



**EKONOMI  
HÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

FEKK01

Kandidatuppsats

Vad händer inom finansiering

HT 2008

# Kapitalstruktur i konjunktursvängningar

– hur bolag anpassar sin kapitalstruktur

## **Handledare**

Tore Eriksson

## **Författare**

Kim Kastensson

David Lüddeckens

Alexander Rödström

## Sammanfattning

Titel:	Kapitalstruktur i konjunktursvängningar – hur bolag anpassar sin kapitalstruktur
Seminaredatum:	15 januari 2009
Kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 hp
Författare:	Kim Kastensson, David Lüddeckens och Alexander Rödström
Handledare:	Tore Eriksson
Nyckelord:	Kapitalstruktur, nettoskuldsättning, konjunktur, riskfördelning
Syfte:	Syftet är att beskriva och analysera hur företags kapitalstruktur förändras i bygg- och verkstadsbranschen i Sverige under konjunkturcykler.
Metod:	Uppsatsen är en abduktiv studie i bygg- och verkstadsbranschen. Genom data om konjunkturen och från bolagens årsredovisningar har vi gjort en regressionsanalys som beskriver hur företagen agerar.
Teoretiska perspektiv:	De teorier vi arbetat utifrån är både allmänna kapitalstrukturs-teorier och resultat från tidigare studier. Dessa behandlar riskfördelning, skatteaspekter och finansieringsalternativ.
Empiri:	Det empiriska materialet från årsredovisningarna redovisas i text och diagram. Man kan se att kapitalstrukturen förändras över tiden och orsakerna diskuteras utifrån teorierna.
Slutsats:	Byggbolagen gick in i den förra lågkonjunkturen med hög nettoskuldsättning vilket gjorde dem mycket sårbara. Verkstadsbolagen, som inte valt att sänka sin skuldsättning, har visat större upp och nedgångar i tillväxtresultaten efter krisen vilket visar att hög belåning leder till större konjunktursvängningar. Med hjälp av utdelningen kan företagen optimera sin kapitalstruktur för framtida ändamål.

## **Abstract**

- Title:** Capital structure during a business cycle - how firms adjust and modify their capital structure
- Seminar date:** 15th of January 2009
- Course:** FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits
- Authors:** Kim Kastensson, David Lüddeckens and Alexander Rödström
- Advisor:** Tore Eriksson
- Key words:** Capital structure, net debt to equity ratio, business cycle, risk diversification
- Purpose:** The purpose of this paper is to describe and analyze construction and engineering firms' capital structures throughout the business cycle.
- Methodology:** The essay is an abductive study about the construction and engineering industry. A regression analysis was created from the firms' annual reports, which was used in conjunction with knowledge from prior business cycles to develop a description of how firms act.
- Theoretical perspective:** The essay is based on both well-known theories in the field of capital structure and previous studies on the subject. These theories are about risk diversification, tax aspects and financing methods.
- Empirical foundation:** The empiric material from annual reports is presented in text and in charts and graphs. The data shows that capital structure changes over time. This is further analyzed with regards to theories that have been studied previously.
- Conclusion:** The construction companies entered the latest economic downturn with high net debt to equity ratios, which made them very vulnerable to negative impact on their earnings. The engineering companies that did not decrease their debt to equity ratios after last downturn are now showing varied results and are more vulnerable to the impact of the broader economic issues. This implies that a lower ratio of debt to equity increases stability and decreases vulnerability to macroeconomic issues impacting earnings, and that dividends can be used to optimize capital structure.

<b>1 INLEDNING .....</b>	<b>6</b>
1.1 BAKGRUND.....	6
1.2 PROBLEMDISKUSSION .....	7
1.3 FRÅGESTÄLLNINGAR .....	8
1.4 SYFTE .....	8
1.5 AVGRÄNSNINGAR .....	8
1.6 MÅLGRUPP.....	9
1.7 DISPOSITION .....	9
<b>2 METOD.....</b>	<b>10</b>
2.1 VAL AV ÄMNE.....	10
2.2 ANGREPPSSÄTT.....	10
2.3 UNDERSÖKNINGSMETOD.....	11
2.4 DATAINSAMLING .....	11
2.4.1 PRIMÄRDATA .....	11
2.4.2 SEKUNDÄRDATA .....	12
2.4.3 DATATRANSFORMERING OCH STATISTISK DATAANALYS .....	12
2.4.4 EMPIRISKA PROBLEM .....	14
2.5 URVALSDISKUSSION .....	15
2.6 VALIDITET OCH RELIABILITET.....	16
2.6.1 VALIDITET.....	16
2.6.2 RELIABILITET .....	16
2.6.3 KÄLLKRITIK .....	16
<b>3 TEORI .....</b>	<b>18</b>
3.1 MODIGLIANI & MILLER .....	18
3.2 KOSTNADER FÖR FINANSIELL STRESS.....	18
3.3 TRADE OFF-TEORIN.....	19
3.4 PECKING ORDER.....	19
3.5 MARKET TIMING.....	20
3.6 RISKFÖRDELNING.....	20
3.7 TIDIGARE STUDIER: HOSSEIN ASGHARIAN – ARTIKLAR OM KAPITALSTRUKTUR .....	21
3.7.1 RECESSION OCH BOLAGS FINANSIERING.....	21
3.7.2 ÄR HÖGT BELÅNADE BOLAG KÄNSLIGARE FÖR EN EKONOMISK NEDGÅNG?.....	22
3.8 UTDELNINGSPOLITIK .....	23
<b>4 EMPIRI .....</b>	<b>24</b>
4.1 BYGGBRANSCHEN.....	24
4.1.1 NETTOSKULDSÄTTNING.....	24
4.1.2 UTDELNING .....	24
4.1.3 TILLVÄXT.....	25
4.2 VERKSTADSBRANSCHEN .....	25
4.2.1 NETTOSKULDSÄTTNINGSGRAD .....	25
4.2.2 UTDELNING .....	25
4.2.3 TILLVÄXT.....	26

4.2.4 NYEMISSION.....	26
<b>4.3 KONJUNKTUREN.....</b>	<b>26</b>
4.3.1 BNP OCH DESS TILLVÄXT .....	26
4.3.2 RÄNTA.....	27
<b>4.4 KORRELATIONSMATRIS .....</b>	<b>27</b>
<b>4.5 REGRESSIONSANALYS .....</b>	<b>28</b>
<b><u>5 ANALYS.....</u></b>	<b><u>29</u></b>
<b>5.1 BNP, RÄNTAN OCH TILLVÄXTEN.....</b>	<b>29</b>
<b>5.2 UTDELNING .....</b>	<b>30</b>
5.2.1 BYGGBRANSCHEN.....	30
5.2.2 VERKSTADSBRANSCHEN.....	30
<b>5.3 NETTOSKULDSÄTTNINGSGRAD.....</b>	<b>32</b>
5.3.1 BYGGBRANSCHEN.....	32
5.3.2 VERKSTADSBRANSCHEN.....	35
<b>5.3.3 BRANSCHJÄMFÖRELSE.....</b>	<b>36</b>
<b>5.4 REGRESSIONSANALYS .....</b>	<b>37</b>
5.4.1 BYGGBRANSCHEN.....	37
5.4.2 VERKSTADSBRANSCHEN.....	37
<b><u>6 SLUTSATSER OCH RESULTATDISKUSSION.....</u></b>	<b><u>39</u></b>
<b><u>7 FÖRSLAG PÅ VIDARE STUDIE .....</u></b>	<b><u>41</u></b>
<b><u>BILAGOR .....</u></b>	<b><u>42</u></b>
<b>BILAGA 1 DIAGRAM .....</b>	<b>42</b>
<b>BILAGA 2 KORRELATIONSMATRISER OCH REGRESSIONSRESULTAT .....</b>	<b>45</b>
<b>BILAGA 3 KÄLLFÖRTECKNING.....</b>	<b>48</b>
ELEKTRONISKA KÄLLOR .....	48
LITTERATUR.....	48
ARTIKLAR .....	49
ÅRSREDOVISNINGAR.....	50
MUNTLIGA KÄLLOR .....	50

# 1 Inledning

---

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

---

## 1.1 Bakgrund

Emellanåt inträffar stora ekonomiska kriser världen över. På senare tid har det varit IT-bubblan i slutet på 1990-talet och nu, hösten 2008, har en ny världsomfattande finanskris kommit. Den började med den amerikanska bolånekrisen som uppkom då amerikanska banker gav ut bostadslån i tron att värdeökningen i bostäderna skulle bli säkerheten i lånen. Problemen kom då värdet på bostäderna minskade och överträffades av storleken på lånet. När räntorna och amorteringarna blev för höga blev det bankens problem att många inte kunde fullgöra sina inbetalningar. Det enda banken hade kvar i de fall där låntagarna inte kunde betala var en lågt värderad bostad som de tvingades ta över. En kris för bankerna som på grund av utgivna obligationer med lånen som underliggande tillgång har spridit sig till många olika investerare och nu skapat en världsomfattande finanskris och lågkonjunktur.

IT-bubblan var en kris av ett annat slag som drabbade världen under senare hälften av 1990-talet och pågick något år in på 2000-talet. I takt med att Internet fick fler användare och uppkopplingshastigheterna ökade så började många få upp ögonen för Internets tillsynes oändliga möjligheter. IT-företagen ökade explosionsartat och aktiepriserna drevs upp i takt med förväntningarna. När investerarna, efter de första konkurserna på marknaden, ville se resultat från bolagen började bubblan bli osäker. Få bolag kunde redovisa vinst och därför sjönk börskurserna kraftigt för de bolag som klarade sig medan andra var tvungna att försättas i konkurs. När bubblan sprack fick det stora konsekvenser då många blev arbetslösa och ekonomiska förluster blev ett faktum världen över. Bubblan var en följd av förväntningar som drev upp aktiepriserna utan att motsvaras av att bolagens vinster ökat.

Varje kris leder till minskad efterfrågan vilket innebär att de beräknade vinsterna från verksamheten ofta inte blir som man har förutspått och därför kan bidra till problem med soliditeten och på längre sikt även med betalning av fakturor och återbetalning av räntor och amorteringar. Dessa nedgångar borde inte komma som en överraskning, men trots detta är företag ibland för skuldsatta för att klara en kris på bästa sätt. Då de i goda tider beräknar många projekt och investeringar som lönsamma och finansierar dem med lån så kan det slå tillbaka under nedgångar. Betalningskrav från kreditinstitut och fordringsägare kan tvinga dem till nedskärningar som minskar den långsiktiga vinsten. Skulle därför en defensivare

kapitalstruktur som kanske inte maximerar vinsten i högkonjunktur ändå kunna vara långsiktigt mer lönsam? Är det så att företag har för hög tilltro till sin egen kapacitet och marknaden de verkar på och därför belånar sig så att kapitalstrukturen inte är optimerad vid nedgångar? Eftersom kriser och nedgångar av olika slag trots allt kommer borde företagen ha förutsättningar för att vara väl förberedda och justera med sin kapitalstruktur. Att vara skuldsatt för att maximera vinsterna under högkonjunkturer kan i värsta fall gå ut över överlevnaden i sämre tider.

## **1.2 Problemdiskussion**

Enligt pecking order-modellen (Myers, 1984) bör företag söka intern finansiering framför extern. Krävs det mer kapital än den interna kan bidra med så finns det två medel företag kan finansiera sig med. Det är antingen med hjälp av lånade pengar eller med hjälp av ett ökat eget kapital, alltså en nyemission. Relationen mellan dessa avgör hur stor nettoskuldssättningsgrad företaget har.

Då företagen är skuldsatta kommer det också automatiskt ytterligare en intressent i företaget. När de har skulder till kreditinstitut så har de också skyldigheter att betala ränta och amortering, vilket innebär ett krav på ledningen som de måste tillgodose och prioritera. Ett företag som inte kan tillgodose dessa krav kommer snabbt att få en sänkt kreditrating och därför få svårt eller omöjligt att beviljas framtida extern finansiering från kreditinstitutioner till samma räntenivåer som man tidigare har åtnjutit. Därför måste man noga överväga banklån innan man väljer att finansiera sig genom dem.

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

Ett bolag som i höst inte har klarat av att hantera sin kapitalstruktur på bästa sätt är Swedbank. Våren 2008 gjorde banken en utdelning på 40 procent av vinsten till sina aktieägare för att senare samma år genomföra en nyemission. Emission kostar mycket pengar att genomföra och den notan får aktieägarna i slutändan betala. Självklart är kriser som den vi befinner oss i nu svåra eller omöjliga att förutspå, men åtgärderna för att klara sig ur krisen innebär stora kostnader. Kostnader som skulle kunna minskas om man drog ner eller ställde in utdelningarna tidigare eller på annat sätt stärkt sin kapitalstruktur i god tid.

### **1.3 Frågeställningar**

- Anpassar företagen sin kapitalstruktur beroende på i vilken del av konjunkturcykeln de befinner sig?
- Enligt teorin lönar det sig att skuldsätta sig i viss omfattning, men hur påverkar det företagets sårbarhet i lågkonjunkturer?
- Kan företagen med hjälp av kapitalstrukturen parera och minimera skadorna med konjunktursvängningar?
- Hur använder sig företagen av utdelning för att anpassa sin kapitalstruktur?

### **1.4 Syfte**

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

### **1.5 Avgränsningar**

Uppsatsen kommer att inrikta sig på bygg- och verkstadsbranschen i Sverige och vi har valt att gå tio år tillbaka i tiden för att jämföra deras nyckeltal över tiden. I byggbranschen undersöker vi de fyra stora aktörerna på den svenska marknaden: JM, Peab, NCC och Skanska, medan vi i verkstadsbranschen valt fem bolag: ASSA Abloy, Atlas Copco, Hexagon, Sandvik och SSAB. Verkstadsbolagen är till viss del exportföretag och det faktum att vi endast mäter den svenska konjunkturen ska därför ses som en avgränsning.



## **1.6 Målgrupp**

Den här uppsatsen är främst skriven för studenter inom företagsekonomi och finansiering. Vi förutsätter därför att läsaren har viss kunskap inom företagsekonomi och teorier kring kapitalstruktur. Den bör även kunna vara till hjälp för intressenter inom de valda branscherna.

## **1.7 Disposition**

### **Kapitel 2 Metod**

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

### **Kapitel 3 Teori**

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

### **Kapitel 4 Empiri**

Empiriavsnittet redogör för de resultat våra studier gett. Regressionsanalysens resultat presenteras även under detta avsnitt. Det som presenteras i empiriavsnittet ska tillsammans med teoriavsnittet, ligga till grund för vår analys.

### **Kapitel 5 Analys**

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

### **Kapitel 6 Slutsatser och resultatdiskussion**

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

### **Kapitel 7 Förslag till vidare forskning**

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

## 2 Metod

---

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

---

### 2.1 Val av ämne

Kapitalstrukturen i ett företag beskriver hur det valt att finansiera sig. Genom att studera hur de gjort under en längre tidsperiod är förhoppningen att uttyda ett mönster av beslutsprocesser som styr i olika konjunkturella faser. Under den senaste tio åren har ekonomin svängt ovanligt mycket, så troligtvis kan en förändring observeras i de olika faserna. Kapitalstrukturen innehar en central och viktig roll inom företagsekonomin och i synnerhet inom området finansiering. Det finns flera olika förklaringsmodeller för hur företag agerar i olika situationer. Då olika teorier pekar på motsatta handlingsmönster blir arbetet intressant eftersom empirisk data kan påvisa hur det fungerar på den delen av den svenska marknaden som kommer att undersökas.

### 2.2 Angreppssätt

Ett grundläggande problem gällande val av metod är huruvida det skall användas en induktiv eller deduktiv ansats i arbetets initiala fas. Alternativen återspeglas oftast från vilken kunskapssyn som råder, varvid induktion härrör från hermeneutiken medan deduktion kan förknippas med en positivistisk kunskapssyn (Bryman & Bell, 2005). Enkelt förklarar handlar det om att arbetet vid en induktiv ansats utgår från observerat empiriskt material varvid teoribildande kan komma i fråga. I motsats till detta står deduktion, där teorier testas om de kan förklara det empiriska material som samlas in (Arbnor & Bjerke, 1994). Ett tredje begrepp är möjligtvis det mest vanligt förekommande, abduktion, där induktion och deduktion växelverkar. Vår tanke är att se om företagen ändrar sin kapitalstruktur och i så fall hur det överensstämmer med rådande teorier. Men när kriterierna för vad som skall mätas bestäms bygger det på hur tidigare forskning gjorts, vilket betyder att vi har en abduktiv ansats i uppsatsen.

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

## **2.3 Undersökningsmetod**

Hur data samlas in och analyseras kan delas in i kvalitativ och kvantitativ forskning (Esaiasson, 2004). Det tidigare går oftast ut på tolkningar av ett fåtal observationer, till exempel intervjuer. Efter synpunkter från handledare har vi avstått att göra kvalitativa studier, då det måste anses svårt att få till stånd de intervjuer som krävs på grund av att de som potentiellt vore intressanta att tala med är under tidspress under rådande ekonomiska läge. Därmed skulle vi få ett lägre antal respondenter vilket skulle reducera kvaliteten i en kvalitativ studie. Därför har vi valt att enbart använda oss av kvantitativ forskning. Hur detta går till förklaras mer ingående i avsnitt 2.4 Datainsamling.

Det är vår förhoppning att uppsatsen skall vara så tydligt genomförd att den kan replikeras och därmed testas. Att kunna replikeras innebär att någon annan person eller grupp ska kunna utföra samma typ av studie och få ett liknande resultat. Detta är grundläggande inom vetenskapsteorin för att kunna bekräfta det vetenskapliga värdet på slutsatsen och därmed uppsatsen i sin helhet. Replikering är ibland svårt att uppnå då det kräver väldigt snarlika premisser, men om något signifikant framträder går det troligtvis att generalisera och på så sätt bli applicerbart även i andra sammanhang (Esaiasson, 2004). Målet med uppsatsen är också att öka förståelsen hos läsaren för hur företag ändrar sin kapitalstruktur.

## **2.4 Datainsamling**

Gällande insamling av information och data används både primär- och sekundärdata. Skillnaden förklaras nedan. Genom att kombinera dessa hoppas vi uppnå en högre förklaringsgrad (Jacobsen, 2002).

### **2.4.1 Primärdata**

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

## 2.4.2 Sekundärdata

Begreppet sekundärdata betyder att det är information som egentligen sammanställts i ett annat syfte än det som behandlas i studien (Bryman & Bell, 2005). Fördelarna med detta förfarande är flera. Det viktigaste skälet är att det kräver mindre tid i jämförelse med att skapa primärdata specifikt för den tilltänkta studien samt att informationen som inhämtas finns öppen för den breda allmänheten vilket medför att den varit utsatt för mer kritisk granskning än om primärdata använts i första hand. Det finns nackdelar med sekundärdata också, då den oftast är insamlad i ett annat syfte än vad den används till. Detta kan betyda att informationen blivit påverkad av syftet den ursprungligen hade. Till exempel vill aldrig ett aktiebolag visa öppet att det har en negativ framtidstro då detta kan påverka aktiekursen negativt. Att få tag i informationen kan vara dyrt, då det exempelvis kan innebära att litteratur måste inhandlas. Dock är samtliga årsredovisningar från företagen som vi har undersökt gratis då publika bolags årsredovisningar enligt lag måste vara det. Man måste även ifrågasätta hur reliabel informationen är, det vill säga om den kan antas vara tillförlitlig. Samma sak gäller ifall den är valid i sammanhanget, följaktligen ställa frågan om den återger det den är tänkt att återge. Sekundärdata har samlats in i form av samtliga företags årsredovisningar från 1998 till 2007. Då informationen i årsredovisningarna är granskade av såväl företagsledning som revisorer bör de anses vara tillförlitliga källor i termer av korrekta siffror. Vi har valt att titta på koncernredovisningarna och inte moderbolagens redovisning för att få en mer rättvisande bild då koncernredovisningen är justerad med hänseende till interna transaktioner som annars hade stört resultatet samt innefattar alla dotterbolagens verksamheter. Årsredovisningarna hämtades praktiskt från respektive företags hemsidor i den mån de fanns tillgängliga. De som inte fanns att hämta på företagens hemsidor skickade företagen per post till oss efter skriftlig förfrågan. Andra sekundära källor som kommer användas är litteratur i form av böcker och artiklar hämtade från tidskrifter samt från artikeldatabaser. Bland annat har Lovisa, Xerxes, OLLE, SUPP och ELIN använts i sökandet efter sekundära källor. Alla dessa söktjänster finns till förfogande genom Företagsekonomiska Institutionen vid Lunds Universitets hemsida.

## 2.4.3 Datatransformering och statistisk dataanalys

Årsredovisningarna har analyserats med avseende på koncernens balansräkning. Genom den har vi räknat ut skuldsättningsgraden, men då den kan definieras på många olika sätt så har vi utvärderat alternativen. Inom skulderna har vi valt att endast inkludera de räntebärande då det är främst med de som företaget kan reglera sin skuldsättning, även de avsättningar som är räntebärande inkluderas här. Dessutom har vi valt att mäta nettoskuldsättningen. Det innebär skulderna minus likvida medel. Eftersom både skulderna och de likvida medel som banken har är räntebärande så tar dessa ut varandra. Inom eget kapital har vi tagit det icke justerade exklusive minoritetsintressen då detta har underlättat utan att faktiskt göra några större skillnader på resultatet. Vi definierar därför nettoskuldsättningsgraden:

$$\text{Nettoskultsättningsgraden} = \frac{\text{Räntebärande skulder och avsättningar} - \text{Likvida medel}}{\text{Eget kapital}}$$

Då ett fåtal balansräkningar har en proforma och en legal version har den proforma versionen valts, vilket beror på att den anses ge en mer rättvisande bild att jämföra med. Den proforma versionen är en av bolaget justerad balansräkning som tar hänsyn till större specifika omständigheter vilka påverkat företaget på ett sätt som kraftigt förändrar balansräkningen. Detta kan till exempel vara större förvärv eller avyttringar av verksamheter.

Vi vill även förklara och sätta siffror på hur konjunkturen har sett ut under den tioårsperiod som vi arbetar med. Konjunkturen kan förklaras av flera variabler som arbetslöshet, inflation och tillväxt. Dessa faktorer följer varandra och vi anser därför att det inte är nödvändigt att använda oss av alla. Tillväxten i den svenska ekonomin är enligt oss den bäst förklarande variabeln, då absoluta värden ger likartade skillnader många år, och den mäter vi genom bruttonationalprodukt-tillväxten. Bruttonationalprodukten, som vi kommer att förkorta BNP, är summan av total konsumtion i ett land, med hänsyn tagen till import och export. Detta är något som det finns mycket bra data på från Statistiska Centralbyrån. För att göra det tydligare med hög- och lågkonjunktur väljer vi att göra en så kallad dummyvariabel av BNP-tillväxten. Det innebär att åren kan anta två värden, ett och noll (Körner & Wahlgren, 2004). Dessa värden symboliserar hög- respektive lågkonjunktur. För att beräkna dummyvariabeln för BNP-tillväxten har utvecklingen under mätperioden använts för att beräkna ett genomsnitt för tillväxten. De år som befinner sig under medeltillväxten antar nollvärde medan de som är över får värdet ett. Då vi endast är intresserade av tillväxten så fann vi det lämpligast att använda oss av reall BNP. Det är rensat från inflationen och man får därför bara tillväxten exklusive prisökningar.

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

Vid beräkning av företagets tillväxt används värden från årsredovisningar. Vanligtvis definieras tillväxten genom omsättningstillväxt, men på inrådan av Hossein Asgharian har vi valt tillgångarnas tillväxt. Genom att subtrahera tillgångarnas utgående balans med ingående balans erhålls förändringen i totala tillgångar. Detta värde divideras därefter med den ingående balansen och en årlig procentuell tillväxt ges.

$$\text{Tillväxt} = \frac{\text{Utgående balans} - \text{Ingående balans}}{\text{Ingående balans}}$$

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

När regressionsanalysen görs måste de oberoende variablerna som används förskjutas med ett år. Detta utförs för att räntan, BNP-utvecklingen, utdelningen och företagets tillväxt är saker som inte kan antas påverka nettoskuldssättningsgraden samma år. De oberoende variablerna för 1998 påverkar kapitalstrukturen 1999. Det primära målet att välja ett lämpligt antal och väsentliga variabler som tillsammans skapar en så hög förklaringsgrad som möjligt (Körner & Wahlgren, 2004).

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

#### **2.4.4 Empiriska problem**

I arbetet med årsredovisningarna har siffrorna vissa år lett till nivåer som är orimliga och som vi därför varit tvungna att ändra. I enstaka fall så har bolag gjort en mycket liten vinst men legat kvar på samma utdelningsnivå som året innan. Det har lett till orimliga siffror då de har delat ut flera tusen gånger årets vinst. Problem har även uppstått då bolagen har gjort en förlust. Utdelning genom vinst blir då ett negativt tal, men i själva verket har de delat ut oändligt många gånger sin egen vinst. I båda dessa fall har vi justerat siffrorna så att de har delat ut lika mycket som sin egen vinst, alltså hundra procent av den.

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

Två gånger under den tioårsperiod som vi har samlat in data ifrån har det skett redovisningsförändringar. Vid årsskiftet mellan 2004 och 2005 ändrades vissa redovisningsprinciper då IFRS infördes. Förändringarna bidrog endast till små förändringar i balansräkningen för bolagen i bygg- och verkstadsbranschen. Därför har vi gjort bedömningen att förändringarna är försumbara och att vi inte behöver justera några siffror. År 2001 skedde också en mindre redovisningsförändring som innebär skillnader i fakturerad men ej upparbetad intäkt. Detta medförde skillnader på skuldsidan, men vi väljer att bortse från

dessa för att skillnaderna är små och för att det vore mycket svårt att hitta och justera dessa siffror i samtliga årsredovisningar före 2001. Vid båda redovisningsförändringarna har vi valt att ta de jämförande siffrorna från året efter förändringen. Alltså är 2004 års siffror redigerade till efter IFRS. De år som små förändringar i nettoskuldssättningsgraden kan förklaras av redovisningsförändringar är mellan 1999 och 2000 samt mellan 2003 och 2004. Detta för att ha så bra data som möjligt så sent som möjligt.

## **2.5 Urvalsdiskussion**

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

### **Verkstads- & industrisektorn:**

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

## **Byggbranschen:**

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

## **2.6 Validitet och reliabilitet**

### **2.6.1 Validitet**

Begreppet validitet innebär förmågan att mäta det man avser att mäta (Svenning, 1999). Vidare delar Svenning upp begreppet som inre och yttre validitet. För att uppsatsen skall uppnå en god inre validitet krävs det att teori och empirin är sammankopplade på ett korrekt sätt. Gällande den yttre validiteten handlar det istället om att med stickprov kunna dra slutsatser som är generella. Vi ämnar undersöka stora bolag inom verkstads- och byggbranschen. Inom byggsektorn väljer vi alla de stora bolagen för att trygga den yttre validiteten. Bland verkstadsbolagen har valen gjorts så vi täcker in bolag som inte är allt för nära knutna till varandra. Den inre validiteten skapas genom noggrann planering av beroende variabler som sedan använts när vi gjort statistiska slutledningar med hjälp av SPSS. Som hjälp för att avgöra vilka variabler som skulle väljas har tidigare studier använts. (Svenning, 1999)

### **2.6.2 Reliabilitet**

Reliabilitet betecknar graden av tillförlitlighet till resultatet av studien (Svenning, 1999). Denna uppnås genom att källorna som valts ut genomgått en kritisk granskning. Men det handlar inte bara om källorna, för korrekt information kan förvanskas om den används på ett felaktigt sätt. Om reliabiliteten är hög så ska samma resultat kunna uppnås genom att man utför studien på liknande sätt vid en annan tidpunkt, allt annat lika. För att uppnå en hög reliabilitet krävs alltså en låg grad av subjektivitet som påverkar resultatet. Det har uppnåtts genom samtal med erfarna personer och läst litteratur inom området. Reliabiliteten ökar också genom att vi har varit noggranna vid val av variabler och hanteringar av siffrorna.

### **2.6.3 Källkritik**

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



minimera detta problem har litteratur och artiklar från många olika håll inhämtats. Detta minskar markant risken för att källorna blir snedvridna till följd av att en enskild författare har en uppfattning som klart skiljer sig från övriga sakkunniga. Ett problem har varit förändringar i årsredovisningarnas redovisningsregler och -normer. Detta förklarades närmare i 2.4.4 Empiriska problem. Vi har undvikit de branscher som drabbats mest av förändringarna, men fria från dess effekter är källmaterialet ej.

## 3 Teori

---

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

---

### 3.1 Modigliani & Miller

Modigliani och Millers irrelevansteorem som handlar om att företagets kapitalstruktur inte har någon påverkan på företagsvärdet har sedan det lades fram 1958 varit kraftigt omdiskuterat inom finansvärlden. Modigliani och Millers första proposition som den kallas bygger på vissa antaganden som inte ansetts verklighetsförankrade. Till exempel bygger teoremet på att det inte råder någon informationsasymmetri, inga transaktions- eller konkursrelaterade kostnader existerar, en perfekt marknad råder och att ingen beskattning sker. Efter dessa antaganden har Modigliani och Miller byggt sitt första teorem som säger att det endast är operationella åtgärder som är värdeskapande för företag och inte kapitalstrukturen. Modigliani och Millers andra teorem säger också det att kapitalstrukturen inte påverkar marknadsvärdet. Det andra teoremet bygger på att en högre upplåning av främmande kapital ger en högre finansiell risk. Den högre finansiella risken är något som investerare kräver ersättning för i form av högre avkastning. Det ökar således inte värdet på företaget att öka skuldsättningen enligt detta teorem. (Modigliani & Miller, 1958)

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

### 3.2 Kostnader för finansiell stress

Det finns alltid en risk att låntagaren inte kommer att kunna betala de räntor och amorteringar de åtagit sig att betala till kreditgivarna. Denna risk kallas för konkursrisk och har påverkan i någon utsträckning på företag som externt finansierar sin verksamhet med lån. (Jensen & Meckling, 1976)

Konkursrelaterade kostnader delas oftast in i två olika former, direkta och indirekta kostnader. Direkta kostnader är de kostnader som uppstår vid en konkurs och är direktrelaterade till denna. Kostnader likt juridiska avgifter och dröjningsräntor som uppkommit är exempel på kostnader som är direktrelaterade till en konkurs. Indirekta kostnader däremot ger mer avspeglning på den operationella verksamheten och leder lätt till konkurs. Företag kan förlora kunder då de inte kan leverera i tid, leverantörer och personal då de inte kan betala ut fakturor och löner i tid. De indirekta kostnaderna för finansiell stress kan bli mycket kostsamma i längden för ett företag och måste därför tas med i beräkningen för till vilken grad företagen vill skuldsätta sig, även om de är svåra att mäta. (Ross et al, 2005)

### **3.3 Trade off-teorin**

Modigliani & Miller påvisade med sin artikel att om det inte existerar någon informationsasymmetri eller några kostnader för finansiell stress, så är den optimala kapitalstrukturen att vara 100 procent skuldfinansierad. Det är dock inte verklighetsförankrat då de kostnader som uppstår vid finansiell stress har påverkan på företags val av kapitalstruktur. Denna påverkan på företag är grunden för trade off-teorin. (Jensen & Meckling, 1976)

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

### **3.4 Pecking order**

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

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

informationsasymmetrin. Företagsledningen, som har ett informationsövertag gentemot marknaden, sänder genom en nyemission en signal om att aktien är övervärderad. Investerarna kommer då inte vilja betala det pris som ledningen vill emittera de nya aktierna för. Dessa kostnader blir höga för företaget. Pecking order-teorin hävdar att hänsyn inte tas till om företaget anser sig under- eller övervärderat när det ska välja extern finansiering, utan att hänsyn endast tas till hur höga adverse selection-kostnaderna är. (Myers & Majluf, 1984)

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

### **3.5 Market Timing**

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

Lucas och McDonald (1990) ansåg att företagsledningen, tack vare informationsasymmetrin som råder på marknaden, hela tiden fick information före investerarna. Denna informationsfördel försöker företagsledningen använda för att kunna hitta rätt tidpunkt på marknaden gällande vilket finansieringsalternativ den ska använda sig av. Det kan innebära att den väntar med att öka det egna kapitalet om den anser att företaget är undervärderat eller tvärt om, ökar det egna kapitalet med det samma om den anser att företaget är övervärderat. Det innebär att perioder av ovanligt bra resultat oftast följs upp av en ökning av det egna kapitalet (Lucas & McDonald, 1990)

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

### **3.6 Riskfördelning**

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

och en finansiell risk.

Affärsrisken är som högst i början av ett företags livscykel. De antaganden som gjorts om företagets affärsidé är inte bekräftade och man vet inte om utbudet kommer möta efterfrågan av företagets produkter/tjänster. Vid början av företagets livscykel, när affärsrisken är som högst, bör därför den finansiella risken vara låg. Den finansiella risken är hög när finansieringen av verksamheten sker genom extern belånade medel och risken för finansiell stress därmed är högre. (Grundy & Ward, 1996)

Ward menar att företag med hög affärsrisk bör finansiera sin verksamhet med eget kapital för att slippa den finansiella risken. När företaget sedan mognar och affärsrisken sjunker bör det öka sin belåning då det ur avkastningssynpunkt inte är maximalt att ha för låg risk. En ökning av den finansiella risken bidrar också till en sänkning av kapitalkostnaden då avkastningskravet från aktieägarna är högre än vad kostnaderna för lånet är i detta stadium. (Grundy & Ward, 1996)

### **3.7 Tidigare studier:**

#### ***Hossein Asgharian – Artiklar om kapitalstruktur***

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

#### **3.7.1 Recession och bolags finansiering**

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

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

och skulder för att bestämma skuldsättningsgraden. Ökningen förklaras med att det rådde stora investeringar och att marknaden ansågs vara undervärderad. Investeringarna reducerades kraftigt efter denna period och under 1991 och 1992 var skuldsättningen oförändrad. Asgharian påvisar också att medelskuldsättningen ökar väsentligt om beräkningarna baseras på marknadsvärdet av tillgångarna istället för det bokförda värdet. Vilket är en direkt konsekvens av att värdet på tillgångarna sjönk kraftigt under denna tidsperiod.

### **3.7.2 Är högt belånade bolag känsligare för en ekonomisk nedgång?**

När det är dåliga tider och finansiell stress råder bland företagen är det en befogad fråga att ställa sig huruvida högt belånade företag löper högre risk än andra. Författaren nämner tre stycken olika kostnader av finansiell stress. Det gemensamma för dessa scenarion är att de utmynnar i minskad försäljning.

- Konsumentdriven påverkan som tar sig uttryck genom att risken att handla med företaget anses vara hög. Ett belånat företag befinner sig mer i farozonen för konkurs jämfört med ett företag med låg skuldsättning.
- Konkurrentdriven påverkan bygger på att företagets konkurrenter ser en möjlighet att bedriva en aggressiv strategi mot företaget. Kunskapen om motståndarens kapitalstruktur används som underlag för beslut som skall leda till övertagande av marknadsandelar.
- Ledningen i företag med hög skuldsättningsgrad försöker ta beslut som reducerar verksamheten när konjunkturen viker nedåt.

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

### **3.8 Utdelningspolitik**

Signaleringsteorin säger att utdelningens storlek ger signaler till marknaden om företagets framtidstro. Informationsasymmetrin säger att företagets ledning har kunskap om hur företaget och marknaden kommer att utvecklas, en kunskap som inte aktieägarna har i samma utsträckning. Därför blir utdelningen ett sätt för aktieägarna att försöka sätta sig in i hur ledningen resonerar. De ser utdelningen som signaler på framtidstron. En hög utdelning skulle innebära att ledningen tror att marknaden kommer utvecklas positivt och vill därför dela med sig till aktieägarna. Tvärtom skulle alltså en låg utdelning innebära att företaget kommer att behöva pengarna själva i framtiden eftersom man är osäker på hur det kommer att gå. På grund av detta är många företag rädda för att sänka utdelningen. Lintner (1956) hävdar att företag hellre lånar för att ha råd med utdelningen än att signalera en försämrad framtid i form av neddragen utdelning. Det här problemet löser många bolag genom att ha en tillräckligt låg utdelning så att man alltid skall klara att betala ut den med viss årlig ökning. Utöver det har man en extrautdelning så att utdelningsminskningar inte skall ses som minskningar från förra året utan istället att förra årets höga utdelning var en bonus.

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

## 4 Empiri

---

*Under empiri redovisar och berättar vi om data som samlats in från årsredovisningar. Vi sammanställer även övrig information i form av ränta och BNP-utveckling under de senaste tio åren. Dessa fakta finns även illustrerade i diagrammen i bilaga 1. Resultaten från korrelationsmatrisen och regressionsanalysen presenteras också. Dessa finns i sin helhet i bilaga 2.*

---

### 4.1 Byggbranschen

#### 4.1.1 Nettoskuldsättning

Genom studier av årsredovisningar har vi kunnat sammanfatta byggbolagens nettoskuldssättning. Tidigt under tidsperioden kan man se att bolagens nettoskuldssättningsgrad har ett stort intervall mellan de mest och minst skuldsatta. 1998 - 1999 har Skanska en nettoskuldssättningsgrad kring noll medan JM har nettoskulder uppemot två gånger sitt egna kapital. Med tiden blir spridningen i branschen mindre och man kan också från 2001 se en trend i sänkning av nettoskuldssättningsgraden hos alla bolag i branschen fram tills idag. JM hävdar i årsredovisningen 2004 och 2005 att det beror på rekordstarkt kassaflöde och även om de inte väljer att amortera externa lån så minskas nettoskuldssättningen då egna kapitalet ökar. Vid senaste årsredovisningen, 2007, hade tre av de fyra bolagen en negativ nettoskuldssättningsgrad, alltså mer pengar i kassan än räntebärande skulder. Det företag som utmärker sig med en genomgående låg nettoskuldssättning är Skanska som under hela tioårsperioden har en lägre nettoskuldssättningsgrad än branschmedeltalet.

#### 4.1.2 Utdelning

Utdelningen i byggbranschen följer inte ett genomgående mönster på samma sätt som nettoskuldssättningsgraden gör. Dessutom blir några av siffrorna missvisande på grund av problemen som vi beskriver i 2.4.4 Empiriska problem. Man kan dock se att bolagen vid årsredovisningen 1998 haft en låg utdelningsnivå. Utdelningen ökar sedan med IT-bubblan över några år för att komma tillbaka till ungefär samma nivå till årsredovisningen 2000. Då ligger alla företag på en liknande utdelningsandel, runt 30 procent av vinsten. Sedan har nivån ökat i två år, delvis på grund av minskade vinster, för att sedan dess befunda sig på en nivå kring 70 – 80 procent. Många av de topparna i diagrammen i bilagorna beror på extrautdelningar i form av utdelning av dotterbolag. Anmärkningsvärt är att NCC i många av åren har haft en nivå som skiljt sig mycket från de andra. Sedan 2003 har de delat ut mer än sin vinst vilket inte är ekonomiskt försvarbart i längden.



### 4.1.3 Tillväxt

Tillväxten inom byggbranschen har följt konjunkturen under tioårsperioden. Från en låg tillväxt i början så toppar de under IT-bubblan med en tillväxt på 23,5 procent år 2000. Efter att bubblan spricker går tillväxten kraftigt ner under åren 2002 – 2004. Under de senaste åren har den stabiliserat sig något på en årlig tillväxt mellan fem och tio procent.

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
11,8	4,9	23,5	7,7	-12,8	-10,9	-3,0	5,3	7,8	6,9

## 4.2 Verkstadsbranschen

### 4.2.1 Nettoskuldsättningsgrad

Spridningen vad gäller de undersökta verkstadsföretagens nettoskuldssättning liknar till stor del inom byggbranschen till en början. Vid mätperiodens start har alla företag en nettoskuldssättningsgrad över noll så när som på SSAB i verkstadsbranschen som ligger på noll. Åren 2000 – 2002 ökar branschen sin belåning, trots IT-kraschens påverkan på marknaden, med ASSA Abloy och Hexagon som starkast bidragande företag. Medelnettoskuldssättningen håller sig därefter på en relativt jämnt sjunkande nivå fram till 2006, dock med Hexagon som bidragande faktor till att den under 2006 ökar. Under år 2007 ökar alla undersökta företag sin nettoskuldssättning vilket gör att branschens medeltal når sin högsta position under hela mätperioden. Verkstadsbranschens får vid slutpunkten av vår mätperiod ett helt annat värde än tidigare. Nettoskuldssättningsgraden ökar kraftigt, främst på grund av att Atlas Copco och SSAB som under 2007 gör förvärv.

### 4.2.2 Utdelning

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

### 4.2.3 Tillväxt

Inom verkstadsbranschen har tillväxten hos företagen följt konjunkturen men dock varit lite mer ostadig. Tillväxten följer tydligt IT-bubblan och sjunker från toppen på 23 procent år 2000 till negativ tillväxt år 2002 och 2003. Tillväxten pendlar åren efter fram och tillbaka mellan under tio till kring 20 procent.

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
6,6	7,4	22,6	11,1	-6,9	-5,4	9,4	19,2	5,1	23,9

### 4.2.4 Nyemission

Augusti 2007 valde SSAB att genomföra en nyemission då man hade för avsikt att förvärva det nordamerikanska företaget IPSCO. Detta skulle kosta 50 miljarder varav 10 miljarder skulle komma från nyemissionen. Några månader tidigare hade företaget gjort en utdelning på 1,2 miljarder till aktieägarna. Utdelningen skedde eftersom SSAB då låg under sitt mål på en nettoskuldssättningsgrad på 0,3 (SSAB Årsredovisning, 2007). Eftersom utdelningar höjer nettoskuldssättningsgraden så var det ett steg i rätt riktning när den genomfördes på våren. (Rolander, 2007)

## 4.3 Konjunkturen

### 4.3.1 BNP och dess tillväxt

Bruttonationalprodukten har under 1997 - 2007 ökat varje år, BNP-tillväxten har alltså varit positiv över hela mätperioden. Dock kan man tydligt se svängningar som visar hur konjunkturen är under tioårsperioden. Under början av mätperioden så ser man tydligt hur IT-bubblan ger en hög tillväxt på nästan fem procent per år. När bubblan spricker stannar tillväxten av och hamnar kring en procent år 2001. Åren efter återhämtar sig ekonomin och tillväxten visar på en ny kort högkonjunktur under 2004 – 2006. Under 2007 kan man se en avmattning av tillväxten med drygt 1,5 procentenheter jämfört med året innan. Visar man detta som en dummyvariabel med värde ett för högkonjunktur och noll för lågkonjunktur så får man följande tabell.

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	1	1	0	0	0	1	1	1	0

### 4.3.2 Ränta

Utläst från STIBOR kan man se hur medelräntenivån ändrats under perioden 1998 till 2007. Fram till 2002 ligger räntan relativt stabilt strax över fyra procent. År 2003 sänks den kraftigt för att sedan befinna sig på en lägre nivå en period tills den först 2007 återgår till runt fyra procent. Så här rör sig räntan i hela procent.

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
4,39	3,48	4,30	4,15	4,33	3,21	2,36	1,94	2,74	4,02

### 4.4 Korrelationsmatris

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

	<b>Byggbranschen</b>			
	Utdelning	Tillväxt	BNP	Ränta
Utdelning	1	-0,425	-0,419	-0,387
Tillväxt	-0,425	1	0,829	-0,215
BNP	-0,419	0,829	1	-0,419
Ränta	-0,387	-0,215	-0,419	1

### Verkstadsbranschen

	Utdelning	Tillväxt	BNP	Ränta
Utdelning	1	-0,074	-0,244	0,282
Tillväxt	-0,074	1	0,713	0,468
BNP	-0,244	0,713	1	-0,419
Ränta	0,282	0,468	-0,419	1

## 4.5 Regressionsanalys

De empiriska resultat som genererats ur regressionsanalysen finns i sin helhet presenterade i bilaga 2. De resultat som är av störst intresse är regressionsmodellernas förklaringsgrad. För verkstadsbranschen blir modellens förklaringsgrad runt 70 procent. Detta innebär att under den mätperiod som undersökts kan den beroende variabeln, nettoskudsättningsgraden, förklaras till 70 procent med de fyra oberoende variablerna. Förklaringsgraden i modellen för byggbranschen uppvisar ett väldigt starkt värde, över 90 procent. Precis som Körner och Wahlgren (2004) nämner är förklaringsgraden ett av de viktigaste målen med regression som analysverktyg.

Formlerna för regressionsanalysen är:

- För byggbranschen:

$$Y = -0,406 - 0,007 * X_1 + 0,021 * X_2 - 0,297 * X_3 + 0,437 * X_4$$

- För verkstadsbranschen:

$$Y = 0,952 - 1,519 * X_1 + 0,024 * X_2 - 0,405 * X_3 + 0,152 * X_4$$

Y = Nettoskudsättningsgraden

X<sub>1</sub> = Utdelning/Vinst

X<sub>2</sub> = Branschens tillväxt

X<sub>3</sub> = BNP-tillväxten som dummyvariabel

X<sub>4</sub> = Räntan i procent

## 5 Analys

---

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

---

### 5.1 BNP, räntan och tillväxten

Den första stora konjunkturförändringen under tidsperioden sker då IT-bubblan spricker. Detta börjar år 2000 och fortsätter året efter. Grundy och Ward talar om hur bolagen bör fördela sina risker så att man inte får för höga risker inom företaget. Då affärsrisken är hög bör den finansiella risken vara låg och vice versa. Då bubblan sprack sjönk BNP-tillväxten och osäkerhet rådde på marknaden, alltså ökade affärsrisken. Den åtgärden som bolag bör vidta är då är att minska den finansiella risken som ligger i de externa lånen. Man bör därför undvika att ta nya lån om man vill minska sin finansiella risk. Detta tar självklart lång tid då många lån ligger med lång löptid och tar tid innan de löper ut. Lyckas man att minska nettoskuldssättningen håller man den totala risken på en jämn nivå. Detta för att undvika både för hög risk, som kan leda till inställda betalningar eller konkurs, och minskade långsiktiga intäkter till följd av en låg risk och brist på finansiering.

Trade off-teorin (Jensen & Meckling, 1976) talar om att det finns en optimal nettoskuldssättningsgrad som beror på risker och skattefordelar. Då BNP-tillväxten gick ner ändrades även den optimala nettoskuldssättningen till följd av ökade risker på grund av osäkerheten. Lånade pengar ger högre vinning genom ökad skattesköld, men risken för finansiell stress ökar också. Den ökade affärsrisken på marknaden minskade incitamenten till en hög nettoskuldssättning och därmed så hög skattesköld som möjligt. Detta sänkte den optimala nettoskuldssättningsgraden till en lägre nivå. Även om båda branscherna fortfarande hade positiv tillväxt året efter IT-kraschen så borde de ha följt den konjunktrens riktning och sänkt sin nettoskuldssättningsgrad enligt trade off-teorin. Skall man istället följa Modigliani och Millers argument så spelar kapitalstrukturen inte någon roll för företagets värde. Då man höjer risken i bolaget så kommer det även speglas i aktieägarnas ökade avkastningskrav. Därför påverkas inte företagets värde av ändringar i nettoskuldssättningsgraden. Detta påstående tar dock inte hänsyn till skatter. När Modigliani och Miller tar hänsyn till skatter anser de dock att företagen istället bör maximera sina skulder då dessa är skattefria.

Efter lågkonjunktoren som följde av IT-kraschen, återhämtar sig marknaden kring 2004 - 2005. Enligt de teorier vi tidigare nämnt bör företagen öka sin finansiella risk med lån igen, om de vill maximera vinsten, för att kompensera för den minskade affärsrisken. För att kunna applicera market timing på den här uppgången så bör man ta hänsyn till ränteläget och aktiekurserna. Teorin handlar ju om att bolaget bör finansiera sig med det för tillfället billigaste alternativet, vilket skulle kunna vara med lån eller externt kapital från en

nyemission. Räntan vid det här laget var mycket låg och det var därför även enligt den här teorin lämpligt att öka sin nettoskuldssättningsgrad med hjälp av externa lån. Detta stämmer dock inte om företagsledningen med hjälp av informationsasymmetrin förväntade sig en nedgång i sin aktiekurs. En övervärderad aktie skulle bidra till mer kapital vid en nyemission.

## **5.2 Utdelning**

### **5.2.1 Byggbranschen**

Man kan se hur byggbolagens utdelningskurva i förhållande till vinsten pekar neråt precis efter IT-kraschen år 2000. En minskad utdelningsandel av vinsten tyder på att byggföretagen vill behålla en större del av internt genererade medel. Enligt Wards teori förklaras detta med att affärsrisken anses öka och att företagen därmed vill minska sin finansiella risk genom att stärka andelen eget kapital. Wards teori pekar på och stärker vår teori om att företagen anpassar sin kapitalstruktur under oroliga tider. I detta fall är det ett börsras som ökar affärsrisken och banar väg för en efterföljande lågkonjunktur. Möjlighet finns att byggföretagen förutser den stundande lågkonjunkturen och därmed vill behålla internt genererade medel för framtida investeringar och för att möta sitt kapitalstrukturmål. Det är dock svårt att säga om denna utdelningsminskning är ett resultat av vinstökningar eller om det är företagsledningens kapitalstrukturspreferenser som förändras. Enligt pecking order-teorin är det just internt genererade medel som företag i första hand väljer att finansiera sig med, detta för att slippa kostnader till följd av informationsasymmetrin som råder på marknaden. Utdelningens ökning som började runt årsskiftet för 2001 kan dock inte hänföras till att företagen vill finansiera sin verksamhet med eget kapital. Ökningen i utdelningsandelen av vinsten bör dock i detta fall vara mer hänförligt till en minskad vinst än en ökad utdelning i absoluta tal. De fluktuationer som sedan uppkommer är också mer hänförliga till upp- och nedgångar i vinsten hos företagen.

### **5.2.2 Verkstadsbranschen**

Utdelningskurvan som är ett relativt mått över hur stor andel av vinsten företagen delat ut följer för verkstadsbranschen samma bana som branschens och konjunkturens tillväxtutveckling. Den höga tillväxten fram till 2001 följdes av en ökad utdelningsandel vilket kan sättas i samband med att tillräckligt mycket internt genererat kapital flödade in i företagen, för att de skulle kunna finansiera sin verksamhet med just internt genererat kapital enligt pecking order-teorin. Då nettoskuldssättningen under denna tidsperiod sjönk får detta antagande om företagets finansieringspreferenser stöd. Efter 2001 blir det dock svårare att finna stöd för de finansieringsmodeller vi tagit upp i teoriavsnittet. Den ökande utdelningsandelen motsäger pecking order-teorin då tillväxten minskar. Då tillväxten sjunker

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

Om man istället ser till signaleringsteorin så får den likt pecking order-teorin stöd under vissa tidsperioder. Att verkstadsbolagens utdelningsandel i början följer deras tillväxtutveckling är ett tecken på en signaleringseffekt som visar att företagen går bra. När sedan konjunkturen vänder minskar utdelningsandelen vilket ses som mycket negativt för signaleringseffekten. Under åren 2002-2003 när tillväxten i verkstadsbolagen är negativ så ökar utdelningsandelen vilket kan vara ett försök från företagen att signalera en optimistisk framtidstro. När tillväxten sedan ökar från och med 2004 så vänder dock utdelningsandelen åt motsatt håll vilket förkastar antagandet om att företagen hoppas på en positiv signaleringseffekt genom sin utdelningspolitik.

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

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

enkelt sätt att säkra pengar utan att skatta för dem. Även om man slipper skatten så är man dock med och betalar emissionskostnaderna. Enligt Modigliani och Millers (1963) modell som innefattar skatter bör bolagen finansiera sig enbart med hjälp av skulder, detta för att aktieägarna skall slippa skatta på vinster och utdelningar från företaget. Detta blir en dubbel beskattning då företaget själv först måste skatta på sitt resultat och aktieägarna måste skatta på den vinsten de hämtar ut ur företaget. Att enbart finansiera hela SSAB med skulder vore svårt, men att finansiera förvärvet av IPSCO skulle kunna vara möjligt om man hade planerat det i god tid och förberett kapitalstrukturen. På så sätt skulle man kunna undvika den dubbla beskattningen eftersom räntebetalningar till kreditgivarna är skattefria.

I SSABs kapitalstruktur och utdelningspolitik kan man ändå se indikationer och uttalanden på att de har förberett sig. Nettoskuldsättningsgraden har sedan 2001 minskat för varje år fram tills förvärvet. Detta visar på en viss förberedelse till höjning av nettoskuldsättningsgraden i framtiden. 2006 höjer SSAB sin utdelning med hela 50 procent jämfört med året innan men trots det sjunker ändå företagens nettoskuldsättningsgrad. Man nämner i 2006 års årsredovisning att den låga nettoskuldssättningsgraden beror på att man vill ”bibehålla en flexibilitet för eventuella förvärv eller strategiska investeringar”. SSAB har alltså förberett sig på ett förvärv eller en investering, men fortsätter att göra utdelningar som aktieägarna behöver beskattas för. Möjligheten finns att man hade planerat någon mindre investering än förvärvet av IPSCO och inte räknat med att behöva genomföra en kostsam nyemission. En annan förklaring till utdelningarna ligger i signaleringseffekten och Lintners forskning kring ämnet. Företag är ofta mycket restriktiva mot utdelningsförändringar. De vill inte gärna förändra utdelningen negativt då de tror att företaget signalerar en negativ framtidstro vilket påverkar aktiekursen negativt. Om emissionskostnaderna och skatten på utdelningen är större än förlusterna till följd av en minskad utdelning så har företaget gjort fel val då det gjorde en utdelning. Vad som är långsiktigt mest lönsamt är omöjligt att bestämma, men man hade sedan en tid tillbaka planerat ett förvärv, som man skulle ha kunnat undvika att finansiera med en kostsam nyemission om man hade vågat dra ner på utdelningarna. Om inte annat så skulle skatten kunna ha minskats om utdelning inte skett.

## **5.3 Nettoskuldsättningsgrad**

### **5.3.1 Byggbranschen**

Nettoskuldssättningsgraden i byggbranschen kan till mycket stor del, hela 90 procent, förklaras av våra oberoende variabler. Företagens kapitalstruktur har påverkats av utdelning och konjunkturen i form av företagens tillväxt, räntan och BNP-tillväxten.



Byggbolagens nettoskuldsättningsgrad ligger på en likartad nivå under mätperiodens första fyra år. Under 2002 börjar en ihållande nedgång av nettoskuldsättningen som kan hänföras till IT-bubblans krasch. Bubblan sprack visserligen tidigare men som man ser så har byggbranschen fortfarande en tillväxt år 2001 trots att den kraftigt minskat, 2002 slår lågkonjunkturen som hårdast mot byggbranschens tillväxt. 2002 är också det år som byggbranschens medelnettoskuldsättning börjar sjunka. Enligt Wards riskfördelningsteori bör företagen agera just så. När affärsrisken ökar så bör man enligt honom minska den finansiella risken, så att den generella risknivån ligger på en stabil nivå. Riskfördelningen skall vara på en jämn nivå för en långsiktig maximering av resultatet. Skulle man istället välja att öka risknivån, genom att behålla samma kapitalstruktur, kan risken finnas att man drar på sig kostnader för finansiell stress. Återbetalningskraven från långivare måste prioriteras och risken ökar då för att man måste dröja med eller ställa in betalningar till andra gäldenärer när man inte längre har någon buffert om försäljningen skulle sjunka. Detta är något som bolaget förlorar mycket på om detta leder till indirekta kostnader, alltså att man tappar kunder och förtroende. Tillväxten, som visar en av de bättre signifikanserna, visar att en tillväxtökning på en procentenhet höjer nettoskuldsättningsgraden med 0,02. Tillväxten och BNP-tillväxten är nära korrelerade vilket innebär att BNP-tillväxten, som höjer nettoskuldsättningsgraden med 0,4 per höjd procentenhet, också höjer nettoskuldsättningsgraden då tillväxten gör det.

Det som några år senare inte följer Wards riskfördelningsteori är när nettoskuldsättningsgraden fortsätter att minska trots att byggbranschens tillväxt samt den totala BNP-tillväxten ökar. Under högkonjunkturen 2004 – 2006 har bolagen en ännu lägre nettoskuldsättningsgrad än under lågkonjunkturen och även om tillväxten i byggbranschen är stor först 2005 – 2007 så har de även de åren en historiskt sett mycket låg nettoskuldsättning. Detta är möjligen en försiktighetsåtgärd i väntan på framtida nedgångar eller så kan det förklaras med andra teorier. Något vi kan se i tillväxtutvecklingen för byggbranschen är, att de drabbades av mycket stora tillväxtminskningar åren 2002 och 2003 jämfört med verkstadsbranschen och BNP. Detta skulle kunna bero på för hög risk under de föregående åren och kostnader för finansiell stress, vilket i efterhand visade sig vara en för optimistisk framtidstro som straffades sig då IT-bubblan sprack. Genom att nu försöka undvika att belåna sig för kraftigt så kan man också undvika lika stora nedgångar i framtiden. I årsredovisningarna från 2007 är medelnettoskuldsättningen under noll, vilket innebär att de likvida medlen täcker samtliga räntebärande lån och avsättningar. Endast NCC har en positiv nettoskuldsättning. Enligt pecking order är det rimligt att anta att bolagen under de senaste starka åren har lyckats finansiera sig med sin egen vinst. Vinsten har alltså varit så pass stor att man inte har behövt utöka sina risker med externa lån. Sätter man dessa fakta mot Wards riskfördelningsteori så verkar det lite märkligt. Flera goda år med högkonjunktur och liten affärsrisk har bidragit till ännu lägre nettoskuldsättning och finansiell risk. De borde då kunna höja sin finansiella risk för att maximera vinsten genom projekt och investeringar med lite högre risk och lite högre avkastning. Dessutom borde lånen vara billigare än de har varit under de tidigare åren då man haft en högre risknivå. Ser man det på ett annat sätt så skulle sänkningen av nettoskuldsättningen kunna vara en reaktion på de dåliga åren 2002 och 2003 i

branschen. Det är just detta som Asgharian talar om i sin artikel "Är högt belånade bolag känsligare för en ekonomisk nedgång?" från 1997. Han hävdar att kraftigt belånade företag drabbas mer av en lågkonjunktur, till följd av finansiell stress, än de mindre belånade. Genom erfarenheten av detta från lågkonjunkturen 2001 – 2003, då byggbranschens tillväxt drabbades mycket hårt, väljer samtliga bolag att minska risken. Som exempel på sambandet så är JM det företag som är högst belånade innan IT-kraschen och det är också de som har den högsta tillväxtminskningen av de fyra byggbolagen.

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

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

Asgharians mätningar visar att skuldssättningsgraden är stabil under lågkonjunkturer. Detta kan först verka bli bekräftat då medelnettoskuldssättningen inte har några stora fluktuationer under lågkonjunkturen 2001 – 2003. Ser man det hela djupare och går in på de enskilda företagen i byggbranschen så kommer bilden förändras. Samtliga fyra företag förändrar sin nettoskuldssättning och det finns inget genomgående tema i förändringar. Därför kan vi förkasta och hävda att Asgharians slutsats ej är applicerbar på byggbranschen under denna lågkonjunktur.

Som en del av minskningen bör man även ta hänsyn till IFRS som genomfördes 2004. Fastigheter skulle då värderas till marknadsvärdet istället för det bokförda värdet. Detta skapade en ökning av tillgångarna och det egna kapitalet och därför en minskning i nettoskuldssättningsgraden.

### 5.3.2 Verkstadsbranschen

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

Verkstadsbranschen visar under de första två åren för mätperioden inte upp några större fluktuationer vad gäller skuldsättningsgraden. Vad som är anmärkningsvärt är ökningen av nettoskuldsättningsgraden inom branschen som sker från år 2000 fram till 2002. Verkstadsbolagens tillväxt i början av denna period var fortfarande hög men gick i negativ riktning samtidigt som nettoskuldsättningsgraden ökade. IT-kraschen var ett faktum och företagen borde ha kunnat förutspå en efterföljande lågkonjunktur. Wards riskfördelningsteori borde i detta fall tala för en minskning av nettoskuldsättningsgraden vid en stundande lågkonjunktur för att minska den finansiella risken då affärsrisken ökar. BNP-tillväxtens minskning verkar dock inte påverka verkstadsbolagens nettoskuldsättningsgrad. Möjligt kan vara att de inte såg någon påtaglig risk för konkurs vid denna tidpunkt och att deras ekonomiska vinning av skatteskölden var större än den finansiella stressen den ökande nettoskuldsättningsgraden gav. Verkstadsbolagens optimism som avspeglar sig i deras val av kapitalstruktur under perioden 2000 - 2002 är inte förenligt med Wards teori om finansiell risk kontra affärsrisk om denna ska kopplas till konjunkturen. Möjligen kan den negativa tillväxten till viss del förklaras av någon form av finansiell stress som uppkommit då konjunkturen var låg. För även om BNP-tillväxten i Sverige under denna tid var lägre under perioden än tidigare så var den fortfarande positiv till skillnad från verkstadsbolagens tillväxt som istället var negativ. Möjligtvis så skulle de få en jämnare tillväxt om de följde Wards modell om riskfördelning.

Det är också värt att beakta att vi endast mäter BNP-tillväxten i Sverige. Flera av de verkstadsbolag vi undersöker har stora delar av sin försäljning i utlandet. Alltså speglar inte våra mätningar eventuella efterfrågningsökningar i utlandet. IT-kraschen blev visserligen en internationell kris, men Sverige blev hårt drabbat och många andra länders efterfrågan gick inte ned lika mycket. Verkstadsbolagen kan alltså överleva på internationella kunder under inhemska kriser. Detta är, utöver nettoskuldsetningen, en möjlig förklaring till att de klarade sig så bra som de gjorde under lågkonjunkturen 2001 – 2003.

Regressionsanalysens resultat över vilka variabler som har störst påverkan på nettoskuldsättningsgraden påvisar samma sak som de grafer vi konstruerat, se bilaga 1. Den variabel som har störst påverkan över nettoskuldsättningsgraden är företagets egen tillväxt. Denna följer oftast konjunkturens riktning med en viss tidsförskjutning. Verkstadsbolagens egen tillväxt ger istället en bättre förklaring till Wards teori om affärsrisk kontra finansiell risk. Nettoskuldsetningsgraden följer företagets utveckling och de svängningar som de gör. Ett exempel under den senare delen av mätperioden är från 2004 och framåt. Verkstadsbolagen ökar sin tillväxt fram till 2006 då tillväxten minskar något och även

nettoskuldsättningen följer denna. Under 2007 när verkstadsbranschen har sin högsta tillväxt är även nettoskuldsättningen den högsta under mätperioden. Just av denna variabel mätt så är Wards teori väl tillämpbar på vår studie. Detta förkastar antagandet om att verkstadsbolagen anpassar sin kapitalstruktur efter konjunkturens fluktuationer.

Sett från market timing-perspektivet, med räntan som mätvariabel så ser vi inget samband till att verkstadsbolagen ska ha haft vilja att låna mer när räntan varit låg. Nettoskuldssättningsgraden följer räntenivån istället för att ha en negativ korrelation med denna. Värt att notera i vår undersökning är dock att vi inte tagit hänsyn till nyemissioner, aktiekurser, återköp och M/B-värden, vilket är hänförligt till market timing-teorin. Aspekten med räntenivån som market timing-teorins drivande variabel gör att den kan förkastas som påverkbar för kapitalstrukturen vad gäller verkstadsbranschen. Regressionsanalysen visar också att räntevariabeln har låg påverkan på nettoskuldssättningsgraden.

Hossein Asgharian visar i sin studie hur svenska bolags nettoskuldssättning betedde sig i krisen på 1990-talet. Han beskriver att bolagen under de svåra åren 1992 – 1993 hade få investeringsmöjligheter och att de därför hade en oförändrad nettoskuldssättningsgrad. För att avgöra om detta även går att applicera på lågkonjunkturen 2001 – 2003 tittar vi på nettoskuldssättningen dessa år. Diagram över dessa återfinns i bilaga 1. Verkstadsbranschens medelnettoskuldssättning ökar 2001, men detta på grund av att två företag höjer medeltalet, ASSA Abloy och Hexagon. De har båda gjort stora förvärv under året vilket tyder på att konjunkturen inte slagit så hårt mot dem eller att de underskattat dess framtida kraft. Till skillnad från dessa två så stämmer Asgharians modeller bra även på denna kris. Investeringsmöjligheterna sjunker och försiktigheten ökar vilket leder till en avvaktande och stabil nettoskuldssättningsgrad under lågkonjunkturen.

### **5.3.3 Branschjämförelse**

Vad vi redan tidigare har kunnat reda ut vid de separata branschanalyserna är att företagens egen tillväxt som är den starkast påverkande variabeln på nettoskuldssättningen. Fluktuationerna i branschernas medelnettoskuldssättningskurva går åt samma håll. Dock ligger byggbolagen under mätperioden ständigt strax över verkstadsbolagen. Även utdelningskurvans utveckling följer ett liknande mönster under denna period. Medelnettoskuldssättningsgradens något större fluktuationer inom verkstadsbranschen kan förklaras med utdelningens större påverkan på nettoskuldssättningen än inom byggbranschen. Byggbranschens något högre medelnettoskuldssättning kan förklara branschens tillväxtutveckling då den fluktuerar mer och får större negativ påverkan av IT-kraschen.

Efter IT-kraschens påverkan på företagen anpassar de två undersökta branscherna sin kapitalstruktur på olika sätt. Byggbranschen kapitalstruktur som får stöd av pecking order-teorin med finansiering genom eget kapital främst, visar på en mer stabil utveckling utan

större fluktuationer åt något håll. Detta kan härledas till den större nedgång som drabbade branschen efter IT-kraschen och att en nu mer försiktig strategi från företagets sida anammas. Verkstadsbranschen finansierar sig mer enligt trade off-teorin och Wards teori, där de söker en optimal kapitalstruktur för maximalt utnyttjande av skatteskölden och vinstmaximerande. Detta medför dock större fluktuationer i tillväxten.

## **5.4 Regressionsanalys**

### **5.4.1 Byggbranschen**

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

Utdelning:	0.263
Tillväxt:	0.165
BNP:	0,361
Ränta:	0.013

Dessa signifikansvärden är ganska höga vilket tyvärr bör ses som en svaghet i analysen. Framförallt BNP-tillväxten visar en låg signifikans. Som en förklaring till det är byggbolagen förändrade nettoskuldsättning. De har sedan senaste lågkonjunkturen minskat sin belåning för varje år utan att se till konjunkturen, detta för att minska risken vid en framtida kriser. Det viktigaste resultatet från modellen är dock förklaringsgradens värde på 0,906. Vilket innebär att nettoskuldssättningsgraden till över 90 procent kan förklaras med de fyra oberoende variablerna. Denna höga förklaringsgrad kan härledas till att endast fyra företag ingår i analysen.

### **5.4.2 Verkstadsbranschen**

När samma regression gjordes för verkstadsbranschen så korrelerade inte företagstillväxten lika mycket med BNP-tillväxten. Den skillnaden kan återknytas till verkstadsbranschens lägre skuldsättning vid IT-kraschen. Detta visar att verkstadsbranschen under den aktuella perioden är mindre konjunkturkänslig än byggbranschen. På följande sida är signifikansnivåerna för de oberoende variablerna inom verkstadsbranschen:

Utdelning:	0,078
Tillväxt:	0,052
BNP:	0,103
Ränta:	0.143

Jämfört med byggbranschen så är signifikansnivåerna överlag bättre i denna modell. Det betyder att modellen i fler fall ger ett korrekt utslag i avseendet att bestämma nettoskuldsättningen, dock är förklaringsgraden lägre. Det är tänkbart att andra faktorer spelar större roll inom denna bransch än i byggbranschen. En möjlig sådan faktor skulle kunna vara återköp som vi inte har inkluderat. Förklaringsgradens för verkstadsbranschen är 69,6 procent. Den lägre förklaringsgraden i denna bransch kan också bero på att fler företag har analyserats.

## 6 Slutsatser och resultatdiskussion

---

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

---

- Efter byggbranschens svåra år 2002 och 2003 har samtliga bolag inom branschen valt att sänka sin nettoskuldsättning. Byggbranschens höga nettoskuldsättning innan förra lågkonjunkturen ledde till kraftigt minskad tillväxt i branschen. Bolagens minskning av nettoskuldsättningen har lett till att de inför denna kris har en nettoskuldsättning kring noll och borde klara efterfrågningsminskningar mycket bättre än åren 2001 – 2003. Verkstadsbranschen drabbades inte av den lågkonjunkturen lika hårt. De minskade sin tillväxt, men återhämtade sig snabbt. Sambandet man kan se är att verkstadsbolagen inte heller var lika kraftigt belånade som byggbolagen. Därför har de inte heller valt att minska belåningen under perioden fram tills idag. De har i bredare omfattning lyckats hitta en hållbar kapitalstruktur för denna tioårsperiod.
- Asgharians antagande om stabil nettoskuldsättningsgrad under lågkonjunkturer stämmer till stor del på verkstadsbranschen. Deras nettoskuldsättningsgrad, om man exkluderar två bolag, är stabil under den tiden då få investeringsmöjligheter finns. Detta stämmer dock inte på byggbolagen då större delen av dem minskar sin nettoskuldsättningsgrad redan år 2002, endast ett år in i den tre år långa lågkonjunkturen.
- Företagen anpassar sin kapitalstruktur på olika sätt beroende på i vilken del av konjunkturcykeln de befinner sig. Regressionsanalysens resultat ger stöd åt graferna att det inte är konjunkturen i sig som har starkast påverkan på företagets kapitalstruktur utan det är först när konjunkturen slår mot själva företaget som den ger avtryck, vilket är med ett års fördröjning i denna studie. Det är dock svårt att urskilja ett specifikt mönster för kapitalstrukturen i vår studie. Dels på grund av att branscherna väljer olika skuldsättningsstrategier och mätperioden inte är längre än tio år. Noterbart är också att ingen av branscherna har följt någon tydlig strategi igenom hela mätperioden. Branscherna anammar olika strategier före och efter IT-kraschen. Vi tror att det är branschens påverkan av IT-kraschen som har påverkat deras vidare finansieringspreferenser.
- En högre skuldsättning ger större fluktuationer i tillväxten. För att kunna nå så hög tillväxt som möjligt har vår studie visat att en högre skuldsättning lönar sig. Dock visar resultatet också på att en högre skuldsättning har gett större skador i lågkonjunkturen efter IT-kraschen. Vi kan därför finna stöd för att pecking order-teorin är att rekommendera för de företag som vill ha en stabilare tillväxtutveckling.

En lägre skuldsättning hjälper alltså företagen att bättre jämna ut konjunktursvängningarna som uppstår inom ekonomin. Att kunna motivera en lägre skuldsättning kan vara svårförenligt med aktieägarnas krav på maximal avkastning. Även om företagen skriver i sina årsrapporter att de strävar efter en viss grad av skuldsättning blir det ofta en svår balansgång mot deras utdelningsandel. Kapitalstruktursmålet får många gånger stå tillbaka på grund av aktieägarnas krav på utdelning. Vi tror på att en tydligare linje från företagsledningen gällande deras kapitalstruktursmål och hur de ska uppnås vore mer framgångsrikt. Vi ser kapitalstrukturen som ett starkt styrinstrument för företagets framtida utveckling med stora vinstmöjligheter vid kontinuerlig anpassning till omvärldens förändringar.

- Generellt sätt så prioriterar företagen en jämn utdelningsnivå framför förmågan att använda utdelningen som styrinstrument. Detta understryks av SSABs nyemission 2007 som kostade pengar för aktieägarna. Kostnader eventuellt skulle kunna förhindras med en långsiktig planering av kapitalstrukturen. Deras vilja att inte minska utdelningen har överträffat viljan att minimera aktieägarnas kostnader. Då de tidigt säger att de planerar förvärv är det enligt oss inte ekonomiskt försvarbart att både ge utdelningar och genomföra en nyemission.



## 7 Förslag på vidare studie

---

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

---

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

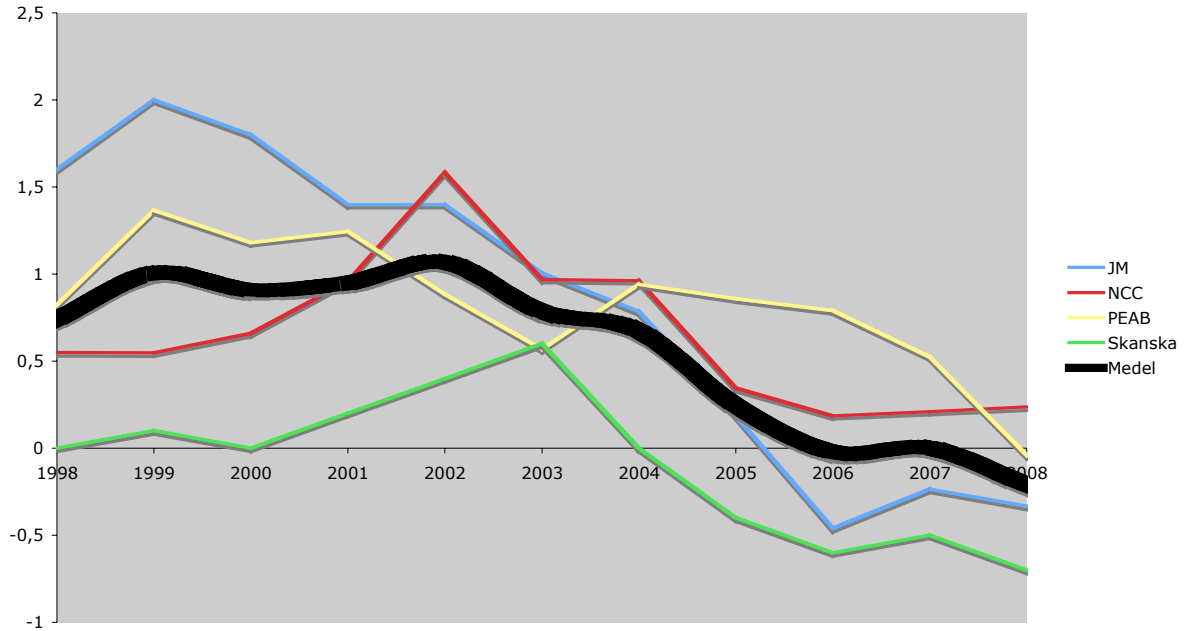
En annan aspekt som vore intressant och skulle kunna utveckla vårt och liknande arbeten är återköp. Om, när och hur bolag använder sig av återköp är något som ger mer djup till hur bolag påverkar kapitalstrukturen.

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

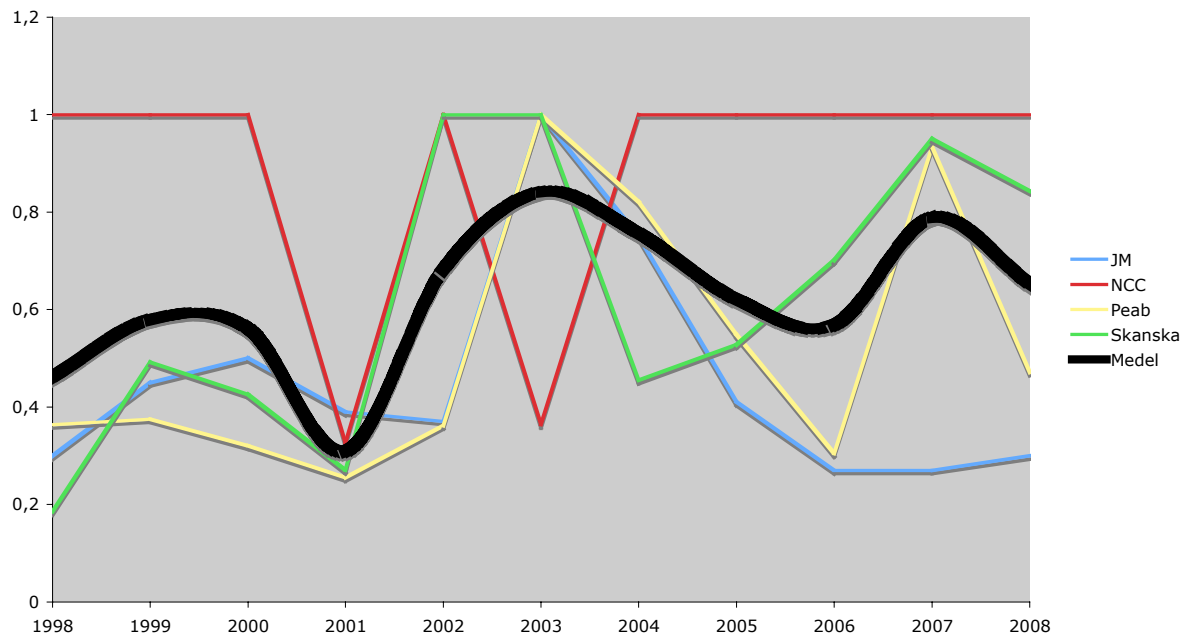
# Bilagor

## Bilaga 1 Diagram

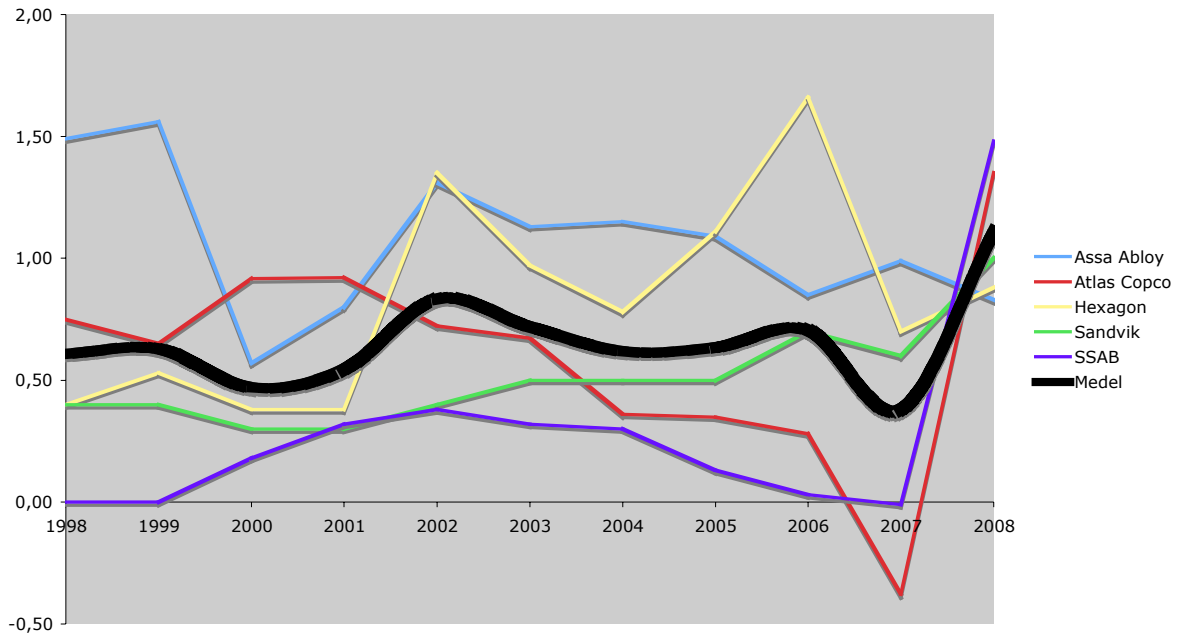
Skuldsättningsgrad, ggr, inom byggbranschen



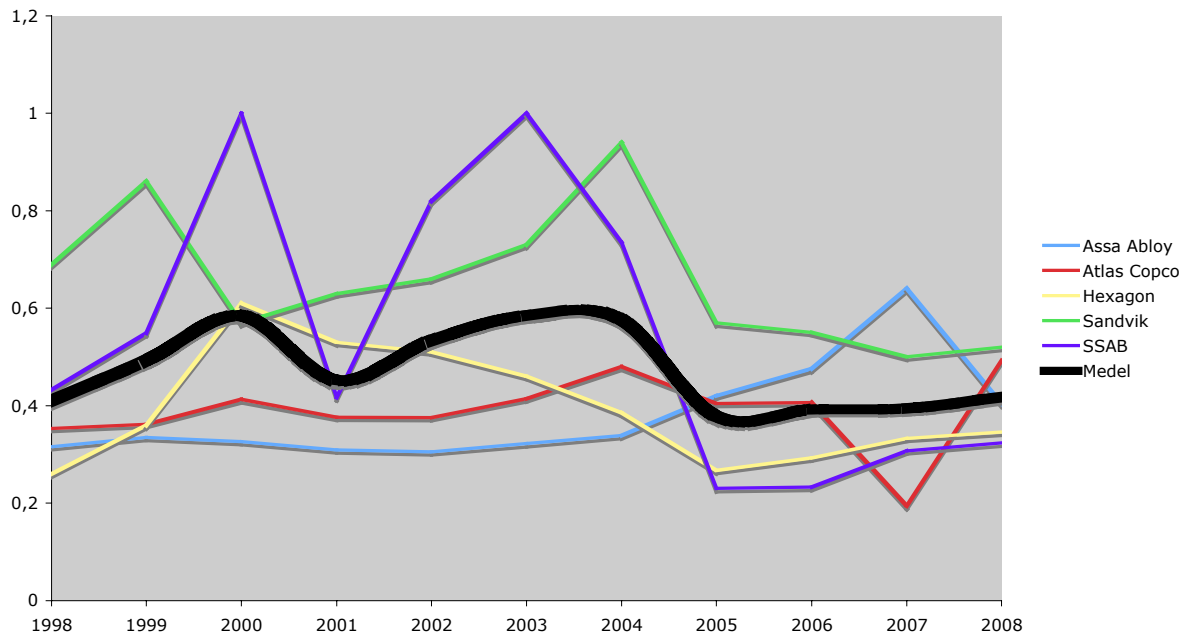
Utdelning/vinst, byggbranschen



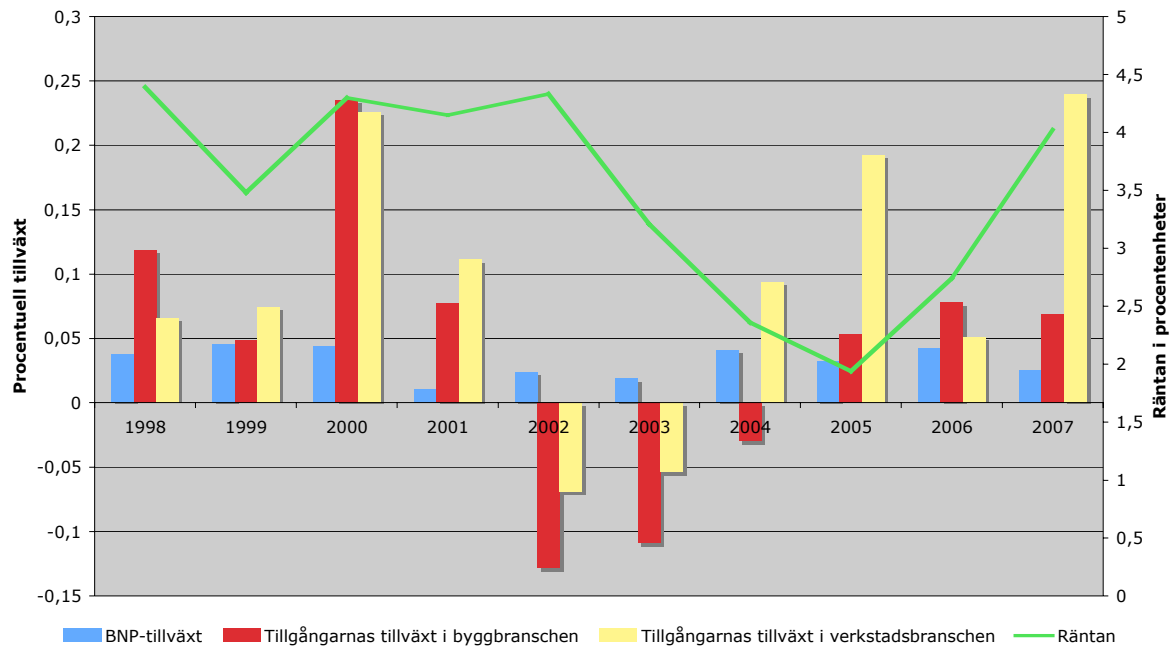
**Skuldsättningsgrad, ggr, verkstadsbranschen**



**Utdelning/vinst, verkstadsbranschen**



### Konjunktoren, räntan och tillväxten



## Bilaga 2 Korrelationsmatriser och regressionsresultat

### Korrelationsmatris - byggbranschen

Correlations

		Utdelning	Tillväxt	BNP	Ränta
Utdelning	Pearson Correlation	1	-,425	-,419	-,387
	Sig. (2-tailed)		,221	,262	,269
	N	10	10	9	10
Tillväxt	Pearson Correlation	-,425	1	,829**	-,215
	Sig. (2-tailed)	,221		,006	,552
	N	10	10	9	10
BNP	Pearson Correlation	-,419	,829**	1	-,419
	Sig. (2-tailed)	,262	,006		,228
	N	9	9	10	10
Ränta	Pearson Correlation	-,387	-,215	-,419	1
	Sig. (2-tailed)	,269	,552	,228	
	N	10	10	10	11

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

### Regressionsanalys - byggbranschen

Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Ränta, Utdelning, Tillväxt, BNP <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Skuldsättning

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,952 <sup>a</sup>	,906	,812	,21063

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

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

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,714	4	,428	9,658	,025 <sup>a</sup>
	Residual	,177	4	,044		
	Total	1,891	8			

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

b. Dependent Variable: Skuldsättning

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,406	,719		-,565	,602
	Utdelning	-,007	,005	-,257	-1,300	,263
	Tillväxt	,021	1,215	,468	1,699	,165
	BNP	-,297	,288	-,305	-1,030	,361
	Ränta	,437	,102	,836	4,307	,013

a. Dependent Variable: Skuldsättning

## Korrelationsmatris - verkstadsbranschen

### Correlations

		Utdelning	Tillväxt	BNP	Ränta
Utdelning	Pearson Correlation	1	-,074	-,244	,282
	Sig. (2-tailed)		,838	,497	,401
	N	11	10	10	11
Tillväxt	Pearson Correlation	-,074	1	,713*	-,468
	Sig. (2-tailed)	,838		,031	,173
	N	10	10	9	10
BNP	Pearson Correlation	-,244	,713*	1	-,419
	Sig. (2-tailed)	,497	,031		,228
	N	10	9	10	10
Ränta	Pearson Correlation	,282	-,468	-,419	1
	Sig. (2-tailed)	,401	,173	,228	
	N	11	10	10	11

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

## Regressionsanalys - verkstadsbranschen

### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Ränta, BNP, Utdelning, a Tillväxt	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Skuldsättning

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,834 <sup>a</sup>	,696	,392	,16676

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

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

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,255	4	,064	2,290	,221 <sup>a</sup>
	Residual	,111	4	,028		
	Total	,366	8			

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

b. Dependent Variable: Skuldsättning

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,952	,358		2,659	,056
	Utdelning	-1,519	,644	-,852	-2,359	,078
	Tillväxt	,024	,888	1,264	2,737	,052
	BNP	-,405	,192	-,948	-2,107	,103
	Ränta	,152	,084	,662	1,819	,143

a. Dependent Variable: Skuldsättning

## **Bilaga 3 Källförteckning**

### **Elektroniska källor**

Reuters genom riksbanken, 8 december 2008

<http://www.riksbank.se/templates/stat.aspx?id=16738>

Rolander, Dag, placera.nu, 4 januari 2009

[http://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=28220](http://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=28220)

Statistiska centralbyrån, 8 december 2008

[http://www.scb.se/Statistik/NR/NR0103/2008K03A/NR0103\\_2008K03A\\_DI\\_01\\_SV\\_BNP1950.xls](http://www.scb.se/Statistik/NR/NR0103/2008K03A/NR0103_2008K03A_DI_01_SV_BNP1950.xls)

### **Litteratur**

Arbnor, Ingeman & Bjerke, Björn. (1994). *Företagsekonomisk metodlära*. Studentlitteratur AB. Andra upplagan

Bryman, Alan & Bell, Emma. (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber

Esaiasson, Peter. (2004). *Metodpraktikan*. Stockholm Norstedts juridik

Grundy, Tony & Ward, Keith. (1996) "Developing Financial Strategies – A Comprehensive Model". Kogan Page, England

Jacobsen, Dag Ingvar. (2002). *Vad, hur och varför : om metodval i företagsekonomi och andra samhällsveten*. Studentlitteratur AB

Körner, Svante & Wahlgren, Lars. (2004). *Statistisk dataanalys*. Studentlitteratur AB. Tredje upplagan

Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey. (2005). *Corporate Finance*, Irwin McGraw-Hill. Sjätte upplagan

Svenning, Conny. (1999). *Metodboken – Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling*. Lorentz förlag. Tredje upplagan



## Artiklar

Asgharian, Hossein. (1997), "Are Highly Leveraged Firms More Sensitive to an Economic Downturn?", *Essays on Capital Structur.*, sid. 123-156

Asgharian, (1997), "Economic Recession and Firms Financing Decisions", *Essays on Capital Structure*, sid. 85-122

Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey. (2002). "Market Timing and Capital Structure". *Journal of Finance*, vol. 57, 2002, sid. 1-32

Bie, Tijds de & Haan, de Leo. (2004). Does Market Timing Drive Capital Structures? A Panel Data for Dutch Firms". *Working Paper* no 016, De Nederlandsche Bank.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976). "Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, sid. 305-360

Korajczyk, Robert A., Lucas, Deborah J., McDonald, Robert L. (1991). "The Effects of Information Releases on Pricing and Timing of Equity Issues". *Review of Financial Studies*, vol. 4, 1991, sid. 685-708

Lintner, John. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividend, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, vol 46, no 2, 1956, sid. 97-113

Lucas, Deborah J. & McDonald, Robert L. (1990). "Equity Issues and Stock Price Dynamics". *Journal of Finance*, vol. 45, 1990, sid. 1019-1043

Miller, Merton H. (1977). "Debt and Taxes". *Journal of Finance*, vol. 32, 1977, sid. 261-275

Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1958). "The Cost Of Capital, Corporate Finance and The Theory Of Investment". *American Economic Review*, vol 48, 1958, sid. 261-297

Modigliani, Franco & Miller, Merton H. (1963) "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *American Economic Review*, vol 53, 1963, sid. 433-443

Myers, Stewart C.(1984). "The Capital Structure Puzzle". *Journal of Finance*, vol. 39, 1984, sid. 575-592

Myers, Stewart C & Majluf, Nicholas S. (1984). "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Informations that Investors do not have". *Journal of Financial Economics*, vol 13, 1984, sid 187-221

## **Årsredovisningar**

ASSA Abloy, Årsredovisning 1998-2007

Atlas Copco, Årsredovisning 1998-2007

Hexagon, Årsredovisning 1998-2007

JM, Årsredovisning 1998-2007

NCC, Årsredovisning 1998-2007

PEAB, Årsredovisning 1998-2007

Sandvik, Årsredovisning 1998-2007

Skanska, Årsredovisning 1998-2007

SSAB, Årsredovisning 1998-2007

## **Muntliga källor**

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