

1 INLEDNING	3
1.1 BAKGRUND	3
1.2 PROBLEMDISKUSSION	3
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	4
1.4 SYFTE	4
1.5 DEFINITION	4
1.6 AVGRÄNSNINGAR	4
1.7 MÅLGRUPP	5
1.8 KÄLLHÄNVISNING	5
1.9 DISPOSITION	6
2 METOD	7
2.1 VAL AV METOD	7
2.1.1 Vetenskapligt synsätt	7
2.2 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	9
2.2.1 Val av fallföretag	9
2.2.2 Datainsamling	9
2.2.3 Intervjuteknik	10
2.2.4 Börsstudie	11
2.3 RELIABILITET	11
2.4 VALIDITET	12
2.5 KÄLLKRITIK	12
3 TEORI	13
3.1 MODIGLIANI & MILLERS TEOREM	13
3.1.1 Financial distress costs	14
3.1.2 Statiska Trade off teorin	14
3.1.3 Kostnader för konkurs	15
3.2 AGENTKOSTNAD	15
3.3 ASYMMETRISK INFORMATION	16
3.3.1 Pecking order	16
3.4 FÖRETAGETS KRAVSTÄLLARE	18
3.5 AFFÄRSRISK OCH FINANSIELL RISK	18
4 TIDIGARE EMPIRISKA STUDIER	20
4.1 INTRODUKTION	20
4.1.1 Obelånade företag	20
4.1.2 Tillgångar	20
4.1.3 Tillväxt	21
4.1.4 Bransch	21
4.1.5 Storlek	21
4.1.6 Vinsten	22
4.1.7 Uppköp	22
5 EMPIRI	23
5.1 CLAS OHLSON	23
5.1.1 Risker	23
5.1.2 Strategi	24
5.1.3 Ägare	24
5.1.4 Teoretiska frågor	24
5.1.5 Aktien	25
5.1.6 Övrigt	25
5.2 FAGERHULT	26
5.2.1 Risker	26
5.2.2 Strategi	26
5.2.3 Ägare	27
5.2.4 Teoretiska frågor	27
5.2.5 Aktien	28
5.2.6 Övrigt	28
5.3 H&M	29
5.3.1 Risker	29

5.3.2 Strategi.....	29
5.3.3 Ägare.....	30
5.3.4 Teoretiska frågor.....	30
5.3.5 Aktien.....	30
5.3.6 Övrigt.....	31
5.4 NEA.....	32
5.4.1 Risker.....	32
5.4.2 Strategi.....	32
5.4.3 Ägare.....	32
5.4.4 Teoretiska frågor.....	33
5.4.5 Aktien.....	33
5.4.6 Övrigt.....	33
5.5 ROTTNEROS.....	34
5.5.1 Risker.....	34
5.5.2 Strategi.....	34
5.5.3 Ägare.....	35
5.5.4 Teoretiska frågor.....	35
5.5.5 Aktien.....	36
5.5.6 Övrigt.....	36
5.6 SVEDBERGS.....	37
5.6.1 Risker.....	37
5.6.2 Strategi.....	37
5.6.3 Ägare.....	37
5.6.4 Teoretiska frågor.....	38
5.6.5 Aktien.....	38
5.6.6 Övrigt.....	38
6 ANALYS.....	40
6.1 SKATTESKÖLD.....	40
6.2 INTRESSEKONFLIKTER.....	40
6.3 FINANSIERINGS HIERARKI.....	41
6.4 KAPITALMARKNADEN.....	42
6.5 RISKER.....	43
6.6 OBELÅNADE FÖRETAG.....	43
6.7 PÅVERKANDE FAKTORER.....	44
6.7.1 Materiella anläggningstillgångar.....	44
6.7.2 Tillväxt.....	45
6.7.3 Bransch.....	45
6.7.4 Storlek.....	45
6.7.5 Vinst.....	46
6.7.6 Uppköp.....	46
7 SLUTSATS.....	47
7.1 SLUTSATSER.....	47
7.2 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING.....	49
8 KÄLLFÖRTECKNING.....	50
BILAGA 1.....	53
BILAGA 2.....	55
BILAGA 3.....	56
BILAGA 4.....	58
Figur 1: Visar tillvägagångssätt för respektive slutledningsmetod.....	8
Figur 2: Företagets värde ökar vid högre skuldsättning.....	14
Figur 3: Riskerna och finansieringen under företagets livscykel.....	19

1 INLEDNING

I detta kapitel ämnar vi ge läsaren en förståelse för bakgrunden till denna uppsats och varför vi valt att skriva om ämnet. Vi övergår sedan till en problemdiskussion som mynnar ut i en problemformulering och slutligen i ett syfte. Därefter redogör vi för de avgränsningar vi valt. Kapitulet avslutas med en disposition där uppsatsens struktur tydliggörs.

1.1 Bakgrund

Företag kan finansieras med två huvudtyper av kapital; eget kapital och skulder. Relationen mellan dessa utgör företagets kapitalstruktur.

Att förklara företagets val av kapitalstruktur är ett problemkomplex trots betydande teorier och empiriska undersökningar är detta område inom finansiering ett av de mest ovissa. Detta har bidragit till en attraktionskraft för fortsatt forskning på området. Förr fokuserade ekonomerna på att finna den optimala kapitalstrukturen, närmare bestämt den kapitalstruktur som minimerar den genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC)¹. Tidigare uppfattades också effekterna på företagets värde vid belåning som komplexa och invecklade.²

År 1958 skrev Modigliani & Miller's sin välkända artikel "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", vilken blev utgångspunkten till den moderna "corporate finance" och kapitalstrukturens teorin. De visade att i en värld där perfekt kapitalmarknad råder är företagets belåningsgrad irrelevant för företagets värde. I en senare artikel presenterade Modigliani & Miller sin teori med skatter. De visade att företagen kunde öka avkastningen genom att ha skulder. Den fortsatta teoriutvecklingen ledde till Trade off teorin. Denna teori säger till skillnad från M&Ms teorem att företagen även bör beakta de finansiella trångmålen företagen kan utsättas för vid ökad belåningsgrad. Teorin säger också att det teoretiska optimum är uppnått när nuvärdet av skatteskölden, till följd av upptagna lån, exakt motsvarar ökningen i nuvärdet av kostnaden för finansiellt trångmål³. Vid detta optimum har även företagets värde maximerats. Till denna teori tillkom ytterligare en kostnad, den så kallade agentkostnaden. Denna kostnad uppstår när företaget utsätts för olika intressekonflikter mellan företagsledning, aktieägare och kreditorer. Trots teoretiska fördelar med skuldfinansiering i form av skattesköldar väljer en del företag att endast använda eget kapital som finansieringskälla. Vad detta kan beror på och vilka faktorer som i synnerhet påverkar självfinansieringen, har vi valt att utreda i denna uppsats.

1.2 Problemdiskussion

Debatten kring ett företags kapitalstruktur drar åt många håll. Faktorerna som påverkar proportionen mellan eget kapital och skulder i ett företags val av finansiell struktur varierar i olika teorier och empiriska undersökningar. Myers har i sin Trade off teori hittat anledningar

¹ Weighted Average Cost of Capital.

² Ross S, Westerfield R, Jaffe J, 2002, s. 397

³ Bercaly R. & Myers S., 2003, s. 497

som styr ett företags val mellan skulder och eget kapital. Myers har också tillsammans med Majluf, i Pecking order teorin, gett en förklaring till den ordning som företag har när de väljer finansieringssätt och varför. Jensen & Mecklings agentteori ger sin förklaring på hur den finansiella strukturen väljs i ett företag.

De teorier och empiriska undersökningar som gjorts på området, kapitalstruktur berör främst anledningar till varför företag väljer att vara belånade. Anledningar till varför vissa företag är obelånade, samt empiriska studier om dessa företag står i stort sett inte att finna. De flesta bolagen på Stockholmsbörsen är belånade⁴, men det finns en del bolag som har mycket låga eller inga skulder över huvudtaget. Vi har därför intresserat oss för några obelånade företag noterade på börsen. Utifrån nuvarande teorier och empiriska undersökningar om kapitalstruktur har vi ställt oss frågan vilka faktorer som påverkar dem till att ha nämnda finansiella struktur. Skulder utmålas som positivt för företagen, där företagsvärde eller avkastning ökar med höjd skuldsättningsgrad.

1.3 Problemformulering

Utifrån ovanstående diskussion har vi kommit fram till följande frågor som vi ämnar utreda i denna uppsats.

- Vilka faktorer påverkar de obelånade företagens kapitalstruktur?
- Kan vi urskilja något mönster bland dessa företag?

1.4 Syfte

Vårt syfte med denna uppsats är att få ökade kunskaper om obelånade företag samt definiera och precisera de faktorer som förklarar denna kapitalstruktur.

1.5 Definition

Vi har valt att definiera ett obelånat företag utifrån följande kriterier: de får inte i årsredovisningen ha några skulder till kreditinstitut och företaget måste även ha varit obelånat de två senaste åren. Vi undantog H&M från två års kriteriet eftersom de år 2001 hade en obetydlig mängd skulder⁵ till kreditinstitut. De branschindex vi använder bygger på tidningen Affärsvärldens definitioner i aktieindikatorn⁶.

1.6 Avgränsningar

Vi har valt att avgränsa vår undersökning till självfinansierade företag noterade på Stockholmsbörsen. Detta för att det är lättare att hitta information om dem. Företagen har också generellt sett en öppnare attityd till utomstående eftersom de normalt sett också har en anseelig mängd officiell information.

⁴ Vi har gjort en börsstudien som vi förklarar under kapitel 2.2.4

⁵ Skulder till kreditinstitut 2001: 86 Mkr.

⁶ Affärsvärlden 030516

Vi har bestämt oss att inte undersöka företag i utvecklingsstadiet samt bolag inom forskning och utveckling. Anledningen är att en del av dessa företag har riskkapital och passar därför inte in i vår uppsats. Investment bolagen har på grund av sin finansiella struktur heller inte ingått i studien.

1.7 Målgrupp

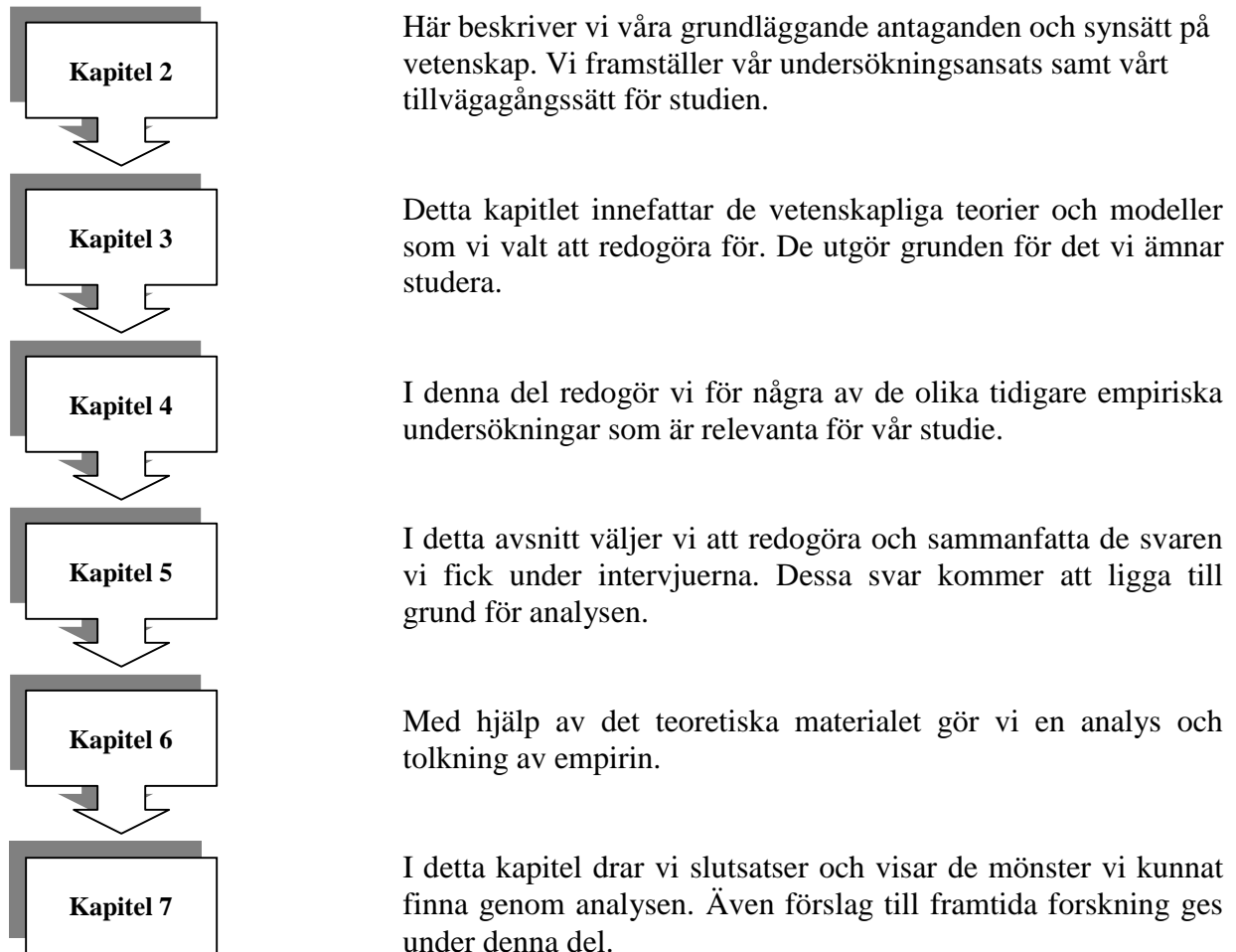
Uppsatsen vänder sig främst till företag och individer intresserade av kapitalstruktur med förkunskaper i företagsekonomi samt fördjupning inom finansierings området. Uppsatsens ändamål är att den berörda målgruppen skall ha nytta av studiens undersökningsresultat och de slutsatser vi framkommit till.

1.8 Källhänvisning

Vi tillämpar det klassiska vetenskapliga sättet att använda fotnoter på, det så kallade Oxfordsystemet.⁷ I den tillhörande fotnot texten anges författarnamn, tryckår och eventuellt sidan. Bokens titel har vi valt att endast redogöra för under kapitlet källföreteckning. Vi använder oss av Ibid. som innebär samma källa som föregående fotnot.

⁷ Pettersson G., 1996, s. 17

1.9 Disposition



2 METOD

Avsnittet är avsett att ge läsaren en beskrivning över hur vi valt att genomföra studien, val av metod och tillvägagångssätt. Vi diskuterar även uppsatsens reliabilitet samt validitet.

2.1 Val av metod

Metod är en nödvändig, men inte tillräcklig förutsättning för att kunna utföra ett seriöst forskningsarbete eller seriös undersökning⁸. Metoden är således ett verktyg för att kunna uppnå de syften som finns med studien.

I vetenskaper skiljs det ofta mellan så kallad kvantitativ- och kvalitativ metod. Kvantitativ metod avser vetenskapliga angreppssätt vilka baserar på mer eller mindre exakta mätningar och matematisk eller statistisk analys av empiriska data.

Vårt val av metod har styrts av vårt syfte, således används en kvalitativ metod. Kvalitativ forskning tenderar att i jämförelse med en kvantitativ metod vara en mer öppen forskningsstrategi⁹. Denna metod har primärt ett förstående syfte och inte inriktade på att pröva om informationen har generell giltighet¹⁰. Det karakteristiska i denna typ av metod är närheten och att få rikligt med information till det som undersöks, dvs. går på djupet. Nackdelen är att undersökningen kan präglas av de som utför studien och dels av respondentens egna värderingar.

2.1.1 Vetenskapligt synsätt

När en uppsats skrivs måste författarna ta ställning till vilket vetenskapligt synsätt som de ska arbeta efter. Forskningen delas in i två huvudsakliga synsätt, positivism och hermeneutik.¹¹

Vår ambition är att utföra studien på ett objektiva sätt, d v s genom att intervjua de rätta personerna utan att blanda in egna åsikter och värderingar. Vidare ska vår forskning kunna ge samma resultat oberoende av vem som utför den. Med hänsyn till detta är vårt vetenskapliga synsätt i denna studie positivistiskt.

Termen *positivism* lanserades av fransmannen August Comte. Han ansåg att grunden i all vetenskap är matematik och genom denna matematiskt präglade vetenskap kan sann kunskap fås och då kan människan bygga sitt paradiset på jorden.¹²

Positivismen har alltså sitt ursprung i naturvetenskapen och syftar på att bygga säker kunskap¹³. Positivisternas huvudtanke är att vi genom iakttagelser kan få vetskap om den sanna verkligheten. Paradigmet säger att vetenskaplig kunskap är av sådan karaktär att den

⁸ Holme I., Solvang B., 1997, s. 11

⁹ Bryman A., 2002, s. 275

¹⁰ Holme I., Solvang B., 1997, s. 14

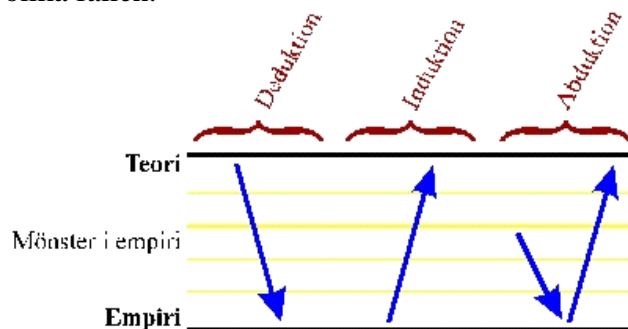
¹¹ Patel R., Tebelius U., 1987, s. 27 ff

¹² information om forskningsmetodik, <http://www.infovoice.se>

kan förutsäga händelser och ställer stränga krav på objektivitet i forskningsprocessen och analysen. Kravet är att forskarna skall ta fram fakta som har hög grad av säkerhet och exakthet.¹⁴

Detta prioriteras i vår undersökning vilket stärker vårt val av det positivistiska synsättet. Vidare anser vi att vid ett användande av hermeneutiskt synsätt innebär det en mer subjektiv ansats, med en form av personliga förståelser angående orsakerna till vissa företags val av att inneha en obelånad kapitalstruktur. Det innebär att olika personliga värderingar utifrån intervjuerna därmed måste tolkas.

Beträffande vetenskaplig kunskapsbildning löper arbetet mellan två alternativa vägar: deduktion (bevisandets väg) och induktion (upptäckandets väg).¹⁵ Båda är begrepp för slutledning i ett vetenskapligt arbete och beskriver följaktligen hur forskaren går till väga för att komma fram till sina slutsatser. En medelväg mellan dessa kallas för abduktion¹⁶. Figuren nedan illustrerar dessa "vägar" och ger en uppfattning om hur samspelet mellan teori och empiri fungerar i de olika fallen.



Figur 1¹⁷ : Visar tillvägagångssätt för respektive slutledningsmetod.

Deduktion innebär att utifrån teori forma hypoteser, vilka är testbara påståenden om verkligheten. Logisk slutledning leder sedan fram till ett resultat. Induktion innebär att utifrån skilda fenomen (sinnesupplevelser) i verkligheten sluter det sig till mer generella teorier/modeller.¹⁸ Skillnaden mellan de tidigare nämnda ansatserna och abduktion är att den senare inbegriper förståelse. Dessutom utgår abduktion inte enbart från empiri, som induktion, eller enbart från teori, som deduktion, utan kombinerar empiriska undersökningar med att ändå fundera kring teorin.¹⁹ Anledningen till att vi använder abduktion är att vi kommer att studera empirin och dra slutsatser utifrån våra fallstudier som grundar sig på bakomliggande teorier. Detta ska sedan försöka kopplas ihop med befintlig teori eller grunda nya hypoteser.

¹³ Thuren T., 1991, s. 14

¹⁴ Patel R., Tebelius U., 1987 s. 29

¹⁵ Patel R., Tebelius U., 1987, s. 17

¹⁶ Alvesson M., Sköldberg K., 1994 s. 42

¹⁷ Patel R., Tebelius U., 1987

¹⁸ Patel R., Tebelius U., 1987

¹⁹ Alvesson M., Sköldberg K., 1994 s. 42

2.2 Tillvägagångssätt

Efter att ha valt området kapitalstruktur som ämne för vår uppsats gjorde vi till en början studier om vad som tidigare skrivits på området. Information hämtades från bland annat böcker, tidskriftsartiklar samt tidigare uppsatser inom ämnet. Detta gjordes för att skaffa sig en så god bild som möjligt om ämnet.

2.2.1 Val av fallföretag

Nästa steg var urvalen av de obelånade företagen, vi utgick från kriteriet att företagen skulle vara börsnoterade. Detta eftersom de är mer intressanta och lämnar en mycket omfattande information på sina respektive hemsidor som vi snabbt och enkelt kunde ta del av. Det första vi gjorde var att finna företag vars soliditet minst skulle vara 60 %. I nästa steg studerade vi årsredovisningar på bolagen för att se om de uppfyllde våra kriterier. Slutligen skickade vi mail till de nio företag vi fann intressanta. Av dessa var det endast Clas Ohlson, Rottneros och Biora AB som direkt visade intresse att ingå i vår studie. De skickade tillbaka ett mail där en kontaktperson angavs.

Vi utförde en personlig intervju med Svante Lundell ekonomichef på Biora AB. Efter intervjun kom vi överens inom gruppen att inte ta med Biora. De passade inte in i vårt arbete till följd av avgränsningarna.

Efter avslutandet av intervjuerna med företagen²⁰ insåg vi vårt behov av fler för att kunna göra en bättre analys. Vi valde därför att ringa till vissa av företagen, som inte hade svarat på våra mail. Företagen var H&M, Fagerhult och Svedbergs. Svedbergs fick vi däremot ringa till ett antal gånger då de ansåg sig inte ha någon tid för en intervju. Tillslut fick vi tag på Svedbergs VD, Jörgen Ekdahl, som tyckte det var en självklarhet att ställa upp trots att han hade dåligt med tid. NEA var dock ett annat obelånat företag vi hittade under arbetets gång. Dessa fyra kontaktpersoner blev vi tilldelade av respektive företagens telefonväxel.

Svårigheten med att finna företag var att de potentiella företagen inte kunde erbjuda oss den tid vi behövde för en intervju. De var antingen upptagna eller helt enkelt inte intresserade av att studeras. Många av de obelånade företag som fanns passade heller inte in i vår studie. Främst på grund av att de var utvecklingsbolag med dåliga finansieringsförutsättningar.

2.2.2 Datainsamling

Det finns två typer av data, primär och sekundärdata. Primärdata är sådan kunskap som vi själva tar fram genom intervjuer, enkäter, observationer och liknande. Fördelen med primärdata är att informationen som samlas in blir direkt tillämpbara på den undersökning som den är avsedd för. Sekundärdata är sådana data som samlats in av andra utredare med andra syften än den aktuella undersökningen och är således ett bra komplement till primärdata. Vår uppsats är baserad på en kombination av dessa två.

²⁰ Biora, Clas Ohlson och Rottneros.

Vår insamling av primärdata har genomförts genom personliga intervjuer och telefonintervjuer med nyckelpersoner inom respektive företag. Vi var tvungna att göra intervjuer för att kunna ta del av informationen vi inte kunnat erhålla från publicerade källor eller liknande.

De sekundärdata vi använder oss av kommer från olika typer av källor. Vi har dels studerat böcker och artiklar som specifikt behandlar kapitalstrukturen. Flera av artiklarna har hämtats från databaserna JSTOR, tillgängliga via Lunds universitetsbibliotek.

2.2.3 Intervjuteknik

Personliga intervjuer har sin styrka i att vi får direkt kontakt med den enskilde svarspersonen. En telefonintervju medför att det blir mindre resurskrävande och sparar tid ²¹. Det finns ytterligare en fördel med telefonintervjuer och det är felkällorna. Faktorer som exempelvis klass, kön, etnisk bakgrund m.m. kan påverka respondenternas svar vid direkta intervjuer, vilket kan bidra till att respondenter utformar sina svar på ett sätt som han tror intervjuaren uppskattar. Den distans som telefonintervjun innebär undanröjer eller minskar i varje fall kraftigt denna felkälla.²²

Vi hade naturligtvis önskat att utföra personliga intervjuer med samtliga då det känns mer personligt men på grund av våra fallföretags geografiska läge och tidsbegränsningen i uppsatsen fann vi inte detta möjligt. Vi fick nöja oss med att utföra telefonintervjuer.

Vid intervjuer med hög grad av standardisering innebär det att frågeformuleringar och ordningsföljden mellan frågorna är bestämd på förhand. Målet är att kontexten för samtliga intervjuer ska vara den samma. Detta innebär att varje respondent möter samma "frågestimuli"²³. Respondenternas svar kan därför sammanställas på ett likvärdigt sätt. Vid ostandardiserade brukar intervjuaren endast ha en förteckning över intervjufrågorna. Frågeformuleringarna och ordningsföljden skiljer sig åt mellan intervjuerna. Detta medför att intervjuerna blir mer anpassningsbara.

Våra intervjuer valde vi att utföra med en semistandardisering, dvs. ett mellanting av det ovan nämnda. Detta eftersom det är viktigt att kunna ställa uppföljningsfrågor under intervjuens gång samt blir svaren mer nyanserade.

Varje intervju varade i cirka 30 minuter. De vi intervjuade var:

1. Jan Skarner, koncerncontroller - Clas Ohlson
2. Johan Wetterlundh, koncerncontroller – Fagerhult
3. Carl-Henric Enhörning, Investor Relations och
Leif Persson, Finanschef – H&M
4. Gunnar Ligin, redovisningschef och

²¹ Holme I., Solvang B., 1997, s. 173

²² Bryman A., 2002, s. 128

²³ Bryman A., 2002, s. 123

Richard Söderblom, Ekonomichef - NEA

5. Anders Byström, Vice Vd - Rottneros
6. Jörgen Ekdahl, VD - Svedbergs

Efter intervjuerna kände vi att de frågor vi ställt inte var tillräckliga. Vi tyckte att vi missat en del viktig information på grund av fel ställda frågor. Detta rättade vi till genom att vi återtog kontakten med företagen och ställde kompletterande frågor.

Vi kände även att telefonintervjuerna påverkade respondenten på ett sådant sätt att han kände sig stressad. En svårighet var att få den informationen vi ville ha av personen vi intervjuade eftersom vissa var mer restriktiva i sitt sätt än andra.

2.2.4 Börsstudie

Vi utgick från Dagens Industris webbsida för att finna företag på börsens fyra främsta index; Mest omsatta, A-listan, Attract-40 och O-listan. Anledningen till studien var främst att se hur många obelånade företag det finns på börsen (se bilaga 3). Det gjorde vi antingen genom att se i deras Årsredovisning 2002 eller på Dagens Industris speciella årsrapportsida.

Vi undersökte även företagens senaste årsresultat för att kunna få en uppfattning om hur det har gått för de obelånade företagen det senaste året. Sammanlagt har denna studie omfattat 286 företag. Företagen vi intervjuade finns i Attract-40 (H&M och Rottneros) och i O-listan (Clas Ohlson, Fagerhult, NEA och Svedbergs).

2.3 Reliabilitet

Det finns en avsevärd osäkerhet när det gäller hur reliabilitets- och validitetskriterierna skall tillämpas på kvalitativa studier. Kriteriet på reliabiliteten gäller huruvida de i forskningen använda hjälpmedlen är neutrala till sin verkan och om de skulle ge samma resultat om de användes vid andra tillfällen.²⁴ Vissa personer vill hellre använda sig av alternativa kriterier, som på något sätt motsvarar begreppen reliabilitet och validitet²⁵.

Reliabiliteten bestäms av hur studien genomfördes och hur noggranna vi var med bearbetningen av informationen. Intern reliabilitet innebär att representanterna i uppsatsteamet kommer överens om hur de ska tolka det de ser och hör.²⁶

Vi bestämde oss för att alla skulle delta i intervjuerna samt att vi tillsammans direkt efter skulle sammanställa underlaget för att öka reliabiliteten och undvika eventuella misstolkningar.

²⁴ Holme I., Solvang B., 1997

²⁵ Bryman A., 2002, s. 275

²⁶ Ibid.

2.4 Validitet

Validitet innebär att man mäter det man avser att mäta²⁷. Det finns två typer av validitet, extern- respektive intern validitet. Den externa validiteten handlar om innehållet i utredningen är tillämpbar i andra situationer än den studerade, det vill säga om det är analytiskt generaliserbart.²⁸ Eftersom vår uppsats bygger på en kvalitativ studie och ambitionen ej varit att hitta en generaliserad bild är den externa validiteten ej intressant.

Enligt LeCompte & Goetz tenderar den interna validiteten att bli styrkan i kvalitativa undersökningar.²⁹ Den interna validiteten beskriver systematiken i utredningsarbetet samt hur öppet de tillvägagångssätt och överväganden som gjorts under utredningens gång redovisas.

Vi försöker uppnå en hög intern validitet genom att på ett öppet sätt redovisa vårt arbetssätt när det gäller insamling av såväl primära som sekundära källor. Vi kommer således att redovisa de överväganden vi haft vid val av teori och val av företag. Vi bifogar även ett exemplar av intervjufrågorna (se Bilaga 1).

2.5 Källkritik

När det gäller den befintliga litteraturen eller de empiriska studier vi använt oss av, är de främst framtagna genom undersökningar i USA. Skillnader mellan amerikanska och svenska bolag och den omvärld de verkar i kan medföra att dessa resultat inte är direkt applicerbara på de svenska företagen.

Våra viktigaste källor är de intervjuade personerna i företagen. Den bild de ger i intervjuerna är präglad av det företag de arbetar på. Det finns en risk att intervjupersonerna, på grund av allt från personlighet till funktion i företaget, inte på ett öppet sätt delar med sig av all den information de besitter, vilket kan påverka reliabiliteten i uppsatsen. De studerade företagens årsredovisningar har varit en av våra viktigare källor. Materialet i årsredovisningarna presenteras ofta på ett sådant sätt att det ska se positivt ut i läsarnas ögon.

²⁷ Holme I., Solvang B., 1997

²⁸ Bryman A., 2002, s. 276

²⁹ Bryman A., 2002, s. 275

3 TEORI

I detta avsnitt kommer vi att behandla de teorier som är väsentliga för vår uppsats, som sedan kommer att användas under analys avsnittet. Teorierna vi kommer att redogöra för är bland annat M&M teorem, Statisk Trade off, Agentkostnad och Pecking order.

3.1 Modigliani & Millers teorem

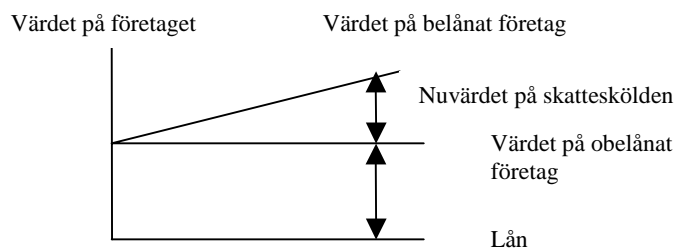
År 1958 publiceras en studie av Modigliani & Millers där de hävdar att valet av kapitalstruktur inte påverkar företagets marknadsvärde. De säger att värdet på ett belånat företag är det samma som värdet på ett obelånat företag. Denna tes kallas *proposition I*. Analysen grundas emellertid på vissa antaganden, vilka i verkligheten betraktas som orealistiska, nämligen att det råder en perfekt kapitalmarknad det vill säga utan skatter, utan transaktionskostnader och att alla marknadsaktörer lånar och lånar ut till samma ränta. Detta medför att en optimal kapitalstruktur inte kan bestämmas³⁰. Skulle inte det perfekta kapitalmarknadsförhållandet gälla, kommer den som önskat ha aktier i ett belånat företag, istället låna för att köpa aktier i ett obelånat företag, vilket resulterar i vinst. Alla kan då göra arbitragevinster genom att skapa en "hemmagjord" hävstång.³¹ Modigliani & Millers *proposition II* säger att kostnaden för eget kapital ökar vid belåning eftersom eget kapital blir mer riskfyllt vid belåning. Närmare bestämt kommer aktieägarnas krav att ökar desto högre belånat företaget är.

Under 1963 presenterar de en utveckling av propositionerna där de tar hänsyn till skatt. De finner resultat i undersökningar som visar att företag tjänar på ökad skuldsättning vilket påvisas av att ett företags kostnad för kapital minskar när lånegraden i företaget ökar. Det är den så kallade "skatteeffekten" av skulderna som ökar företagsvärdet, vilket beror på att låneräntorna är avdragsgilla (se figur 2). Med detta som utgångspunkt har Trade off teorin utvecklats (se kap. 3.2.2). I ett bolag med enbart eget kapital gör endast ägarna och staten anspråk på bolagets värde i form av utdelning och skatt³². I bolag med både eget kapital och skulder gör även långivarna anspråk på bolagets värde i form av ränta.

³⁰ Asgharian H., 1997, s. 36

³¹ http://www.ungaaktiesparare.se/dep_stockmagazine/artiklar/kapitalstruktur_-_den_optimala.asp

³² Den svenska bolagsskatten är 28%. Innan skattereformen i början av nittiotalet var bolagsskatten 52%. På grund av generösa avsättningsmöjligheter med mera var den effektiva skatten ner till som lägst 15% jämfört med cirka 23% idag.



Figur 2³³: Företaget värde ökar vid högre skuldsättning.

3.1.1 Financial distress costs

Givet Modigliani & Miller teoremet med skatter verkar det som om det bästa för företaget är att låna mycket för att maximera värdet på skatteskölden. I realiteten stämmer inte detta, eftersom om bolaget har mycket skulder ökar sannolikheten för konkurs. Utifrån detta kan optimal kapitalstruktur bestämmas genom att väga den positiva skatteeffekt som skulder bidrar till, mot kostnaderna för konkurs (eng. cost of bankruptcy).³⁴

Begreppet ”financial distress costs³⁵” kan översättas med kostnaden för ett företag att hamna i finansiella problem, vilket sedan kan leda till inställda betalningar och/eller konkurs. Sannolikheten för att det enskilda företaget ska hamna i denna situation hänger nära samman med hur skuldsatt företaget är. Värdet av det belånade företagen kan beskrivas med följande formel:

$$\text{Overall market value} = \text{value if all-equity financed} + \text{PV shield tax} - \text{PV costs of financial distress}^{36}$$

Företaget ökar således sitt värde genom ökad skuldsättning, av den orsaken att räntekostnader är avdragsgilla. Detta gäller emellertid bara vid små och medelstora skuldsättningsnivåer på grund av att nuvärdet av distress kostnaderna är små och fördelarna med skatteskölden överväger. I takt med att skuldsättningsgraden stiger ökar också nuvärdet av distress kostnaderna. Slutligen nås den punkt då nuvärdet för distress kostnaderna överstiger nuvärdet av skatteskölden, vilket leder till att ytterligare belåning sänker företagets värde. Därmed har dessa kostnader blivit allt för höga vilket gör att fördelen med belåningen försvunnit.³⁷

3.1.2 Statiska Trade off teorin

Med grunden i Modigliani & Millers teori med skatter och konkurskostnader har statiska Trade off teorin arbetats fram. Den säger att det finns en optimal skuldsättningsgrad som maximerar ett företags värde och som företagen bör sträva efter. Genom att skapa en balans mellan den skattesköld belåning ger och de negativa konkurskostnader ett lån för med sig, kan optimal kapitalstruktur uppnås. De variabler som påverkar den fördelaktigaste strukturen är

³³ Brealey R., Myers S., Marcus A., 1999, s. 407

³⁴ Ross S., Westerfield R., Jaffe J., 2002, s.423

³⁵ Hädan efter använder vi ordet: distress kostnaderna.

³⁶ Brealey R., Myers S., Marcus A., 1999, s.409

³⁷ Brealey R., Myers S., 2003.

svåra att estimeras, då bland annat den framtida skattesatsen och de framtida konkurskostnaderna varierar över tiden.³⁸

3.1.3 Kostnader för konkurs

Det finns två typer av kostnader som uppkommer vid konkurs, direkta respektive indirekta kostnader. Direkta kostnader är kopplade till själva konkursförfarandet, exempelvis administrativa kostnader, advokater, registreringsavgifter etc. Dessa kostnader är dock i allmänhet små i jämförelse med värdet av det begränsade ansvaret. De indirekta kostnaderna uppkommer då underleverantörer eller liknande inte vill göra affärer med högbelånade företag. Till följd av detta kommer förmodligen vinsten i företaget minska.

Stora företag är mer diversifierbara och därmed är risken för konkurs mindre i dessa bolag, vilket gör att dessa företag förväntas vara mer belånade.³⁹

Lönsamma företag bör ha högre skuldsättningsgrad vid optimum. Detta på grund av att de har en större andel likvida medel vilket minskar risken för konkurs.⁴⁰

3.2 Agentkostnad

Agentkostnadsteorin förklarar hur kostnader för intressekonflikter uppkommer och påverkar kapitalstrukturen i och med att eget kapital byts ut mot skulder. Kostnader uppkommer som ett resultat i intressekonflikten mellan kreditorer och ägare. Vid belåning ökar ägarnas incitament att investera i ett riskfylldare projekt. Är projektet lyckosamt gynnas ägarna genom förbättrad avkastning medan kreditorerna inte får någon kompensation alls. Skulle projektet däremot misslyckas får kreditorerna stå för en del av kostnaden för konkurs. Allt eftersom belåningsgraden ökar, stiger kreditorens premium krav på grund av ökad risk i bolaget.⁴¹

Agentkostnader förekommer också för eget kapital. De förorsakas av att ledningen inte arbetar i aktieägarnas intressen. Detta resulterar i att ägarna försöker kontrollera ledningen och påverka deras handlingar. Agentkostnaderna för eget kapital kan minskas genom att öka belåningen. Ökad belåning medför ränteutbetalningar, som minskar kassan, vilket i sin tur minskar de medel ledningen skulle kunna använda för egna syften.⁴²

Eftersom både skulder och eget kapital orsakar agentkostnader bör företaget välja, en för företaget gynnsam kombination av dessa.

Lang säger att ledningen kan föredra en lägre skuldsättningsgrad som är mindre än den optimala bara för att minska risken att utsätta företaget för konkurs. Intressekonflikten mellan ledning och aktieägare är mindre då ledningens ägande i företaget är större. Detta ökar ledningens förmåga att justera belåningsgraden vilket följaktligen resulterar i en lägre

³⁸ Myers S., 1984, s.577

³⁹ Asgharian H, 1997, s. 37

⁴⁰ Ibid.

⁴¹ Prasad S., Green C., Murinde V., 2001

skuldsättningsgrad. Belåningsgraden är negativt korrelerad med ledningens aktieinnehav. Tillväxt är negativt korrelerad till mängden lån.⁴³

3.3 Asymmetrisk information

I teorierna om asymmetrisk information antas det att ledningen har tillgång till mer information om sitt företag än vad marknaden har. Med denna tanke som grund har det utvecklats olika synsätt. Pecking order teorin utvecklades av Myers, som vidareutvecklades av Myers och Majluf, säger att kapitalstrukturen i ett företag försöker lindra den ineffektivitet som uppstår till följd av asymmetrisk information.

3.3.1 Pecking order

Pecking order modellen innebär att företag föredrar vissa kapitalkällor framför andra. Myers ursprungliga Pecking order teori kan därför beskrivas i dessa fyra sammanfattande punkter.⁴⁴

- Utdelningspolitiken är trögrörlig och ledningen vill inte anpassa utdelning efter tillfälliga variationer i vinsten.
- Företag föredrar internt tillförda medel framför alla sorter av utomstående finansieringsmöjligheter.
- Om ett företag måste tillgripa extern finansiering väljer de den minst riskfyllda finansieringen i första hand.
- När ett företag måste tillgripa mer extern finansiering kommer bolaget att arbeta sig igenom en speciell hierarki (Pecking order) av olika finansieringssätt. I första hand används internt genererade medel. I andra hand används vanliga lån vilka har lägre risk och därför är billigare. Tredje steget är konvertibler. Sista steget är att finansiera med nyemission.

Myers har i sin teori inget uttalat skuldsättningsmål. De två typer av kapital, internt och externt, som förekommer placeras högst respektive lägst i hierarkin, vilket får till följd att ingen optimal skuldsättningsnivå kan anges.

Teorin förutsätter flera marknads ”anomalier/ineffektiviteter”, vilka i denna form gör teorin svår att applicera på verkliga förhållanden. Därför vidareutvecklades den av Myers och Majluf. Här baseras Pecking order teorins förklaring på två antaganden. Det första bygger på antagandet om asymmetrisk information, det vill säga att ledningen har bättre information om företagets investeringsmöjligheter än utomstående investerare. Det andra antagandet är att ledningen agerar i de nuvarande aktieägarnas intresse.⁴⁵

Har marknaden och ledningen inte samma information om företagets investeringsmöjligheter, finns det en risk att de aktieemissioner som behöver göras, för att finansiera företaget, blir

⁴² Harris M., Raviv A., 1991

⁴³ Asgharian H, 1997, s. 39

⁴⁴ Myers S., 1984, s. 581

⁴⁵ Myers S., Majluf N., 1984

underprissatta. Underprissättningen kan vara alltför stor att de nya investerarna får en rabatt som är större än NPV (Net Present Value) av den eller de investeringar som ska göras, vilket i sin tur missgynnar de nuvarande ägarna⁴⁶. Följden kan bli att företagsledningen förbiser investeringsprojekt med ett positivt NPV. Detta sker om företaget tvingas ge ut nya aktier till ett pris som inte speglar det verkliga värdet av företagets framtida investeringar.⁴⁷ Enligt Myers och Majluf är marknaden medveten om att företag drar sig föra att emittera aktier när de vet att bolaget är undervärderat. Således signalerar företaget, om de emitterar aktier, att det är övervärderade, vilket gör investerarna tveksamma och i sin tur sjunker marknadspriset. Detta göra att det blir än svårare att emittera aktier till ett korrekt pris.

För att slippa denna marknadsineffektivitet med undervärdering av aktier tenderar företag att använda sig av en finansiell buffert. Bufferten kan dels bestå av interna medel som värdepapper eller stor kassa, dels av outnyttjade kreditmöjligheter, som alla snabbt går att utnyttja om de är i behov av kapital. Detta är uppkomsten till företagets finansieringshierarki där företaget i första hand väljer internt genererade medel för att finansiera investeringar.⁴⁸

Pecking order modellen kan förklara tre olika kapitalstrukturfenomen. Varför skuldsättningsgrad och lönsamhet är omvänt relaterade till varandra. Hur det kommer sig att marknaden reagerar negativt på emissioner och varför ledningen bara gör emissioner när det inte finns något annat val. Den förklarar slutligen varför ansedda företag väljer att ha mycket kontanter istället för skulder, när Trade off teorin samtidigt säger att de bör ha betydlig mer högre skuldsättning.

Det finns alltså en del skillnader mellan Pecking order teorin och Trade off teorin. De väsentligaste är:⁴⁹

1. *Det finns ingen optimal skuldsättningsgrad* – Företagen väljer sin skuldgrad utifrån sina finansiella behov.
2. *Lönsamma företag använder mindre skulder* – Detta eftersom de genererar mer kontanta medel och behöver sålunda inte främmande kapital. Två undersökningar⁵⁰ gjorda på senare tid visar att lönsamma företag har mindre belåning.
3. *Företag vill ha finansiell buffert* - eftersom investerare tenderar att tolka nyemissioner på ett negativt sätt önskar företag ha en viss finansiell buffert. Detta innebär att organisationerna försäkrar sig mot eventuella framtida investeringsmöjligheter genom att ha tillgång till kontanta medel då de inte vill behöva göra emissioner. Företagen utan en finansiell buffert kan komma att få välja mellan att avstå en bra investering eller att dess aktiepris skadas av emissionen.⁵¹

⁴⁶ Harris M., Raviv A., 1991

⁴⁷ Megginson W., 1997

⁴⁸ Megginson W., 1997

⁴⁹ Ross S., Westerfield R., Jaffe J., 2002, s.440

⁵⁰ Ibid. se Sunder & Myers, Fama & French

⁵¹ Bercaly R., Myers S., Marcus A., 1999, s.418

3.4 Företagets kravställare

Enligt Donaldson har företagen fyra olika kravställare. Det är kapitalmarknaden, produktmarknaden, organisationen och slutligen omvärlden. Kapitalmarknadens kravställare är i sin tur uppdelad i kreditorer och aktiemarknad. Kreditgivarens intresse kretsar kring företagets (låntagarens) risk och kreditvärdighet, medan aktieägarnas intressen skiljer sig åt från person till person. Vissa aktieägare fokuserar sig på utdelningar och andra på att aktierna ska öka i värde. I ett företag utan kravställare har företagsledningen större handlingsfrihet, vilket gör att de försöker hålla kravställarna på avstånd.⁵²

För att hålla kapitalmarknaden på avstånd bör företaget exempelvis ge en rättvisande bild över sina finansiella mål, sin ekonomiska status med mera. Ett självfinansierat företag håller automatiskt kapitalmarknaden på avstånd eftersom kreditorer saknas. Detta skapar en stor handlingsfrihet.

Aktieägarnas krav skapar inte problem om ägarna är lättrörliga och säljer sina aktier när de inte är eniga med bolagets prestationer. I ett företag där ledning och aktieägare har samma syn på hur bolaget ska drivas är aktiemarknadens krav heller inte något problem.

3.5 Affärsrisk och finansiell risk

Det har alltid varit problematiskt att inom ekonomin definiera begreppet risk och dess omfattning. Diskussionerna fortgår och forskningen är fortfarande intensiv inom området. Det är dock allmänt accepterat att säga att den totala risken består av två delar, en operationell- och en finansiell risk.⁵³ Den operationella risken (affärsrisk) beror på volatiliteten i branschen som företaget verkar inom och den strategi de använder sig av. Vid lanseringsfasen är affärsrisk störst och avtar successivt då företaget arbetar sig genom företagets livscykel eftersom volatiliteten i de framtida intäkterna minskar. Vid nedgångsfasen är affärsrisken minimal.⁵⁴ Däremot beror inte den finansiella risken på företagets mognadsgrad utan på dess finansieringspolicy. Denna risk kvantifieras ju högre belåning bolaget har eftersom de fasta kostnaderna ökar.

Keith Wards teori utreder alltså hur finansieringen bör vara utformad i varje fas av företagets livscykel (se figur 3). Ward hävdar att den operationella risken är den klart största delen av den totala risken och att den finansiella risken ska anpassas allt eftersom företaget mognar och affärsrisken minskar. Vidare anser Ward att det bör förekomma en negativ korrelation mellan de båda risktyperna för att en jämn total risknivå ska bibehållas i företaget. Om den finansiella risken däremot skulle hållas konstant över hela livscykeln skulle, eftersom affärsrisken minskar, även den totala risken minska. Detta skulle leda till minskat aktievärde.⁵⁵

⁵² Donaldson G., 1984

⁵³ Grundy T., Ward K., 1996, s. 43

⁵⁴ Grundy T., Ward K., 1996, s. 47

⁵⁵ Grundy T., Ward K., 1996, s. 71

Tillväxtfasen Affärsrisk hög Finansiellrisk låg Eget kapital	Lanseringsfasen Affärsrisk hög Finansiellrisk låg Eget kapital, (Venture Capital)
Mognadsfasen Affärsrisk mellan Finansiellrisk mellan Lån och eget kapital	Avtagningsfasen Affärsrisk låg Finansiellrisk hög Lån

Figur 3⁵⁶: Riskerna och finansieringen under företagens livscykel.

⁵⁶ Artikelkompendie, "FEK 561 finansiering", 2002

4 TIDIGARE EMPIRISKA STUDIER

I detta avsnitt redovisar vi för tidigare studier som gjorts avseende kapitalstruktur. Avsikten är att ta del av empiriskt material för att skapa förståelse för forskningen som bedrivits inom kapitalstrukturs området.

4.1 Introduktion

Teorierna som behandlar den finansiella strukturen i företag är inte i allmänhet tillräckliga för att kunna förstå företagens kapitalstruktur. Det görs många empiriska studier inom ämnet, främst i USA. Utifrån en del empiriska undersökningar har det framgått att de flesta företag har låg skuldsättningsgrad⁵⁷. Några av de mest förekommande variablerna som undersöks i samband med kapitalstrukturen är företagets tillgångar, tillväxt, bransch, storlek, vinstens volatilitet och vinst i företaget.

4.1.1 Obelånade företag

Det finns ett antal företag som är självfinansierade. Agrawal och Nagarajan utförde en undersökning på obelånade⁵⁸ företag. Studien uppvisade ett antal faktorer som tycktes influera på kapitalstruktursbesluten. Undersökningen genomfördes genom att jämföra verksamheternas finansiella-, ledningsstyrnings- och ägarstrukturskarakteristiker med jämförbara belånade företag. De fann i själva verket att obelånade bolag har högre likviditet. De ägs i större utsträckning av ledningen och familjeengagemanget i bolagsverksamheten är större än i de belånade företagen. Vidare har ledningen i dessa bolag större kontroll över bolagets rösträtter. En annan faktor som också var betydande var att de självfinansierade företagen avvisade all form av främmande kapitalet.⁵⁹

4.1.2 Tillgångar

Enligt de flesta kapitalstruktursteorier har företagets tillgångar betydelse för företagets val av kapitalstruktur. Trade off teorin medger att skuldsättningsmål skiljer sig från ett bolag till ett annat. Företag med säkra, materiella anläggningstillgångar och med en hög beskattningsbar vinst att skydda borde ha högre skuldsättningsgrad. Olönsamma verksamheter med riskabla immateriella anläggningstillgångar borde förlita sig på självfinansiering⁶⁰.

Harris och Raviv modellen talar för att företag med materiella anläggningstillgångar och/eller med lägre forskning- och utvecklingskostnader kommer att utnyttja lån.⁶¹

⁵⁷ Ross S., Westerfield R., Jaffe J., 2002, s. 448

⁵⁸ Deras definition på obelånade företag var: företag utan långfristiga skulder över en 5 års period.

⁵⁹ Agrawal A., Nagarajana N., 1990

⁶⁰ Berealy R., Myers S., Marcus A., 1999, s. 416

⁶¹ Harris M., Raviv A., 1991, s. 303

4.1.3 Tillväxt

Enligt Jensen & Meckling och Stulz har företag i tillväxtfas mer flexibla investerings möjligheter och kan därför välja mer riskfyllda projekt.⁶² Skuldsättningsgraden tenderar att vara lägre i högtillväxtföretag med omfattande framtida investerings möjligheter.⁶³

Företag med stor investerings möjligheter kan förväntas ha mindre skulder jämförelsevis med företag i mognadsfasen, slö tillväxtfas och företag med god tillgång till likvida medel.⁶⁴

4.1.4 Bransch

Relationen mellan ett företags finansiella struktur och dess branschtillhörighet studerades av Ferri & Jones. De kom fram till slutsatsen att branschtillhörigheten är kopplad till företagets belåningsgrad men inte i lika stor grad som tidigare uttalats.⁶⁵

Hossein Asgharian studerade kapitalstrukturen i svenska branscher i början av 1990-talet. Han kom fram till att det inte förekom någon direkt skillnad mellan branscher, med avseende på kapitalstrukturen, undantaget bygg- och fastighetsbranscherna.⁶⁶ Enligt en uppsats vid Lunds universitet påvisade den att Investmentbranschen, data- och IT-branschen utvecklade en kapitalstruktur som skilde sig från samtliga branscher. De påvisade också att företagets ålder och höga affärsrisk påverkade soliditeten positivt.⁶⁷

4.1.5 Storlek

Storleken har stor betydelse vid valet av kapitalstruktur. Warner och Ang, Chua och McConell visar att stora företag har en mer diversifierad verksamhet och utsätts inte för samma risk som mindre företag att likvideras. Detta innebär att större företag kan ha en högre skuldsättningsgrad. Enligt Smith har större företag lägre kostnader för nyemission än mindre företag, vidare innebär detta att mindre företag ofta har en högre skuldsättningsgrad än större företag.⁶⁸

Ett företags nyttjande av skulder är anslutna till storleken på företaget. Detta kan bero på att, även mindre lönsamma företag har tillgång till främmande kapital under högkonjunktur, medan endast de mer etablerade, större företagen anskaffar främmande kapital under en högkonjunktur.⁶⁹

⁶² Asgharian H., 1997, s.39

⁶³ Ross S., Westerfield R., Jaffe J., 2002, s. 451

⁶⁴ Harris M., Raviv A., 1991, s. 303

⁶⁵ Ferri M., Jones W., 1979, s. 643

⁶⁶ Asgharian H., 1997

⁶⁷ Andersson N., Fritihof J., Nilsson T., Sand P., 2002

⁶⁸ Titman S., Wessels R., 1988, s. 5

⁶⁹ Ferri M., Jones W., 1979, s. 643

4.1.6 Vinsten

Enligt andra forskare⁷⁰ är företagens optimala skuldsättningsnivå en avtagande funktion av volatiliteten i företagets vinst.⁷¹

4.1.7 Uppköp

Stulz argumenterar för att ledningen generellt sett är motvillig att tillämpa den optimala skuldnivån. Skulle de dock vara utsatta för eventuella uppköpsshot är sannolikheten att de implementerar optimal skuldnivå mycket större. Företag som har negativ inställning till uppköp förväntas ha större skulder medan bolag som har en positiv inställning kommer att ha mindre skulder.⁷²

⁷⁰ Castianas & DeAngelo, Jaffe & Westerfield och Bradley, Jarrell och Kim.

⁷¹ Titman S., Wessels., 1988, s. 6

⁷² Harris M., Raviv A., 1991, s. 303

5 EMPIRI

I detta avsnitt sammanställer vi svaren från telefonintervjuerna i en sammanhängande text. För att underlätta för läsaren har vi valt att göra en sammanfattning över samtliga intervjuer (se bilaga 2).

5.1 Clas Ohlson

<i>Intervjurespondent:</i>	Jan Skarner, koncerncontroller
<i>Bransch:</i>	Konsumentvaror
<i>Omsättning 2001/02:</i>	1 732 Mkr (brutet räkenskapsår)
<i>Resultat efter skatt 2001/02:</i>	73 Mkr
<i>Soliditet resp. ϕ på 5 år :</i>	68 % ⁷³ och 62 %
<i>Kassalikviditet⁷⁴:</i>	137 %
<i>Antalet anställda:</i>	530 st

Clas Ohlson grundades 1918. Affärsidén är att sälja gör-det-själv-artiklar till konkurrenskraftiga priser i butiker eller via postorder/internet. Tanken är att vara billigare än fackhandeln. Över 90 procent av försäljningen sker i bolagets cirka 30 butiker. Den resterande omsättningen är postorderrelaterad. Clas Ohlson finns representerad i Sverige, Norge och sedan ett år tillbaka även i Finland. Bolaget är sedan 1999 noterat på Stockholmsbörsen.⁷⁵

De är ett tillväxtföretag som först och främst inriktar sig på Skandinavien, där de tar marknadsandelar. Företaget växer på marknaden dels genom ökad geografisk spridning och dels genom att produktsortimentet är i tillväxt. Bolaget ser ljust på möjligheterna till fortsatt utökad verksamhet och de siktar på att i framtiden ta marknadsandelar från konkurrenterna i utlandet. Clas Ohlson är störst på marknaden inom sin verksamhet i både Sverige och Norge. I Sverige kommer konkurrensen främst från Biltema och Jula. På sikt väntas fler konkurrenter vilka troligtvis kommer från Tyskland.

5.1.1 Risker

Idag uppfattas affärsrisken som medel men den förväntas öka allt eftersom nya aktörer dyker upp på marknaden. De stora europeiska butikskedjorna har växt sig starkare och har börjat snegla åt norr. Risken är att dessa kommer att etablera sig i Skandinavien, vilket får till följd att kampen om kunderna hårdnar.

⁷³ Affärsvärlden 030516

⁷⁴ Kassalikviditet=(Omsättnings tillgångar – varulager + outnyttjade checkkrediter)/kortfristiga skulder. Vi har räknat ut detta med hjälp företagens respektive årsredovisningar från 2002.

⁷⁵ Clas Ohlson, årsredovisning 01/02

De finansiella risker som Clas Ohlson främst utsätts för är valutarisker eftersom de betalar sina utländska återförsäljare i US-dollar (USD) och Hongkongdollar (HKD). Organisationen har även en stor valutaexponering mot Norge (NOK), där de har ett antal butiker. För att minska risken terminssäkrar de 50 procent av sitt valutaflöde i USD, HKD och NOK.⁷⁶

5.1.2 Strategi

I Clas Ohlson har de sedan lång tid tillbaka haft tanken att ”det är skönt att var skuldfri”. I dagsläget känner styrelsen och företaget inget behov av att ändra denna tanke. Kassaflödet är starkt och kassan är cirka 400 Mkr. Detta medför att ledningen utan större besvär kan följa sin strategi att växa organiskt med interna medel. Historiskt sett har företaget aldrig haft mycket skulder. De har inte haft några alls sedan 1998.

5.1.3 Ägare

Clas Ohlsons ättlingar innehar ungefär 75 procent av rösterna och 60 procent av kapitalet. De är mycket långsiktiga och är inte intresserade av en försäljning av bolaget. Det är endast en dotterson till grundaren som är aktiv i bolagets operativa verksamhet. Storägarna är mer aktiva i styrelsen. Det gör att Clas Ohlsons värderingar sitter kvar i väggarna.

Intressekonflikterna är inget problem för Clas Ohlson. Aktieägarna står bakom företagets strategi. Enligt Jan Skarner kan det bekräftas genom att inga frågor, relaterade till intressekonflikter, ställs på bolagsstämman av aktieägarna.

5.1.4 Teoretiska frågor

Den skattesköld som belåning medför är inget som Clas Ohlson värdesätter speciellt högt. Teorin intresserar inte. Genom avsättningar till periodiseringsfonder minskar företaget sin skatt och får därmed bättre avkastning. Även det faktum att bolaget har brutet räkenskapsår ger positiva effekter i form av en skattecredit. Mer än detta vill företaget inte säga att de tänker i skattehänseende. Jan Skarner tycker också att det finns vissa fördelar med att betala skatt. Som exempel nämns att folk i allmänhet tycker det är bra att företaget betalar skatt och det skapar en positiv bild av Clas Ohlson.

Risken att bli uppköpt är liten dels på grund av de väldigt långsiktiga ägarna och dels på grund av den höga värderingen av bolaget.

I en situation där företaget skulle behöva mer kapital än det egna kapitalet kan de tänka sig olika finansieringslösningar beroende på vad pengarna skall användas till. Banklån kan vara aktuellt och företaget utesluter inte nyemission. De gjorde en nyemission på 109 miljoner kronor 1999 då Clas Ohlson börsintroducerades. Företaget upplevde inte att emissionskursen blev lägre på grund av undervärdering. Nyemissionskostnaden vid börsintroduktionen var låg, men generellt sett är kostnaden på marknaden hög, enligt Jan Skarner.

⁷⁶ Clas Ohlson, årsredovisning 01/02

5.1.5 Aktien

I dags läget värderas Clas Ohlson inte lägre av marknaden för att de är skuldfria, enligt Jan Skarner. Investerarna vill ha bolag som går att lita på och som har lägre risk. Clas Ohlson är mer måna om att ha nöjda kunder. Tillfredsställs konsumenterna kommer försäljningen att öka.

5.1.6 Övrigt

Konkurrenternas och branschens kapitalstruktur påverkar inte Clas Ohlson sätt att tänka när de valt att ej ha långfristiga skulder. Företaget är relativt starkt att de inte behöver följa andra.

Några negativa effekter av den nuvarande kapitalstrukturen kan Clas Ohlson idag inte finna. Det positiva är att Clas Ohlson inte är beroende av någon och att de har fritt handlingsutrymme vilket värdesätts.

Företaget ser för närvarande inga förändringar av kapitalstrukturen och inte heller under närmaste framtid. Den investering på ungefär 200 Mkr som genomförs i centrallagret samt den verksamhetsexpansion bolaget gör kommer att finansieras med interna genererade medel.

5.2 Fagerhult

<i>Intervjurespondent:</i>	Johan Wetterlundh, koncernkontroller
<i>Bransch:</i>	Industri
<i>Omsättning 2002:</i>	1 475 Mkr
<i>Res. efter skatt 2002:</i>	95 Mkr
<i>Soliditet resp. ϕ på 5 år :</i>	62 % ⁷⁷ och 56,8 %
<i>Kassalikviditet:</i>	164 %
<i>Antalet anställda:</i>	1060 st (Sverige)

Fagerhult bildades 1945 av Bertil Svensson. Idag befinner de sig i mognadsfasen. Fagerhult utvecklar, tillverkar och marknadsför kvalificerade belysningsystem. Vid starten sysslade de med hembelysning och teknisk belysning i offentliga miljöer.⁷⁸ De senare åren har Fagerhults produktion handlat mer och mer om den senare angivna sortens belysning som idag dominerar företagets försäljning. Kunderna består främst av sjukhus, kontor, industri och skolor.

Fagerhult är ett företag som har växt organiskt, först i Sverige och sedan i Danmark, Finland, Norge och Holland. Under de senaste tjugo åren har de bara förvärvat ett företag.

De flesta konkurrenterna på den svenska marknaden är familjeägda. De är huvudsakligen små företag, men även några få stora konkurrenter finns. Samma situation gäller i Europa.

5.2.1 Risker

De risker som påverkar företagets tillväxt kan enligt Johan Wetterlundh vara att anläggningarna blir omoderna eller att lokalerna ligger felplacerade.

Fler och fler länder inför en gemensam EU-standard på el-produkter. Detta bidrar till expansionsmöjligheter för Fagerhult då de även kan sälja sina produkter i andra länder. Marknadsmöjligheterna blir således större för Fagerhult och för konkurrenterna, trots detta uppfattar Fagerhult sin affärsrisk som ”mellan”.

Konjunkturen får också anses vara en affärsrisk. Skulle byggbranschen till en viss del stanna av påverkas försäljningen, men likväl anser Fagerhult att de inte påverkas i samma utsträckning som dess konkurrenter. Förklaringen är att om det inte byggs, renoveras det. Fagerhult har lyckats bra vid försäljning till renoveringsbolagen. Samtidigt som de märkt av en liten nedgång har de ändå lyckats ta marknadsandelar av sina konkurrenter.

5.2.2 Strategi

Styrelsen har ett väldigt gammaldags tänkande. Har företaget inte behov av lån skall de inte ta några. Förutsättningen för lån är att det ska investeras i något bra. Har företaget pengar över

⁷⁷ Affärsvärlden 030516.

betalar de hellre av på eventuella gamla skulder än lägger pengarna i kassan. Fagerhult har för några år sedan återbetalat sina skulder till kreditinstitut samt minskat pensionsskulder. Mindre investeringar kan företaget finansiera själva utan lån.

Historiskt har Fagerhult alltid haft en hög soliditet. Fortsättningsvis kommer situationen vara likadan. ”Bra företag växer organiskt med egna medel” enligt Johan Wetterlundh.

5.2.3 Ägare

Den största ägaren i företaget är Gustaf Douglas. Han äger 37,9 procent av företagets kapital och röster direkt. Indirekt äger han 34,4 procent genom företaget Latour där han är majoritetsägare. Han är en väldigt aktiv, dominant och långsiktig ägare. Gustaf Douglas anser att de som kan verksamheten bäst skall också sköta den.

Enligt Johan Wetterlundh påverkar ägarstrukturen troligtvis företagets val av kapitalstruktur då Gustaf Douglas har ett gammaldags tänkande med att undvika lån. Principen kommer förmodligen inte ändras under tiden han är nöjd med resultaten företaget uppvisar.

Ägarna tänker inte på att maximera företagets värde. Deras tanke är istället att driva verksamheten på bästa sätt. I dagsläget känner ägarna att de har en allt för hög soliditet. De kan tänka sig att dela ut en del av pengarna till aktieägarna.

Det finns inga intressekonflikter inom företaget. De stora aktieägarna är överens om hur bolaget skall skötas. Beträffande de mindre aktieägarna finns det inte chans att tillfredsställa alla.

5.2.4 Teoretiska frågor

Styrelsen känner till de olika teorierna i läroböckerna, men de följs inte. De använder till exempel inga nyckeltalsberäkningar då företagets ägare inte kräver det. Johan Wetterlundh håller med om att ökning av avkastningen med hävstången kan vara intressant.

Den senaste tiden har en större uppköpsvåg bland bolagen börjat ta fart på den europeiska marknaden. Fagerhult skulle kunna vara en uppköpskandidat ute på marknaden, men risken ses ändå som minimal. Ägarna skulle förmodligen inte ha tillåtit det enligt vad Johan Wetterlundh.

Vid behov av nytt kapital kan de tänka sig både att ta ett lån eller göra nyemission, beroende på vad de skall investera i och hur mycket det kommer att behövas. Handlar det om en mindre investering tar företaget ett lån, men handlar det om en större investering väljs en nyemission. Hittills har Fagerhult inte gjort någon nyemission

⁷⁸ Fagerhult, årsredovisning 01/02

5.2.5 Aktien

Aktiemarknaden fokuserar inte enbart på företagets kapitalstruktur när de värderar aktien. De bedömer verksamheten som helhet och utifrån det värderas företaget. För tillfället är aktien högt värderad om den jämförs med andra verkstadsföretag. Fagerhult tjänar pengar och det är en anledning till varför de värderas som de gör. Aktien uppfattas ändå som en tråkig aktie på börsen.

5.2.6 Övrigt

Konkurrenternas kapitalstruktur påverkar inte Fagerhult. De flesta bolagen befinner sig i en ekonomisk svacka, då det råder en lågkonjunktur inom byggbranschen. Anledningen till att det går bättre för Fagerhult är deras valutaexponering. Kronkursen har varit gynnsam för företaget.

Att vara obelånad har både fördelar och nackdelar. Nackdelen, i Fagerhults fall, är nyckeltalen. De hade nog kunnat vara bättre om lån togs. Fördelen är att företaget inte är beroende av någon. Alla beslut tas av den egna styrelsen utan någons inblandning. Detta värderas väldigt högt inom företaget.

Inom den närmsta framtiden kommer kapitalstrukturen förmodligen att se ut som den gör idag. Företaget planerar inga förvärv den närmsta tiden, men det är möjligt att något företag förvärvas i framtiden.

5.3 H&M

<i>Intervjurespondenter:</i>	Carl-Henric Enhörning, Investor Relations Leif Persson, Finanschef
<i>Bransch:</i>	Konsumentvaror
<i>Omsättning 2002:</i>	53 332 Mkr
<i>Res. efter skatt 2003:</i>	5 687 Mkr
<i>Soliditet idag resp. ϕ på 5 år :</i>	76 % ⁷⁹ och 74,6 %
<i>Kassalikviditet:</i>	274 %
<i>Antalet anställda:</i>	3604 st (Sverige)

H&M grundades i Västerås, 1947 av Erling Persson. Idag säljer de kläder och kosmetik i mer än 849 butiker världen över. H&M är ett publikt företag som jobbar under ett varumärke. De är lika i hela världen och klädsortimenten är i princip identiskt. De fortsätter sin expansion under 2003 och planerar 110 nya butiker. Carl-Henric sa ”H&M är och har alltid varit ett tillväxtföretag och även i framtiden kommer vi att var det”. Målet är att öka antalet butiker och även omsättningen med 10-15 % per år.⁸⁰

På den globala marknaden finns inga konkurrenter i H&Ms storlek. I Sverige räknas KappAhl, JC, Lindex in bland H&M:s konkurrenter medan det i Tyskland och Spanien är helt andra konkurrenter. En skillnad mellan H&M och deras konkurrenter är att de flesta konkurrenterna har stora lån

5.3.1 Risker

Penningrisken är den största finansiella risken. Av de sammanlagda inköpen i koncernen sker cirka hälften med den amerikanska dollarn. Förändringar av dollarkursen gentemot euron utgör alltså den enskilt största transaktionsexponeringen inom koncernen. För att säkerställa dollarkursen och därmed reducera effekterna av valutakursrörelserna terminssäkras dollarkursen löpande under året.

H&M har affärer i många olika länder och när allas resultat skall räknas om till svenska kronor för att konsolideras i koncernbokslutet uppstår valutaomräkningseffekter. Konsekvensen kan bli ett lägre resultatet.

Den största och nästan enda affärsrisken är att kunna pricka in rätt modetrend. Stora misstag inom det området kan innebära enorma framtida konsekvenser. Denna risk betraktas som en bit över medel enligt Leif Persson.

5.3.2 Strategi

Huvudskälet till H&M:s strategi med att vara obelånade är att inte vara beroende av någon utomstående. Denna strategi har funnits i företaget ända sedan det startades. All expansion

⁷⁹ Affärsvärlden 030516

⁸⁰ H&M, årsredovisningen 01/02

skall finansieras med företagets egna medel. Branschen kräver att bolaget har en stor likviditet ifall marknaden sviktar.

5.3.3 Ägare

Företaget har idag cirka 180 000 aktieägare. Den enskilt största ägaren är familjen Persson med ett ägande på 71 % av rösterna. Stefan Persson, grundarens son, har ett stort inflytande, stort intresse i företaget och är framför allt en långsiktig ägare. Carl-Henric Enhörning tror att företagets ägarstruktur har påverkat valet av kapitalstrukturen.

Leif Persson tror att intressekonflikterna är mindre i H&M än hos andra företag. I H&M blir de flesta internrekryterade, vilket medför att personerna redan är insatta i företagets ideologi när de börjar i högre befattningar.

H&M:s avkastning påverkas till viss del negativt av att inte ha några lån till kreditinstitut. Avkastningen skulle kunna ökas om de minskar eget kapital och kassa, men en räntabilitet på det egna kapitalet på 30 % visar att H&M går bättre än många företag i deras storlek sa Carl-Henric Enhörning.

5.3.4 Teoretiska frågor

Företaget är inte intresserat av att maximera företagets värde med hjälp av skattesköldar. Förr i tiden lönade det sig att syssla med ränteförmåner. Idag är räntetaket och räntegolvet nära varandra vilket medfört att lönsamheten nästan försvunnit, enligt Carl-Henric Enhörning.

H&M tycker att de redan har en optimal kapitalstruktur där inga långfristiga lån ingår. H&Ms höga intjäningsförmåga gör att de inte hinner investera allt vilket gör att de delar ut pengar till sina aktieägare. För en tid sedan delade de ut cirka 5 miljarder.

Styrelsen tänker inte på några speciella skyddsåtgärder när det gäller risken att bli uppköpt. H&M är värderat till 142 miljarder kronor på börsen därför är sannolikheten att bli uppköpta liten.

Styrelsen tog beslutet att H&M skulle börsintroduceras för att kunna få tillgång till likvida medel vid behov men de har ännu inte använt sig av nyemission. Vilken finansieringsform företaget väljer beror helt på om investeringen är långsiktig eller kortsiktig. På kort sikt skulle ett lån utnyttjas medan en nyemission väljs på lång sikt. Nyemission väljs bara för att fortsätta vara oberoende. Leif Persson har svårt att bedöma huruvida det skulle förekomma ett problem med undervärdering av H&Ms aktie vid en nyemission eftersom det aldrig varit aktuellt. Han säger dock att det måste finnas en problematik med nyemission eftersom företaget en gång kom fram till att självfinansiering är det bästa alternativet.

5.3.5 Aktien

Marknaden uppfattar H&M som ett företag med en bra kapitalstruktur och god likviditet. Carl-Henric Enhörning hade ingen kommentar till aktiens värdering.

5.3.6 Övrigt

Det finns inga nackdelar med att vara obelånad. Fördelarna är att företaget blir oberoende, har full handlingsfrihet och flexibilitet. När ett företag är i tillväxtfas är handlingsfriheten den viktigaste faktorn till att vara obelånad. För H&Ms styrelse är det väldigt viktigt att kunna öppna en ny affär när och var de vill utan att någon utomstående blandar sig in i verksamheten och expansionen.

Deras kapitalstruktur kommer att se ut ungefär likadant som den gör idag, inga lån och ett stort eget kapital.

5.4 NEA

<i>Intervjurespondenter:</i>	Gunnar Ligin, Redovisningschef Richard Söderblom, Ekonomichef
<i>Bransch:</i>	Industri
<i>Omsättning 2002:</i>	1 805,3 Mkr
<i>Resultat efter skatt 2002:</i>	60,6 Mkr
<i>Soliditet resp. ϕ på 5 år :</i>	50 % ⁸¹ och 54 %
<i>Kassalikviditet:</i>	198 %
<i>Antalet anställda:</i>	ca 2 300 st

Företaget NEA (Närkes Elektriska AB) grundades 1931 och blev samtidigt ett dotterbolag till ASEA (dagens ABB). Efter stor kritik mot ASEA från elinstallationsbranschen kände de sig tvungna att sälja av vissa företag i koncernen för att minska sin dominans på marknaden. NEA såldes till kamrer Algot Broberg 1949 och har sedan dess varit familjeägt.⁸² Idag är NEA ett moget företag med tre verksamhetsgrenar: elinstallationsrörelse, försäljning av el-material och serviceverkstäder. I NEAs kundkrets hittas bland annat ASSI-domän, Volvo, Saab, Peab, de militära myndigheterna etc. NEA är ensamma i Sverige om att kombinera installationsverksamheten med försäljning av el-material. NEAs största konkurrenter på installationssidan är ABB och Bravida. På materialsidan är det Selga.

5.4.1 Risker

De finansiella riskerna är nästintill obefintliga då företaget inte påverkas av någon valutaexponering eller någon annan form av risk. Den enda finansiella risken är eventuella aktieplaceringar företaget har.

NEAs största affärsrisk är konjunkturen, speciellt inom byggbranschen. Företaget påverkas även av lokala konjunkturen i landet, till exempel då NEA lånar ut anställda till andra dotterbolag med tillfällig personalbrist. Företagets totala affärsrisk uppfattas som låg enligt Rikard Söderblom.

5.4.2 Strategi

Främsta anledningen till dagens, men även dåtidens kapitalstruktur är handlingsfriheten och oberoendet av utomstående intressenter. NEA har inte haft ett förlustår sedan 1937, vilket bidragit till en stabil ekonomisk grund.

5.4.3 Ägare

Majoriteten av rösterna ägs av familjen Broberg. Hittills har familjen varit långsiktiga och kommer förmodligen även vara det i framtiden, enligt Gunnar Ligin. För tillfället innehar familjen styrelseordförande posten. Näst största ägaren, Latour, har också en styrelseledamot i företaget

⁸¹ Affärsvärlden 030516

⁸² NEA, årsredovisning 01/02

Definitionsmässigt finns det inga intressekonflikter inom företaget men teoretisk kan det förekomma mellan de små- och stora ägarna.

5.4.4 Teoretiska frågor

Dagens marknadsränta är låg jämfört med för några år sedan. Förr fanns det fördelar med att använda sig utav en skattesköld. I dagsläget tänker inte företaget på skatteskölden. Det gäller även hävstångsteorin. Fastän eventuell belåning kan öka företagets avkastning, tycker ägarna att dagens avkastning är godkänd.

NEA är väldigt måna om handlingsfriheten ett företag har av att vara obelånade. För tillfället har NEA ingen optimal kapitalstruktur enligt Gunnar Ligin.

Gunnar Ligin säger att NEA rent teoretiskt sett kan köpas upp av ett annat företag. Det är ingen omöjlighet, men det kommer inte hända under tiden som de största ägarna vill behålla sina aktier och makten i företaget.

Vid en eventuell större investering, skulle NEA först och främst vända sig till aktiemarknaden och göra en nyemission. I andra hand väljer de ett banklån. Företaget har använt sig av nyemission en gång de senaste tjugo åren. Det var när NEA börsintroducerades. Inga emissioner finns planerade under den närmaste framtiden, eftersom de endast har mindre (20-25 miljoner) investeringar på gång. Richard Söderblom kunde inte uttala sig om det fanns några problem med underprissättning vid nyemission, eftersom företaget inte gjort en nyemission under en längre period.

5.4.5 Aktien

Aktiemarknaden tycker att vettig avkastning på satsat kapital är viktigt. Det är upp till markanden att värdera företaget. Dagens värdering är därför den rätta, enligt Gunnar Ligin.

5.4.6 Övrigt

Konkurrenternas val av kapitalstruktur påverkar inte valet av NEAs kapitalstruktur. Det är endast NEAs ägarstruktur som påverkar den.

Gunnar Ligin kunde inte komma på några negativa effekter av att vara obelånad. När det gällde positiva effekter var handlingsfriheten den största anledningen, men även att vara oberoende värderas högt.

Inga nya investeringar planeras inom den närmsta framtiden.

5.5 Rottneros

<i>Intervjurespondent:</i>	Anders Byström, vice VD
<i>Bransch:</i>	Råvaror
<i>Omsättning 2002:</i>	2 494 Mkr
<i>Res. efter skatt 2002:</i>	55 Mkr
<i>Soliditet resp. ϕ på 5 år:</i>	73 % ⁸³ och 72 %
<i>Kassalikviditet:</i>	169 %
<i>Antalet anställda:</i>	878 st

Rottneros har funnits i 400 år och företaget befinner sig i mognadsfas. Företaget är ensamt i världen på att producera samtliga fyra olika typer av avsalumassa: slipmassa, CTMP-massa, magnetfitmassa och sulfatmassa.. Rottneros står för över 50 % av världens slipmassa samtidigt som de är en av världens tio största leverantörer av CTMP-massa. Deras nuvarande produktionskapacitet är på cirka 700 000 ton massa per år i Sverige och Spanien detta gör att de klassas som en av världens största leverantörer av avsalumassa. Kärnverksamhet består av utveckling och produktion av skräddarsydda massakvaliteter för specifika slutanvändningsområden.⁸⁴

Rottneros har inga börsnoterade konkurrenter i Norden. Närmsta konkurrenten är Södra, men de sysslar endast med standardkvalité. Deras ”riktiga konkurrenter” hittas främst på den internationella marknaden i till exempel Kanada.

5.5.1 Risker

Resultatet i massabranschen är väldigt volatilt och förändras med konjunkturen. Rottneros har kunnat visa positiva resultat trots de svaga yttre förutsättningarna. Detta beror främst på nischstrategin och riskhanteringspolicyn som Anders Byström benämner operativ respektive finansiell strategi. Dessa strategier motverkar den höga affärsrisken respektive finansiella risken som Rottneros utsätts för. Nischstrategin används för att minska effekten av konjunktursvackor genom att leverera massakvaliteter som är specialanpassade för varje kund, vilket minskar risken att förlora kunden. De finansiella riskerna som har störst påverkan på koncernens resultat är valuta och massapriset. Företaget är väldigt beroende av dollarkursen. All massa säljs och prissätts i den amerikanska valutan därför säkras valuta- och massapriser, vilket också minskar effekten av konjunktur nedgångar. Målet är således att minska företagets volatilitet och klara sig ifrån förlustår vilket Rottneros anser vara det viktigaste.

5.5.2 Strategi

Bakåt i tiden hade företaget problem vid lågkonjunkturer och de visade ibland negativt resultat. Styrelsen beslöt därför att ha en stark balansräkning med hög soliditet och stor kassa för de sämre tiderna. Företaget räknar normalt med en cyklisk period på fem goda år, då

⁸³ Affärsvärlden 030516

⁸⁴ Rottneros, årsredovisningen 01/02

företaget tjänar mycket pengar som sedan används under de sämre åren. Den nuvarande strategin med en stark balansräkning i fokus påverkar företagets sätt att agera.

Jämfört med andra bolag i samma bransch går Rottneros mot strömmen. Istället för att köpa företag alla vill ha, köper de företag som är mindre attraktiva. Gamla bruk lokaliseras och köps för att sedan effektiviseras. Rottneros skiljer sig också från mängden genom att de har ett lågt kapitalvärde samt låg avskrivning jämfört med konkurrenterna.

5.5.3 Ägare

Det finns endast en större ägare, pappersproducenten Arctic Paper AB som innehar 27 procent av aktierna. De köpte sina aktier 1992. Ägarna är långsiktiga, men inte aktiva. Anledningen till huvudägarnas uppköp av aktierna var att de ville säkra framtida massapriser och massaleveranser framåt i tiden.

Andelen mindre ägare är stor då aktien uppfattas ge en hygglig direktavkastning. I och med att det är en cyklisk aktie är det många institutionella och privata ägare som går in och ut beroende på hur konjunkturen ser ut.

Det kommer alltid att finnas intressekonflikter inom företaget. Däremot finns det inga stora intressekonflikter som påverkar företagets resultat eller företagets uppsatta mål. Alla jobbar åt samma mål.

5.5.4 Teoretiska frågor

Den låga bolagsskatten i Sverige medför att Rottneros inte intresserar sig för en eventuellt gynnsam skatteeffekt. Skatteeffekten skulle inte ha stor betydelse för vare sig företagets resultat eller värde enligt Anders Byström.

Styrelsen är medveten om den finansiella hävstången. Anders Byström säger att de i ledningen vill höja avkastningen på sysselsatt kapital eftersom utväxlingen nu är för låg. Olika former av investeringar är aktuella för detta ändamål. Under en tid investerade företaget i hedgefonder för att få upp avkastningen men efter kritik från marknaden slutade Rottneros med det.

De långsiktiga ägarnas intresse i företaget gör det svårare för konkurrenterna att köpa Rottneros. Anders Byström tror inte heller att någon är intresserad av att köpa upp dem eftersom de inte passar in någonstans men deras stora kassa kan kanske locka någon. Sannolikheten är större att Rottneros gör egna förvärv för att utveckla verksamheten. Rottneros är positivt till att ta lån för att finansiera ett förvärv. I dagsläget har de kreditfaciliteter på cirka 700 Mkr.

Företaget har gjort nyemissioner ett antal gånger under tidens lopp. Den höga kostnaden för nyemissioner gör att detta finansieringsalternativ endast bör användas vid större förvärv enligt

Anders Byström. Underprissättning av aktien kan också vara en anledning till att företaget väljer att avstå från nyemission. Rottneros anser sig dock inte ha ett underprissättningsproblem i dagsläget, då de har en bra marknadsvärdering.

5.5.5 Aktien

Enligt Anders Byström tycker börsen om när bolag visar stabilitet speciellt nu efter den stora nedgången. Rottneros fokuserar inte på att höja marknadsvärdet. När det gäller Rottneros uppfattas de av marknaden som väldigt stabila. För bara några år sedan hade investerarna en annan uppfattning. De undrade varför företaget hade mycket likvida medel, istället för att investera dem.

Anders Byström hade ingen kommentar huruvida företaget är rätt värderat eller ej. Det är upp till marknaden att värdera dem sen kan de bara göra sitt bästa för att tillfredställa dem.

5.5.6 Övrigt

Konkurrenternas val av kapitalstruktur påverkar inte Rottneros kapitalstruktur.

Det positiva med att vara obelånad är den finansiella friheten och tryggheten företaget har. Företaget har stor handlingsfrihet utan att någon utomstående blandar sig in. De negativa aspekterna är att de inte kan öka avkastningen på sysselsatt kapital.

I framtiden vill Rottneros ha en soliditet på cirka 40-50 %. Vid uppnådd stabilitet ser de ingen anledning att ha fortsatt hög soliditet. Detta under förutsättning att inga röda siffror visas under en femårsperiod. Sänkningen av soliditeten skulle frigöra 6-700 miljoner kronor. Medlen skall användas till att bygga ut redan existerande anläggningar, bygga om och kompletteringsinvestera. Köp av nya bruk kommer också att finansieras på detta vis.

5.6 Svedbergs

<i>Intervjurespondent:</i>	Jörgen Ekdahl, VD
<i>Bransch:</i>	Konsumentvaror
<i>Omsättning 2002:</i>	348,7 Mkr
<i>Resultat e. skatt 2002:</i>	28,3 Mkr
<i>Soliditet resp. ϕ på 5 år:</i>	71 % ⁸⁵ och 68 %
<i>Kassalikviditet:</i>	283 %
<i>Antal anställda:</i>	218 st.

Svedbergs startade som bleckslageri 1920 och övergick 1962 till nuvarande inriktning att utveckla och tillverka ett komplett badrumsinredningssortiment under eget varumärke. De bedriver även verksamhet under produktområdet VVS-utrustning. Företaget är marknadsledande i norden på badrumsinredning. Bolaget är även representerat i England och Ryssland. Verksamheterna i Polen och Ungern håller på att avvecklas. Branschen företaget verkar i är mogen, dock fortsätter själva företaget att växa.⁸⁶

5.6.1 Risker

Försäljning till ombyggnads- och reparationsarbeten är mer betydande än försäljning till nybyggnad, vilket medför att Svedbergs inte är lika konjunkturkänsligt. Den konkurrensutsatta marknaden håller sig stabil. Några större finansiella risker är företaget inte utsatt för.

5.6.2 Strategi

I dagsläget har de en god intjäningsförmåga samtidigt som bolaget inte gör några större investeringar eller marknadssatsningar. Behovet av externt kapital och en annorlunda kapitalstruktur är därför lågt. Den finansiella strukturen påverkas av de värderingar som sedan länge funnits i Gnosjöbygden. Har låntagaren möjlighet att betala tillbaka sina lån bör han göra det, enligt Jörgen Ekdahl. Bolagets stora handlingsfrihet utan inblandning från andra intressenter skattas högt. Dessa värderingar påverkas av ägarbilden i företaget.

Svedbergs börsintroducerades i början av oktober 1997. Närvaron på börsen medför att det finns en möjlighet att få in likvida medel vid behov.

5.6.3 Ägare

Familjen Svedberg, som startade bolaget, är långsiktiga storägare och har över 50 procent av rösterna. Ägarstrukturen påverkar avkastningskravet eftersom kapitalstruktur med lån hade höjt avkastningskravet från ägarna. De nuvarande storägarna är nöjda med att inte ha lån samt en avkastning som motsvarar marknadsräntan plus några procent.

⁸⁵ Affärsvärlden 030516

⁸⁶ Svedbergs, årsredovisning 01/02

Samsynen mellan ägarna och den operativa ledningen är god. Olika uppfattningar kan ibland förekomma gällande vilken hastighet som är den optimala vid genomförandet av olika projekt och liknade.

5.6.4 Teoretiska frågor

I slutet av åttiotalet var debatten om kapitalstruktur och lån stor. Företaget tog på sig lån för att få del av skatteskölden, som var betydande på den tiden. I början av nittiotalet hade Svedbergs stora skulder. Skulderna betalades tillbaka och när Svedbergs börsintroducerades var företaget skuldfritt. Den skattesköld som gjorde det fördelaktigt med lån har under nittiotalet försvunnit för att idag vara ointressant för bolaget. Svedbergs fokus ligger inte på att maximera företagets värde. Hävtångseffekten som ger ökad avkastning på det egna kapitalet är Svedbergs medvetna om "Det går inte bättre för att vi bryr oss om det" enligt Jörgen Ekdahl. Nyckeltalen är sämre utan lån, men det viktiga är i grund och botten företagets resultat. Den optimala kapitalstrukturen för ett företag beror på vilken fas företaget är i och vart det är på väg enligt Jörgen Ekdahl.

Svedbergs har det senaste året utmålats som en uppköpskandidat i pressen. Ett eventuellt generationsskifte har ökat spekuleringen. Jörgen Ekdahl är tveksam till om familjen Svedberg vill sälja. Attityden till en försäljning inom företaget är skeptisk eftersom medvetenheten om de svårigheter som uppstår vid sammanslagningar är stor. De förväntade synergieffekterna uteblir ofta.

Vid behov av externt kapital för en investering är lån, även för stora investeringar, det första valet. Räntan är för tillfället låg och det förekommer inga svårigheter med att anskaffa lån. Nyemission utesluts inte vid en investering. Problematiken med nyemission beror på svårigheten med att värdera aktien rätt.

5.6.5 Aktien

Kapitalstrukturen påverkar aktien negativt. Finansanalytikerna tycker att soliditeten är för hög och att Svedbergs borde låna pengar och göra förvärv. Köper bolaget inte ett annat företag borde de göra återköp av aktier. Den dåliga likviditeten i aktien ses också som ett minus av aktiemarknaden. Vid eventuell belåning ska det finnas något att investera i säger Jörgen Ekdahl. Svedbergs har en hög direktavkastning till en låg risk, vilket företaget trivs med.

Aktien har under de senaste åren varit stabil på en turbulent marknad. Aktien värderas lågt efter omständigheterna. Förhoppningen är att aktien ska stiga eller att p/e-talet med kommande resultat ska minska. Marknadsvärderingen har ingen betydelse när familjen Svedberg är kvar som ägare.

5.6.6 Övrigt

Till för ett år sedan var Svedbergs ensamt branschföretag på börsen. När Nobia och Ballingslöv, som bland annat tillverkar badrumsprodukter, introducerades på börsen ökade pressen på företaget. De kan uppvisa bättre nyckeltal än Svedbergs vilket på längre sikt skulle

kunna påverka företagets kapitalstruktur. De nya företagens låga värdering, jämfört med introduktionskursen, kan tänkas påverka aktiekursen negativt.

Fördelen med att vara skuldfri är den handlingsfrihet och den trygghet det skapar. ”Den som har pengarna har makten” uttrycker Jörgen Ekdahl. Den negativa aspekten är att det är svårt att skapa ett kostnadsmedvetande i bolaget när de anställda vet att företaget är ekonomiskt starkt. Skuldfriheten spär på bilden av att företagets ekonomiska styrka.

I framtiden ökar skulderna med största sannolikhet på grund av inventeringar.

6 ANALYS

I detta kapitel kommer empirin som presenterades i föregående avsnitt diskuteras och analyseras med hjälp av teorierna vi beskrivit under kapitel tre och fyra

6.1 Skattesköld

Enligt Modigliani & Millers modifierade teori kan ett företag teoretiskt låna så mycket de kan för att maximera sitt värde. Med utgångspunkt i intervjuerna kan vi uttyda att maximering av företagsvärdet inte är något bolagen strävar efter. För dessa företag är ett bra resultat viktigare än maximering av värdet. De uttrycker vidare att en ränterelaterad skattesköld inte är något som intresserar dem. H&M, Rottneros och Svedbergs säger att skattefördelarna med belåning inte längre finns. Enligt bolagen beror detta på dagens skattesituation, vilket medför att effekten av en eventuell skattesköld inte har något större värde i deras ögon.

Skattesköldseffekten har minskat de senaste 15 åren. I dag ligger bolagsskatten på 28 procent, jämfört med 50 procent för femton år sedan. Även räntorna är lägre idag, vilket genererar mindre ränteavdrag. Sammantaget gör detta att incitamenten för att skatteplanera är mycket mindre nu än då. Modigliani & Millers tes fungerar i vårt fall således bättre i teorin än i praktiken. Om skatte- och ränteläget ändrar sig i framtiden tror vi denna teori kan vara relevant för att förklara faktorer som påverkar kapitalstrukturen hos de företag vi studerat.

Trade off teorin, vilken uppkommit ur Modigliani & Millers teori, förespråkar ett maximerande av företagets värde genom att balansera den skattesköld belåningen ger mot konkurskostnaderna. Vår empiriska studie har visat att detta inte gäller för våra företag eftersom det inte existerar något intresse för skattesköldar, enligt resonemanget i stycket ovan. Enligt Trade off teorin är konkurskostnaderna lägre för stora företag vilket gör att de bör ha en högre skuldsättningsnivå vid optimum. Lönsamheten är positivt korrelerad till andelen skulder eftersom ett lönsamt företag har lägre konkurskostnader. Storleken på de företag vi undersökt samt deras lönsamhet borde således påverka företagen att ha högre belåning. Detta talar rakt emot det vi uppfattat då våra bolag dels är obelånade och dels har personerna vi intervjuat inte gett uttryck för att storlek och lönsamhet har någon påverkan. Detta tyder på att faktorerna inte har någon nämnvärd inverkan på företagen i vår studie att ta högre skulder.

Företagens och Trade off teorins syn på optimalkapitalstruktur skiljer sig åt radikalt. Vi upplever det som att begreppet optimal kapitalstruktur har en annan innebörd för företagen än vad den har i teorin. Det stadiet i livscykeln företaget befinner sig i samt den strategi bolaget valt för att nå sina uppsatta mål överensstämmer inte med strävan efter en värdemaximerande kapitalstruktur.

6.2 Intressekonflikter

Agentkostnader mellan aktieägare och ledning uppstår när företagsledningen inte arbetar i ägarnas intressen. I egenskap av obelånade företag borde våra fallföretag teoretiskt sett ha

höga agentkostnader för eget kapital, då möjligheten är större att ledningen spenderar pengar på sätt som inte ligger i ägarnas intresse. För att mildra dessa kostnader bör bolagen använda sig av en högre skuldsättning. Vi anser att de företag som vi studerat har låga agentkostnader trots att de är obelånade eftersom ledning och aktieägare, enligt alla intervjuer har samma intressen. Vi kopplar det till faktumet att det i bolagen finns en storägare som har stort inflytande över bolaget, de anställda och den ideologi som råder i företaget. Rottneros är inte lika starkt präglad av ägarens ideologi som i de andra bolagen. H&M säger att samsynen mellan ledning och ägare är stor eftersom de flesta i ledande position är internrekryterade och är sedan länge införstådda med företagskulturen.

Belåning orsakar incitament för ägarna att investera mer riskfyllt för att få en ökad avkastning. Detta medför att kreditorernas premie ökar vilket ger högre agentkostnader. Ägarna har stort inflytande och vill inte förlora kontrollen till någon utomstående, förutom Rottneros där ägarna bara innehar 27 procent av rösterna. Majoritetsägarna är mycket måna om att behålla den nuvarande situationen med dess handlingsfrihet. Ökade räntekostnader, alltså ökade agentkostnader, är sammankopplat med minskad makt i bolagen. Ägarna är intresserade av att förlora en del av makten i bolaget. En följd av detta är att de inte vill betala räntekostnader till utomstående intressenter.

6.3 Finansierings hierarki

Pecking order teorin tar upp den hierarkiska ordning företag har i valet mellan olika finansieringsalternativ (se kapitel 3.3.1, punkten 4). Den vidareutvecklade versionen av Myers & Majluf grundar sig på två antaganden, dels om asymmetrisk information och dels om att företagsledningen agerar i de nuvarande aktieägarnas intresse. Utifrån detta uppstår en problematik med emission av aktier till rätt pris.

Den uttalade hierarkiska ordningen är tydligast i Svedbergs. I första hand kommer kassan att användas vid en investering. Företaget uttalade klart att det stora problemet med en nyemission är att få en korrekt värdering av aktien, vilket medför att de därför föredrar lån framför nyemission. Stora investeringar är möjliga att finansiera genom lån, delvis på grund av det gynnsamma ränteläget.

Alla våra företag har tillgång till en stor buffert som består av olika proportioner av internt tillförda medel, kassa och outnyttjade kreditmöjligheter. Detta förklaras med att de drar sig från att hamna i en situation där emission av aktier måste genomföras

H&M har en annorlunda syn på finansieringsordningen. Internt tillförda medel föredras givetvis, men i valet mellan lån och nyemission tar de hänsyn till tidsperspektivet. Kortsiktigt lån, långsiktigt en riktad nyemission. Det är den starka driften att vara oberoende som gör att H&M tänker på tidsaspekten och i första hand väljer nyemission på lång sikt. H&M uttrycker sig kryptiskt om värderingsproblem vid nyemission. De kommenterar detta med att de historiskt kommit fram till att det är bäst att finansiera investeringar med interna medel.

De resterande fyra⁸⁷ bolag vi studerat anser att storleken på investeringen är det som avgör valet mellan lån och nyemission. Liten investering - lån, stor investering - nyemission. Rottneros anser att de inte skulle ha problem med undervärdering vid en eventuell nyemission. De andra tre bolagen säger sig inte kunna uttala sig om detta, då situationen inte är aktuell. Det är svårt att uttala sig om en eventuell hierarkisk ordning hos de obelånade företagen. Klart är att internt tillförda medel kommer högst upp i ordningen. I valet mellan lån och nyemission skiljer sig dock flera av företagens syn på vad som styr dem, jämfört med Myers och Majlufs kopplingar till aktievärderingen.

Pecking order teorin förklarar även uppkomsten av ett annat kapitalstrukturfenomen som påvisar sambandet mellan skuldsättningsgraden och lönsamheten. Det förekommer en negativ korrelation eftersom lönsamma företag tenderar att ha lägre skulder. De genererar mera likvida medel och behöver sålunda inte främmande kapital. Våra företag kan klart kopplas till denna punkt då de alla är lönsamma, påvisat en bra årsvinst och valt att vara obelånade.

Ansedda företag bör välja mycket kontanta medel istället för skulder enligt Pecking order teorin. Vi kan även se en koppling till de studerade företagen då de har ett högt anseende och en stark marknadsposition.

6.4 Kapitalmarknaden

Den viktigast av Donaldsons kravställare är enligt vår analys kapitalmarknaden. Den är i sin tur uppdelad i kreditorer och aktieägare. Kreditorernas intresse kretsar kring risk och kreditvärdighet. När risken blir högre höjs kreditorernas krav på avkastning och inflytande. Det främsta sättet att hålla kapitalmarknaden på avstånd är att vara självfinansierad. Alla företag vi studerat ger på olika sätt uttryck för att handlingsfrihet och oberoendet är den mest positiva fördelen med skuldfrihet. För H&M var detta speciellt viktigt eftersom de som tillväxtföretag ansåg sig behöva denna stora handlingsfrihet för expansion.

Företagen känner inte av aktieägarnas krav i någon stor omfattning. Ägandet i bolaget är präglad av dominerande familjeägare. De har kontrollen i bolaget och tillsätter därmed i slutändan ledningen. Resultatet blir att företaget har en ledning som arbetar i ägarens intresse och därmed uppstår inte några problematiska aktieägarkrav. Problemet uppstår för de små aktieägarna då deras och den övriga marknadens intressen inte alltid överensstämmer med huvudägarens. Vi har uppfattat att Rottneros och Svedbergs känner krav från marknaden när de visar svaga nyckeltal och har en låg likviditet i aktien. Ledningens beslut verkar inte påverkas i någon större grad av krav från aktieägarna eftersom de har stor samsyn med huvudägaren.

⁸⁷ Clas Ohlson, Fagerhult, NEA och Rottneros.

6.5 Risker

Wards teori klargör för hur finansieringen bör vara utformad i varje fas av företagets livscykel med avseende på affärsrisken och den finansiella risken. Av sex företag befinner sig Fagerhult, NEA, Rottneros och Svedbergs i mognadsfasen. H&M och Clas Ohlson befinner sig i tillväxtfas. Enligt teorin ska mogna företag ha en affärsrisk på medelnivå. Fagerhult har en risk på medelnivå, NEAs är låg, Rottneros har hög affärsrisk, Svedbergs ligger mellan låg- och medelnivå. Det är med andra ord stora skillnader på företagens affärsrisk. Bolagen i tillväxtfasen ska ha en hög affärsrisk, men Clas Ohlson har en risk på medel nivå och H&M har en bit över medel. H&Ms risk bygger på modetrenden och Clas Ohlsons beror på konkurrensen. Dessa två företag anser vi ha en bättre marknadsposition och anses vara starkare än tillväxtbolag i allmänhet, vilket gör att de avviker från Wards matris.

Vi kan inte finna någon likhet mellan företagens angivna typer av affärsrisker och i vilken fas i livscykeln de befinner sig i. Tre av företagen har angivit konjunktur och tre har angivit konkurrens som huvudsakliga affärsrisker. De företag som riktar sig till privatkonsumenter, H&M, Clas Ohlson och i viss mån Svedbergs, har en affärsrisk som i huvudsak inte är konjunkturberoende medan de övriga företagen har en affärsrisk som beror på konjunkturen.

Den finansiella risken är låg för de undersökta företagen, undantaget Rottneros, i och med att denna risk är kopplad till skuldsättningsgraden. Svedbergs anser sig inte ha någon finansiell risk alls. Fagerhults finansiella risk är kopplad till dess anläggningstillgångar och är mycket liten. De övriga företagen har en risk som är relaterad till valutaexponering. Rottneros har höga finansiella risker kopplade till valutaexponering och råvarupriser. Bolagen med valutarisker samt råvaruprisrisker använder terminer och optioner i olika utsträckning för att säkra sig. Således, är den totala risken lägre än vad Wards matris förespråkar, Rottneros undantaget.

Wards matris visar också vilken typ av finansiering ett företag bör välja beroende på var företaget befinner sig i livscykeln. För de företag som befinner sig i mognadsfasen bör en finansiering med lån och eget kapital väljas då den finansiella risken befinner sig på medelnivå. Våra företag avviker från detta mönster då de alla är obelånade. I dagsläget stämmer inte Rottneros, som är moget, in i Wards matris men deras strategi gör det sannolikt att de i framtiden kommer passa in både vad gäller risknivåer och belåning. Företaget har sedan några år en strategi att bli mindre volatilt genom att sänka företagets risker. I dagsläget skulle eventuella lån medföra en ännu högre finansiell risk och är därför inte intressant. Rottneros vill, när risken minskat, ta lån och sänka soliditeten till mellan 40 och 50 procent. Tillväxtföretagen, Clas Ohlson och H&M stämmer in i Wards matris vad gäller val av finansieringstyp men där slutar likheterna.

6.6 Obelånade företag

Agrawals och Nagarajans studie bidrog med att de kunde fastställa en rad faktorer som influerade kapitalstrukturen och karakteriserade de amerikanska obelånade företagen.

Vi har sett en tendens att flertalet av våra företag är familjeägda eller har en ensam dominant ägare. Ägarna är på grund av sitt stora innehav representerade i styrelsen, där de således har inflytande över företagets strategiska beslut. Clas Ohlson, H&M, NEA och Svedbergs startades upp av den familj som fortfarande är storägare i bolaget. Detta faktum påverkar den finansiella strukturen till stor del. Dessa företag präglas fortfarande av den ideologi och det tankesätt som funnits i bolaget sedan det etablerades. Vi uppfattar två faktorer hos ägarna som gör att de inte vill ha lån. Den första är att de har en mentalitet och ett synsätt som är konservativt där det finns en allmän uppfattning att lån är negativt och bör undvikas till varje pris. De anser att det är en principfråga. Detta går att koppla till vad Agrawal och Nagarajan kom fram till i sin studie, då de obelånade företagen i allmänhet avvisade all typ av främmande kapital. Den andra faktorn vi uppfattar är den handlingsfrihet och det oberoende de åstadkommer, vilket kan jämföras med det Donaldson säger. De vill inte blanda in utomstående intressenter i företagets inre angelägenheter. I slutändan ser vi det som att ägarna inte vill dela med sig av makten i bolaget. Fagerhult uppvisar samma bild med stark påverkan från ägaren. Skillnaden är att den nuvarande storägaren inte startade upp bolaget. Rottneros uppvisar inte samma ägarstruktur som de övriga. De har många mindre ägare och endast en storägare som äger 27 procent av aktierna. Storägaren är inte lika aktiv och inflytelserik som storägarna i de övriga bolagen.

Agrawal och Nagarajan påvisar vidare i sin studie att de uppfattade ett mönster i de obelånade företagen där ledningen hade en hög kontroll över bolagets rösträtter det vill säga att de ägde en stor del av aktierna. I våra företag kan vi inte alls se något sådant direkt samband då ledningen bara äger små poster av aktierna. Ägarna sköter inte den operativa verksamheten utan håller sig i styrelsen, vilken tillsätter kompetenta personer för ändamålet. Huvudägarna i våra bolag har större delen av rösterna vilket enligt oss leder till att deras egna tankar återspeglas i företagets kapitalstruktur. Agrawal och Nagarajans studie har också påvisat att ett sådant samband förekommer.

De studerade bolagen har alla en hög likviditet, vilket Agrawal och Nagarajans studie påvisat. Vi har inte haft möjlighet att jämföra siffrorna mot något index, vilket innebär att vi inte kan kommentera hur hög den är jämfört med andra företag i samma bransch. Siffrorna torde dock vara högre än snittet.

6.7 Påverkande faktorer

Nedan analyserar vi de mest förekommande variabler och hur dessa påverkar våra företags kapitalstruktur.

6.7.1 Materiella anläggningstillgångar

Företagens tillgångsstruktur påverkar skuldsättningsgraden. En hög andel materiella anläggningstillgångar kopplas till en högre skuldsättning då tillgångarna kan användas som säkerhet.

Våra företag har alla en relativ liten andel materiella tillgångar. Dessa tillgångar motsvarar mellan en tredjedel och en fjärdedel av de totala tillgångarna. I Rottneros är de däremot höga, ungefär hälften av alla tillgångar. Enligt Harris och Raviv kommer företag med höga materiella anläggningstillgångar utnyttja lån. Alla studerade företag kan tänka sig att ta lån. Största sannolikhet för framtida belåning anser vi Rottneros ha, med tanke på deras strategi.

Vidare, medger Trade off teorin att företag med säkra anläggningstillgångar och stor beskattningsbar vinst bör ha en högre skuldsättningsnivå. Våra studerade företag innehar en hög beskattningsbar vinst, undantag Rottneros och Fagerhult. Alla företag har också säkra anläggningstillgångar. Teorin är således inte tillämplig då inget intresse för att inneha lån för tillfället förekommer, undantag Rottneros, de är positiva till eventuell belåning.

6.7.2 Tillväxt

Av våra sex företag befinner sig H&M och Clas Ohlson i tillväxtfasen. Båda företagen växer med tio till femton procent om året. De klassas som högtillväxtföretag och har som strategi att investera i nya butiker på nya samt redan befintliga marknader. Enligt Jensen & Meckling och Stulz har företag i tillväxtfasen flexibla investeringsmöjligheter och kan därmed investera mer riskfyllt. Detta instämmer på H&M då de huvudsakligen satsar på riskfyllda projekt främst på den amerikanska marknaden. Enligt Ross, Westerfield och Jaffe finns det en tendens för att skuldsättningsnivån är låg hos högtillväxtföretag. Detta samband går att koppla till våra tillväxtföretag. Harris och Raviv påvisar att företag i mognadsfasen och de med goda likvida medel har mera lån än tillväxtföretag. Vi kan dock ej se att dessa två faktorer kan ha någon inverkan på skuldsättningen.

6.7.3 Bransch

Våra undersökta företag faller in i tre olika branscher. I konsumentvaror ingår Clas Ohlson, H&M och Svedbergs. Industribranschen omfattar NEA och Fagerhult. Slutligen råvaror där vi finner Rottneros. Inom konsumentvarubranschen ligger soliditetssnittet runt 42 procent. Clas Ohlson och H&M påverkas inte av konkurrenternas val av kapitalstruktur medan Svedbergs medgav att de på längre sikt eventuellt skulle kunna påverkas av konkurrenternas val av kapitalstruktur. Anledningen är den att konkurrenterna kan uppvisa bättre nyckeltal än Svedbergs vilket skulle medföra en ökad press att prestera bättre. NEA och Fagerhult tillhör industribranschen vars soliditetssnitt ligger runt 41 procent. De har också medgivit att konkurrenterna inom branschen inte påverkat deras val av kapitalstruktur. Rottneros, som tillhör råvarubranschen, har inga börsnoterade konkurrenter i Norden vilket gör att de inte kan undersökas. Vi ser härmed att Hossein Asgharians undersökning även finner belägg för våra undersökta företag då det inte förekommer något direkt samband mellan branschtillhörighet och kapitalstruktur. Svedbergs avviker vilket går att relatera till Ferri & Jones studie som medgav att bransch tillhörighet är kopplad till företagets belåningsgrad.

6.7.4 Storlek

Chua och McConnells studie visar att storlek ger incitament till ökad belåning. De har en lägre risk och en mer diversifierad verksamhet. Vi kan inte finna något belägg för att storleken har nämnbar påverkan på våra företags lån överväganden. Smiths studie påpekar att

nyemissionskostnader relativt sett är högre för mindre företag, vilket gör att de i större utsträckning tar lån. De undersökta företagen är stora och ingen av dem är främmande för nyemission. Ingen av dem angav att kostnader talade emot att emittera aktier.

6.7.5 Vinst

Samtliga studerade företag har uppvisat en god intjäningsförmåga. De har de senaste fem åren gått med vinst alla räkenskapsår. Vinstens volatilitet har varit hög i H&M, NEA och Rottneros. Detta går att koppla till de olika empiriska undersökningarna som påvisat att det förekommer ett samband mellan vinstens volatilitet och skuldsättningen eftersom den minskar när företagets vinst ökar. Kapitalstrukturen i dessa företag finansieras i första hand med behållna vinster. Beträffande Clas Ohlson, Fagerhult och Svedbergs föreligger inte ett sådant samband då de haft en vinst med små fluktuationer de senaste fem åren.

6.7.6 Uppköp

Uppköpshot medför att företag med negativ inställning till förfarandet implementerar en optimal kapitalstruktur med belåning för att maximera värdet på bolaget. De studerade bolagen anser inte att det finns ett reellt uppköpshot som de måste ta hänsyn till. Clas Ohlson, Fagerhult och NEA ser det som teoretiskt möjligt att något annat bolag kan köpa upp dem men hotet är litet eftersom de nuvarande ägarna är långsiktiga. Rottneros ser det också som en teoretisk möjlighet att någon annan skulle kunna köpa dem men sannolikheten är mycket låg då verksamheten har svårt att passa in hos en köpare. H&M anser det som osannolikt att någon har råd att betala tillräckligt för bolaget, ägarna är dessutom mycket måna om att ha kvar sitt ägande. I Svedbergs fall har det i tidningar spekulerats om ett eventuellt bud på bolaget det senaste året. Möjligheten finns alltså men så länge storägaren Sune Svedberg har för avsikt att förbli ägare kommer inget att hända. Bolagen har som synes ingen anledning att öka skulderna för att motarbeta ett uppköp. Våra bolag har stora kassor vilket kan verka hämmande på eventuella spekulanter då ett eventuellt köp blir dyrare.

7 SLUTSATS

I detta kapitel kommer vi att redogöra för de slutsatser vi kunnat dra utifrån analysen i föregående avsnitt. En Sammanfattande tabell finner ni i bilaga 4. Avslutningsvis ges förslag på framtida forskning.

7.1 Slutsatser

Modigliani & Millers teorier har under ett halvt sekel varit den inflytelserikaste teorin i forskningen kring kapitalstruktur. Den har förespråkat skattekölden som en faktor till företagets val av optimal kapitalstruktur. Utifrån analysen har vi funnit att de sex obelånade bolagens syn på *skattsköldens* effekt inte är avgörande vid valet av kapitalstruktur. Den nuvarande skattesituationen och företagets obenägenhet att maximera värdet är de bakomliggande orsakerna.

Undersökningen i företagen tyder på att agentkostnaderna för eget kapital är små i alla våra företag eftersom ledningen och de *dominerande ägarna* har hög samsyn. Utifrån vår undersökning har vi konstaterat att även Rottneros har låg agentkostnad för eget kapital trots att de inte har lika inflytelserika ägare som de övriga.

Vi anser att Clas Ohlson, Fagerhult, H&M, NEA och Svedbergs kommer ha relativt höga agentkostnader för skulder vid en eventuell belåning då ägarna har en motvilja att betala ökade räntekostnader till kreditörerna. Vi kopplar det till att huvudägarna är måna om att inte dela med sig av kontrollen till utomstående intressenter. Rottneros ägare är inte fullt så dominant som ägarna i de andra bolagen vilket medför att deras agentkostnader för skulder blir lägre enligt vårt resonemang. Ett optimum bör utifrån agentkostnadsteorin således ligga mot finansiering genom eget kapital för de fem bolag som har högre agentkostnader för skulder. För Rottneros ligger optimum mer centrerat.

Pecking order teorin som säger att företag föredrar intern finansiering får visst stöd av resultatet från vår undersökning. Alla bolag tillämpar främst finansiering genom internt tillförda medel. Deras lönsamhet och goda intjäningsförmåga är en bidragande faktor till att de inte behöver främmande kapital.

Likheterna är inte lika tydliga i valet mellan lån och nyemission. Svedbergs förhåller sig tydligast till teorin då de föredrar lån framför nyemission och samtidigt motiveras detta med problematiken kring underprissättning vid nyemission. I H&M är det den starka driften att vara oberoende som gör att de i första hand tar hänsyn till tidsaspekten och väljer nyemission på lång sikt. De fyra övriga bolagen uttrycker att det är storleken på investeringen som är den avgörande faktorn när de väljer lån till mindre och nyemission till större investeringar

Bolagen skattar *handlingsfrihet* och *oberoende* högt. Genom att vara obelånade håller de kreditörerna på avstånd. Utifrån vår undersökning har det framgått att fyra av företagen inte

känner någon press från aktieägarnas krav. Rottneros och Svedbergs menar att de känner press från marknaden men det påverkar inte deras handlande.

I vår undersökning kunde vi inte finna stöd för Wards matris beträffande risk i företagen. Clas Ohlson, Fagerhult, H&M, NEA och Svedbergs har en lägre total risk i förhållande till den livscykel fas de befinner sig i. Rottneros risker är högre än vad teorin säger men förväntas bli lägre.

Bolagen använder eget kapital som finansieringskälla. H&M och Clas Ohlsons finansieringssätt överensstämmer med Wards matris då de befinner sig i tillväxtfasen. Vi anser att de borde ta lån för att höja avkastningen då deras affärsrisk är lägre än vad Wards matris förespråkar. Fagerhult, NEA och Svedbergs borde också vara belånade för att ha en total risk på medelnivå. En för låg risk ger en lägre avkastning. Rottneros strategi är att inom några år ta lån vilket gör att de kommer passa in i Wards matris. Vi konstaterar att det enda företag som avhåller sig från lån på grund av riskfaktorn är Rottneros.

Vi har kunnat se likheter mellan vår undersökning och en amerikansk studie om obelånade företag. De kom i likhet med oss fram till att ägarsituationen påverkar kapitalstrukturen. Ägarna vilka har en stark familjeanknytning har för det första en mentalitet som vi uppfattar som konservativ där lån betraktas som något negativt. De anser att det är en principfråga att inte ha lån. För det andra är handlingsfriheten och oberoendet av stor vikt då de inte vill dela med sig av kontrollen över bolaget.

De materiella anläggningstillgångarna är relativt små i fem av bolagen och lämpar sig därför inte som säkerhet för lån vilket vi anser skulle kunna vara ett motiv till att de är obelånade. Rottneros har en stor andel materiella tillgångar och har dessutom visat det största intresset till en eventuell belåning. Vi anser att det förekommer ett samband mellan storleken på de materiella anläggningstillgångarna och benägenheten till att ta lån.

Svedbergs kapitalstruktur kan påverkas av de konkurrenter som är noterade på börsen. I övrigt påverkas inte företagen av konkurrenternas finansiella struktur. Vi anser att situationen kan förändras ifall företagen i framtiden får betydelsefulla konkurrenter på börsen. För H&M, NEA och Rottneros anser vi att vinstens höga volatilitet är en bidragande faktor till deras nuvarande kapitalstruktur.

De obelånade företag vi studerat anser sig inte vara aktuella för ett uppköp vilket gör att de inte behöver öka skulderna för att motarbeta ett uppköp. Vi anser att det kan vara en påverkande faktor till varför de är obelånade. Variablernas storlek och tillväxt finner vi inte ha någon direkt påverkan på bolagens kapitalstruktur.

Slutligen konstaterar vi att det förkommer ett mönster bland de studerade företagen. Familjeägandet påverkar företagen att prioritera handlingsfrihet och oberoende. Bolagens lönsamhet bidrar till nuvarande kapitalstruktur. Skatteskölden har inte visat sig påverka

företagens val att vara obelånade. Rottneros urskiljer sig i många avseenden från de övriga bolagen. Ägarna är inte lika dominerande och de har den största benägenheten till att ta lån. Den stora ägardominansen i de bolag vi studerat gör, tillsammans med ändrade skatteregler för fåmansbolag, att några av de bolag vi studerat kan anses som aktuella för utköp. Frågan är om Fagerhult, NEA och Svedbergs är börsnoterade om ett år eller om börsen är några obelånade företag fattigare?

7.2 Förslag till framtida forskning

Efter avslutad uppsats anser vi att det vore intressant att studera alla obelånade företag vi fann under vår börsstudie genom att utföra en enkätstudie eller en kvantitativ undersökning på faktorerna som påverkar deras val av kapitalstruktur. För bästa resultat tycker vi att forsknings- och utvecklingsbolag ej bör tas med i undersökningen. Dessa företag bör ej inkluderas eftersom de flesta har någon form av riskkapital. I och med denna mer omfattande undersökning kan en bättre helhetsbild skapas kring de obelånade företagens kapitalstruktur och därutav skulle bättre slutsatser kunna dras. En undersökning där de undersökta företagen jämförs med en kontrollgrupp vore också intressant. Vidare skulle det kunna göras en studie om hur aktiernas utveckling påverkats av företagens val av kapitalstruktur utifrån ett historiskt perspektiv.

8 Källförteckning

Publicerade källor:

- Agrawal, A. & Nagarajan, N. J. (1990) *Corporate Capital Structure, Agency costs, and Ownershipcontrol: The case of all equity firms*. The Journal of Finance: Vol. 45, No. 4, s. 1325-1331.
- Alvesson, M. & Sköldberg, K. (1994) *Tolkning och reflektion. Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur.
- Andersson, N. & Frithiof, J. & Nilsson, T. & Sand, P. (2002) *Kapitalstruktur- en branschstudie av den svenska aktiemarknaden*. Lund: Lunds Universitet.
- Asgharian, H. (1997) *Essays on Capital Structure*. Lund: Department of Economics Lunds University .
- Brealey, R. & Myers, S. & Markus, J. (1999) *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Brealey, R. & Myers S. (2003) *Principles of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill,
- Bryman, A. (2002) *Samhällsvetenskapliga metoder*. Malmö: Liber Ekonomi.
- Donaldson, G.(1984) *Managing Corporate Wealth*. New York: Praeger.
- Ferri, M. & Jones, W. (1979) *Determinants of financial structure: a new methodological approach*. The Journal of Finance: Vol. 34, No. 3, s. 631-644.
- Grundy, T. & Ward, K. (1996) *Strategic business finance: using finance for strategic advantage*. London: Kogan Page.
- Harris M. & Raviv A. (1991) *The Theory of Capital Structure*. Journal of Finance: Vol 46, No. 1, s. 297-349.
- Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik, om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.
- Megginson, W. (1997) *Corporate Finance Theory* Addison-Wesley.
- Myers, S. (1984), *The Capital Structure Puzzle*. The Journal of finance, Vol. XXXIX nr, s. 575-592.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984) *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that investors do not have* Journal of Financial Economics 13, s. 187-221.
- Patel, R. & Tebelius, U. (1987) *Grundbok i forskningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.

Pettersson, G. (1996) *Att skriva rapporter – Om formen och dess betydelse*. Lund.

Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002), *Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.

Thuren T. (1991) *Vetenskapsteori för nybörjare*. Stockholm: Runa.

Titman, S. & Wessels, R. (1988) *The Determinants of Capital Structure Choice*. Journal of Finance: Vol 43, s. 1-19

Wellmar, L. Ed. (2002) *Sveriges Största Företag 2002/2003*. Bromma: Ekonomisk Litteratur AB

Muntliga källor:

Byström, Anders, vice VD, Rottneros. Telefonintervju den 24 april 2003.

Ekdahl, Jörgen, VD, Svedbergs. Telefonintervju den 14 maj 2003.

Enhörning, Carl-Henric, Investor Relations, H&M. Telefonintervju den 8 maj 2003.

Ligin, Gunnar, Redovisningschef, NEA. Telefonintervju den 14 maj 2003.

Persson, Leif, Finanschef, H&M. Telefonintervju den 23 maj 2003.

Skarner, Jan, Koncerncontroller, Clas Ohlson. Telefonintervju den 22 april 2003.

Svante Lundell, Ekonomichef, Biora AB, Personlig intervju den 23 april 2003

Söderblom, Richard, Ekonomichef, NEA. Telefonintervju den 23 maj 2003.

Wetterlundh, Johan, Koncernkontroller, Fagerhult. Telefonintervju den 6 maj 2003.

Elektroniska källor:

Affärsvärlden <http://www.affarsvarlden.se>, 16 maj 2003.

Clas Ohlson, <http://www.clasohlson.se>, 21 april 2003.

Dagens industri, <http://www.di.se>, 3 maj 2003.

Fagerhult, <http://www.fagerhult.se>, 5 maj 2003

Forskningsmetodik, <http://www.infovoice.se>, 5 april 2003.

H&M, <http://www.hm.com>, 7 maj 2003.

Nea, <http://www.nea.se>, 12 maj 2003.

Rottneros, <http://www.rottneros.se>, 23 april 2003.

Svedbergs, <http://www.svedbergs.se>, 13 maj 2003.

Unga aktiesparare,

http://www.ungaaktiesparare.se/dep_stockmagazine/artiklar/kapitalstruktur_-_den_optimala.asp, 15 april 2003.

Prasad, S. & Green, C. & and Murinde, V. (2001), *Company Financing, Capital Structure, and Ownership: A Survey, and Implications for Developing Economies*. Department of Economics, Loughborough University.

<http://idpm.man.ac.uk/wp/fd/fdwp27.pdf>. 2003, 4 maj.

Opublicerade källor:

Artikelkompendie (HT 2002), *FEK 561 Finansiering*, Lund: Lunds Universitet.

Bilaga 1

Frågeformulär

1. Kan du beskriva ert företag lite kort?
2. I vilken mognadsfas befinner sig företaget? Utveckling, tillväxt, mognad eller nedgång.

Risker

3. Hur ser företagets finansiella risker ut?
4. Hur ser företagets affärsrisker ut?

Strategi

5. Hur och vem bestämmer företagets kapitalstruktur?
6. Finns det någon bakomliggande strategi med er nuvarande kapitalstruktur?
7. Finns det för dig och företaget några enkla/uppenbara faktorer till den nuvarande kapitalstrukturen?
8. Hur har kapitalstrukturen sett ut i ert företag historiskt sett?

Ägare

9. Hur ser företagets ägarstruktur ut? Få eller många ägare?
10. Hur är kontakten med ägarna? Har de mycket inflytande? Är de långsiktiga?
11. Tror du att ägarstrukturen har påverkan på er kapitalstruktur?
12. Aktieägarnas krav ökar vid ökad belåning eftersom risken i företaget ökar. Hur ser du på detta? Är det en del av varför ni valt att inte ha någon skuldsättning?

Teoretiska frågor

13. Enligt en teori är fördelen med långfristiga skulder den skattesköld som uppstår genom att räntebetalningar medför lägre skatt. Detta får företagets marknadsvärde att öka. Hur ser du på denna skatteeffekt?
14. Finns det en för företaget optimal kapitalstruktur? Det vill säga en optimal mix av skulder/ ej skulder och eget kapital.
15. Genom belåning kan en finansiell hävstång skapas och öka avkastningen på eget kapital. Vad anser ni om den nuvarande avkastningen på eget kapital?
16. Lågt belånade företag anses lättare att köpas upp. En skyddsåtgärd för att inte bli uppköpt kan vara att ha långfristiga skulder. Tänker ni på detta?
17. Vilket finansieringssätt hade ni i första hand valt om ni någon gång skulle hamna i en situation där ni behöver mer kapital än det egna kapitalet? Finns det, ur er synvinkel, någon hierarkisk ordning bland finansieringssätten?(Internt tillförda medel, lån, nyemission etc.?)

Aktierelaterade frågor

18. Anser ni att marknaden värderar er aktie högt eller lågt?

Övriga frågor

19. Hur påverkar osäkerhet om framtida försäljning och priser er kapitalstruktur?

20. Vilka konkurrenter har ni i branschen?
21. Hur påverkar branschens/konkurrenternas kapitalstruktur (om det finns någon generell) er?
22. Vilka fördelar respektive nackdelar finns med att vara ett obelånat företag?
23. Hur kommer er kapitalstruktur se ut i framtiden? Kan du se några eventuella förändringar, kopplat till finansieringsbehov och investeringsplaner?

Kompletterande frågor

24. Är er affärsrisk hög/låg?
25. Hur mycket tänker ni på företagets marknadsvärde? Hur viktigt är det? Bryr ni er om det?
26. Har ni gjort nyemission historiskt sett?
27. Vad anser du om kostnaden för en eventuell nyemission? Är själva emissionskostnaden relativt sett hög/låg?
28. Finns det några problem med underprissättning vid nyemission?
29. Finns det några skilda intressen mellan aktieägarna och ledningen?

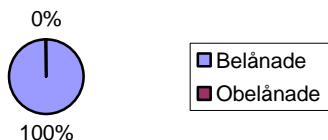
Bilaga 2

	<i>Företagets livscykel</i>	<i>Risker (nivå): Affärs (A) Finansiell (F)</i>	<i>Strategi bakom kapitalstruktur</i>	<i>Ägare</i>	<i>Syn på Skatteskölden</i>	<i>Aktien</i>	<i>+/- med obelånad kapitalstruktur</i>
Clas Ohlson	Tillväxtfas	A: Konkurrenten ökar. (medel) F: Valutaexponering. (låg)	”Skönt att vara skuldfri”, historiskt betingat.	Familjedominerat-ägande, mindre aktiva, relativt stort inflytande.	Skattesköld är ej intressant.	Kapitalstrukturen ej negativt för värderingen.	+ : handlingsfrihet och oberoende. - : Inget
Fagerhult	Mognadsfas	A: Ökad konkurrens. (medel) F: Anläggningstillgångar kan bli omoderna. (låg)	Historiskt betingat, gammaldags tänkande dvs. oberoende, lånade pengar måste investeras i något bra.	Familjedominerat ägande, långsiktigt ägande.	Känner till de olika teorierna i läroböckerna men teorin intresserar inte.	Kapitalstrukturen betyder ej mycket för värderingen. Idag högt värderat för att vara ett industriföretag.	+ : Oberoende, vilket värderas högt. - : Nyckeltal blir bättre med lån.
H&M	Tillväxtfas	A: Modetrenden. (bit över medel) F: Omräkningseffekten på valutan. (låg)	Att vara oberoende, samma strategi sen företaget bildades.	Familjedominerat-ägande, aktiva, stort inflytande.	Skatteskölden ointressant, ger ingen större effekt.	Bra kapitalstruktur enligt aktiemarknaden.	+ : handlingsfrihet och flexibilitet. - : Inget.
NEA	Mognadsfas	A: Konjunktur beroende. (låg) F: Inte stora, eventuellt Aktieplaceringar som de har. (låg)	Ägar relaterat, Handlingsfrihet och historisk betingat.	Familjedominerat-ägande, aktiv i det Strategiska arbetet	Skatteskölden ej Intressant.	Viktigare att tjäna pengar.	+ : handlingsfrihet och flexibilitet. - : Inget.
Rottneros	Mognadsfas	A: Konjunktur volatil, förlorande av nischkund. (hög) F: Valutaexponering. (hög)	Köper ”billiga” företag ingen annan vill ha.	Långsiktiga ägare, inte aktiva.	Skatteskölden ointressant, p.g.a. låg bolagsskatt. Hävstångsaffekten aktuell vid ökande av sysselsatt kapital.	Uppfattas som stabilt företag.	+ : finansiella tryggheten och friheten. - : kan ej öka avkastning på sysselsatt kapital .
Svedbergs	Mognadsfas	A: relativt okänsliga Förkonjunktur (låg- medel) F: inga.	Handlingsfrihet och historisk betingat.	Familjedominerat ägande, långsiktigt ägande.	Skatteskölden Ointressant då den ej ger någon effekt.	Kapitalstrukturer är negativ ur investerarnas synvinkel vid värdering av Företaget.	+ : handlingsfrihet och frihet. - : Företaget blir inte kostnadseffektiva.

Tabell 1: Sammanfattning av intervjuerna.

Bilaga 3

Mest omsatta - totalt 27 företag



Figur 3: Antal obelånade företag i mest omsatta listan.

Enligt årsredovisningen 2002 har alla företag på Mest Omsatta listan långfristiga skulder till kreditinstitut.

A-listan - 31 företag



Figur 4: Två företag var obelånade i A-listan Figur 5: De obelånade företagens sista årsresultat (2002)

Nästan alla företag på A-listan är belånade. Endast två företag saknar någon långfristig skuld. Det är ett hälsobolag och ett industribolag. Inget av de obelånade företagen har ett negativt årsresultat under 2002.

Attract-40 - 43 företag

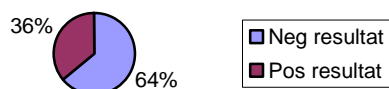
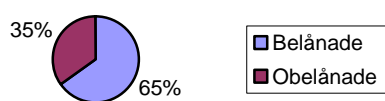


Figur 6: 14 företag var obelånade på Attract-40 listan

Figure 7: De obelånade företagens sista årsresultat (2002)

På denna lista var 14 av 43 företag obelånade. Av de obelånade företagen har 14 % visat ett negativt resultat under år 2002. Dessa kommer från Telekomunikations- och IT branschen. Av de totala antalet obelånade företag på denna lista finns 35 % av dem i finanssektorn.

O-listan - 185 företag

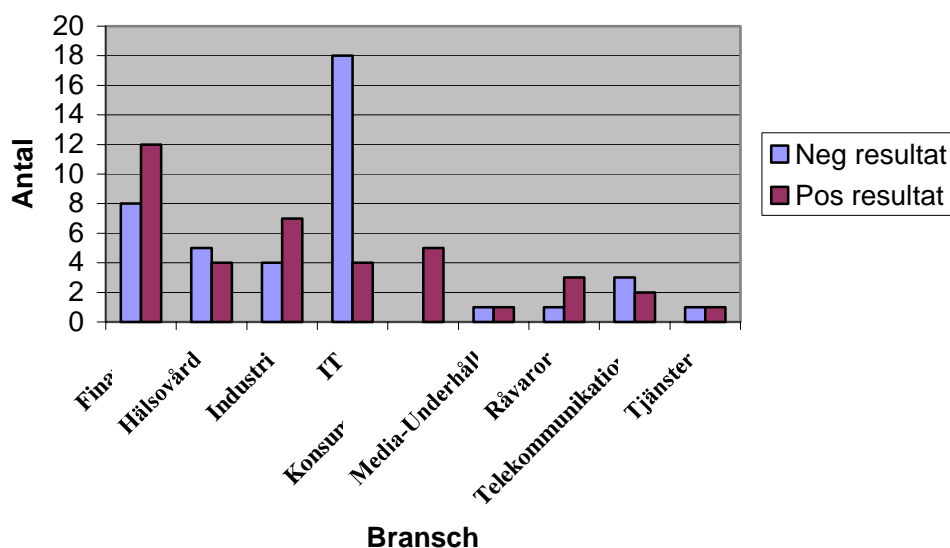


Figur 8: 64 företag var obelånade i O-listan.

Figur 9: De obelånade företagens sista årsresultat (2002)

O-listan har 185 företag varav 64 är obelånade. Av de 64 företagen visar 41 ett negativt resultat 2002. 25 av dessa företag finner vi under Finans- och IT indexet.

Sammanfattande branschbild



Figur 10: Hur de obelånade företagen är fördelade i branscher.

Mer än hälften av alla obelånade företagen tillhör Finans- och IT branschen. Vi ser ett mönster i konsumentvarubranschen på företagen som väljer att vara obelånade. Av fem företag i den gruppen har vi intervjuat; Clas Ohlson, H&M och Fagerhult.

Bilaga 4

	Ointresse att maximera företagets värde	Handlingsfrihet /oberoende	Materiella-anläggnings tillgångarnas storlek	Bransch	Vinstens volatilitet	Familjeägt	Företagets storlek och tillväxt	Lönsamhet	Uppköpshot
Clas Ohlson	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej
Fagerhult	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej
H&M	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej
NEA	Ja	Ja	Ja	Nej	Ja	Ja	Nej	Ja	Nej
Rottneros	Ja	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej
Svedberga	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej	Ja	Nej	Ja	Nej

Tabell 2 :Faktorer som påverkar företagen att vara obelånade.