svårt att finna några likheter mellan företagen eller någon form av grupperingar. De ovannämnda argumenten kring den trots allt o-homogena branschen kan här vara till stor del förklarande för utfallet. Ett mer ostrukturerat samband uppstår förmodligen genom olikheter i hur företagen själva resonerar kring risken associerad med deras produkter och kunder, just eftersom branschen inte direkt kännetecknas av någon stark gemensam riskfaktor som drabbar alla företagen lika. Skogsindustrin är exempelvis över lag extremt konjunkturkänslig och beroende av makrofaktorer medan företagen inom detaljhandeln till stor del påverkas av modeaspekten. Företagen delar visserligen en hög affärsrisknivå, där man även kan finna bra argument för rangordningen, men i sammanhang med skuldsättningen får vi ett samband som är väldigt svårt att tyda. Endast Scribona kan anses följa Wards optimala kombination med låg affärsrisk och hög skuldsättningsgrad. Således kan man sannolikt med ovanstående resonemang hävda att det samband vi har fått genom den kvantitativa analysen tenderar att vara mer av slumpmässig än förklarande art, eftersom företagen inom IT-branschen inte går att dela in likt andra branscher.

Detaljhandelsbranschen

Inom detaljhandeln kunde vi fastställa en koncentration av affärsrisken kring tre av de sju riskfaktorerna. Konjunkturkänsligheten och därmed variationen av den disponibla inkomsten hos hushållen har inverkan på omsättningen hos företagen, produktens komplexitet i form av modeaspekten och slutligen marknadsbilden som kännetecknas av hård konkurrens med låga inträdesbarriärer. Vid en närmare granskning kan vi fastställa intressanta samband mellan dessa betydande riskfaktorer och utfallet av rangkorrelationen.

Ett första mönster som man kan se hos Clas Ohlson och Mekonomen i diagrammet och rangordningen, är att dessa företag har lägst affärsrisk men samtidigt med H&M även lägst skuldsättningsgrad. Enligt den teoretiska bilden av Ward och det förväntade resultatet, utgör detta ej en optimal kombination för att nå maximalt ägarvärde. En förklaring till utfallet finner vi dock i risken associerad till konjunkturkänsligheten, där Clas Ohlsons och Mekonomens produkter (gör-det-själv-produkter och bildelar) just har den egenskapen av att kunna överbrygga konjunkturer och därmed sänka risken. Ytterligare riskfördelar finner dessa företag i att inte behöva hantera den moderisk som övriga företag är exponerade av, dvs. risken i produktens komplexitet. Vi kan alltså bekräfta resultatet att Clas Ohlsons och Mekonomens affärsrisk är klart lägre i förhållande till de andra företagen i branschen.

Resterande företag är av väldigt likartad karaktär och verksamhet och delar dessutom riskinverkan av modet. Uttalanden om att en annan rangordning skulle vara mer korrekt är därför svåra att göra. H&M får dock en något oväntad hög placering då konjunkturkänslighetens betydelse kan tonas ner, med tanke på det förda resonemanget i empirin om H&M:s storlek och internationella spridning. Hemtex har ett lägre antal butiker och därmed en mindre geografisk spridning än många av sina konkurrenter och har de senaste åren gått från negativ räntabilitet till numera positiva siffror, vilket kan ge en förklaring till den höga affärsriskplaceringen. Vidare får Wedins den självklara ”jumboplatsen” med sina omfattande historiska lönsamhetsproblem och kraftigt skiftande räntabilitet.

En generell bild med den kvalitativa analysen gällande företagens affärsriskrangordning kan nu skönjas, som inte kan förkasta det kvantitativa utfallet utan snarare pekar åt samma håll. Wedins leder dock till att föra tankarna kring hur just lönsamheten verkar ha gett upphov till den skuldsättningsrangordning som man finner. Det är påfallande

att de företag med den högsta historiska räntabiliteten även har den lägsta skuldsättningen och vice versa (se bilaga 3). H&M, Clas Ohlson, Lindex, Hemtex, KappAhl och Wedins ligger i detta mönster och i kombination med affärsriskplaceringarna ger detta det positiva sambandet. Man ska nu inte göra det lockande misstaget att förväxla räntabiliteten med affärsrisken, men mönstret är intressant och bör därför nämnas i syfte att kunna ge en förklaring till rangordningen i skuldsättningsgraden. Detaljhandeln har dessutom tidigare intressant nog omnämnts att uppvisa starkt skiftande skuldsättningsgrader⁹² trots att de flesta företag egentligen är exponerade av liknande riskfaktorer och kan anses vara relativt homogena. Det ska dock poängteras att H&M och Gant kan tyckas uppvisa den kombinationen av affärsrisk och kapitalstruktur som enligt Wards teori förespråkas. Som en avrundning av de olika resonemangen kan man alltså säga att branschurvalet utgörs av företag som har en trots allt liknande verksamhet om än i olika storlekar, men där skuldsättningen ändå varierar mycket. Det positiva sambandet mellan skuldsättningen och affärsrisken kan inte heller med en djupgående analys av affärsrisken avfärdas eller ge grund för att ett annat samband skulle vara mer korrekt.

5.4 Wards teori, en utopi?

Efter att först kritiskt ha ställt sig frågan om det utifrån utförd undersökning går att dra slutsatser och finna ett samband mellan faktorer, vidgade vi föreställningen och invände mot affärsrisken som mått. Problemen, anser vi, är högst relevanta för att allmänt sett kunna granska utfallet och slutligen, om möjlighet ges, kunna registrera och fastslå något. Vad som kvarstår är dock den sista och kanske viktigaste frågan, nämligen den om det överhuvudtaget existerar något samband inom branscherna vilket testet till viss del antyder, eller om Wards teori till stora delar bara är en utopi?

Situationen för företag i stort har sedan 1963, då MM presenterade sina teorier om kapitalstruktur, förändrats avsevärt. Konkurrensen lär idag till exempel vara betydligt tuffare då marknaden öppnat sig internationellt. Skatter, politik och kapitalmarknad har också de förändrats. Världen har överhuvudtaget blivit mindre och idag är alla länder, börser och företag sammankopplade i ett komplicerat nät där alla påverkar alla. Även om vi inte, utifrån utförd undersökning, med säkerhet kan konstatera någon klar och direkt inverkan av de faktorer som avhandlades i kapitel tre är den teoretiska referensramen ändock mycket relevant och av högst central betydelse för uppsatsen.

⁹² Hamberg (2001)

Det Västeråsbaseade konsultföretaget Level Twentyones⁹³ verksamhet vittnar också om teorins inflytande i det verkliga företagslivet då de som en av sina tjänster erbjuder vad de kallar modularisering. Servicen innebär att ägarvärdet, genom reglering av skuldsättningsgraden, maximeras. Upplägget är snarlikt denna uppsats teoretiska utgångspunkt med MM som grund och där skuldsättningsgraden sätts i relation till affärsrisken, vilken ses som ”en funktion av hur stor variationen är i ett företags intjäningsförmåga och resultat”⁹⁴. Dessutom används samma kvalitativa variabler som i denna uppsats för att ”bedöma och belysa ett företags affärsrisk”⁹⁵. Level Twentyone har egentligen ingenting att göra med detta arbetes utformande av vare sig metod, teori eller empiri men bevisar mycket intressant att MM:s propositioner i realiteten används och inte bara är en teori för läroböckerna. Därmed, tycker vi, borde de ha inverkan på undersökta företags val av kapitalstruktur i stort.

När MM introducerade sin första proposition 1958 var skatter utelämnade. När dessa sedan inkluderades förändrades teorin radikalt då en skattesköld innebar att för varje krona lånat kapital som adderades, steg värdet på företaget. Frågan blir därmed vilken effekt skatter kan tänkas ha på företagets skuldsättningsgrad. Begripligt nog är detta komplicerat att svara på endast med utgångspunkt i uppsatsens empiri. Till syvende och sist handlar det egentligen om vilken inverkan kapitalstrukturteorin i stort har på de beslutsfattare vilka avgör skuldsättningsgraden i företagen, då skatteskölden är den faktor som ökar ägarvärdet vid hög belåning. Att döma av den omfattande forskning som under ett halvt sekel bedrivits och de resultat funna vore det därmed besynnerligt om skatten inte hade en effekt. Troligt är dock att påverkan med åren minskats då skattenivåerna idag är lägre än de varit historiskt. Räntan, som är avdragsgill och därmed innebär själva motorn i skatteskölden, är också idag generellt lägre än den var till exempel på 80-talet. Vilken skillnad i påverkan som föreligger de tre branscherna emellan låter vi dock vara osagt.

Vad gäller övriga teorier rörande kapitalstruktur vilka sett utifrån belåningsgrad är begränsande i sin karaktär, tycks något klarare mönster gällande de tre studerade branscherna kunna skönjas. För det första har det kunnat konstateras att IT-branschen har den generellt högsta affärsrisken till följd av främst sin ungdom samt sin verksamhetskaraktär. En stor del av företagen har som strategi att utveckla och marknadsföra produkter och tjänster vilka är smala och nischade. En övervägande del av dessa bolag har också visat historiskt ett stort antal förlustår. Om vi utifrån

⁹³ Level Twentyone (2007)

⁹⁴ Level Twentyone (2007)

⁹⁵ Ibid

plottningsdiagrammet utgår från de tre företagen med högst skuldsättning, nämligen Mobyson, Digital Vision och Pricer, uppvisar alla dessa i princip bara förlustår sedan börsintroduktionen. En kvalificerad gissning och slutsats är att dessa bolag agerat utefter pecking-order-teorin, dvs. anskaffat kapital efter en turordningslista som följer en linje av minsta motstånd. Detta betyder att för nya investeringar och för behov av kapital i stort prioriteras i första hand internt genererade medel, varefter upptagande av lån kommer på andra plats och nyemission på tredje. Detta handlande sker även vid hög affärsrisk vilket vi, utifrån diagrammet samt den kvalitativa bedömningen, kan se här är fallet. Eftersom inga internt genererande medel alstrats de senaste åren blir därmed lån en naturlig källa till kapitalanskaffning vilket förklarar företagets position i diagrammet samt den positiva korrelationen.

Företagen Precise Biometrics samt Fingerprint tillhör även de den grupp i IT-branschen vilka agerar på marknader med högst osäkert utfall vilket gör att affärsrisken är hög. Detta kan även utläsas ur den kvantitativa undersökningen. Att döma av deras verksamheter inom biometrisk identifiering kan de bedömas som forskningsbolag. Denna typ av företag har generellt en låg skuldsättningsgrad pga. en extrem osäkerhet kring framtida intäkter vilken därmed skulle kunna vara en förklaring till den låga skuldsättningen.

Att just pecking-order ovan applicerats på IT-branschen betyder inte att teorin endast har relevans där. Förmodligen har teorin, tillsammans med financial distress och agentkostnader istället en relativt stor inverkan på företagsvärlden och dess kapitalstrukturbeslut generellt. Att som nämnts tidigare, utifrån endast uppsatsens empiri absolut konstatera något vore dock fel. Vi kan därmed endast genomföra kvalificerade resonemang och därigenom istället för svar, ge upphov till frågor. Att väcka sådana anser vi dock, utifrån syftet, är minst lika viktigt som att generera svar.

Existerar då något samband mellan affärsrisk och skuldsättningsgrad och har därigenom kapitalstrukturteorin relevans eller är Wards modell bara en utopi? Som sagts innan går mönster av samband att skönja, positiva som negativa. Något konstaterande går dock ej att göra men logiskt vore att skogsbranschens negativa och enligt Wards teori korrekta utfall, kan härröras till företagets generellt höga mognadsgrad, samt extrema konjunkturlänslighet och makrofaktorberoende. Med tiden kan man därmed ha lärt sig hur man i skeden av lågkonjunktur brukar drabbas. Pecking-order, agentkostnader och inte minst financial distress vilken som teori innefattar en generell rädsla för hög skuldsättning, kan därmed för skogsindustrin ha

en begränsad inverkan i jämförelse med övriga branscher då osäkerheten om framtiden är relativt låg. Trots hög konkurrens, starkt råvaruprisberoende etc. har historisk erfarenhet betytt att man vet hur påverkan har för vana att te sig både positivt och negativt av olika faktorer. Detta innebär att man kan maximera ägarvärdet med hjälp av hävstångseffekten och därigenom skuldsätta sig vid låg affärsrisk och vice versa.

Att resultaten i mätningen av sambandet mellan affärsrisk och skuldsättning skulle vara en produkt av mer eller mindre tillfälligheter och att därmed Wards teori inte har någon relevans finns även förnuftsensliga belägg för. Kanske det är så att företagen generellt strävar efter en förutbestämd proportion skulder oavsett grad av affärsrisk? Det kan också finnas skäl till att man har som mål att inneha så mycket eget kapital som möjligt då skulder i många fall ses som något ont. Tillämpbar är här i högsta grad agentteorin och asymmetrisk information. Slutligen kan det vara så att inget uttalat mål eller strategi föreligger och att kapitalstrukturen därmed negligeras. Rosen, Maranon och Cadjo⁹⁶ bekräftar också ovan diskussion i sin kandidatuppsats. Kvalitativa intervjuer har här gjorts med finansiella beslutsfattare inom ett antal företag, bland annat H&M, Claes Ohlson samt Rottneros. Generellt verkar det i företagen här som att skatteskölden vid belåning helt åsidosätts samtidigt som inställningen att låg skuldsättningsgrad ses som positivt då handlingsfrihet, oberoende samt flexibilitet premieras. Med anledning av det diffusa resultatet i detaljhandeln samt även inom IT kan i och med detta Wards modell påstås som ej tillämplig för företagen då andra faktorer och preferenser istället verkar ha en mer betydande roll och effekt på kapitalstrukturen.

5.5 Andra faktors påverkan

Denna uppsats har uteslutande ägnats åt att undersöka affärsrisken samt dess presumtiva samband med skuldsättningsgraden. Alla resonemang samt eventuella slutsatser är därmed baserade på dessa två variabler. Att andra faktorer påverkar valet av kapitalstruktur är vi dock fullständigt medvetna om och även om syftet för arbetet inte medger det, bör ändå vissa av dessa kommenteras, speciellt i rådande situation där ej några signifikanta resultat kunnat påvisas.

Bland finansiella ekonomer och forskare verkar samförstånd gällande vissa bestämmande faktors påverkan på kapitalstrukturen (determinants of capital structure) finnas. Flertalet undersökningar har visat att skuldsättningsgraden ökar med

⁹⁶ Von Rosen, Gomez Garcia Maranon & Cadjo (2003)

fasta tillgångar, skatteskuld samt företagsstorlek. På samma sätt har tester visat att skuldsättningsgraden minskar med volatilitet (affärsrisk), marknadsföringsutgifter samt lönsamhet.⁹⁷

Vid närmare granskning av vår studies utfall kan tydligt skönjas att ovanstående faktorer i allra högsta grad troligen har en viss påverkan. Skogsbranschen har exempelvis en genomgående ganska hög skuldsättning och samtidigt en låg spridning i denna. Då företagens verksamheter innebär relativt stora fasta tillgångar kan detta vara en förklaring till att mer lån innehåses. Tillgångarna kan därmed ställas som säkerhet. Storleken på bolagen kan även de här vara en förklarande faktor då SCA och Stora Enso befinner sig högst upp i skuldsättningsrangen.

Att lönsamheten är en faktor vilken tillsammans med skuldsättningsgraden utgör ett negativt samband tycker vi också kunna se tydliga tecken på. I detaljhandeln har till exempel H&M lägst skuldsättning och högst lönsamhet medan Wedins har högst skuldsättning tillsammans med lägst lönsamhet. Detta kan därmed vara en starkt bidragande orsak och rent utav en förklaring till att utfallet ser ut som det gör och att därmed Wards teori på denna bransch i stort kan förkastas.

Till sist skall också tilläggas samt upprepas att det Wards modell till trots ändå uppvisats motstridiga resultat tidigare gällande sambandet affärsrisk och skuldsättning emellan. Kale, Noe och Ramirez⁹⁸ fann exempelvis ett U-format förhållande där sambandet först var negativt, men sedan vände och blev positivt. Ghosh, Cai och Li⁹⁹ påvisade dock det totalt motsatta resultatet, vilket innebar att ett oförenligt utfall som i denna uppsats uppvisats egentligen inte är onormalt och att författare av större akademisk tyngd även de brottats med likartade problem.

⁹⁷ Ghosh, Cai & Li (2000)

⁹⁸ Kale, Noe & Ramirez G (1991)

⁹⁹ Ghosh, Cai & Li (2000)

6 RESULTAT

I kapitlet sammanställs de slutsatser som utifrån undersökningen och den påföljande analysen kunnat konstateras. Återkoppling till arbetets problemställning och syfte fullbordas därmed. Utifrån resultaten formuleras även propositioner till vidare forskning.

Avsikten med uppsatsen har varit att undersöka sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur inom tre olika branscher. Affärsrisken har definierats som variationen i räntabiliteten på totalt kapital, men då teorin medger att denna spridning föränleds av vidare faktorer har affärsrisken även analyserats utifrån en kvalitativ ansats i syfte att ge en djupare förklaring för det eventuella sambandet. Kapitalstrukturen har genomgående preciserats som skuldsättningsgraden, dvs. proportionen skulder och eget kapital emellan.

Skogsbranschen

Studiens visar att sambandet inom skogsbranschen är negativt vilket betyder att hög affärsrisk kombineras med låg skuldsättning och vice versa. Branschen följer därmed den teoretiska referensramen utifrån Wards modell. Resultatet är ej signifikant, men genom en relativt hög korrelationskoefficient, ändock trovärdigt. Utfallet bedöms kunna härröras till främst den stora enhetligheten mellan företagen där visserligen specialisering på mer specifika verksamhetsområden gjorts, men där skogen ändå står som gemensam råvara. Branschen bedöms utifrån variabeln marknadsbild vara hårt konkurrensutsatt samt extremt konjunkturkänslig då makrofaktorberoende i form av dollar- samt råvarupriser är starkt påverkande. Den generellt höga mognadsgrad som råder har dock gjort att starkare förutsägbarhet existerar. Erfarenheten av hur man drabbas i skeden av lågkonjunktur bedöms därmed innebära att financial distress och övriga modeller innefattande rädsla för skuldsättning har en begränsad inverkan jämförelsevis andra branscher. Slutsatsen att ägarvärde till viss del maximeras genom

anpassning av skuldsättning efter affärsrisken gäller därmed, men insikten finns också att andra faktorer såsom företagsstorlek och fasta tillgångar även de påverkar.

IT-branschen

Undersökningen av IT-branschen påvisar ett relativt svagt positivt samband mellan affärsrisk och skuldsättning, vilket gör att maximering av ägarvärdet genom Wards modell inte tycks föreligga. Trots att urval och indelning gjorts av IT-relaterade företag förefaller branschen vara av en starkt o-homogen karaktär. Detta uppskattas ha haft stor betydelse för utfallet och har resulterat i en svårtolkad bedömning av sambandet. De relativt unga företagen i branschen uppvisar en generellt hög affärsrisk, där framförallt en osäkerhet om framtiden i form av när användarskiften av respektive produktområde kommer att ske, råder. Med andra ord är anpassningen till den tekniska utvecklingen en kritisk faktor där företagen genom deras respektive specialiseringar i slutändan har enskilt isolerade preferenser gällande kapitalstrukturen. Wards teoretiska samband kan därför här anses ha minimalt inflytande där snarare andra faktorer och beteenden i form av pecking-order bedöms vara mer representativa till en förklaring av branschens skuldsättning.

Detaljhandelsbranschen

Även för detaljhandelsbranschen har ett positivt samband kunnat urskiljas vilket motsätter sig den grundläggande teorin. Resultatet är dock, liksom för IT, relativt svagt och ej signifikant. Detaljhandeln utgör en intressant bransch då den kan betraktas som relativt homogen samt med specifika delar av affärsrisken som delas av en majoritet av företagen såsom modeaspekten och konjunkturkänsligheten. Spridningen i kapitalstrukturen mellan företagen är dock mycket hög, vilket resulterat i den positiva korrelationen. Ett sådant samband är emellertid inte logiskt försvarbart, då företag sannolikt inte har som strävan efter att kombinera hög affärsrisk med hög skuldsättning. Utfallet bör därmed ses som ett resultat grundat på andra faktorer än affärsrisken, såsom lönsamhet vilket sets tydliga indikationer på.

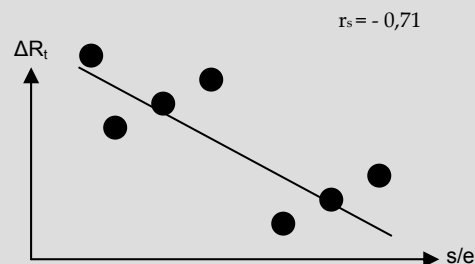
I syfte att ytterligare sammanfatta samt tydliggöra resultatet har en modell alstrats nedan. Då området dock är så märkbart mångfacetterat och möjligt att analysera utifrån vitt spridda perspektiv måste det påpekas att grova avskalningar och förenklingar gjorts.

Skogsbranschen

Beskrivning & risker

Utmärkande för skogsbranschen är att den verksamhetsmässigt uppvisar en hög grad av homogenitet, men där företagens storlek kraftigt varierar. Hård konkurrens bidrar till att stordriftsfördelar i slutändan blir till fördel, men där konjunkturkänsligheten av alla företagen delas som den absoluta riskfaktorn.

Resultat



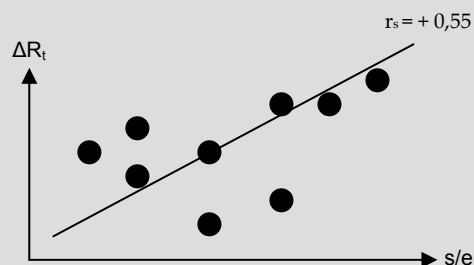
Ett enligt teorin optimalt samband med låg affärsrisk och hög skuldsättningsgrad kan ses. Förklaringen tros ligga i att branschen är mogen och homogen som i sin tur leder till att förutsägbarhet existerar om hur branschen drabbas av dess mest inflytelserika riskfaktor. Ett motiv för att anpassa skuldsättningsgraden efter affärsrisken och därmed öka ägarvärdet finns således.

IT-branschen

Beskrivning & risker

IT-företagen utgör en bred och ung bransch som inbegriper olika verksamhetstyper. En svag gruppering är dock synbar vilket resulterar i en diversifiering gällande avgörande typer av riskfaktorer. Gemensamt är att branschen har en hög affärsrisknivå, med anpassning till teknisk utveckling och personal som mest tongivande omständligheter.

Resultat



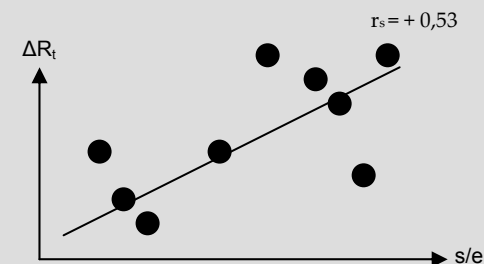
Ett svagt positivt samband utläses, vilket går i motsats till det enligt teorin förväntade negativa. Urvalets ej enhetliga mönster gör att sambandet trots analysen är svårtolkat, men där tendenser till att företagens enskilt isolerade preferenser genom deras specialiseringar bestämmer kapitalstrukturen. Resonemang kring teorin om pecking-order bör därför vara mer rättvisande.

Detaljhandeln

Beskrivning & risker

Företagen inom detaljhandeln står verksamhetsmässigt nära varandra, men där en viktig indelning kring risken relaterat till modeaspekten måste göras. Konjunkturkänslighet är dock, likt skogsbranschen, högst avgörande, men här i form av hushållens köpbägenhet samt deras disponibla inkomstnivåer.

Resultat



Trots en tydligare homogenitet än IT-branschen får vi ett snarlikt resultat som motsätter sig det teoretiskt negativa sambandet. En anmärkningsvärd variation gällande skuldsättningsgraden hos företagen är synlig. Så är också ett mönster kring att skuldsättningsgraden tenderar minska när lönsamheten förbättras. Andra faktorer än affärsrisken bedöms därmed ha större inflytande på kapitalstrukturen.

6.1 Wards modell, ej implementerbar?

Utifrån redovisningen av undersökningens utfall ovan kan konstateras att inga signifikanta resultat beträffande sambandet mellan affärsrisk och kapitalstruktur inom de tre analyserade branscher kunnat påvisas. Som nämnts i tidigare avsnitt av uppsatsen kan detta bero på studiens metodologiska utformande med små urval etc. Vi anser dock kunna konstatera med insamlad både kvantitativ och kvalitativ empiri som grund att skillnader branscher emellan föreligger. Skogsbranschen följer teorin, medan IT samt detaljhandeln inte gör det. Detta ter sig dock inte särdeles egendomligt i enlighet med tidigare utförd forskning vilken också den påvisat motsägande resultat.

Efter utförd analys, samt analogt med tidigare studier, har kunnat konstateras att ett flertal faktorer med stor sannolikhet har inflytande på hur kapitalstrukturen utformas. Att isolerat belysa och undersöka affärsrisken som en förklaring till skuldsättningen anses därmed inte vara att föredra. Wards modell blir med detta inte generellt implementerbar utan måste studeras i en kontext där övriga faktorer även de behandlas. Med intentionen att förstärka detta budskap upprepas Myers träffande uttalande från 1984¹⁰⁰:

”...full description of corporate financing and investment behaviour will no doubt require telling several stories at ones.”

6.2 Avslutande diskussion och vidare studier

Undersökningens resultat som framkommit med ursprung i den kvantitativa metoden via diskussionen i analyskapitlet, har nu genom ovanstående och sammanfattande figur klargjorts. För att på ett korrekt sätt dock förstå utfallen som vid en första anblick genom diagrammen kan verka uppenbara, är de resonemang som förts i just analysen av minst lika stor vikt och ska inte förbises. Sammanfattat kan man säga att tankegångarna utgår från att vi närmast oss en problemställning, där en teori legat till grund, för att visa på ett samband mellan två stora områden, som operationaliserats genom av oss bestämda metoder. Undersökningen har gett en inblick i den komplicerade bilden kring kapitalstruktur och affärsrisk. Ett resultat i sig, och för läsaren viktigt att ha i åtanke, är även att problemställningar inom detta ämne kan formuleras och analyseras genom olika synvinklar, som alla på ett sätt förklarar möjliga relationer. Avsaknaden av dessa synvinklar gör att en helhetsbild omöjligen kan uppstå.

¹⁰⁰ Ryen, Vasconcellos & Kish (1997), s. 42

Ett underbyggt syfte med denna uppsats var därmed även att bidra till en komplett sådan. Vem som kan säga när en helhetsbild skulle kunna vara fulländad återstår dock ännu att se. Denna fråga leder oss därmed vidare till en minst lika viktig diskussion gällande förslag på hur vidare studier kan gestaltas.

I och med uppsatsens varierande utfall skulle det vara givande att växla betraktelseperspektiv från utsida till insida och därmed kvalitativt kartlägga hur skuldsättningsgraden i praktiken sätts. Ett utifrånperspektiv kan inte bedömas som helt optimalt för att kunna ge en full förståelse för hur kapitalstrukturen bestäms och även vilka faktorer som påverkar. Resultatet av undersökningen har visserligen gett oss en viktig extern synvinkel, men för att komplettera krävs en analys inifrån. Intressant skulle också vara att utföra denna studie enbart utifrån skog-, IT-, eller detaljhandelsbranschen i syfte att ytterligare fördjupa förståelsen. En strikt kvalitativ metod i form av intervjuer och enkäter bedöms då vara tillämplig.

En bred ingång som öppnar för många andra alternativ är även kvalitativa metoder generellt, då det tycks föreligga en viss förkärlek kring kvantitativa metoder gällande detta område. Analysen har också till viss del givit oss insikten att övriga faktorer förutom affärsrisken i många fall har en betydande inverkan på valet av kapitalstruktur. Att på olika tänkbara sätt utröna vilka faktorer som har högst effekt på kapitalstrukturen i undersökningens tre branscher och varför är även intresseväckande frågor vilka i vidare undersökningar man närmare skulle kunna studera.

KÄLLFÖRTECKNING

Publicerade källor

- Arnold, G. (2002) *Corporate Financial Management 2nd edition*. Edinburgh Gate: Prentice Hall.
- Banarjee, S., Heshmati, A., Wihlborg, C. (1999) *The Dynamics of Capital Structure*. SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance. No. 333.
- Bertmar, L. & Molin, G. (1977) *Kapitaltillväxt, kapitalstruktur och räntabilitet*. Stockholm: EFI.
- Brealey, R.A. & Myers, S.C. (1991) *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Bryman, A. & Bell, E. (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder, 1 uppl.* Malmö: Liber Ekonomi. Översättning: Björn Nilsson.
- Bodie, ZVI. & Merton, R. (2000) *Finance*. New Jersey: Prentice Hall.
- Brodin, B., Lundkvist, L., Sjöstrand, S-E., & Östman, L. (2000) *Koncernchefen och ägarna*. Stockholm: EFI, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Fama, E.F. (1980) "Agency Problems and Theory of the Firm". *The Journal of Political Economy*. Vol. 88, No. 2: 288-207.
- Ghosh, A., Cai, F. & Li, W. (2000) "The Determinants of Capital Structure". *American Business Review*. Vol. 18, No. 2: 129-132.
- Grundy, T. & Ward, K. (1996) "Developing Financial Strategies- A Comprehensive Model". *Strategic Business Finance. Using Finance for Strategic Advantage*. London: Kogan Page Limited.
- Hallgren, Ö., Bernhult, E. & Älgevik, L-G. (1988) *Räcker Vinsten?*. Uppsala: Mekanförbundets Förlag.
- Hamberg, M. (2001) *Strategic Financial Decisions*. Malmö: Liber Abstrakt.
- Harris, M. & Raviv, R. (1991) "The Theory of Capital Structure". *The Journal of Finance*. Vol. 46, No. 1: 297-349.

- Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005) *Företagets lönsambet, finansiering och tillväxt, 3 uppl.* Lund: Studentlitteratur.
- Kale, J.R., Noe, T.H. & Ramirez, G.G. (1991) "The Effect on Business Risk on Corporate Capital Structure: Theory and Evidence". *The Journal of Finance*. Vol. 46, No. 5: 1693-1715.
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2002) *Praktisk statistik, 3 uppl.* Lund: Studentlitteratur.
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2006) *Statistisk dataanalys, 4 uppl.* Lund: Studentlitteratur.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*. Vol. 48, No. 3: 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *The American Economic Review*. Vol. 53, No. 3: 433-443.
- Myers, S.C. (1977) "Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, No. 2: 147-175.
- Myers, S.C. (1984) "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*. Vol. 39, No. 3: 575-592.
- Patel, R. & Davidson, B. (2003) *Forskningsmetodikens grunder, 3 uppl.* Lund: Studentlitteratur.
- Porter, M.E. (1996) "What is strategy?". *Harvard Business Review*. Vol. 74, No. 6: 61-79.
- Ryen, G.T., Vasconcellos, G.M. & Kish, R.J. (1997) "Capital structure decisions: What have we learned?". *Business Horizons*. Vol. 40, No. 5: 41-50.

Elektroniska källor

- Datamonitor: "Apparel Retail in Sweden". Ref. code. 0181-2005. Publ. date: August 2007.
- Level Twentyone (2007): <http://level21.se>, samt information on modularisering, <http://www.level21.se/docs/Level%2021%20%20Kapitaleffektivitet%20&%20Modularisering.pdf>. Hämtat 2008-01-04.
- OMXGroup (2007): http://www.omxgroup.com/nordicexchange/priceinformation/shares?sector=cons_disc. Hämtat 2007-11-22.
- Konjunkturinstitutet (2007): "Konjunkturbarometern november 2007". <http://www.konj.se>. Hämtat 2007-12-07.

Malmqvist, Mattias (2007): "It-branschen styr ekonomin".
<http://computersweden.idg.se/2.2683/1.99944>. Hämtat 2007-11-10.

Rolander, D. (2007): "Prima virke i Holmen trots ljumma utsikter"
<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Analyser/Analys-Prima-virke-i-Holmen-trots-ljumma-utsikter/>. Hämtat 2008-01-09.

Skogsindustrierna: <http://www.skogsindustrierna.org>. Hämtat 2007-11-25.

Swedbank (2007): "Swedbanks månadsbrev november 2007".
<http://www.swedbank.se/sst/www/inf/out/fil/0,489633,00.pdf>. Hämtat 2007-12-05.

Thomson Datastream (2007): <http://www.datastream.com/>. Hämtat 2007-11-29.

Öhman, J-E. (2007): "Tecken på inbromsning"
<http://ekonominyheterna.se/va/magasin/2007/47/tecken-pa-inbromsning/index.xml>. Hämtat 2007-12-05.

Uppsatser

Englén, C., Johansson, T. & Ögren, S. (2007) "Affärstriskens påverkan på kapitalstrukturen". Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet.

Von Rosen, A., Gomez Garcia Maranon, A. & Cadjo, D. (2003) "Kapitalstruktur - En studie av sex självfinansierade börsbolag". Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet.

Årsredovisningar

Skog

Bergs Timber, 2006/2007

Billerud, 2006

Holmen, 2006

Rörvik Timber, 2006

Rottneros, 2006

SCA, 2006

Stora Enso, 2006

IT

AudioDev, 2006

Beijer Electronics, 2004

Digital Vision, 2006
Elektronikgruppen, 2006
Fingerprint Cards, 2006
Mobyson, 2006
Precise Biometrics, 2006
Pricer, 2006
Scribona, 2006

Detaljhandel

Claes Ohlson, 2005/2006 och 2006/2007
Gant Company, 2006
Hemtex, 2006/2007
Hennes & Mauritz, 2006
KappAhl, 2006/2007
Lindex, 2006/2007
Mekonomen, 2006
RNB (Retail and Brands), 2006/2007
Wedins Skor & Accessorier, 2002 och 2006/2007

Bilaga 1

Företagsbeskrivningar¹⁰¹

Skog

Timber Bergs

Bergskoncernen producerar och säljer sågade och vidareförädlade trävaror med fokus på kundanpassning. Produktionen sker i tre sågverksanläggningar, belägna i Mörlunda, Orrefors och Järforsen.

Billerud

Billerud tillverkar och marknadsför förpackningspapper i form av kraftpapper och wellravaror samt pappersmassa. Inom vissa segment av kraft- och säckpapper är Billerud ledande producent i Europa. Även inom wellravaror och massa är företaget en etablerad aktör, främst i Europa.

Holmen

Holmens huvudproduktområden är tidnings- och journalpapper för tidningar, tidskrifter, kataloger och reklam. Bolaget producerar även kartong för konsumentförpackningar och grafiska ändamål.

Rörvik Timber

Rörvik Timber bedriver sin huvudverksamhet inom sågade trävaror främst i Norden och norra Europa. Försäljningen sker både i Sverige och utomlands.

Rottneros

Rottneros producerar avsalumassa, det vill säga pappersmassa som säljs på den öppna marknaden. Inriktningen ligger på pappers- och kartongindustrin samt flera specialiserade nischmarknader.

SCA

SCA är ett internationellt konsumentvaru- och pappersföretag med produktion av bl a. hygienartiklar, förpackningslösningar och tryckpapper. Försäljningen sker dels under egna varumärken dels under kända märken som Tena, Edet och Libresse.

Stora Enso

Stora Enso är en integrerad skogsindustrikoncern med tillverkning av journalpapper, tidningspapper, finpapper och förpackningskartong. Bolaget driver även en omfattande sågverksrörelse. Stora Enso har fabriker i Europa, Nord- och Sydamerika och Asien.

IT

AudioDev

AudioDev är ett teknologiföretag som tillverkar testutrustning för optiska media såsom CD och DVD. AudioDevs produkter säljs under varumärkena CATS och Go!.

¹⁰¹ Sammanställt genom direkt citerad information från affärsvärlden.se samt di.se

Beijer Electronics

Beijer Electronics är ett utvecklings- och agenturföretag inom industriautomation med produkter och tjänster med teknik- och IT-innehåll och som marknadsförs och säljs såväl på hemmamarknaden som globalt.

Digital Vision

Digital Vision erbjuder produkter till professionella kunder inom film/video, multimedia och distribution av digital-TV. Verksamheten utgörs av utveckling, tillverkning, försäljning och support av system för digital bildbehandling och pre-mastering samt transmissionsutrustning för HDTV och standard-digital-TV.

Eletronikgruppen

Elektronikgruppen är en nordisk leverantör av högförädlade elektronikkomponenter och system inom utvalda marknadssegment.

Fingerprint Cards

Fingerprint Cards är ett teknikföretag vars grundläggande affärsidé är att inom ramen för ett flexibelt licensupplägg leverera såväl komponenter som kompletta system av fingertekniken till marknaden.

Mobyson

Mobyson är verksamt på den nordiska telekommarknaden. Företaget erbjuder allt från distribution och logistik till konsument- och företagslösningar, med fokus på tjänster och produkter inom mobiltelefoni och mobil teknologi.

Precise Biometrics

Precise Biometrics marknadsför egenutvecklade produkter för biometrisk identifiering genom fingeravtryck. Produkterna ersätter PIN-koder, lösenord och passerkort i applikationer inom IT, telekom och inpasseringssystem.

Pricer

Pricer erbjuder integrerade IT-lösningar, bestående av elektroniska pris- och informationssystem, så kallade ESL-system (Electronic Shelf Label). Verksamheten går ut på att vidareutveckla, tillverka och marknadsföra ESL-system.

Scribona

Scribona erbjuder återförsäljare, slutkunder och leverantörer IT-produktförsörjning, e-handel och kompletterande tjänster. Kunderna består av återförsäljare i Norden. Inom vissa divisioner sker även direktförsäljning till företag och organisationer.

Detaljhandel

Clas Ohlson

Clas Ohlson är ett handelsföretag vars affärsidé är att sälja gör det själv-artiklar till konkurrenskraftiga priser i butiker och via postorder och internet. Företaget har själv ingen produktion och inga patent utan all försäljning är vidareförsäljning av inköpta varor.

Gant

Gant är ett svenskt företag som driver och utvecklar ett internationellt livsstilsvarumärke med rötter i den amerikanska östkustens lediga kläd- och livsstil, där varumärket etablerades år 1949. Idag säljs Gant i cirka 70 länder genom fristående Gant-butiker samt utvalda återförsäljare.

Hemtex

Hemtex är en av Nordens ledande hemtextilkedja med runt 150 butiker, i Sverige, Danmark, Finland och Norge. Av de svenska butikerna ägs en del av Hemtexkoncernen och en del av franchiseföretag.

Hennes & Mauritz

Hennes & Mauritz's affärsidé är att erbjuda mode och kvalitet till bästa pris. Produkterna säljs via detaljhandel samt via postorder- och internethandel under varumärket H&M Rowells i Norden.

KappAhl

KappAhl säljer dam-, herr- och barnkläder i drygt 250 butiker i Sverige, Norge, Finland och Polen. Affärsidén är att erbjuda prisvärt mode för många människor. Den främsta målgruppen är kvinnor över 30 år med man och barn.

Lindex

Lindex är en butikskedja som säljer damkonfektion, damunderkläder och barnkläder. Bolaget säljer även kosmetik, kroppsvårds- och hälsoprodukter i vissa butiker i Sverige och Norge.

Mekonomen

Mekonomen är en bildelskedja och erbjuder bilverkstäder samt enskilda bilägare ett brett sortiment av bilreservdelar och biltillbehör. Verksamheten har både grossistverksamhet och detaljhandelsverksamhet.

RNB

RNB är indelat i två verksamhetsområden - Polarn O. Pyret och en distributionsplattform för nationella och internationella varumärken. Polarn O. Pyret är ett varumärke med inriktning på baby- och barnkläder. Distributionsplattformen består av de två huvudområdena Varuhus och Butikskoncept. Varuhusverksamheten bedrivs genom butiker på varuhusen NK och Steen & Ström. Butikskoncepten består av JC, J-Store samt Brothers och Sisters.

Wedins skor & Accessoarer

Wedins Skor & Accessoarer driver sko- och accessoarfackkedjor i Norden, där Sverige står för den klart största försäljningen, därefter kommer Norge och sedan övriga Norden. Verksamheten är indelat i 3 produktområden: Rizzo, Wedins – Skor samt Wedins – Accessoarer.

Bilaga 2

Affärsriskbedömning, ett exempel

SCA¹⁰²

Konjunkturkänslighet

Vid den annars konjunkturkänsliga skogsbranschen avviker SCA i beteende, då de skiljer sig från de andra skogsföretagen i dess produktdiversifiering. SCA är inte ett renodlat skogsföretag utan kopplas samman med ett konsumentvaruföretag. Konjunktur-känsligheten jämfört med andra företag i branschen blir därmed svagare. Den stora verksamhetspridningen över världen bidrar även till ökad parering av konjunkturcykler.

Anpassning till teknisk utveckling

De produkter SCA säljer klassas som dagligvaror, vilka har långa livscyklar. Teknisk utveckling skulle på långt sätt innebära en risk för SCA vid finlandet av substitut till papper/massa/förpackningar (långsiktigt). Tillverkningsprocesser domineras av effektivisering för att vinna konkurrensfördelar. Viktigt är att kunna utnyttja nya tekniska möjligheter.

Produkternas komplexitet

Skog och massaprodukter utgör en komplex tillverkningsprocess där produkterna i sig dock inte är avancerade. Tillverkningen kräver stora kapitalinsatser för att kunna produceras i den skala som gör de lönsamt. Därför är en av de större affärsriskerna för SCA och väldigt karakteristiskt för branschen vad de betalar för den höga nödvändiga energiförbrukningen. ”Även under kommande år kommer energiproblematiken att vara en av de största utmaningarna för SCA och branschen.”

Personal

Personalfaktorn utgör ingen direkt hög risk mer än den som generellt stora företag har om de inte lyckas attrahera för skogsbranschen kompetent personal. SCA omnämner i sin årsredovisning även att deras produktion måste vara och till stor del är flexibel för att möta efterfrågesvängningar eller nya krav hos kunder.

Leverantörer

SCA äger för sin produktion egen skog som kan anses bidra till en risksänkning i förhållande till andra företag inom branschen. Risken märks i form av kontrollaspekter man har kring bl.a. försörjningen och kostnaden framförallt långsiktigt.

¹⁰² All information och alla citat i bilagan är hämtade från SCA:s årsredovisning 2006

Kundstruktur

Jämfört med de andra företagen inom skogindustrin är SCA:s kunder väldigt spridda över branscher vilket är en riskfördel. Kunderna återfinns även över hela världen, med en koncentration på Storbritannien, Tyskland och USA. Dock ska det påpekas att de två branscherna för mjukpapper och förpackningar är starkt konkurrensutsatta. Kundstrukturen är väldigt speciell för SCA, då de är mer direkt konsumentorienterad än hos andra företagen inom branschen.

- *”Den hårdnande konkurrensen om konsumenternas uppmärksamhet kräver också djupare marknadsföringsinsikter. SCA genomdriver nu en stor förnyelse av sin varumärkesstrategi”*
- *”Detaljhandelskedjor och storförbrukare vill idag ha omfattande stöd från leverantörerna.”*

Marknadsbild

Den för SCA speciella kundstrukturen har även inflytande i marknadsbilden. Ökade satsningar på just konsumentinriktningen kommer även i framtiden att öka klyftan till klassiska skogsföretag. För skogsbranschen mer specifika marknadsrisker (gällande papper, förpackningar och träprodukter) består i att marknaden är mogen, kapitalintensiv och konkurrensutsatt. Konkurrensen är dock av speciell karaktär, då företagen överlappar varandra med sina förgreningar, men där alltid en specialisering inom en förgrening har skett för att vinna konkurrensfördelar.

Enligt årsredovisningen 2006 för SCA speciella marknadsrisker:

- **Personliga hygienprodukter**
De affärsmässiga riskerna inom Personliga hygienprodukter är främst relaterade till huvudkonkurrenternas positionering, utvecklingen inom detaljhandeln, samt kostnadsutvecklingen för råvaror.
- **Mjukpapper**
De affärsmässiga riskerna inom Mjukpapper är främst relaterade till konkurrensen inom detaljhandeln, kapacitetstillväxt från mindre konkurrenter samt kostnadsutvecklingen för pappersmassa, returpapper och energi. (Det svaga resultatet är främst en konsekvens av hård konkurrens inom Mjukpapper för konsumenter i Europa.)
- **Förpackningar**
De affärsmässiga riskerna inom Förpackningar är främst relaterade till den allmänna efterfrågan i Europa, kapacitetstillväxt från mindre konkurrenter samt kostnadsutvecklingen för returpapper och energi.
- **Skogsindustriprodukter**
De affärsmässiga riskerna inom Skogsindustriprodukter är främst relaterade till annonsmarknadens utveckling i Europa, förändringar i efterfråge- och utbudsbalansen samt kostnadsutvecklingen för skogsråvara, returpapper och energi.

Bilaga 3 - Data för korrelationsberäkning (företagsinformation hämtad från Thomson Datastream)

Detailhandel	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	år	med.Rt	sum. var.Rt	med. var.Rt	med. kap.strktr
Clas Ohlson																	
EBIT					76166	117111	176357	240354	332250	363700	426000	491400	8				
TOTAL ASSETS					351339	518412	652934	853521	1065384	1309400	1592700	1780100					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY					6,05	3,38	0	0	0	0	0	0					1,1788
RÄNTABILITET					0,2168	0,2259	0,2701	0,2816	0,3119	0,2778	0,2675	0,2761		0,2659	0,1784	0,0223	
Gant Company																	
EBIT						83295	59226	73576	78500	130300	202300	249500	7				
TOTAL ASSETS						804528	852639	778105	1020900	1041300	1248800	1198100					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY								61,33	120,59	1811,59	530,86	145					533,8740
RÄNTABILITET						0,1035	0,0695	0,0946	0,0769	0,1251	0,1620	0,2082		0,1200	0,2709	0,0387	
Hemtex																	
EBIT						-9866	-3795	17056	24104	54343	93982	181968	7				
TOTAL ASSETS						181773	201383	170308	181051	249172	354291	583210					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY									171,61	41,17	9,4	4,62					56,7000
RÄNTABILITET						-0,0543	-0,0188	0,1001	0,1331	0,2181	0,2653	0,3120		0,1365	0,7717	0,1102	
Mekonomen																	
EBIT						77255	79474	92374	150494	171084	159769	213230	8				
TOTAL ASSETS						572013	791647	823564	1267774	1404948	1503186	1590964	1641035				
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY						46,75	14,23	5,97	39,78	40,72	35,04	29,46					29,9625
RÄNTABILITET						0,1351	0,1004	0,1122	0,1187	0,1218	0,1063	0,1104		0,1168	0,0763	0,0095	
Lindex																	
EBIT	118234	154921	198684	242180	290772	329942	136031	300482	277709	30329	392572	601948	12				
TOTAL ASSETS	1294690	1249539	1304732	1579697	1757125	2164134	2320873	2269707	2011138	1731875	1803159	1580814					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	130,97	97,07	55,98	53,9	37,03	38,24	67,82	29,69	1,99	0,67	0,94	22,44					44,7283
RÄNTABILITET	0,0913	0,1240	0,1523	0,1533	0,1655	0,1525	0,0586	0,1324	0,1381	0,0175	0,2177	0,3808		0,1487	0,6601	0,0550	
KappAhl																	
EBIT					162100	166400	-190100	73800	122000	217600	172200	492600	8				
TOTAL ASSETS					961200	1971600	1954700	1730900	1223600	1734800	2745800	2756800					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY											598,84	388,99					493,9150
RÄNTABILITET					0,1686	0,0844	-0,0973	0,0426	0,0997	0,1254	0,0627	0,1787		0,0831	0,4825	0,0603	
Hennes & Mauritz																	
EBIT	1350200	1923100	2524600	3482000	4773300	4021000	5752900	8642100	9611500	11008500	13557100	15813000	12				
TOTAL ASSETS	5725600	7171700	8937300	11452900	14198200	15700400	20100290	25013090	25675390	28092290	33123890	35452990					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	1,14	0,9	0,72	0,55	0,42	0,35	0,56	0	0	0	0	0					0,3867
RÄNTABILITET	0,2358	0,2682	0,2825	0,3040	0,3362	0,2561	0,2862	0,3455	0,3743	0,3919	0,4093	0,4460		0,3280	0,6704	0,0559	
Rnb Retail and brands																	
EBIT						32922	-65178	27319	-37540	36587	47552	30406	7				
TOTAL ASSETS						309006	325242	361621	379699	321643	535621	2853892					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY						117,15	83,85	87,78	172,02	75,72	46,12	77,75					94,3414
RÄNTABILITET						0,1065	-0,2004	0,0755	-0,0989	0,1138	0,0888	0,0107		0,0137	0,6595	0,0942	
Wedins																	
EBIT			31951	32370	44280	45827	23327	-220300	-140191	-77581	-246935	-107214	10				
TOTAL ASSETS			281142	324639	692067	877598	835625	541648	557969	577622	537506	503493					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY			88,91	109,12	86,42	139,65	170,6	14906,88	311,51	458,75	529,39	57,29					1685,8520
RÄNTABILITET			0,1136	0,0997	0,0640	0,0522	0,0279	-0,4067	-0,2513	-0,1343	-0,4594	-0,2129		-0,1107	1,8221	0,1822	

Skog	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	år	med.Rt	sum. var.Rt	med. var.Rt	med. kap.strkr
Bergs Timber																	
EBIT	27405	5642	7672	1947	-1299	5791	-4160	-1898	8230	657	-639	42649	12				
TOTAL ASSETS	150936	147464	150496	152584	153519	204061	198985	201074	207213	223854	417333	443510					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	1,28	0	0	9,74	9,95	35,27	38,12	44,98	40,61	63,85	73,75	65,51					31,9217
RÄNTABILITET	0,1816	0,0383	0,0510	0,0128	-0,0085	0,0284	-0,0209	-0,0094	0,0397	0,0029	-0,0015	0,0962		0,0342	0,4714	0,0393	
Billerud																	
EBIT					93800	254200	1310000	1234000	1133000	796000	-187000	568000	8				
TOTAL ASSETS					11666200	3573400	6643000	6873000	6644000	7135000	7757000	8188000					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY					0	0	64,74	59,64	45,88	56,54	100,24	104,22					53,9075
RÄNTABILITET					0,0080	0,0711	0,1972	0,1795	0,1705	0,1116	-0,0241	0,0694		0,0979	0,5344	0,0668	
Holmen																	
EBIT	5928000	3341000	2295000	2594000	2543000	4404000	2496000	2743000	2360000	1853000	1982000	2317000	12				
TOTAL ASSETS	28743000	29276000	29702000	30434000	29172000	24394000	24744990	26772990	26062990	26262990	31862000	31786990					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	39,17	30,09	24,19	23,12	43,1	9,83	24,54	29,11	23,34	36,09	35,88	34,95					29,4508
RÄNTABILITET	0,2062	0,1141	0,0773	0,0852	0,0872	0,1805	0,1009	0,1025	0,0905	0,0706	0,0622	0,0729		0,1042	0,3767	0,0314	
Rottneros																	
EBIT	774425	-60699	-29990	126228	123000	901000	238000	89000	122000	-101000	-88000	0	12				
TOTAL ASSETS	2037092	1581495	1335899	1474233	2064000	2575000	2361000	2342000	2318000	2370000	2589000	2434000					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	11,7	10,1	0,31	3,85	22,35	0	0	0,47	2,8	15,37	36,44	34,28					11,4725
RÄNTABILITET	0,3802	-0,0384	-0,0224	0,0856	0,0596	0,3499	0,1008	0,0380	0,0526	-0,0426	-0,0340	0,0000		0,0774	1,2135	0,1011	
Rörvik Timber																	
EBIT		28859	46870	2400	17000	17000	-16300	9100	28300	14000	75100	108200	11				
TOTAL ASSETS		603671	682030	683600	722000	731700	639800	707500	767800	746900	1001900	1189100					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY		66,2	95,85	115,63	133,48	113,3	113,44	147,18	168,26	143,76	124,24	122,24					122,1436
RÄNTABILITET		0,0478	0,0687	0,0035	0,0235	0,0232	-0,0255	0,0129	0,0369	0,0187	0,0750	0,0910		0,0342	0,2971	0,0270	
Sca																	
EBIT	7121000	4838000	5752000	6550000	6779000	10179000	9837000	9264000	7928000	6081000	2110000	8589000	12				
TOTAL ASSETS	68130000	67994000	70704990	78372990	85214000	84026990	106788000	108960000	107199000	116443000	134228000	132826000					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	101,88	93,41	91,86	90,85	84,61	46,21	60,34	57,31	50,78	69,64	67,64	64,91					73,2867
RÄNTABILITET	0,1045	0,0712	0,0814	0,0836	0,0796	0,1211	0,0921	0,0850	0,0740	0,0522	0,0157	0,0647		0,0771	0,2154	0,0179	
Stora Enso																	
EBIT	531390	418014	358055	707853	1469800	1793800	1527700	-90000	459900	764200	-56700	790700	12				
TOTAL ASSETS	5065164	6529913	7013537	15405260	16028100	21311090	20530290	18161490	17930000	16400500	18022800	17386800					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	167,65	185,18	178,77	113,12	96,91	79,99	71,3	63,45	64,01	50,03	79,58	67,28					101,4392
RÄNTABILITET	0,1049	0,0640	0,0511	0,0459	0,0917	0,0842	0,0744	-0,0050	0,0256	0,0466	-0,0031	0,0455		0,0522	0,3169	0,0264	
IT																	
AudioDev																	
EBIT				-205	38808	62456	44752	21913	54246	41250	19923	-53113	9				
TOTAL ASSET				56272	110065	302889	316081	319383	357455	349478	333694	231874					
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY				135,53	35,26	0	0	0	0	0	0	0					18,9767
RÄNTABILITET				-0,0036	0,3526	0,2062	0,1416	0,0686	0,1518	0,1180	0,0597	-0,2291		0,0962	0,9784	0,1087	

Beijer Electronics																				
EBIT				34895	32646	41282	39668	39676	27529	46577	60939	117218	9							
TOTAL ASSET				129841	136132	164901	176110	200673	204973	226953	386589	458808							10,2211	
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY				8,81	9,26	0	0	0	0	0	43,38	30,54								
RÄNTABILITET				0,2688	0,2398	0,2503	0,2252	0,1977	0,1343	0,2052	0,1576	0,2555		0,2149	0,3298	0,0366				
Digital Vision																				
EBIT				6480	22104	-2324	-20604	-61410	-29358	-11865	-35435	-61195	-39317	9						
TOTAL ASSET				62287	84105	128807	106911	63817	49469	39613	22498	90404	92845							47,5233
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY				11,83	0	0	0	16,4	19,35	128,52	115,53	136,08								
RÄNTABILITET				0,1040	0,2628	-0,0180	-0,1927	-0,9623	-0,5935	-0,2995	-1,5750	-0,6769		-0,4235	-0,4861	4,2129	0,4681			
ElektronikGruppen																				
EBIT	35517	7389	33397	36599	32551	70145	40740	-31552	1457	29075	31245	42895	12							
TOTAL ASSET	163512	135656	170890	190430	216720	319853	322342	273937	259851	287326	327915	328779							2,0325	
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	14,95	5,39	0,05	1,52	0	0	0	0	0	0	1,96	0,52								
RÄNTABILITET	0,2172	0,0545	0,1954	0,1922	0,1502	0,2193	0,1264	-0,1152	0,0056	0,1012	0,0953	0,1305		0,1144	0,8611	0,0718				
Fingerprint Cards																				
EBIT						-17128	-20137	-35768	-28317	-20585	-21529	-17520	-19737	8						
TOTAL ASSET						36931	167589	130722	103949	81872	56413	61048	108428							0,4975
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY						3,98	0	0	0	0	0	0								
RÄNTABILITET						-0,4638	-0,1202	-0,2736	-0,2724	-0,2514	-0,3816	-0,2870		-0,1820	-0,2790	0,5908	0,0738			
Mobyson																				
EBIT				13107	2210	12507	-120768	-12035	-47939	-48153	-20513	-172892	-16094	10						
TOTAL ASSET				170685	166030	291511	27156	91842	46809	65927	248627	196977	185842							70,5890
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY				19,95	13,25	10,01	0	0	32,71	212,2	30,57	197,02	190,18							
RÄNTABILITET				0,0768	0,0133	0,0429	-4,4472	-0,1310	-1,0241	-0,7304	-0,0825	-0,8777		-0,0866	-0,7247	8,3616	0,8362			
Precise Biometrics																				
EBIT						-14608	-42962	-67108	-73416	-53923	-37976	-35265	-90053	8						
TOTAL ASSET						31348	175046	107851	87185	58376	80472	125689	126672							6,1350
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY						30,95	3	3,87	0,27	0	0	5,76	5,23							
RÄNTABILITET						-0,4660	-0,2454	-0,6222	-0,8421	-0,9237	-0,4719	-0,2806		-0,7109	-0,5704	1,6350	0,2044			
Pricer																				
EBIT	-80960	-218102	-214156	-750890	-212994	-302841	-38805	-45822	-56499	-51912	-36158	-45265	12							
TOTAL ASSET	336964	336084	1041690	576306	560560	214957	120395	127051	126876	153181	228409	494369							21,2500	
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	10,6	18,07	2,36	84,72	13,35	63,61	49,42	0	0	0	0,14	12,73								
RÄNTABILITET	-0,2403	-0,6490	-0,2056	-1,3029	-0,3800	-1,4088	-0,3223	-0,3607	-0,4453	-0,3389	-0,1583	-0,0916		-0,4920	3,7697	0,3141				
Scribona																				
EBIT	310000	316100	196800	336500	102100	215400	-79000	23000	39000	109000	1000	-139000	12							
TOTAL ASSET	2847600	3051300	3465800	3093300	2802500	3633200	4451000	3554000	3678000	3708000	4268000	3339000							42,9792	
TOTAL DEBT % COMMON EQUITY	1,24	1,1	9,08	15,07	45,57	73,78	85,54	17,14	46,04	59,79	89,32	72,08								
RÄNTABILITET	0,1089	0,1036	0,0568	0,1088	0,0364	0,0593	-0,0177	0,0065	0,0106	0,0294	0,0002	-0,0416		0,0384	0,4904	0,0409				

Kapitalstruktur:

Total debt % common equity = (Long Term Debt + Short Term Debt & Current Portion of Long Term Debt) / (Common Equity * 100)

dvs. räntebärande skulder / (eget kapital * 100)