



**EKONOMI  
HÖGSKOLAN**  
Lunds universitet

FEKK01  
Kandidatuppsats  
Vad händer inom  
Finansiering  
VT 2007

# Mellan hammaren och stället

- En studie i kapitalstruktursteorier

---

**Handledare**  
Tore Eriksson

**Författare**  
David Andersson  
Magnus Barnell  
Vilho Heiskanen  
Brian Jensen

# Sammanfattning

<b>Titel:</b>	Mellan hammaren och städet – en studie i kapitalstrukturteori
<b>Seminarie-datum:</b>	5:e Juni 2008
<b>Ämne/kurs:</b>	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 hp
<b>Författare:</b>	David Andersson, Magnus Barnell, Vilho Heiskanen, Brian Jensen
<b>Handledare:</b>	Tore Eriksson
<b>Fem nyckelord:</b>	Kapitalstruktur, skuldsättningsgrad, agent-kostnader, asymmetrisk information, pecking order
<b>Syfte:</b>	Uppsatsens syfte är att studera kapitalstrukturteori genom att identifiera företag vars kapitalstruktur avviker från teorin om att affärsrisken minskar med ålder samt att på ett kvalitativt sätt identifiera om alternativa kapitalstruktursteorier kan förklara dessa avvikelser.
<b>Metod:</b>	Studien utgår från en deduktiv ansats där kvantitativ metod används för att beskriva ett samband samt hitta avvikelser från detta samband som därefter studeras närmare med en kvalitativ metod.
<b>Teoretiska perspektiv:</b>	Studien utgår från allmänna teorier inom kapitalstruktur där vi har valt att ta ut åtta mer specifika teorier för närmare granskning.
<b>Empiri:</b>	Det empiriska materialet grundar sig på Dagens Industris lista över svenska verkstadsföretag där en genomgång har gjorts av samtliga företag i den kvantitativa analysen och ett mindre urval har djupgranskats i den kvalitativa analysen.
<b>Slutsats:</b>	Vi finner att det inte finns någon ensamt förklarande faktor till företagskapitalstruktur, utan det är snarare en kombination av flera.

# Abstract

<b>Title:</b>	Mellan hammaren och städet – En studie i kapitalstruktursteori
<b>Seminar date:</b>	5 <sup>th</sup> of June, 2008
<b>Course:</b>	FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credit Points
<b>Authors:</b>	David Andersson, Magnus Barnell, Vilho Heiskanen, Brian Jensen
<b>Advisor:</b>	Tore Eriksson
<b>Key words:</b>	Capital Structure, Debt to Equity Ratio, Agency Cost, Asymmetric Information, Pecking Order
<b>Purpose:</b>	The essays purpose is to study capital structure theories by identifying companies with a capital structure that deviates from the theory that business risk decreases by age and also to see if alternative theories can explain these deviations by using a qualitative approach
<b>Methodology:</b>	The study is conducted with a deductive method, where quantitative measures are used to find a correlation. The deviations from this correlation have been analyzed by the use of qualitative measures.
<b>Theoretical perspectives:</b>	The study is approached by using typical theories within the field of capital structure, where we have narrowed down to eight theories for further analysis.
<b>Empirical foundation:</b>	The empirical material is based on Dagens Industri list of industrial companies. Here a thorough statistical analyses has been made and the deviating companies where objects of further examination in the qualitative analysis.
<b>Conclusions:</b>	We find that there is not a sole explaining factor to the capital structure of a company, rather a combination of different factors.

# Innehållsföreteckning

<b>SAMMANFATTNING</b> .....	<b>2</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>3</b>
<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>6</b>
1.1 INLEDNING .....	6
1.2 BAKGRUND.....	6
1.3 PROBLEMFÖRMULERING .....	7
1.4 SYFTE .....	7
1.5 MÅLGRUPP .....	7
1.6 DISPOSITION.....	8
<b>2. METOD</b> .....	<b>9</b>
2.1 VAL AV METOD.....	9
2.2 KVANTITATIV METOD.....	9
2.3 KVALITATIV METOD .....	10
2.4 URVALSMETOD .....	11
2.5 DATAINSAMLING .....	11
2.6 TROVÄRDIGHET .....	12
2.7 AVGRÄNSNINGAR .....	14
<b>3. TEORI</b> .....	<b>16</b>
3.1 GRUNDLÄGGANDE KAPITALSTRUKTURTEORI.....	16
3.2 TIDIGARE FORSKNING RELEVANT FÖR STUDIEN .....	21
<b>4. KVANTITATIV UNDERSÖKNING</b> .....	<b>27</b>
4.1 INLEDNING .....	27
4.2 PUNKTDIAGRAM.....	27
4.3 REGRESSIONSANALYS.....	28
4.4 URVAL FÖR KVANTITATIV ANALYS .....	31
<b>5. EMPIRISK UNDERSÖKNING AV FÖRETAG</b> .....	<b>32</b>
5.1 EMPIRE.....	32
5.2 IMPACT COATINGS.....	33
5.3 ITAB SHOP CONCEPT .....	34
5.4 NCC .....	35
5.5 NOVACAST TECHNOLOGIES AB.....	36
5.6 OPCON.....	36
5.7 PEAB.....	37
5.8 PEAB INDUSTRI .....	39
5.9 PRECOMP SOLUTIONS .....	39
5.10 SECURITAS .....	40
5.11 SINTERCAST .....	42
5.12 SRAB SHIPPING .....	43
5.13 SVEDBERGS .....	44
5.14 TAGMASTER.....	45

<b>6. ANALYS OCH SLUTSATS .....</b>	<b>47</b>
6.1 FÖRETAGSVÄRDET .....	47
6.2 MISSLYCKANDE .....	47
6.3 MINSKANDE VINST.....	48
6.4 ÄGARANDEL .....	48
6.5 FRITT KASSAFLÖDE .....	49
6.6 KAPITALMARKNADENS SVÄNGNINGAR.....	49
6.7 UNIKA PRODUKTER OCH HÖG KVALITÉ .....	49
6.8 SLUTSATS.....	50
<b>7. FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....</b>	<b>51</b>
<b>8. KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>52</b>
8.1 BÖCKER .....	52
8.2 ARTIKLAR.....	52
8.3 INTERNETKÄLLOR.....	56
8.4 ÅRSREDOVISNINGAR.....	58
8.5 ÖVRIGA KÄLLOR .....	60
<b>BILAGA 1 KOMPLETT DATASET .....</b>	<b>61</b>
<b>BILAGA 2 ARBETSGÅNGEN KVANTITATIVT .....</b>	<b>63</b>
<b>BILAGA 3 KOMPLETT PUNKTDIAGRAM.....</b>	<b>64</b>
<b>BILAGA 4 REGRESSIONER .....</b>	<b>65</b>

# 1. Inledning

---

*Detta inledande kapitel kommer att presentera bakgrunden till studien, kort beskriva problemställningen, målgruppen samt presentera syftet. Kapitlet avslutas med disposition för att underlätta vidare läsning.*

---

## 1.1 Inledning

Mellan hammaren och städet. Kraften från hammaren slår mot städets hårda yta och formger redskap på det hela verkstadsgolvet. Symboliken refererar till aktieägarnas hammare som slår mot de hårda kraven från kreditgivarna och däremellan formas ett företags kapitalstruktur på de internationella kapitalmarknaderna. Företag är ofta entreprenörens barn, de växer, de mognar och med ökad ålder skapas nya förutsättningar. Denna uppsats behandlar företags val av kapitalstruktur i en föränderlig värld där allt högre krav ställs på anpassning och justering av finansiering.

## 1.2 Bakgrund

Det har de senaste åren skrivits hyllmeter med teorier och undersökningar som har för avsikt att undersöka hur ett företags kapitalstruktur bestäms eller borde bestämmas. Intresset för just kapitalstrukturen är föga förvånande. Förmågan att hitta rätt balans mellan skulder och det egna kapitalet kan i många fall vara avgörande för om ett företag överlever en konjunktursvängning, är attraktivt som investeringsobjekt, huruvida det snabbt kommer att kunna skaffa finansiering till uppkomna möjligheter och andra liknande situationer som avgör om ett företag är framgångsrikt eller ej.

Åsikterna om vad som bestämmer ett företags kapitalstruktur är många. Teorierna går inte sällan mot varandra angående vad forskarna tror påverkar kapitalstrukturen och på vilket sätt. Empirin hjälper inte heller alltid till att klargöra förhållandet då resultaten varierar beroende på bransch eller undersökningstillfälle och metod. Nya modeller utvecklas dessutom ständigt. Undersökningarna försvaras av att kapitalstrukturerna är långsamma att justera sig efter förändringar i omvärlden, att data som behövs inte alltid finns tillgängliga

och att teoriernas ingående variabler är kvantifierbara och utsatta för subjektivitet till en högre eller lägre grad.

### **1.3 Problemformulering**

En av teorierna behandlar affärsrisk kontra finansiell risk. Kort går den ut på att ett nystartat företag har en högre grad av affärsrisk än ett företag som har erfarenhet av verksamheten, har etablerat sitt namn och har gamla lyckade projekt som kan stötta upp företaget vid ett eventuellt misslyckat projekt. Att affärsrisken minskar ger företaget en högre kapacitet att ta upp finansiell risk, det vill säga skuldsättning, utan att behöva öka sin kapitalkostnad. Då dess aktieägare kan få en hävstångseffekt på sina investerade pengar, bör företaget därmed höja skuldsättningen. Kostnaden för lånat kapital ökar i och med att skuldsättningsgraden ökar och det finns därmed teoretiskt en optimal skuldsättningsgrad. Detta resonemang säger att i genomsnitt bör ett företag med högre ålder ha en högre skuldsättningsgrad.

Det är dock svårt att hitta undersökningar som undersöker hur företagen själva aktivt arbetar med sin kapitalstruktur. Vilka modeller som används för styrning av kapitalstrukturen och hur den löpande uppföljningen sker finns det inte speciellt mycket insikt i. Dyliga insikter kan vara av stort intresse för företagets och samhällets inre och yttre intressenter såsom företagsledare, långgivare, studenter och akademiker inom företagsfinansiering. I detta arbete kommer vi med utgångspunkt ur skuldsättningsgraden undersöka vilka teorier som vi kan finna stöd för bland de företag som avviker från ovan nämnda teori om affärsrisk kontra finansiell risk med åldern som drivande faktor.

### **1.4 Syfte**

Uppsatsens syfte är att studera kapitalstrukturteori genom att identifiera företag vars kapitalstruktur avviker från teorin om att affärsrisken minskar med ålder samt att på ett kvalitativt sätt identifiera om alternativa kapitalstruktursteorier kan förklara dessa avvikelser.

### **1.5 Målgrupp**

Vår målgrupp är studerande inom finansiering med en grundläggande förståelse för statistik samt andra individer som är insatta och lärda i ämnet.

## **1.6 Disposition**

Uppsatsens har strukturerats för att göra det enkelt för läsaren att följa utvecklingen av analysen. Detta första kapitel har inlett studien genom att beskriva bakgrund, syfte och problemformulering. Det andra kapitlet utgör metodkapitel som inleds med att beskriva val av metod för att därefter gå igenom de olika metoderna steg för steg. Det tredje kapitlet formar den teoretiska grunden för vår analys och inleds genom att beskriva de allmänna teorierna inom kapitalstruktur för att därefter gå igenom mer specifika teorier som vi använder för att förklara avvikelserna i den kvalitativa analysen. Det fjärde kapitlet är analysen av vår kvantitativa utredning. Efter den kvantitativa analysen följer kapitlet där empirin studeras med kvalitativmetod. I detta kapitel kommer våra alternativa teorier matchas mot empirisk data vilket sedan utgör grunden för vidare analys. I det sjätte kapitlet kan läsaren följa vår kvalitativa analys och fortsatt koppling till teorin, därefter följer slutsats och förslag till vidare forskning i det därpå följande kapitlet.



## 2. Metod

---

*Detta kapitel kommer att presentera metodval, diskutera urval, datainsamling och avgränsningar samt gå igenom vikten av reliabilitet och validitet för att avslutas med självkritisk granskning.*

---

### 2.1 Val av metod

Denna uppsats är delad i två sektioner. Den första som behandlar ett större material kommer genomföras med hjälp av en kvantitativ metod. Detta eftersom det är orimligt att genomföra en kvalitativ studie i denna del. Den andra delen, vars urval görs i den första, kommer att angripas med en kvalitativ metod. Detta för att kunna få en mer djupgående förståelse för varför företag har olika kapitalstrukturer. Således är vår metod både kvantitativ och kvalitativ.

### 2.2 Kvantitativ metod

En kvantitativ ansats kan beskrivas som att undersökaren fokuserar på mätbara data relevanta för den frågeställning som är aktuell. Tillvägagångssättet är deduktivt, det vill säga att det tar en tillgänglig teori och undersöker hur den relaterar till verkligheten.<sup>1</sup> Fördelen med denna ansats är att statistiska samband kan förkastas eller inte förkastas och att det går att få ut konkreta objektiva resultat.<sup>2</sup> I vår kvantitativa analys kommer vi i enlighet med teorin om affärsrisk att undersöka hur sambandet mellan tiden från företagets etablering påverkar dess skuldsättningsgrad bland de observerade företagen i vårt urval. Den kvantitativa analysen kommer också ligga till grund för urvalet av företag som ska undersökas kvalitativt.

Nackdelarna med den kvantitativa metoden är att det finns många faktorer som är svåra att mäta på ett objektiva sätt. Detta leder till att den kvantitativa ansatsen har en relativt låg flexibilitet och att vissa teorier inte går att undersöka. Med denna ansats är det svårt att gå in på djupet i ämnet som ska undersökas.<sup>3</sup> Vår frågeställning är en vars ingående variabler är lätt mätbara och hypotesen kan testas statistiskt. I teorikapitlet beskrivs dock många icke exkluderande förklaringar till varför kapitalstrukturen ser ut som den gör i olika företag och vi

---

<sup>1</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Business Research Methods*, (2007), Sid. 28

<sup>2</sup> Eva Eggeby & Johan Söderberg, *Kvantitativa metoder*, (1999), Sid. 165

<sup>3</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (2005), Sid. 40-41

vill till en början med hjälp av statistisk analys undersöka om åldern är en påverkande faktor i vårt urval.

Den kvantitativa informationen granskades i ett för sig avskilt kapitel. Dels för att testa vår huvudteori och dels för att lättare kunna urskilja de företag som vi använde i den kvalitativa delen. I detta gjorde vi en statistisk analys av vårt datamaterial och dess relevans till vår huvudteori.

De företag som avvek mest i den kvantitativa analysen kommer att genomgå en granskning där vi använder de avvikelseteorier som vi kommer att presentera. Detta för att se om agentkostnader, asymmetrisk information och andra teorier kan förklara de bakomliggande skälen till en avvikande skuldsättningsgrad.

## 2.3 Kvalitativ metod

Kvalitativ metod syftar till att beskriva och skapa förståelse för ett skeende vilket kan jämföras med kvantitativ metod som mer är inriktad på att beskriva till exempel hur ofta en händelse sker samt i vilken omfattning.<sup>4</sup> Kvalitativ metod karaktäriseras således av en lägre grad av reliabilitet där forskarens omdöme kan ha en viss påverkan på resultatet.<sup>5</sup> I vår uppsats innebär detta svårigheter då våra subjektiva bedömningar lägger grunden för dels vilken data vi vill använda samt till vilken grad vi analyserar denna information.

Medan den kvantitativa metoden gör det möjligt att granska ett stort antal faktorer är den kvalitativa ansatsen mer lämpad för ett färre antal faktorer. Den kvalitativa metoden utgår även från en närhet till data som granskas.<sup>6</sup> Då vi avser att studera kapitalstrukturen för en hel sektor på den svenska börsen har den kvantitativa metoden en del fördelar vad gäller datainsamling och analys. När det gäller en relativt liten grupp företag som valts genom vår kvantitativa analys och när problemställningen vi försöker besvara är relativt generell, anser vi att kvalitativ metod är ett ovärderligt komplement till vår undersökning. Den kvalitativa metoden gör att vi kan ta del av så kallad mjukdata, gå djupare in i företagen och granska information angående deras val av finansiering från en utgångspunkt som är svår att kvantifiera.<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> Pål Repstad, *Närhet och distans: kvalitativa metoder i samhällsvetenskapen*, (2007), sid 14

<sup>5</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Business Research Methods*, (2007), Sid. 410-415

<sup>6</sup> Pål Repstad, *Närhet och distans: kvalitativa metoder i samhällsvetenskapen*, (2007)

<sup>7</sup> Pål Repstad, *Närhet och distans: kvalitativa metoder i samhällsvetenskapen*, (2007)

## 2.4 Urvalsmetod

På grund av att vi vill undvika olika branschers skiftande behov av kapitalstruktur och vår begränsade tid, har vi valt att bara studera en av branscherna på OMX. Vi behöver ha en bransch som:

- inte har en unik kapitalstruktur (investment & banker)
- inte av sin natur är svår att bedöma utan djupare branschkunskap (medicin och forskning)
- samt kan anses vara mogen (till skillnad från exempelvis IT).

Dessa kriterier har lett oss till att välja de företag som finns på Dagens Industris verkstadslista. För den kvalitativa delen har vi valt att undersöka företag som ligger en standardavvikelse<sup>8</sup> från vår uppskattade regressionslinje<sup>9</sup> eller som vi på annat sätt anser avviker kraftigt.

## 2.5 Datainsamling

I våra kvalitativa undersökningar använder vi oss av primärdata. De flesta av våra uppgifter kommer från årsredovisningar som företagen tillhandahåller på sina hemsidor. Angående uppgifter om etableringsår har vi i de flesta fall hämtat denna information från företagets årsredovisningar eller hemsidor. I de få fall där företaget vid en tidpunkt gått ihop med ett annat på ett sätt som kan anses göra uppgiften etableringsår missvisande har vi konsekvent använt oss av ett icke vägt snitt av de sammangående företagens etableringsår.

I enlighet med teorin om minskande affärsrisk har vi valt att använda ett företags totala skulder då de bättre representerar de effekter som beskrivs i teorin än vad enbart räntebärande skulder gör. Valet att använda bokfört eget kapital istället för marknadsvärde beror på att vi anser att det vara mer representativt för hur värdet som långivarna skulle kunna få tillbaks vid en eventuell konkurs. För att få en uppfattning om storleken på företagen i undersökningen hämtade vi även in uppgifter om balansomslutningen.

Vi har sökt information till avvikelser från publikt material såsom företagets årsredovisningar och den samlade nyhetsrapporteringen kring företagen. Vi har studerat de avvikande företagens egna förklaringar till vald kapitalstruktur samt undersökt ifall övriga analytiker som bevakar dessa bolag funnit några starka skäl för en kapitalstruktur som skiljer bolaget från de övriga vi undersökt.

---

<sup>8</sup> Eva Eggeby & Johan Söderberg, *Kvantitativa metoder*, (1999), Sid. 82-84

<sup>9</sup> Eva Eggeby & Johan Söderberg, *Kvantitativa metoder*, (1999), Sid. 132-169

## 2.6 Trovärdighet

### 2.6.1 Reliabilitet

Reliabilitet har som syfte att utreda om en utrednings resultat är beroende av slumpmässiga eller tillfälliga variabler. Det kan tolkas som ett krav på att resultatet torde bli detsamma om utredningen utfördes igen.

I undersökningen innebär detta att vi använder tydliga variabler och ett framrätt angreppssätt för att finna dessa. För vår kvantitativa del är det således av största vikt att vi håller en hög reliabilitet då det annars riskerar urholka arbetet.<sup>10</sup>

Det finns tre viktiga element inom reliabilitet som vi måste beakta för att uppnå ett trovärdigt resultat.

- Stabilitet innebär en iakttagelse om begreppet som används är stabilt nog eller om det kan tänkas förändras över tiden.<sup>11</sup> Stabilitet uppnår vi genom att garantera oss om att begreppen skuldsättningsgrad och ålder som exempel, är begrepp som består och inte är utsatta för stora förändringar över tiden.
- Intern reliabilitet avgör om vi har lyckats dra en giltig slutsats från variablerna.<sup>12</sup> Där måste således finnas ett testbart samband för att kunna uppnå detta.
- Internbedömarreliabilitet är när situationer kan innehålla en risk för subjektiva bedömningar.<sup>13</sup> Detta har vi uppnått genom att använda så få subjektiva bedömningar i materialet som möjligt, vad gäller den kvantitativa delen har vi endast använt mått för variablerna som inte kan påverkas av personen som hämtar informationen.

### 2.6.2 Validitet

En utredning med hög validitet är en utredning som saknar systematiska mätfel, forskarna har mätt det som var avsett att mätas. Det är validiteten som avgör om utredningen har någon giltighet. För att validitet ska kunna uppnås krävs det att reliabiliteten är uppfylld. Dock stämmer detta inte för reliabiliteten som är oberoende av validiteten. Det finns fyra olika faktorer inom validitet, dessa är intern, extern, ekologisk och begreppsvaliditet. Den interna validiteten kan vi uppnå genom att använda den variabel som verkligen förklarar det begrepp som

---

<sup>10</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (2005), s. 48

<sup>11</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (2005), s. 94

<sup>12</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (2005), s. 95

<sup>13</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (2005), s. 204

det är avsett att förklara. Extern validitet avgör om man kan generalisera sitt urval, då vi har valt att undersöka en specifik bransch finns det antagligen svårigheter att dra slutsatser till andra branscher. Dock är vår utredning gjord över hela branschen, varigenom den externa validiteten bör vara uppnådd. Ekologisk validitet har liten betydelse i denna utredning eftersom den fokuserar på kliniska studier och konstlade svar. Begreppsvaliditeten är att vi måste ha samma definition både teoretiskt och empiriskt.<sup>14</sup>

### 2.6.3 Källkritik

Den kvantitativa undersökningens centrala data kommer från årsredovisningar och har gått igenom den revisionsprocess som det innebär, därmed anser vi att de har en stor tillförlitlighet. Som tidigare nämnts har uppgiften om etableringsår i vissa fall fått genomgå en revidering för att inte vara missvisande och den är i och med det utsatt för en viss grad av subjektivitet.

I första hand har vi undersökt förklaringar till avvikelser i årsredovisningarna för de enskilda bolagen och därefter använt oss av övrigt material för att kontrollera data i årsredovisningarna samt ifall övriga förklaringar kan ges. I de fall data kring kapitalstrukturen har skiljt sig väsentligt från bolagens egna förklaringar har vi genomfört en mer kritiskt granskning och samlat på oss en större mängd data för att finna orsaker.

De dokument som har valts är till stor del framställda i vinstdrivande syfte bland företagen, exempelvis årsredovisningarna för att öka förståelse och transparens kring företagen för att öka aktieägarvärdet. Dessa dokument har präglats till stor del av det regelverk som finns när det gäller allt från bokföring till etiska koder. Samtidigt har vi fått vara aktsamma vid väldigt positiv rapportering samtidigt som data från årsredovisningen visat åt motsatt håll. Vi är även medvetna om att de nyhetskällor vi använt oss av har som underliggande syfte att skapa vinster för de olika mediernas ägare och en viss moral hazard problematik kvarstår även där. Vi har därför valt att använda ett flertal olika källor vid de enskilda fallen samt försökt i bästa mån hitta motsägelsefull data att behandla. Thurén menar att det är möjligt att snedvrیدا bilden av verkligheten till ens egen fördel genom att göra ett specifikt urval av fakta som gynnar en.<sup>15</sup> Detta är även möjligt för företagen där de har absolut kontroll över den interna informationen och kan välja vad de vill presentera utåt.

---

<sup>14</sup> Alan Bryman & Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, (2005), s. 48-49

<sup>15</sup> Thorsten Turén, *Orientering i källkritik: är det verkligen sant?*, (1990), Sid. 64

## 2.6.4 Självkritik

Patel och Davidson betonar vikten av att undersöka i vilket syfte ett dokument har uppstått för att anta en kritisk ansats samtidigt som man väljer ett urval som även innehåller material som motsäger ens tidigare antaganden. För att åstadkomma en högre nivå av objektivitet bör man relatera data som motsäger varandra.<sup>16</sup> I vår undersökning har vår dokumentation tagit form i det publika material som vi använt oss av (årsredovisningar, nyhetsrapportering, analytiska skrifter) samt intervjuer.

Vi har varit medvetna om detta kritiska förhållningssätt och därmed avsett att hitta flertal olika datakällor för att förklara dessa avvikelser. Vi är medvetna om att graden av reliabilitet kan ha påverkats av våra subjektiva bedömningar av vad som är avvikelser och vilka av dessa ska undersökas samt till vilken grad. Vår metod utgår ifrån rationella bedömningar bland oss som undersöker där vi även subjektivt valt vilka källor som ska användas vid vilka avvikelser. Hur stor avvikelse räcker för att vi ska undersöka närmare? Vilken grad av förklaring avser vi som tillräcklig för studien, bolagens egna i årsredovisningen, analytikernas? Hur kan vi garantera att varje företag har granskats i samma grad och hur mycket påverkas vi själva av materialet, till exempel en välskriven årsredovisning något som ger oss en anledning att acceptera bolagens egna förklaringar jämfört med en dåligt skriven som vi väljer att granska vidare? Påverkas vi undermedvetet av hur pass intressanta vi finner företagen i våra subjektiva bedömningar? Det finns ett flertal frågor att besvara och vara aktsam inför när man tar del av vår studie.

## 2.7 Avgränsningar

### 2.7.1 Bransch

Företag i olika branscher har olika behov och möjligheter att uppnå sina respektive teoretiskt optimala kapitalstrukturer. Av denna anledning har vi valt att utesluta företag som inte är verksamma inom det som av Dagens Industri benämns som verkstadsbranschen. På detta sätt kommer vi att minska påverkan på grund av de olika branschernas preferensskillnader.

---

<sup>16</sup> Runa Patel & Bo Davidson, *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur, 1994, s. 56.

### **2.7.2 Tillgänglig information**

Då det ska vara möjligt att få in tillräckligt med information kommer undersökningen inte att ta med företag som inte är noterade då dessa inte lyder under samma regelverk som för noterade bolag.

### **2.7.3 Teorier**

Teorier som kräver att användaren använder ett stort mått av subjektivitet i bedömningen, till exempel teorier som handlar om ledningens personliga riskaversion, kommer inte att behandlas. Då de teorier som vi har valt att använda inte tar någon hänsyn till skatteeffekter, kommer inte heller vår studie ta någon hänsyn till dessa.

### **2.7.4 Tid**

Teori- och informationsinhämtning kommer att ske under en begränsad tidsperiod. Vid de tillfällen då den information som krävs för uppsatsen inte finns tillgänglig under denna tid kommer antingen teorier eller företag att uteslutas.

## 3. Teori

---

*Då vår studie avser att studera ålderns påverkan på kapitalstrukturen kommer teorikapitlet inledas med allmänna teorier inom kapitalstruktur för att därefter diskutera alternativa teorier som förklarar avvikelser.*

---

### 3.1 Grundläggande kapitalstruktursteori

#### 3.1.1 Miller och Modigliani teori om optimal kapitalstruktur

En stor del av forskningen kring kapitalstruktur baseras på Miller och Modiglianis teorem om optimal kapitalstruktur. Miller och Modigliani påstod att i en friktionsfri värld påverkar inte kapitalstrukturen företagets värde.<sup>17</sup> Den grundläggande idén går ut på att när man ökar skuldsättningsgraden sjunker räntekostnaderna, men samtidigt ökar kostnaderna för eget kapital i samma grad.<sup>18</sup>

Senare fick Miller och Modigliani anpassa sin teori för att ta hänsyn till skatter, vilket ändrade resultatet för kapitalstrukturbeslut. I en värld med skatter kan företagen normalt göra avdrag för räntekostnaderna på den beskattningsbara vinsten, vilket gör att bolagets vinst sjunker och därmed sänker kostnaden för lånefinansiering,<sup>19</sup> teoretiskt uppnås då optimal kapitalstruktur genom maximalbelåning.

Utöver denna slutsats finns begreppet konkurskostnader att ta hänsyn till, detta innebär att risken för konkurs kan antas öka i och med högre skuldsättning. Det finns således en motsättning mellan högsta möjliga skuldsättning för att dra nytta av skatteskölden och kostnaden för en eventuell konkurs. Då konkurskostnader består av två element finns det olika sätt att minska denna. Sannolikheten för konkurs kan till exempel minskas genom att befinna sig i en bransch med stabila årliga intäkter och låg break-even punkt, det vill säga låg operationell hävstång. Kostnaderna vid konkurs minskas genom att till exempel ha likvida tillgångar som med stor säkerhet kan säljas till rådande marknadspris vid konkurs. Övriga

---

<sup>17</sup> Franco Modigliani & Miller H. Merton, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment*, (1958), Sid. 296

<sup>18</sup> Franco Modigliani & Miller H. Merton, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment*, (1958), Sid. 288-293

<sup>19</sup> Franco Modigliani & Miller H. Merton, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, (1963), Sid. 439-441



faktorer som kan påverka konkurskostnader är intäkternas känslighet för övrig ekonomisk aktivitet, och bolagets möjligheter att generera intäkter.<sup>20</sup>

### 3.1.2 Agentkostnader

Dagens aktiebolag är ofta för stora för att alla ägare skall kunna ha insikt och bestämma i samtliga frågor som rör styrning, kapitalstruktur och investeringar. Därför har aktieägarna och långgivarna, som benämns principaler, utnämnt en ledning, som benämns agenten. Principalen vill att agenten skall agera utifrån ägarnas intresse och inte agentens egen vinning. Att styra agenterna skapar kostnader, dessa kallas agentkostnader.<sup>21</sup>

Enligt Jensen och Meckling<sup>22</sup>, uppstår problem för långgivarna då ledningen främsta mål är att maximera aktieägarvärde. Firman kan låna kapital till en låg räntenivå då den finansiella hävstången som firman utövar är låg och på premiss att kapitalet skall användas till att investera i ett lågriskprojekt. Vad firman istället då gör är att investera i ett högriskprojekt som ger hög avkastning. I detta fall är projektet gagnbart för aktieägarna, men är riskfyllt ur långgivarnas perspektiv då de inte får mer kompensation för risken än den fordrade räntebetalningen. Detta ger oss en konflikt mellan långgivare och aktieägare som är agentkostnader.

För att minimera asymmetrisk information, används monitoring, som i sig är en form av agentkostnad. Utöver monitoring uppstår dock även högre lånekostnader i form av högre räntenivåer, som i sig uppkommer på grund av agentens oförmåga att agera utifrån principalens mål och direktiv. Den sista agentkostnaden uppkommer på grund av att agenten enbart arbetar för sin del av firman, vilket benämns residualförlust.<sup>23</sup> Jensen och Meckling definierade de ovannämnda som de tre agentkostnaderna som utgör den totala agentkostnaden för firman. Jensen och Meckling menar även att dessa kostnaders ursprung korrelerar med en firmas kapitalstruktur.

Ytterligare ett skäl som Jensen och Meckling tog upp är att det är i ledningens intresse att ha en större andel eget kapital än optimalt då det anses vara säkrare. Att det i praktiken ser ut på detta sätt bevisade Berger med flera<sup>24</sup> genom att undersöka 434 amerikanska företag mellan åren 1984 och 1991.

---

<sup>20</sup> Franco Modigliani & Miller H. Merton, *Reply to Heins and Sprankle*, (1969)

<sup>21</sup> Glen Arnold, *Corporate Financial Management*, (2002), Sid. 983-984

<sup>22</sup> William H. Meckling & Michael C. Jensen, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, (1976) Sid. 334

<sup>23</sup> William H. Meckling & Michael C. Jensen, *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, (1976) Sid. 308-309

<sup>24</sup> Philip G. Berger, Eli Ofek & David L. Yermack, *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*, (1997), Sid. 1411

Jensen utvecklade en teori som benämns ”kontrollhypotesen” för skuldskapande.<sup>25</sup> Jensen<sup>26</sup> menar att agentkostnader reduceras genom att ta upp nya lån. Lånen fungerar i detta fall som en form av monitoring.

### 3.1.3 Asymmetrisk information

I uppsatsen syftas det specifikt på den asymmetri i informationen mellan de intressenter som finns på kapitalmarknaden samt hur pass mycket information de får av ledningen.

Bharath med flera<sup>27</sup> fann vidare att asymmetrisk information, dock ej som exklusiv faktor, empiriskt kunde härledas till kapitalstrukturförändringar. Om vi antar att informationen på kapitalmarknaden är asymmetrisk kommer detta leda till att vissa betalar för mycket i ränta och på att andra betalar för lite, i relation till risknivå. Vidare framförs det att asymmetrisk information kan leda till att ledningen väljer att bortse från alternativet att uppta lån och därmed istället utöka eget kapital, för att de anser sig betala för hög ränta med tanke på att de ser sig vara värda en mindre räntekostnad.

Halov<sup>28</sup> tar upp ytterligare exempel på när kapitalstrukturen inte kan optimeras enbart med hjälp av Miller & Modiglianis modell. Antag att ett företag är felvärderat på grund av asymmetrisk information. Då aktien är undervärderad väljer företaget att uppta nya lån för att minimera adverse selection problematiken som annars uppstår vid emittering av aktier. Samma adverse selection problematik kan vidare uppstå när det finns en snedvriden information om företagets kassaflöden. Här leder detta till att företaget anser sig få betala för höga räntor och istället genomför en nyemission, då mer värde uppstår ur emissionen än att uppta nya lån. Halovs undersökning<sup>29</sup> visar att när det finns asymmetrisk information mellan långivare och företag, ökar företagen det egna kapitalet.

Ytterligare en tillämpning som liknar den ovannämnda är att samma gäller för aktieägare. Vilket innebär att företaget anser sig få för lågt pris för aktier, antingen vid återköp eller vid emittering av aktier, och därmed väljer de bort möjligheten att optimera hävstången mellan eget och främmande kapital. Hutchison menar att aktieägarnas ovilja att betala ett högre pris, beror på att de

---

<sup>25</sup> Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, (1986), Sid. 324

<sup>26</sup> Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, (1986), Sid. 324

<sup>27</sup> Sreedhar T. Bharath, Paolo Pasquariello & Guojun Wu, *Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions*, (2006), Sid. 34-35

<sup>28</sup> Halov, Nikolay & Florian Heider, *Capital Structure, Risk and Asymmetric Information*, (2005), Sid. 1

<sup>29</sup> Halov, Nikolay & Florian Heider, *Capital Structure, Risk and Asymmetric Information*, (2005), Sid. 16, 32

inte får informationen som krävs för att göra investeringsbeslutet.<sup>30</sup> Vidare leder detta till att vissa aktier även kan tänkas vara påverkade av adverse selection problematiken och att den effektiva marknadshypotesen som säger oss att aktiens pris reflekterar all information som kan tänkas finnas inte överensstämmer med praktiken. Istället är informationen bristfällig och aktieägare kan tänkas vandra i blindo när de ska investera i företag.<sup>31</sup>

### 3.1.4 Pecking Order teorin

Pecking order teorin är en modell som utvecklades av Myers för att förklara hur företag väljer att finansiera sin verksamhet, det vill säga hur företagets kapitalstruktur bör komma att se ut.<sup>32</sup> Utgångspunkten i Pecking order teorin är i vilken ordning ett nytt företag väljer att anskaffa kapital, det vill säga vilket är billigaste sättet att finansiera sin verksamhet? Detta innebär att unga företag oftast väljer att använda sig av eget kapital då andra former av finansiering är alltför dyra, om lån beviljades skulle räntekostnaderna uppgå till så pass stora summor att det blir billigare att anskaffa eget kapital. För mogna företag som har stabila kassaflöden innebär detta att det är billigast att använda sig av kassan då man slipper transaktionskostnader, därefter bör företaget använda sig av lånefinansiering för att till sist använda sig av nyemission. Dessa beslut och vilka medel som finns tillgängliga kommer tillslut att bestämma företagets kapitalstruktur. Teorin kan kopplas till teorier om agentkostnader och market timing där negativa kursrörelser i samband med utlysning av nyemission kan förklaras som en desperat åtgärd där bolaget befinner sig därmed i en situation där man är tvungen att ta sig till det sista alternativet till finansiering. Det finns flera starka teorier som bär upp pecking order teorin, för att nämna några, asymmetrisk information, moral hazard samt adverse selection problematiken. När ett bolag utlyser en nyemission för att finansiera sin verksamhet sänder detta en indirekt signal till marknaden om att bolagets ledning anser att aktien är övervärderad. Marknaden anser att ledningen i ett företag har tillgång till mer information och kan därmed bättre sätta värde på företaget än analytiker. Om ledningen är rationell bör dessa inte utlysa en nyemission om de anser att bolagets aktie är undervärderad i förhållande till fundamenta.<sup>33</sup>

### 3.1.5 Market timing teorin

Denna teori är en blandning av agentkostnader, asymmetrisk information och pecking order. Den är i huvudsak uppbyggd kring två huvudområden. Det första är en dynamisk form i vilken det existerar rationella investerare och en rationell

---

<sup>30</sup> Diane Hutchinson, *Australian Equity Markets, Asymmetric Information and IPO Investors in 1920s*, (2007), Sid. 1

<sup>31</sup> Glen Arnold, *Corporate Financial Management*, (2002), Sid. 720-728

<sup>32</sup> Stewart C. Myers, *Capital Structure*, (2001)

<sup>33</sup> Stewart C. Myers, *Capital Structure*, (2001)

ledning. Myers och Majluf förklarar att ledningen kommer i vissa sammanhang välja att inte investera i lönsamma projekt om de vet att de måste emittera aktier för att kunna göra det. Dock är detta ett agerande som investerare många gånger belönar utan att förstå det värdeförstörande i ledningens handlingar.<sup>34</sup> Myers och Majluf anser att företagen gynnas bättre av att hålla en finansiell buffert för att kunna finansiera projekt utan att behöva gå till kapitalmarknaden, då kapitalmarknaden kommer kräva information som är känsligt för företaget.<sup>35</sup> Lucas och MacDonald menade att om ett företag fick framför sig ett projekt som skulle generera en bra avkastning då skulle företaget agera på två sätt;<sup>36</sup> avvakta om de har en undervärderad aktie och emitterar om den är övervärderad.<sup>37</sup> Bayless och Chaplinsky har i en empirisk studie visat att de företag som hade emissioner under mer fördelaktiga tillfällen, dessutom fick en mycket lägre nedgång på sin aktiekurs. Av detta drog de slutsatsen att det finns avsevärda skillnader mellan olika perioder och vad ett företag kan erhålla vid nyemission.<sup>38</sup>

Det andra huvudområdet är en irrationell form i vilken det existerar irrationella investerare och rationella ledare. Detta har sitt ursprung i La Porta som menar att det går att göra stora förtjänster på naiva investerare som endast ser till risk och framtida avkastning.<sup>39</sup> Likväl kommer högt favoriserade aktier att bli övervärderade och därmed mer riskfyllda. La Porta hävdar att analytiker oftast är för extrema i sina analyser, vilket har lett till att de ständigt reviderar sina analyser. I sin empiriska studie fann La Porta att detta är ett systematiskt fel som analytiker och investerare gör, dels för att historisk data är vilseledande och dels för att dåliga nyheter får för stor betydelse.<sup>40</sup> Frankel och Lee bevisade empiriskt att analytiker förlitade sig i alltför hög grad på historiska värden som inte vara av relevans för att kunna förutse framtida avkastning.<sup>41</sup> Schleifer har utvecklat detta vidare och menar att ledningen på företag utnyttjar denna ineffektiva marknad. De söker efter möjligheten att göra en arbitragevinst på sin egen aktie. Således kan de minska sin skuldsättningsgrad när de anser att deras aktie är under prissatt och de köper tillbaka aktien till ett rabatterat pris.<sup>42</sup>

---

<sup>34</sup> Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, (1984), Sid. 188

<sup>35</sup> Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, (1984), Sid. 195, 215-217

<sup>36</sup> Förutsatt att de väljer nyemission som finansieringsmetod.

<sup>37</sup> Deborah J. Lucas & Robert L. MacDonald, *Equity Issues and Stock Price Dynamics*, (1990)

<sup>38</sup> Mark Bayless & Susan Chaplinsky, *Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?*, (1996), Sid. 277

<sup>39</sup> Rafael La Porta, *Expectations and the Cross Section of Stock Returns*, (1996), Sid. 1716

<sup>40</sup> Rafael La Porta, *Expectations and the Cross Section of Stock Returns*, (1996), Sid. 1740

<sup>41</sup> Richard Frankel & Charles M. C. Lee, *Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns*, (1998), Sid. 314-316

<sup>42</sup> Andrei Schleifer & Lisa Koonce, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, (2000)

## 3.2 Tidigare forskning relevant för studien

### 3.2.1 Affärsrisk, Finansiell risk och Optimal skuldsättning

Ward skriver att ett företags begynnande faser karakteriseras generellt sett av en större osäkerhet än vad motsvarande företag har efter att ha överlevt ett antal år. Orsakerna till detta är många och varierar från företag till företag. Det kan handla om att företagets affärsidé är obeprövad, dess kundnätverk inte har byggts ut, ledningen inte lärt sig branschen och så vidare. Dessa faktorer och andra riskfaktorer som tillhör verksamhetens natur kallas för affärsrisk.<sup>43</sup>

När ett företag har en risk som inte kan härledas till dess verksamhet utan till dess finansiering kallas det för finansiell risk. Risken kan härledas till räntevariationer som, om de blir tillräckligt höga, gör att företagets räntekostnader blir mer än vad företaget kan bära. Desto högre skuldsättningsgrad ett företag har desto högre är den finansiella risken.<sup>44</sup>

Diamond utvecklade en teori om att företag som existerat en längre period också har byggt upp ett bättre rykte hos långivarna. Med detta menade han att unga företag inte har någon större erfarenhet av sin bransch och kan därför inte bedöma projekt lika väl som äldre bolag. I början av företagets existens kommer det, enligt Diamond, inte ha samma möjlighet att få kredit från leverantörer eller dylikt som kan underlätta för verksamheten. De måste således bygga upp ett förtroendekapital för att få denna möjlighet och för att kunna ta på sig skulder.<sup>45</sup> Detta leder till att ett nyetablerat företag kan ha svårt att nå sin optimala skuldsättningsgrad på grund av att de inte alltid har tillgång till skuldfinansiering till en kostnad som motsvarar dess verkliga risk. Detta är ett resultat av att långivare kan ha svårt att skilja på bra och dåliga låntagare. I gruppen nyetablerade företag finns en större andel som kommer att misslyckas<sup>46</sup> och svårigheten för kreditgivare är att veta vilka som kommer lyckas och vilka som misslyckas. Ett företag bygger upp sitt rykte och förtroende hos långivaren genom att klara av sina betalningar och leva upp till sina förpliktelser. För företaget innebär ett gott rykte att de får tillgång till lån och krediter med mindre krav på begränsande klausuler, lägre ränta och kan förhandla sig till andra mer förmånliga lånevillkor än vad de annars hade kunnat få.<sup>47</sup>

Således drar han slutsatsen att unga företag kommer satsa på högrisk projekt med en stor del eget kapital investerat, detta då eget kapital fortfarande är billigare och mer tillgängligt än lån. I takt med att bolaget överlever en längre tid, lär det sig att urskilja mellan säkra och osäkra projekt. Vid denna period som enligt Ward

---

<sup>43</sup> Keith Ward, *Developing Financial Strategies - A Comprehensive Model*, (1996), Sid. 194

<sup>44</sup> Keith Ward, *Developing Financial Strategies - A Comprehensive Model*, (1996), Sid. 198

<sup>45</sup> Douglas W. Diamond, *Reputation Acquisition in Debt Markets*, (1989), Sid. 828-834

<sup>46</sup> Enligt Diamond innebär ett misslyckande att inte kunna möta sina åtagande.

<sup>47</sup> Douglas W. Diamond, *Reputation Acquisition in Debt Markets*, (1989), Sid.843-848

är mognad, kommer företaget att erhålla lån som är billigare än eget kapital. När så görs kommer de att investera i säkra projekt, genom en högre skuldsättning och de kan då erhålla samma avkastning som för osäkra.<sup>48</sup>

Heshmati gjorde 2001 en empirisk studie på hur svenska mikro- och småföretag påverkas av ett antal olika faktorer. I sin studie väljer Heshmati att använda sig av företagets samtliga skulder eftersom alla skulder bär ett visst ansvar och skyldighet gentemot deras respektive intressenter.<sup>49</sup> Det är således inte endast långgivare som är av intresse, utan även andra typer av kreditgivare som exempelvis leverantörer. Heshmati fann att ålder är en faktor som i avsevärd utsträckning påverkar mikro- och småföretagens skuldsättning.<sup>50</sup>

### 3.2.2 Skuldsättningsgraden är positivt korrelerad med företagsvärdet

Enligt Harris och Raviv<sup>51</sup> bör ett företags skuldsättningsgrad öka i samband med att företagsvärdet<sup>52</sup> ökar. Detta förklarar de med att om ett företags konkursvärde ökar kommer företaget att erbjuda lån istället för eget kapital och därav ökar företagsvärdet.<sup>53</sup> Med andra ord, så länge företaget inte går omkull kommer skuldsättningsgraden öka i takt med storleken på företaget.<sup>54</sup>

Chang<sup>55</sup> menar å andra sidan att den optimala skuldsättningsgraden inte alltid behöver reflektera ett maximerande av företagsvärdet. När den optimala skuldsättningsgraden är nådd finns det fortfarande utrymme för att ytterligare höja företagsvärdet.<sup>56</sup> Således är det en faktor, men den är inte ensam utan många andra delar måste vara deltagande för att maximera företagsvärdet. Chang visade dock på att det fanns en relation mellan skuldsättningsgrad och företagsvärde, inte optimal men existerande.<sup>57</sup>

Även Stulz ansåg att skuldsättningsgraden var nära förknippad med företagsvärdet. Han hävdade i sin teori att ett företag kan utfärda lån och dylikt

---

<sup>48</sup> Douglas W. Diamond, *Reputation Acquisition in Debt Markets*, (1989), Sid. 858-859

<sup>49</sup> Almas Heshmati, *The Dynamics of Capital Structure: Evidence From Swedish Micro and Small Firms*, (2001), Sid. 200-204

<sup>50</sup> Almas Heshmati, *The Dynamics of Capital Structure: Evidence From Swedish Micro and Small Firms*, (2001), Sid. 235-237

<sup>51</sup> Milton Harris & Arthur Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, (1990)

<sup>52</sup> Den genomgående uppfattning för de som har forskat inom detta är att företagsvärdet är marknadsvärdet.

<sup>53</sup> Milton Harris & Arthur Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, (1990), sid. 336

<sup>54</sup> Milton Harris & Arthur Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, (1990), sid. 341

<sup>55</sup> Chun Chang, *Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors*, (1992)

<sup>56</sup> Chun Chang, *Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors*, (1992), sid. 1153

<sup>57</sup> Chun Chang, *Capital Structure as an Optimal Contract Between Employees and Investors*, (1992), sid. 1153

utan något särskilt skäl och därigenom ändå erhålla en ökning i företagsvärdet.<sup>58</sup> Lys och Sivaramakrishnan bevisade empiriskt ett samband mellan de två värdena.<sup>59</sup>

Cornett och Travlos undersökte om ett företag ökar andel eget kapital och hur det påverkar aktiepriset. I studien fann de att företag som ökar eget kapital dessutom kommer uppleva en kraftig minskning i aktiepriset.<sup>60</sup>

### **3.2.3 Skuldsättningsgraden är positivt korrelerad med sannolikheten att misslyckas**

Misslyckande inom ett skuldsatt företag kan ge långivarna möjligheten att tvinga företaget i konkurs för att möjliggöra någon form av behållning på utlånat kapital.<sup>61</sup> Detta då det är vanligt förekommande att företag med stora anläggningstillgångar har en hög skuldsättning, detta i sin tur har visat på en större tendens till misslyckande i projekt; slutligen har detta gett högre skuldsättningsgrad.<sup>62</sup> Harris och Raviv fann en konstant nivå mellan skuld och risken att misslyckas, dock signalerade de för att detta endast gällde om företagets nedgång inte var inkluderat.<sup>63</sup> Kahl visade på att ett företag som står inför risken att misslyckas måste omstrukturera skulderna, om dessa ersätts mot eget kapital ökar dessutom möjligheten att ta sig ur ett finansiellt trångmål. Kahl visade empiriskt att skuldsättningsgraden kan fungera som en stötdämpare mot misslyckande.<sup>64</sup> En tidigare studie visade att skuldsättningen snarare minskade desto högre risken för misslyckande blev.<sup>65</sup> Castanias framhöll dessutom att affärsrisken är starkt kopplad till misslyckandegraden och borde därför ses som densamma så länge där finns positiv skuldsättning.<sup>66</sup>

---

<sup>58</sup> René Stulz, *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, (1990), Sid. 13

<sup>59</sup> Thomas Lys & Konduru Sivaramakrishnan, *Earnings Expectations and Capital Restructuring: The Case of Equity-for-Debt Swaps*, (1988), Sid. 278

<sup>60</sup> Marcia Cornett & Nickolaos Travlos, *Information Effects Associated With Debt-for-Equity and Equity-for-Debt Exchange Offers*, (1989), Sid. 461

<sup>61</sup> Harris Milton & Arthur Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, (1990), sid. 321

<sup>62</sup> Milton Harris & Arthur Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, (1990), sid. 323

<sup>63</sup> Milton Harris & Arthur Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, (1990), sid. 324

<sup>64</sup> Matthias Kahl, *Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation*, (2002), Sid. 157

<sup>65</sup> Richard Castanias, *Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure*, (1983), Sid. 1631

<sup>66</sup> Richard Castanias, *Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure*, (1983), Sid. 1620

### 3.2.4 Skuldsättningsgraden ökar vid minskande vinst

Inom signalteorin och teorin om asymmetrisk information anser många ha bevisat att skuldsättningsgraden ökar med en ökande vinst.<sup>67</sup> Chang har å andra sidan visat att relationen är tvärtom, det vill säga att skuldsättningsgraden minskar om vinsten ökar.<sup>68</sup> Han menar att ett företag som har internt tillförda medel gör att ledningen kan undvika vissa kontrollorgan som annars träder i kraft om de skuldsätter sig. Ross diskuterade i sin utredning möjligheten att skuldsättningsgraden är en reflektion av signalteori. Han menade att ett företag som ökar sina skulder signalerar att det gör investeringar och genom dessa ökar risken för företaget som i ett senare led kommer generera högre vinster.<sup>69</sup> Blazenko utvecklade sin teori om skuldsättningsgraden med utgångspunkt i Ross studie. Blazenko skilde sig dock åt då han ansåg att ett företag som har projekt med låg avkastning inte finansierar sig genom skulder. Det vore att utsätta sig för onödiga risker och påtryckningar. Därmed ansågs det att företag som tar upp lån har så pass säkra projekt att de kommer generera en överavkastning i förhållande till sina gelikar.<sup>70</sup> Myers gjorde en empirisk studie angående dessa teorier, i vilken han fann att det var vanligast att företag med höga och återkommande vinster också hade låga skulder. Detta går rakt emot teorin om att företag använder sig av en skattesköld och lånar när det finns utrymme att göra det.<sup>71</sup>

### 3.2.5 Skuldsättningsgraden är positivt korrelerad med ledningens ägarandel

Leland och Pyle<sup>72</sup> utvecklade en teori om att ledningen med en andel i bolaget utnyttjar skulder för att öka den makt de har. Ledning är i denna del tvådelad. Det inbegriper både ledning som är oberoende och de som har grundat företaget fast på olika håll. Minskar grundarna eller långtidsägare sitt innehav kommer skuldsättningen öka, detta till skillnad från situation då en oberoende ledning snarare höjer skuldsättningen om deras innehav ökar.<sup>73</sup> Empiriska bevis för detta agerande presenterades senare av Wi Saeng och Sorensen<sup>74</sup>. De fann att stora insiderposter i ett företag mynnade ut i till högre grad av lånefinansiering för nya projekt. Motiveringen till detta var dels att det inte sker någon utspädning av kontrollen, dels att eget kapital ofta förknippas med höga agentkostnader och dels

---

<sup>67</sup> Milton Harris & Artur Raviv, *The Theory of Capital Structure*, (1991)

<sup>68</sup> Chun Chang, *Capital Structure as Optimal Contracts*, (1999), Sid. 365

<sup>69</sup> Stephen Ross, *The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*, (1977), Sid. 37-38

<sup>70</sup> Robert Blazenko, *Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure*, (1987), Sid. 841-843

<sup>71</sup> Stewart C. Myers, *Capital Structure*, (2001), Sid. 83, 87, 89

<sup>72</sup> Hayne Leland & David Pyle, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, (1977)

<sup>73</sup> Hayne Leland & David Pyle, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, (1977), Sid. 371-372, 379 & 381

<sup>74</sup> Kim Wi Saeng & Eric H. Sorensen, *Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt in Corporate Debt Policy*, (1986)



att agentkostnaderna är lägre för skulder.<sup>75</sup> Agrawal och Mandelker<sup>76</sup>, Mehrotra med flera<sup>77</sup> samt Berger med flera<sup>78</sup> stödjer Kim och Sorensens tidigare resultat. Dock förekom där även mer specifika slutsatser. Det visades att det är endast högsta ledningens ägarandel som är av relevans och utgör ett samband med skuldsättningsgraden.<sup>79</sup> Mehrotra med flera drog slutsatsen att det är lättare för ledningen att utöka sin makt om det finns en större andel skulder. Det kan därför vara fördelaktigt att höja skuldsättning för ledningen innan de har ett ägande,<sup>80</sup> även Berger m.fl. fann detta samband.<sup>81</sup>

### 3.2.6 Skuldsättningsgraden ökar när det fria kassaflödet ökar

Jensen håller som första argument att skuldnivån ökar då ägarna måste få ledningen att inte behålla interna medel som inte kan generera ett positivt nuvärde.<sup>82</sup> En ledning som inte släpper det överflödiga kassaflödet utan använder det till att investera i oekonomiska projekt, kontrolleras lättare med lån. Dessutom kan företaget inte bestraffas om räntebetalningarna inte ökar med tiden.<sup>83</sup> Dow med flera fann i sin studie att skuldsättningsgraden och kassaflödet även påverkades av konjunkturen och menade att agentproblematiken är högst påtaglig i dessa situationer. Ledningen vet när bevakningen är hårdast och anpassar således kapitalstrukturen efter tillfället.<sup>84</sup> Morellec påpekar dessutom att investeringsbesluten blir bättre om ledningen inte kan använda det fria kassaflödet för att göra nya investeringar. Ledningen måste därigenom be om kapital, vilket möjliggör en närmare granskning.<sup>85</sup>

---

<sup>75</sup> Kim Wi Saeng & Eric H. Sorensen, *Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt in Corporate Debt Policy*, (1986), Sid. 140-142

<sup>76</sup> Anup Agrawal & Gershon Mandelker, *Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions*, (1987)

<sup>77</sup> Vikas Mehrotra, Wayne Mikkelson & Megan Partch, *The Design of Financial Policies in Corporate Spin-Offs*, (2003)

<sup>78</sup> Philip G. Berger, Eli Ofek & David L. Yermack, *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*, (1997)

<sup>79</sup> Anup Agrawal & Gershon Mandelker, *Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions*, (1987), Sid. 833-835

<sup>80</sup> Vikas Mehrotra, Wayne Mikkelson & Megan Partch, *The Design of Financial Policies in Corporate Spin-Offs*, (2003), Sid. 1361, 1365 & 1384-1385

<sup>81</sup> Philip G. Berger, Eli Ofek & David L. Yermack, *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*, (1997), Sid. 1414-1415, 1420-1421 & 1434

<sup>82</sup> Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, (1986), Sid. 324

<sup>83</sup> Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, (1986), Sid. 328

<sup>84</sup> James Dow, Gary Gorton & Arvind Krishnamurthy, *Equilibrium Investment and Asset Prices under Imperfect Corporate Control*, (2005), Sid. 675-677

<sup>85</sup> Erwan Morellec, *Can Managerial Discretion Explain Observed Leverage Ratios?*, (2004), Sid. 267, 269-270

### 3.2.7 Skuldsättningsgraden är resultatet av tidigare försök att matcha kapitalmarknadens svängningar

Baker och Wurgler hävdar att skuldsättningsgraden går ner när aktiepriset går upp eftersom företagen emitterar aktier då de anses vara övervärderade. Om aktiepriset går ner kommer företaget däremot att återköpa aktier för att de är undervärderade. Baker och Wurgler visar att förändringar som gjorts för tio år sedan fortfarande påverkar kapitalstrukturen.<sup>86</sup> I en empirisk studie som gjordes av Graham och Harvey<sup>87</sup> framkom det att finanschefer använder företagets aktiepris som den största faktorn till vad som avgör hur de kommer finansiera nästa projekt. De följer i stor mån pecking order teorin. Av detta följde att de valde att emittera nya aktier om de ansåg att de kunde få ett överpris som inte ledde till att företaget i sig skadades.<sup>88</sup>

### 3.2.8 Skuldsättningsgraden ökar i den utsträckning som produkten inte är unik och inte kräver någon särskild kvalité

Harris och Raviv<sup>89</sup> samt Maksimovic och Titman<sup>90</sup> har genomfört studier i vilka de har funnit att ett företags skuldsättningsgrad är relaterat till om företaget har en produkt som är av högre kvalité eller originalitet. Harris och Raviv fann att företag som hade stark konkurrens och många substitut till sina varor ofta valde att sänka andelen eget kapital. Detta eftersom det inte var nödvändigt att stå risken själv, utan snarare kunde förskjuta den och då generera en större avkastning.<sup>91</sup> Maksimovic och Titman fokuserade sig på kvalitén i produkter i sin undersökning. De framhöll att flygbolag som kommer i finansiellt trångmål kommer höja sin skuldsättningsgrad för att tillfredställa ägarna. Företag som sänker kvaliteten och veta att de kan komma undan en längre tid utan att det avslöjas, slutar antagligen fokusera på kvalité. Dock visade de att kunderna samtidigt avvisade företag med sämre kvalité. Slutsatsen blev då att när företag agerar på detta sätt upplever de ett tidigt uppsving i kassaflödet, men kort därpå en nergång i försäljning.<sup>92</sup>

---

<sup>86</sup> Malcolm Baker & Jeffrey Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, (2002), Sid. 1-3

<sup>87</sup> John R. Graham & Campbell R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field*, (2001)

<sup>88</sup> John R. Graham & Campbell R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field*, (2001), Sid. 215-216

<sup>89</sup> Milton Harris & Artur Raviv, *The Theory of Capital Structure*, (1991)

<sup>90</sup> Vojislav Maksimovic & Sheridan Titman, *Financial Policy and Reputation for Product Quality*, (1991)

<sup>91</sup> Milton Harris & Artur Raviv, *The Theory of Capital Structure*, (1991), Sid. 318

<sup>92</sup> Vojislav Maksimovic & Sheridan Titman, *Financial Policy and Reputation for Product Quality*, (1991), Sid. 176-179, 190 & 194.

## 4. Kvantitativ undersökning

---

*Detta kapitel kommer att presentera vår regressionsmodell där vi studerar åldern som variabel för skuldsättningsgrad. De företag med störst avvikelse från modellen kommer att därefter studeras närmare kvalitativt.*

---

### 4.1 Inledning

Ett av syftena med denna del är att undersöka hur verkstadsföretagens ålder sammanfaller med deras skuldsättningsgrad. Som tidigare nämnts påverkas flera av de drivande faktorerna i teorierna från kapitel 3 av hur länge ett företag har varit verksamt. Företagets ålder kan därför vara den faktor som i genomsnitt ger bästa den samlade bilden av hur företagets skuldsättning ser ut.

Det andra syftet är att använda resultaten i denna del till att identifiera företag med en avvikande skuldsättningsgrad inför vår kvalitativa analys.

### 4.2 Punktdiagram

På grund av att de flesta av företagen i populationen inte är över 100 år blir det svårt att skilja en stor mängd observationer åt i diagrammet nedan. För ett tydligare punktdiagram finns en större version av detta diagram i bilaga 3.

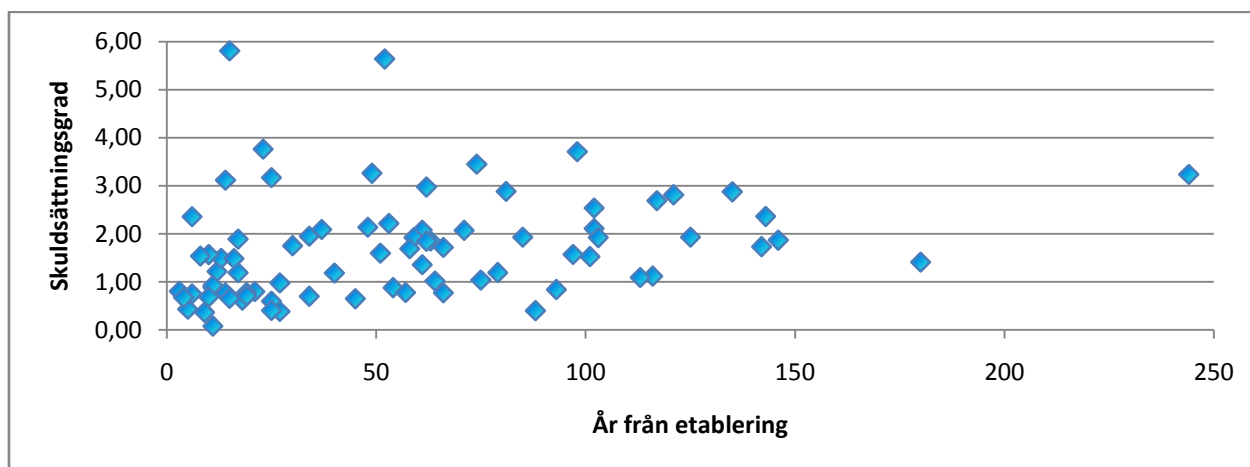


Diagram 1 - Punktdiagram, Skuldsättningsgrad mot Ålder.

Vid en snabb överblick skönjs i Diagram 4.1 en grupp företag yngre än 25 år som är samlade på en skuldsättning mellan 0 och 0.5. Trenden i och med att företagen blir äldre ser ut att vara en ökad skuldsättningsgrad, dock blir observationerna färre och spridningen större desto längre ut på x-axeln observationerna befinner sig.

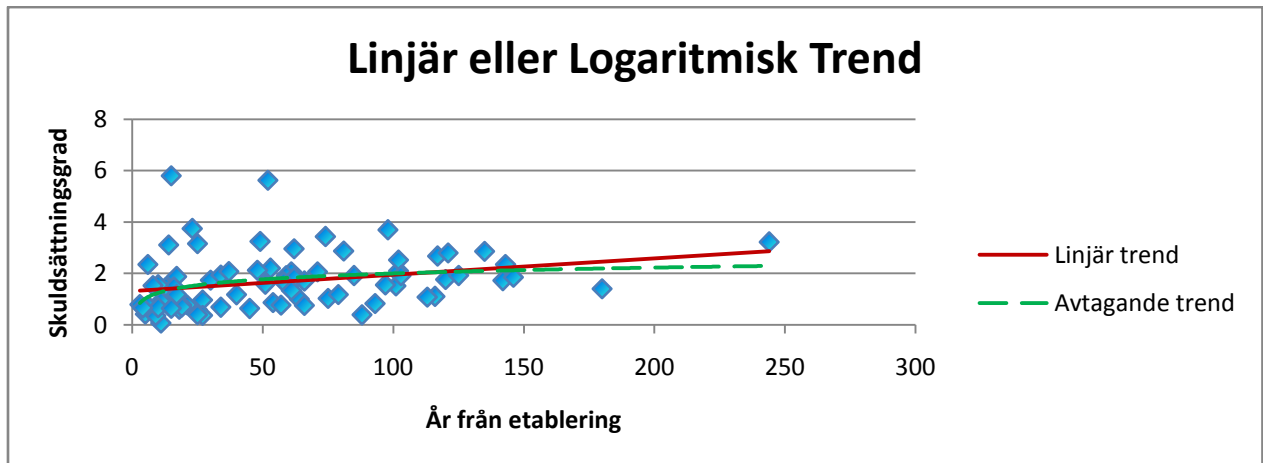


Diagram 2 - Punktdiagram, Skuldsättningsgrad mot Ålder med linjär och linjär-logaritmisk trendlinje infogad.

Ett antagande enligt teorin om affärsrisk är att ålderns påverkan på skuldsättningsgraden är marginellt avtagande. Ett företag tjänar mer i erfarenhet, rykte och så vidare i tidsperioden år 5-6 än i tidsperioden år 50-51, alltså borde en linjär-logaritmisk modell passa bättre än en linjär modell. När en linjär och en linjär-logaritmisk trendlinje läggs in i diagram 2 gör även här spridningen det svårt att utläsa vilken trend som passar bäst in i datasetet<sup>93</sup> och för att bestämma vilken som slutligen ska användas krävs resultat från regressionsanalysen av de båda trenderna.

### 4.3 Regressionsanalys

För att besluta vilka företag som ska tas in i den kvalitativa analysen kommer det att göras en regressionsanalys för skuldsättningsgrad beroende av företagets ålder. Det kommer sedan göras en lista av de företag som avviker mest och kontrollera dem kvalitativt i nästa kapitel.

#### 4.3.1 Beslut om funktionell form

Som noterades i Diagram 2 är det svårt att visuellt urskilja om det finns en linjär eller logaritmisk trend i vårt dataset. För att kontrollera vilken som passar bäst görs det en regressionsanalys för den linjära modellen och en för den logaritmiska. För detta används Excels inbyggda funktion för regressionsanalys<sup>94</sup>

<sup>93</sup> Vårt kompletta dataset finns i bilaga X.

<sup>94</sup> LINEST-funktionen i den engelska versionen av Excel.

och ser sedan genom deras respektive SSR (Sum of Squared Residuals) för att se vilken av modellerna som passar med den observerade informationen bäst.

Linjär trend	
Intercept	1.3167
Lutning	0.0065
SSR	86.67

Tabell 1 - Sammanfattning av den linjära regressionen

Logaritmisk trend	
Intercept	0.6767
Lutning	0.4323
SSR	87.53

Tabell 2 - Sammanfattning av den logaritmiska regressionen

SSR är ett mått på hur mycket observationernas verkliga värden avviker från de som modellen har räknat fram. Beslutet om vilken funktionell form som passar bäst har fattats genom att observera vilken av formerna som har minsta värde på SSR. De två modellernas SSR är i stort sett lika stora men att den linjära modellen sammanfaller något bättre med undersökningens observationer. Detta är inte helt i enlighet med teorin om minskande affärsrisk, men med tanke på att datasetet är relativt litet och att företagen på verkstadslistan inte är enhetliga i sin verksamhet är det inte förvånande. Baserat på detta resultat kommer den linjära regressionen att användas för att bedöma ålderns förklaringsgrad av skuldsättningsgraden och för att välja ut företag för kvalitativ analys.

### 4.3.2 Den kompletta regressionen

Här presenteras resultaten från regressionsanalysen

För att undersöka om skuldsättningsgraden påverkas av sin skuldsättningsgrad har ett hypotestest gjorts och följande data har använts:

Linjär Regressionsanalys			
$\beta_1$	0.0065	1.3167	$\beta_0$
$SE(\beta_1)$	0.0025	0.1877	$SE(\beta_0)$
$r^2$	0.0772	1.0622	RMSE
$F$	6.4445	77	$df$
RSS	7.2705	86.8694	RSS

Tabell 3 – Resultat från den linjära regressionsanalysen

Först har en nollhypotes,  $h_0$ , som ska motbevisas ställts upp. I detta fall kommer nollhypotesen  $h_0$  vara att ett företags skuldsättningsgrad inte är kopplat till dess ålder, det vill säga:

$$h_0: \beta_1 = 0$$

Ur Tabell 3 hämtas  $\beta_1$  som i det aktuella datasetet är 0.0065 och  $SE(\beta_1)$  som är 0.0025. För att få fram en sannolikhet används en normaldistributionstabell. I det aktuella testet kan åldern påverka skuldsättningsgraden både positivt och negativt och testet är därför tvåsidigt. För att det inte ska gå att styrka den aktuella hypotesen på 95%-nivån krävs ett z-värde högre än 1.96.

För att få fram regressionens z-värde användes följande formel:

$$z = \frac{\text{Observerat } \beta_1 - \text{Påstått värde i } h_0}{SE(\beta_1)}$$

I detta fall:

$$z = \frac{0.0065 - 0}{0.0025} = 2.54$$

Då det beräknade z-värdet visade sig vara större än de tidigare nämnda z-värdena kan nollhypotesen ej styrkas på 95%-nivån. Ett z-värde på 2.54 innebär vidare att chansen för att tiden från ett företags etableringsår inte påverkar skuldsättningsgraden är 1,1 %.

Detta får räknas som ett starkt stöd för att åldern inverkar på skuldsättningsgraden. Hur mycket den inverkar testades med hjälp av följande formel:

$$\text{Konfidensintervall } (\beta_1) = \beta_1 \pm z_{(\text{aktuell signifikans})} * \beta_1$$

Detta innebär konfidensintervall enligt följande<sup>95</sup>:

$$95\% \text{ signifikans: } 0.0065 \pm 1.96 * 0.0025 = 0.0015 < \beta_1 < 0.0115$$

Detta intervall kan i sammanhanget räknas som ganska brett.

Som framgår utav värdet på  $r^2_{(\text{Företagets ålder})}$ , förklarar åldern enbart 7.72 % av skuldsättningsgradens variation runt medelvärdet. Vad som kan anses vara en hög förklaringsgrad varierar inom statistiken beroende på vad det är som undersöks och de bakomliggande teorierna. Eftersom att det, vilket beskrevs i teorikapitlet, finns en mängd olika teorier om vilka faktorer som påverkar företagets kapitalstruktur så är det svårt att uttala sig om 7.72% är en hög eller låg förklaringsgrad.

---

<sup>95</sup> Beräknat med fler Excel som tar hänsyn till fler variabler än vad som redovisats här.

## 4.4 Urval för kvantitativ analys

I den kvalitativa analysen kommer de företag som mest avviker från den linjära regressionen att kontrolleras. Urvalet av dessa är gjorda baserat på om de respektive företagens skuldsättningsgrad avviker med mer än regressionens RMSE-värde eller inte. De vars skuldsättning överstiger regressionens RMSE-värde kommer att väljas för vidare kvalitativa studier.

Företag	Ålder	S/E	Uppskattad S/E	Residual
Empire B	25	3,16	1,48	1,69
Impact Coatings	11	0,08	1,39	-1,31
ITAB Shop Conc B	62	2,97	1,72	1,25
NCC B	98	3,71	1,95	1,76
NovaCast Technologies B	27	0,38	1,49	-1,11
Opcon	93	0,84	1,92	-1,08
Peab B	49	3,26	1,63	1,62
Peab Industri B	23	3,76	1,47	2,29
Precomp Solutions B	52	5,63	1,65	3,98
Securitas B	74	3,45	1,79	1,65
Sintercast	25	0,41	1,48	-1,07
SRAB Shipping	15	5,80	1,41	4,39
Svedbergs	88	0,40	1,89	-1,49
TagMaster	14	3,11	1,41	1,71

Tabell 4 - Företag utvalda till kvalitativ analys sorterade efter avvikelse.

För att beräkna varje företags uppskattade skuldsättningsgrad med hjälp av formeln:

$$\text{Förutspådd Skuldsättningsgrad} = \beta_0 + \beta_1 * \text{Företagets ålder}$$

Varje företags avvikelse från den linjära regressionen beräknas genom:

$$\text{Avvikelse} = \text{Observerad skuldsättningsgrad} - \text{Förutspådd Skuldsättningsgrad}$$

## 5. Empirisk undersökning av företag

---

*I detta kapitel kommer vi att gå igenom empirisk data kvalitativt och använda oss av våra motteorier för att förklara varför dessa företag avviker från regressionsmodellen.*

---

I denna del av studien kommer vi att göra en närmare kvalitativ granskning av de företag som hade störst avvikelse i sin kapitalstruktur enligt vår regressionsmodell. De olika företagen kommer att kort presenteras för att därefter angripas genom de olika teorier som diskuterats tidigare, detta för att hitta förklaringar till deras avvikande kapitalstruktur.

### 5.1 Empire

[ålder: 25, skuldsättningsgrad: 3,16]

Empire är ett svenskt företag som skapar, förvärvar och utvecklar svenska märkesvaror inom hem och hushållsprodukter. Empires märken är mer kända än företaget såsom Sodastream, Saga och Babyliiss. Företaget är verksamt i Sverige, Norge och Finland och exporterar till ytterligare 5 länder.<sup>96</sup> Fram till 2006 var skuldsättningsgraden 1,2. 2006 ökade Empire skuldsättningsgraden till 2,84.

Under året 2006 förvärvades varumärket Gerby Produkter. Vid en närmare analys går det att se att Empire under året utgav konvertibler, ökade sina leverantörsskulder och ökade sina räntebärande skulder. En del av de räntebärande skulderna innehöll ett lån på 15 miljoner kronor för att genomföra förvärvet Gerby Produkter. Resten finansierades genom likvida medel på 2 Mkr och en riktad emission.<sup>97</sup>

Under 2006 ökade skuldsättningsgraden 2,25 gånger och samtidigt ökade marknadsvärdet 3,42 gånger.<sup>98</sup> Detta är ett starkt stöd för ett positivt samband mellan skuldsättningsgrad och marknadsvärde.<sup>99</sup> Att sambandet finns här är förståeligt då de finansierar förvärv med skulder och det leder i sin tur till ett ökat marknadsvärde.

---

<sup>96</sup> [www.empire.se](http://www.empire.se)

<sup>97</sup> Empire, årsredovisning 2006, Sid. 2-7

<sup>98</sup> <https://www.nordnet.se/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/index.html?identifier=29381&marketid=11>

<sup>99</sup> Empire, årsredovisning 2006, Sid. 10-11; årsredovisning 1998, Sid. 19



Fram till 2006 var fria kassaflöden i relation till totala tillgångarna relativt stor. Efter detta minskade fria kassaflöden från 9,2 mkr 2005 till 0,6 2006. Samtidigt ökade det främmande kapitalet från 14,3 till 103,3 mkr.<sup>100</sup> Detta tyder på att det finns ett samband mellan ökade fria kassaflöden leder till att kassaflödena minskas genom en ökad skuldsättningsgrad. Empire har valt att minska sin kassa genom att ta upp lån. Nya lån blir ett incitament för Empires ledning att vara försiktig med de fria kassaflödena. Allt stämmer överens med att Empire samtidigt köpt nya varumärken, vilket är en del av deras affärsidé: att förvärva nya varumärken.<sup>101</sup>

## 5.2 Impact Coatings

[ålder: 11, skuldsättningsgrad: 0,08]

Impact Coatings är ett svenskt företag som bildades som ett spinoff-bolag 1996 av studenter från Linköpings universitet. Företaget har varit noterat sedan 2004 på First North listan och var en av de mest framgångsrika aktierna under 2006-2007. Företaget specialiserar sig på spetskompetens inom tunnfilm och har som mål att vara ledande inom sitt område.<sup>102</sup>

Företaget ökade sin andel eget kapital och minskade skuldsättningsgraden under räkenskapsåret 2007. Impact Coatings gjorde först en nyemission i början av året som tog in ca 10 Mkr i eget kapital och sedan ytterligare en nyemission på 63 Mkr. Den senare genomfördes under hösten 2007 och var en riktad emission till befintliga aktieägare för att öka företagets trovärdighet.<sup>103</sup>

Detta är dock vad företaget vill att aktieägare ska tro, i fallet Impact Coatings har företagets vinst försämrats de senaste fem åren. Banker tittar bland annat på räntetäckningsgrad och räntabilitet. Båda dessa nyckeltal har varit negativa de senaste fem åren. Företagets vinst per aktie har även varit negativ de senaste fem åren. Att skuldsättningsgrad ökar vid minskad vinst stämmer därmed inte i fallet Impact Coatings. Skuldsättningsgraden snarare minskar i deras fall.

---

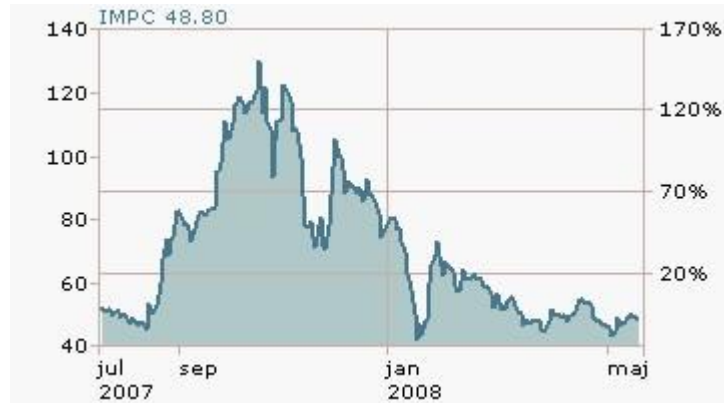
<sup>100</sup> empire årsredovisning 2006 s 10-11, årsredovisning 2005 s 7-8

<sup>101</sup> <http://www.empire.se/index.asp?lang=se&site=empire&avd=omempire&omempire=startsidan>

<sup>102</sup> <http://www.impactcoatings.se> (About us)

<sup>103</sup> Impact Coatings, årsredovisning 2007, Sid. 22

Detta leder oss till ett tydligare samband som stämmer överens med teorin om att förändring i skuldsättning är ett resultat av att företaget vill matcha kapitalmarknadens svängningar. Genom emissionerna 2007 ökade Impact Coatings antalet aktier från 2,9 miljoner till 12,9 miljoner aktier.



<http://www.di.se> - sökord: Impact Coatings

Emissioner skulle då göras på grund av att aktien var enligt teorin övervärderad. Efter emissionerna gick aktiekursen från att ligga på en högstanivå 130 kronor i oktober till att vid årsskiftet ligga under 80 kronor (se bild nedan) och en fortsatt dalande trend som även kan tänkas bero på konjunktur och makrofaktorer såsom räntemarknaden och den svajiga kreditmarknaden i USA. Att genomföra emissionen var fördelaktigt för företaget. Impact Coatings vill satsa mer på sina tre affärsområden: kontakter, elektroder och deko. Därmed kan det tänkas att kursnedgång till trots, kan den långsiktiga investeraren tänkas få bättre avkastning på sitt kapital. För att den negativa avkastningstrenden skall förbättras i Impact Coatings krävs förändringar och då nyckeltalen talar emot lånupptagning är emissionen naturlig.

Företagets produkt är även unik vilket understöds med att Impact Coatings har patent på sina produkter samt en omfattande teknisk utveckling. Teorin om att företag som inte har en unik produkt ökar sin skuldsättning stämmer i fallet Impact då de faktiskt har en unik produkt och har låg skuldsättning, vilket direkt stödjer och bevisar teorin i sig.

### 5.3 ITAB Shop Concept

[ålder: 62, skuldsättningsgrad: 2,97]

ITAB Shop Concept levererar kompletta butiksinredningar till dagligvaru- och fackhandeln och har varit verksamma i 62 år. De marknader företaget är aktivt på är Nord och Centraleuropa och producerar i bland annat Sverige, Lettland, Danmark och Tjeckien. Moderbolaget finns i Jönköping och styrelseordförande som även är verksam i ledningen är Thord Johansson.<sup>104</sup>

Det fria kassaflödet ökade mellan åren 2005 och 2006 för att sedan minska fram till året efter. Företaget band då upp mer kapital i skulder gentemot det egna kapitalet. Detta samband är i enighet med teorin om att skulderna ökar i takt med det fria kassaflödets ökning. Vad berodde då minskningen i kassa/bank med en

<sup>104</sup> <http://www.itabshopconcept.com>

samtidigt ökande upptagning av nya lån? Perioden 2006 har kassan ökat i takt med en ökad skuld. Det tillkommer med andra ord ytterligare likvida medel och allt förbrukas inte. ITAB gjorde fem stycken förvärv, bl a i Storbritannien och Norden.

Företaget har utfärdat konvertibler som kommer att likvideras i juni 2008 vilket kommer att sänka skulderna och öka det egna kapitalet. Genom att de har utfärdat konvertibler kan det tolkas enligt market timing teorin som att de anser sig vara undervärderade av marknaden. Konvertiblerna kommer att likvideras till aktier och därigenom kommer skuldsättningen återställas vid ett tillfälle då de kommer vara rätt prissatta. Detta stämmer överens med aktiekursen i ITAB Shop Concept som vid 2007 års slut låg på 128 kronor vilket kan jämföras 97,50 kronor föregående år.<sup>105</sup>

Det kan även diskuteras huruvida ITAB Shop Concept har en unik produkt. Företaget tillhandahåller som ovan skrivet butiksinredningar. Det är inte en unik produkt och här säger teorin att ett företag som ITAB därmed ökar skulderna, vilket ITAB gör, närmre bestämt från 354 miljoner kronor till 1,2 miljarder kronor mellan åren 2004 och 2007. Skulderna i sig har ökat gentemot eget kapital, under samma period, från en skuldsättning på 1,5 till 2,9 vilket är en markant ökning. Detta har givit ett uppsving i försäljningen för ITAB.

## 5.4 NCC

[ålder: 98, skuldsättningsgrad: 3,71]

NCC är ett svenskt bygg och anläggningsföretag vars historia går tillbaka till bildandet av Nya Asphalt. NCC har en stor marknadsandel på den inhemska marknaden med konkurrenter som Skanska och PEAB och vad gäller större projekt i Norden, bedrivs dessa ofta i form av konsortier. Internationellt är Norden den arena som NCC befinner sig på.

NCC visar ett tydligt samband mellan marknadsvärdet och skuldsättningsgraden. Under en fyraårsperiod har deras skuldsättningsgrad ökat från 2,9 till 3,72, detta samtidigt som marknadsvärdet har ökat med ca fem miljarder kronor under samma period. Det är inte ett samband som ger hela förklaringen, men det för en på rätt väg.

Det finns kopplingar till att företaget ökar sina skulder på grund av att företaget inte har någon unik produkt. Byggbranschen har rent historiskt haft dålig lönsamhet och är dessutom väldigt konjunktur känsliga. Dessa faktorer påverkar NCC då de inte innehar en unik produkt tvingas de att ta lån och inte enbart för att de kan, utan för att aktiekursen inte gagnas av att genomföra en emission.

---

<sup>105</sup> ITAB shop concept, årsredovisning 2007, Sid. 40, 47-48, 79

## 5.5 Novacast Technologies AB

[ålder: 27, skuldsättningsgrad: 0,38]

Novacast är ett företag som sysslar med verktyg, produktionsutrustning och programvaror för effektivisering i produktion inom fordonsindustrin. Företaget är noterat på Small Cap på Stockholmsbörsen och har bland annat fått uppdrag av BMW.<sup>106</sup> Novacast startade sin verksamhet 1981 och är idag verksamma i bl a Ronneby och Olofström. Ingen produktion bedrivs utomlands.<sup>107</sup> Det egna kapitalet i företaget är nästan det dubbla gentemot skulderna.<sup>108</sup> Skuldsättningsgraden är 0,38.

Ett tydligt samband är att kapitalstrukturen beror på att Novacast vill matcha svängningar på börsen. I maj 2007 stod aktiekursen i 65 kr. Följande månad i juni sålde Novacast VD 180 000 B-aktier. Under denna period släppte företaget konvertibler.. Att aktieutbudet i och med konvertiblernas inlösen ökar och aktiekursen gått ner i värde leder till att företaget försöker matcha kapitalmarknadens svängningar. Någon månad senare började det gå sämre för aktien som vid årsskiftet stod på ca 35 kr. Vad var det då som VD:n visste om aktiekursen då han sålde till den kurs som var nästintill högsta värdet någonsin? En sak skulle kunna vara att ledningen i regel är insatt i företagets ekonomi som sådant och får rapporter om orderingång. Detta tyder på market timing då ledningen vet mer än aktieägarna.

Novacast har en unik produkt och en låg skuldsättning. Vilket faller inom ramen för teorin om att ett företag med unika produkter dessutom kommer hålla en låg skuldsättning.<sup>109</sup> Novacast anser sig själva vara väldigt framåtskridande inom sin nisch.<sup>110</sup>

## 5.6 Opcon

[ålder: 93, skuldsättningsgrad: 0,84]

Opcon är en koncern inom miljöteknik som ökar energieffektivitet inom verkstadsbranschen.<sup>111</sup> Företaget grundades 1915, har cirka 365 anställda och är verksamt i främst Sverige, men har även anläggningar i Kina<sup>112</sup>. Personer i ledning och styrelse äger drygt 30 % av Opcon<sup>113</sup> Enligt vår modell har företaget relativt låg skuldsättning i förhållande till deras ålder.

<sup>106</sup> [http://www.novacast.se/index\\_swe.html](http://www.novacast.se/index_swe.html) 2008-05-17

<sup>107</sup> <http://www.novacast.se/swe/swehistorik.html> 2008-05-17

<sup>108</sup> [http://www.novacast.se/index\\_swe.html](http://www.novacast.se/index_swe.html) 2008-05-17

<sup>109</sup> Novacast Technologies, årsredovisning 2007, Sid. 18

<sup>110</sup> <http://www.novacast.se/swe/sweprodukter.html>

<sup>111</sup> <http://www.opcon.se/index.asp> - Om Opcon

<sup>112</sup> <http://www.opcon.se/index.asp> - Om Opcon/historia

<sup>113</sup> <http://www.opcon.se/index.asp> - Om Opcon/styrelsen

Under den senaste femårsperioden har bolagets aktie haft en händelserik utveckling. År 2002 och fram till slutet av 2005 har bolagets aktiekurs pendlat mellan 10-20 kronor för att därefter skjuta i höjden. I början av 2006 värderades bolaget till drygt 20 kronor per aktie för att under 2007 nå en topp på närmare 80 kronor per aktie.<sup>114</sup> Under denna period har företaget haft följande utveckling av skuldsättningsgrad. År 2003 låg skuldsättningsgraden på 1,3 för att därefter skjuta i höjden och toppa vid drygt 2,4 under följande år för att därefter sjunka till 0,83 för år 2007.<sup>115</sup> Därmed har bolagets skulder ökat med drygt 30 % under denna period, tillgångar med drygt 60 % och företagets aktiekurs fyrfaldigats.<sup>116</sup> Detta innebär att det finns svagt stöd för teorin om att ökat marknadsvärde skulle öka skuldsättningen, i detta fall är det dock ett inverterat förhållande.

De år som vinster ökat har även skuldsättningsgraden sjunkit och de år som vinsterna minskat eller förlust uppstått har även skuldsättningsgraden ökat, därmed verkar det finnas ett samband som stödjer teorin om minskad vinst och ökad skuldsättningsgrad.<sup>117</sup>

Under början av 1990-talet led Opcon av oroligheter i en dämpad marknad då man beslöt sig för att driva produktutvecklingsarbete som finansierades genom nyemissioner.<sup>118</sup> Därmed har bolagets kapitalstruktur formats genom beslut där förvärv har betalats genom nyemissioner istället för att öka skuldsättningsgraden. Detta kan förklaras bland annat av negativ räntetäckningsgrad under ett flertal år vilket gjort det svårt att öka belåningen.<sup>119</sup> Det finns alltså starkt stöd för market timing teorin som till stora delar förklarar Opcons kapitalstruktur. Vi kan dock se att teorin om unika varor och kvalitet får stöd i Opcons data då företaget agerar på en nischmarknad med väldigt specialiserade produkter samtidigt som man uppvisar en lägre skuldsättningsgrad än företaget bör enligt vår regression.

## 5.7 Peab

[ålder: 49, skuldsättningsgrad: 3,26]

Peab är grundat 1959 och är ett företag inom bygnadsindustri med verksamhet i Norden.<sup>120</sup> Under de senaste åren har Peab dels delat ut Peab Industri Ab, men även gjort större återköp av egna aktier, samtidigt har man emitterat konvertibla skuldebrev till sina anställda.<sup>121</sup>

---

114 <http://www.di.se> - Sökord aktie: Opcon

115 <http://www.opcon.se/index.asp> - Om Opcon/Finansiell Info/5 år I sammandrag

116 <http://www.di.se> - Sökord aktie: Opcon

117 <http://www.opcon.se/index.asp> - Om Opcon/Finansiell Info/5 år I sammandrag

118 Opcon, årsredovisning 1999, Sid. 9

119 <http://www.opcon.se/index.asp> - Om Opcon/Finansiell Info/5 år I sammandrag

120 [http://www.peab.se/Om\\_Peab/Verksamhetsbeskrivning](http://www.peab.se/Om_Peab/Verksamhetsbeskrivning)

121 <http://www.peab.se/Finansiellinfo/Peabaktien/Aterkop>

Peabs skuldsättningsgrad har pendlat mellan 3,3 och 4,0 de senaste 5 åren för att under 2007 ligga på 3,3 gånger eget kapital.<sup>122</sup> Det finns ingen tydlig uppåt eller nedåtgående trend. Skuldsättningsgraden har legat på en stabil nivå de senaste åren. I mitten på 1990-talet pendlade Peabs skuldsättningsgrad från 6.1 till 1,1 (1992-1996) vilket kan förklaras av byggkrisen i början av årtiondet.<sup>123</sup> Under perioden 2002 till 2007 har Peabs marknadsvärde mer än tredubblats, men skuldsättningsgraden har däremot minskat från 3,7 till 3,3, vilket talar emot teorin om att skuldsättningsgraden ska öka i samband med att marknadsvärdet ökar.<sup>124</sup>

Storägarna i Peab består främst av familjen Paulsson, ägarfamiljens innehav har inte skiftat nämnvärt under de senaste åren och därmed är det svårt att koppla skillnader i storägarnas innehav till skuldsättningsgraden.<sup>125</sup> Familjen Paulsson har makt nog att bestämma Peabs kapitalstruktur vilket gör att agentkostnader kan förklara avvikelserna. Peabs storägare kan genom finansiell hävstång behålla sitt inflytande samtidigt som bolaget tillåts växa. Ännu en teori som kan förklara Peabs höga skuldsättning är dess standardiserade produkt, byggbranschen är högt konkurrensutsatt med icke unika produkter vilket ger stöd för hög skuldsättning.

Skuldsättningsgraden har inte heller minskat i någon större mening i och med ökad vinst, däremot har bolaget gjort utdelningar och återköp för att hålla skuldsättningen relativt konstant.<sup>126</sup> Peab har valt att sänka soliditetsmål samtidigt som bolaget har höjt utdelningsandelen.<sup>127</sup> De själva menar att 25 % soliditetsmål ”motsvarar en lämplig kapitalstruktur för Peab efter genomförd renodling av verksamheten till bygg och anläggning”<sup>128</sup>. Det intressanta är alltså att bolaget inte nått sitt mål om 25 % likviditet de senaste åren men ändå valt att göra utdelningar och även nyligen sänka soliditetsmålet till 20 %.<sup>129</sup> Peabs kapitalstruktur har alltså starkt påverkats av deras utdelningspolicy och hur den matchas mot deras soliditetsmål. Peab har haft en ökning i fritt kassaflöde de senaste åren vilket har delats ut och därmed skuldsättningsgraden bibehållits.<sup>130</sup> Detta skulle kunna tolkas som ett försök att hålla skuldsättningen på en hög nivå och förklaras av teorin om unika varor.

---

<sup>122</sup> [http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/Femarsoversikt](http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/Femarsoversikt)

<sup>123</sup> Peab, årsredovisning 1998, Sid. 44

<sup>124</sup> [http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/Femarsoversikt](http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/Femarsoversikt)

<http://www.di.se> - Sökord aktie: Peab

<sup>125</sup> <http://www.peab.se/Finansiellinfo/Peabaktien/Agarforteckning>

<sup>126</sup> Peab, årsredovisning 2007, Sid. 27

<sup>127</sup> Peab, årsredovisning 2007, Sid. 5

<sup>128</sup> [http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/Finansiella\\_mal](http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/Finansiella_mal)

<sup>129</sup> Peab Industri, årsredovisning 2007, Sid. 5

<sup>130</sup> [http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/Femarsoversikt](http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/Femarsoversikt)

## 5.8 Peab Industri

[ålder: 23, skuldsättningsgrad: 3,76]

Peab Industri är en avknoppning från Peab, företaget är inriktat på leverans av produkter och tjänster inriktade mot den nordiska byggmarknaden med Peab som den största kunden.<sup>131</sup> Företaget omsatte drygt 7 miljarder kronor år 2007 och hade en skuldsättningsgrad på 3,76 medan skuldsättningsgraden för 2006 var hela 5,9.<sup>132</sup> Företagets aktiekurs har gått ned med närmare 20 % sedan noteringen (dock har även generalindex backat i och med 2007-8 års kreditorer).<sup>133</sup> På det hela är Peab Industris ägarsituation väldigt lik Peab där familjen Paulsson är huvudägare och då bolaget är nyligen noterats är det svårt att uttala sig om hur marknadsvärdet påverkat skuldsättningsgraden.<sup>134</sup> Marknadsvärdets teorin får dock visst stöd då marknadsvärdet sedan notering har sjunkit medan skuldsättningsgraden också har sjunkit.

Teorin om att skuldsättningsgraden ska öka i och med minskad vinst får stöd genom det inverterade förhållande då Peab Industris vinst har ökat och skuldsättningsgraden har minskat men motsägs också av att Peab Industri har funnits som framgångsrik del inom Peab samtidigt som noteringen skett till en hög skuldsättningsgrad, det går att uttyda att bolaget haft ökande vinst inom Peab koncernen samtidigt som man har ökat skuldsättningsgraden.

Peab Industri har relativt likvida tillgångar även om något större andel är fasta anläggningstillgångar än för Peab, i övrigt är situationen också väldigt lik Peab.<sup>135</sup> Detta innebär också att teorin om unika produkter förklarar till viss del den höga skuldsättningsgraden. De främsta förklaringarna till Peab Industris skuldsättningsgrad går att finna i historiken med Peab, där bolagets kapitalstruktur har formats inom Peab koncernen och bibehållits vid notering. Det kan även delvis förklaras av agentteorin där de gamla ägarna vid notering valt en kapitalstruktur där hög andel lån finns för att det gamla moderbolagets finansiella ställning inte ska skadas. Genom att använda sig av hög skuldsättningsgrad har man även kunnat presentera högre räntabilitet på eget kapital vid notering.

## 5.9 Precomp Solutions

[ålder: 52, skuldsättningsgrad: 5,63]

Precomp Solutions är en av Europas ledande tillverkare inom finklippta och komplexa precisionskomponenter för större Europeiska industrier.<sup>136</sup> Företaget är verksamt i Sverige, Bulgarien och förbereder sig för en lansering i Tyskland,

---

<sup>131</sup> Peab industri, årsredovisning 2007, Sid. 4ff

<sup>132</sup> [http://www.peabindustri.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/fleraroversikt](http://www.peabindustri.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/fleraroversikt)

<sup>133</sup> <http://www.di.se> - Sökord aktie: Peab Industri

<sup>134</sup> <http://www.peabindustri.se/Finansiellinfo/Aktien/agarforteckning>

<sup>135</sup> [http://www.peabindustri.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/fleraroversikt](http://www.peabindustri.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/fleraroversikt)

<sup>136</sup> <http://www.precomp.se/Foeretaget.aspx>

bolaget omsatte 185 miljoner kronor under 2007.<sup>137</sup> Företaget grundades redan 1956, har nyligen noterats på OMX First North och förbereder nyemission för fortsatt tillväxt.<sup>138</sup> Precomp Solutions har en väldigt hög skuldsättningsgrad, där skulderna uppgår till 5.6 gånger det egna kapitalet.<sup>139</sup>

Precomp Solutions använder idag enbart två tredjedelar av sitt kapacitetstak och ämnar att satsa på marknadsresurser.<sup>140</sup> För att stärka sin finansiella ställning har styrelsen föreslagit en extra bolagsstämma angående emission till nuvarande aktieägare.<sup>141</sup> För att sammanfatta läget har bolaget gjort förlust hela 2000-talet och skuldsättningsgraden har ökat.<sup>142</sup> I dagsläget uppgår räntekostnaderna till en betydande del av resultatet och fortsatt expansion är omöjlig varför man valt att göra en emission. Efter noteringen har kursen mer än halverats och bolaget är en av de lägst värderade på First North.<sup>143</sup> Det finns därmed starkt stöd för teorin om misslyckande då bolaget haft ett flertal förlustår bakom sig, belånat sig maximalt och när ytterligare belåning inte funnits tillgänglig har man tagit till sig nyemissioner för att finansiera verksamheten. Det negativa resultatet har varierat mellan 1,3 till 12 miljoner kronor mellan 2002 och 2006 och är fortsatt negativt.<sup>144</sup>

En annan teori som är starkt förknippad med teorin om misslyckande är den om minskande vinst. Precomp Solutions har justerat sina skulder efter omfattningen på deras förlust. När de har haft en lägre förlust, har de dessutom minskat skuldsättningsgraden.

## 5.10 Securitas

[ålder:74, skuldsättningsgrad 3,45]

Securitas är ett av de världsledande företagen inom säkerhet. De agerar främst på den Nordamerikanska och Europeiska marknaden. För närvarande har de ca 215 000 anställda. De tror på en stark tillväxt under de kommande åren, särskilt då säkerhetsbranschen ständigt växer och får nya delar.

Ett annat tydligt tecken har varit deras minskande avkastning på investerat kapital.<sup>145</sup> Mellan åren 1997-2006 höll de en jämn nivå om 16-18 %, detta till skillnad från nu då de ligger runt 5 %. Dagspressen har dessutom rapporterat flitigt om deras diverse misslyckanden. Inom företaget har det skett åtskilliga

---

<sup>137</sup> Consilium, årsredovisning 2007, Sid. 2ff

<sup>138</sup> <http://www.precomp.se/Finans.aspx?sub=bolagsstyrning>

<sup>139</sup> Precomp Solutions, årsredovisning 2007, Sid. 12

<sup>140</sup> Precomp Solutions, årsredovisning 2007, Sid. 20

<sup>141</sup> <http://www.precomp.se/Nyhet.aspx?>

<sup>142</sup> Consilium, årsredovisning 2007, Sid. 2

<sup>143</sup> <http://www.di.se> - Sökord aktie: Precomp

<sup>144</sup> Consilium, årsredovisning 2007, Sid. 2

<sup>145</sup> Securitas, årsredovisning 2007, Sid. 29



förvärv av andra bolag varav Loomis var ett av de misslyckade; dels har det varit värdeförstörande och dels då Loomis riskerade att förlora tillståndet för att köra värdetransporter.<sup>146</sup> Securitas har under en längre period hållit en väldigt låg kassa i relation till deras tillgångar i övrigt.<sup>147</sup> Dessutom har Securitas som policy att behålla mellan 50-60 % av det fria kassaflödet och dela ut det resterande.<sup>148</sup> Detta för att de ska kunna ha möjligheten att växa organiskt och genom förvärv. Den senaste tidens förvärv och deras otydliga struktur visar på en vilja att växa. Loomis visade sig vara en större belastning än vad företaget förväntat sig.<sup>149</sup> När de genomförde uppdelningen i tre företag resulterade det i att företaget under 1½ års tid förlorat ca 6 miljarder i värde, vilket visat sig vara väldigt värdeförstörande för ägarna.<sup>150</sup> Det framkommer tydligt att de senaste årens agerande från Securitas inte varit av det värdeskapande slaget. Vidare sammanfaller deras misslyckande med teorin om att skuldsättningsgraden ska öka om risken för misslyckande ökar. Detta har den gjort inom Securitas och deras skuldsättningsgrad har samtidigt stigit. Skuldsättningsgraden har dubblats under den senaste tioårsperioden och det är under denna period de flesta förändringarna inom Securitas har skett.

Ett annat samband som återfinns i Securitas årsredovisning är att när vinsten sjunker eller stiger, rör sig skuldsättningsgraden i genomsnitt åt andra hållet.<sup>151</sup> Dock fluktuerar vinstnivån mer än skuldsättningsgraden. Det brukar ofta vara ett tecken på att det är fler inblandade faktorer. Till exempel, finns det ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden och deras marknadsvärde. Detta innebär att deras skuldsättning ökar om deras värde minskar, vilket ligger i fas med ovan nämnda resonemang om misslyckande.<sup>152</sup>

En annan faktor som återspeglas i företaget är deras tjänst. Det är nämligen ingen unik tjänst då branschen har låga inträdesbarriärer vilket bekräftas av att utbudet av säkerhetslösningar är stort. Teorin säger att ett företag som är verksamt i en bransch utan nämnvärt unika tjänster också kommer öka sin skuldsättning. Det är tydligt att Securitas håller en hög skuldsättningsgrad och ägarnas belöning uppnås därigenom lättare då skulderna kräver en lägre avkastning.<sup>153</sup>

---

<sup>146</sup> [http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel\\_18511.e24](http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel_18511.e24), 2008-05-12, kl. 19.25

<sup>147</sup> Securitas, årsredovisning 2007, Sid. 48-49; årsredovisning 2006, Sid. 70; årsredovisning 2005, Sid. 76; årsredovisning 2004, Sid. 65; årsredovisning 2003, Sid. 55; årsredovisning 2002, Sid. 50; årsredovisning 2001, Sid. 62-63; årsredovisning 2000, Sid. 60-61; årsredovisning 1999, Sid. 52-53; årsredovisning 1998, Sid. 44-45; årsredovisning 1997, Sid. 44-45

<sup>148</sup> Securitas, årsredovisning 2007, Sid. 25

<sup>149</sup> [http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel\\_387791.e24](http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel_387791.e24), 2008-05-12, kl. 19.16

<sup>150</sup> [http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel\\_91363.e24](http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel_91363.e24), 2008-05-12, kl. 19.20

<sup>151</sup> Securitas, årsredovisning 2007, Sid. 48-49; årsredovisning 2006, Sid. 70; årsredovisning 2005, Sid. 76; årsredovisning 2004, Sid. 65; årsredovisning 2003, Sid. 55; årsredovisning 2002, Sid. 50; årsredovisning 2001, Sid. 62-63; årsredovisning 2000, Sid. 60-61; årsredovisning 1999, Sid. 52-53; årsredovisning 1998, Sid. 44-45; årsredovisning 1997, Sid. 44-45

<sup>152</sup> Securitas, årsredovisning 2007, sid. 48-49

<sup>153</sup> Securitas, årsredovisning 2007, sid. 48-49

## 5.11 Sintercast

[ålder: 25, skuldsättningsgrad: 0,41]

Sintercast är en ledande leverantör av processteknologi inom kompakt grafitjärn, företaget arbetar med produktion, prototyper och olika tjänster inom CGI-framställning för främst bilindustrin.<sup>154</sup> Företaget har verksamhet i fem olika länder och började sin verksamhet 1983.<sup>155</sup>

Sintercast har idag en skuldsättningsgrad på 0,41 för att jämföra med år 2001 då skuldsättningsgraden var 0,57 och 2002 då den låg på 0,2. Mellan dessa år har den varierat mellan 0,15-0,30.<sup>156</sup> Sintercast har genomfört en nyemission år 2002 till 110 % av kursen.<sup>157</sup> År 2001 låg aktiekursen omkring 50 kronor medan den idag ligger kring 130 kr, ingen split har gjorts.<sup>158</sup> Dessa fakta stödjer teorin som anger att ökar marknadsvärdet för ett bolag ökar skuldsättningen. Marknadsvärdet har ökat, dock i en högre takt än skuldsättningsgraden. Teorin om att minskad vinst ska öka skuldsättningen får visst stöd då Sintercast har minskat sin förlust varje enskilt år och samtidigt har skuldsättningsgraden följt denna. Skuldsättningsgraden har sjunkit i och med ökat resultat.<sup>159</sup>

Teorin om risken att misslyckas anger att företag med låg likviditet på tillgångarna och liten kassa bör öka sannolikheten för misslyckande samt att skuldsättningsgraden ska öka. Sintercast har en stor kassa och relativt likvida tillgångar vilket motsäger denna teori, samtidigt har Sintercast gått med förlust varje enskilt år sedan start och ändock lyckats sänka skuldsättningsgraden, vilket också motsäger teorin.<sup>160</sup>

Teorin om unika produkter får visst stöd då Sintercast utvecklar en väldigt unik produkt och har relativt låg skuldsättning. För att förklara Sintercasts avvikelse till övriga bolagen kan man konstatera att bolaget är relativt gammal för att fortfarande vara i utvecklingsfasen. Finansieringen sker därmed genom riskkapital då andra finansieringsformer helt enkelt inte är tillgängliga.

---

<sup>154</sup> <http://www.sintercast.com/default.asp?firstlevelid=20043593314336>

<sup>155</sup> Sintercast, årsredovisning 2007, Sid. 2ff

<sup>156</sup> <http://www.sintercast.com/default.asp?groupid=20043514116693&firstlevelid=20043593336448>

<sup>157</sup> Sintercast, årsredovisning 2007, Sid. 30

<sup>158</sup> <http://www.di.se> - Sökord aktie: Sintercast

<sup>159</sup> Sintercast årsredovisning 2007 sidan 2ff

<sup>160</sup> <http://www.sintercast.com/default.asp?groupid=20043514116693&firstlevelid=20043593336448>

## 5.12 SRAB Shipping

[ålder: 15, skuldsättningsgrad: 5,80]

SRAB Shipping AB är ett rederi som bedriver industriell sjöfart inom tank- och kemikaliesektorn, samt handel med fartyg. Bolagets huvudsakliga marknadsområde utgörs av Östersjö- och Nordsjöområdet. De har för närvarande nio fartyg/tankers inom sin flotta och den kommer utvidgas med fyra till inom de kommande åren.

Vid en granskning av SRAB:s årsredovisning framkommer att mellan 2004 och 2007 har deras skuldsättningsgrad ökat från 0,61 till 5,80.<sup>161</sup> Således har de ökat sina skulder avsevärt och samtidigt minskat det egna kapitalet. Under denna period har deras marknadsvärde ökat med omkring 24 miljoner kr. Det är inte ett starkt, men ändå närvarande samband. De motiverar sin skuldsättning med att den finansieringsmodell<sup>162</sup> som de använder, ger dem möjlighet att bära en större skuld.<sup>163</sup> Dock framgår det att nästan all deras nyinvestering sker med hjälp av lånat kapital och inte genom interna medel.<sup>164</sup>

Under 2007 erhöll personalen ett optionsprogram som omfattar 5,21 % av aktiekapitalet. Det framgår dessutom av deras årsredovisning att de har förhandlat om detta program över en längre tid. Under denna period har skuldsättningsgraden mer än fördubblats och det kan tolkas som ett agerande från ledningen att minska utspädningen av aktien för att lättare kunna erhålla den nivå som krävs vid inlösen.<sup>165</sup>

SRAB Shipping har sedan 2000 emitterat aktier eller konvertibler på motsvarande 31 815 000 aktier, viktigt att notera är att de år 2000 hade 2 783 000 aktier.<sup>166</sup> Den senaste nyemission skedde detta året om 10 miljoner aktier.<sup>167</sup> Innan 2005/2006 var bolaget inte lika hårt finansierat av skulder.<sup>168</sup>

Det mest iögonfallande med SRAB Shippings årsredovisning är att de har förskönat sitt egna uppgivna mått på skuldsättningsgrad, vilket de anger vara 1,7. Under ett flertal år låg den under 0,8 för att sedan plötsligt skjuta i höjden under två år.<sup>169</sup> Det har skett mycket i SRAB under denna tid, företaget är i en väldigt expansiv fas och gör väldigt många nyinvesteringar. Vad som dock är otydligt är

---

<sup>161</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 17; årsredovisning 2004, Sid. 17

<sup>162</sup> ”Fartygen har finansierats genom att fartygen delvis ägs av externa intressenter. Dessa äger 90 procent av kapitalet medan SRAB har rösträttsmajoriteten i dotterbolagen. Finansieringsmodellen medför att SRAB-koncernen fått en stor minoritetsandel. Mot denna bakgrund har de tidigare finansiella målen blivit inaktuella.” Citat hämtat från:

<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0C/0E/B6/wkr0003.pdf>, 2008-05-08, Kl. 21.58.

<sup>163</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 3

<sup>164</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 18

<sup>165</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 8; årsredovisning 2006, Sid. 14

<sup>166</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 9; årsredovisning 2004, Sid. 9

<sup>167</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 3

<sup>168</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2004, Sid. 10

<sup>169</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 17; årsredovisning 2004, Sid. 17

varför de har valt en väldigt omständig finansieringsmodell. Det framkommer också att de minskar sin skuldsättningsgrad genom att ta hänsyn till minoritetsintressen.<sup>170</sup>

### 5.13 Svedbergs

[ålder: 88, skuldsättningsgrad: 0,40]

Svedbergs startades 1920 som bleckslageri men övergick 1962 till att tillverka badrumsskåp. Under sjuttioalet utvecklades badrumsmöbler och under åttiotalet började dagens inriktning, att utveckla, tillverka och marknadsföra det kompletta badrummet under egna varumärket Svedbergs. Företaget är marknadsledande i Norden på badrumsmöbler och utvecklar hela tiden sortimentet för att täcka alla behov som konsumenten har i sitt badrum.<sup>171</sup>

Svedbergs har haft ett stadigt ökande marknadsvärde och en stadigt ökande skuldsättning, detta även om skuldsättningsgraden alltid har legat inom samma intervall. De har en nivå som ligger runt 0,40 i skuldsättningsgrad. För att kunna bibehålla denna nivå när marknadsvärdet stiger har de utökat skulderna och det egna kapitalet i samma utsträckning.<sup>172</sup>

Genom att de har varit ett så pass välskött företag har de även minskat skuldsättning om vinsten minskade och de har även höjt den när de har haft utrymme för detta. Således går Svedbergs emot teorin om att skuldsättningen ökar när vinsten minskar.<sup>173</sup>

Det som gör Svedbergs intressant för denna utredning är det att de har en skuldsättningsgrad om 0,40 och har existerat i 88 år. De håller nästan exakt samma skuldnivå i relation till eget kapital. De har en ökande utdelningsnivå varje år. Detta även om de inte har haft en avkastning per aktie som motsvarar det årets utdelning.<sup>174</sup> Koncernen har dessutom högre ränteintäkter än räntekostnader.<sup>175</sup> Den enda teorin som det egentligen finns stöd för är att skuldsättningen ökar med marknadsvärdet. Om marknadsvärdet minskar så minskar också deras skuldsättningsgrad.

De har dock i en produkt med hög kvalitet. Design, som de även blir belönade för, har ett inneboende skydd mot plagiat. Mönsterskyddet gör att företag i en bransch som är kraftigt konkurrensutsatt kan få en monopolsituation om de håller

---

<sup>170</sup> SRAB Shipping, årsredovisning 2007, Sid. 14

<sup>171</sup> <http://www.svedbergs.se/se/om-svedbergs>

<sup>172</sup> Svedbergs, årsredovisning 2007, Sid. 19; årsredovisning 2005, Sid. 19; årsredovisning 2003, Sid. 15-16

<sup>173</sup> Svedbergs, årsredovisning 2007, Sid. 18-19; årsredovisning 2005, Sid. 18-19; årsredovisning 2003, Sid. 14-16

<sup>174</sup> Svedbergs, årsredovisning 2007, Sid. 14

<sup>175</sup> Svedbergs, årsredovisning 2007, Sid. 18

en tillräckligt hög kvalitet på sin produkt. Svedbergs är ett företag som fokuserar väldigt mycket på sin design och en hållbar kvalitet. Detta går inom teorin att de ska hålla en låg skuldsättningsgrad om de har en hög kvalitet.

## 5.14 TagMaster

[ålder: 14, skuldsättningsgrad: 3,11]

TagMaster är ett företag som grundades 1994 och som är verksamt inom RFID (Radio Frequency IDentification). När de startade sin verksamhet var de tidiga i en växande bransch, särskilt inom det segment de valde att nischa sig mot. Dock har de under senaste tid inte klarat av den förändring som har skett inom RFID-marknaden och därigenom har de blivit lidande på mer än ett sätt.<sup>176</sup>

En teori som stämmer in på TagMaster är att skuldsättningsgraden ökar om risken för misslyckande ökar. De har under de senaste tre åren misslyckats med att anpassa sig till marknadens skiftningar. De anser själv att detta beror på att de inte har en ordentligt strukturerade säljkår och marknadsföring, men som även framkommer är det deras nischade produkt som också sätter hinder inför deras utveckling.<sup>177</sup> 2003 hade de ett rörelseresultat om 2 608 tkr, detta till skillnad från idag då de har en förlust omfattande -6 948 tkr.<sup>178</sup>

Dessa siffror leder oss till nästa teori där skuldsättningsgraden ökar om vinsten minskar, vilket är högst påtagligt hos TagMaster. Deras skuldsättningsgrad har gått från 0,63 år 2003 till 3,11 år 2007.<sup>179</sup> Det finns här ett högst påtagligt samband mellan deras skulder och oförmågan att generera en vinst. De försöker anpassa sin produkt till de nya marknadsförutsättningarna samtidigt som de förlorar tidigare kunder och således en stor del av deras inkomster. Ett högkostnadsföretag med dyra produkter har i dagens skiftande värld svårt att motivera sin produkt när det finns bättre versioner som säljs till ett lägre pris.<sup>180</sup>

Under perioden 2003-2007 har det även skett en stor förändring inom ägarstrukturen. I början av perioden var det en helt annan grupp storägare, förutom en, idag har det därav tillkommit nya storägare. Teorin i detta sammanhang pekar på att om storägare minskar sitt innehav kommer skuldsättningen öka, vilket också har varit fallet i TagMaster, de har successivt förlorat ägare.<sup>181</sup>

TagMaster är ett företag som illustrerar hur det går vid en misslyckad anpassning till förändringar på marknaden. De har inte lyckats höja sin försäljning för att kunna möta de ökande forsknings och utvecklings kostnader. Samtidigt har

---

<sup>176</sup> TagMaster, årsredovisning 2007, Sid. 2-3

<sup>177</sup> TagMaster, årsredovisning 2007, Sid. 2-3

<sup>178</sup> TagMaster, årsredovisning 2007, Sid. 25-26; årsredovisning 2004, Sid. 25

<sup>179</sup> TagMaster, årsredovisning 2007, Sid. 25-26; årsredovisning 2004, Sid. 25

<sup>180</sup> TagMaster, årsredovisning 2007, Sid. 2-3

<sup>181</sup> TagMaster, årsredovisning 2007, Sid. 23; årsredovisning 2004, Sid. 23

de förlorat delägare med stora poster, och till råga på allt har deras skuldsättningsgrad mer än sexfaldigats. Det börjar likna en ond spiral för TagMaster och om de ska vända trenden måste det till ett effektivt angreppssätt för deras del och åter börja ta marknadsandelar som de tidigare förlorat.

Företag	1.Företagsvärde	2.Misslyckande	3.Minnskad vinst	4.Lednings andel	5.Kassaflöde	6.Market Timing	7.Icke unik produkt
Empire	stödjer			Stödjer			
Impact						stödjer	stödjer
Itab				Stödjer	stödjer	stödjer	
NCC	stödjer					stödjer	
Novacast					stödjer	stödjer	
Opcon		stödjer					stödjer
Peab	motsäger					stödjer	
Peab Ind						stödjer	
Precomp		stödjer	stödjer		stödjer		
Securitas		stödjer	Stödjer				stödjer
Sintercast	stödjer	stödjer	stödjer				
SRAB	stödjer			stödjer			
Svedbergs	stödjer		motsäger		stödjer		
Tagmaster		stödjer	stödjer	stödjer			

## 6. Analys och slutsats

---

*Detta kapitel inleds med en analys av den kvalitativa empirin, för att senare gå vidare med en slutsats för undersökningen*

---

### 6.1 Företagsvärdet

Denna teori innebär att skuldsättningsgraden ökar i takt med att företagsvärdet ökar. Av de företag som undersöktes var det fyra företag som visade på ett samband med denna teori. Detta varierade dock mellan de olika bolagen. Empire, NCC och SRAB Shipping visade på ett starkt samband och ger därigenom ett starkt stöd för teorin. Svedbergs visade på en relation, men den var inte ensamt förklarande. Dock stöds detta i teorin som säger att skuldsättningsgraden bara är en del av de faktorer som påverkar företagsvärdet. Peab AB visade på ett negativt samband, som dessutom var väldigt tydligt och motsägande till vår teori. Emellertid talar företaget i sig för att så borde vara fallet, de har en väldigt jämn skuldsättningsgrad över flera år och ett starkt ökande marknadsvärde. Således finns där en grupp som stödjer teorin om att skuldsättningsgraden är positivt korrelerad med företagsvärdet.

### 6.2 Misslyckande

Teorin om misslyckande innebär att desto större risken är för misslyckande desto högre skuldsättningsgrad kommer företaget ta. Den här teorin gav utrymme för en lite mer splittrad syn på företagen. Där fanns företag som visade på marknadsmisslyckande, ständig förlust, ingen påvisbar prestation inom deras område och en företagsledning med ”hybris” samt irrationella investeringar. Allt tyder på att Precomp Solutions har blivit utslussade från sin tidigare koncern, Consilium, genom en börsintroduktion. Sintercast håller en hög aktiekursnivå, men har aldrig redovisat annat än förlust. Dessa två nämnda företag har existerat 12 respektive 25 år och de anser sig själv vara i utvecklingsfasen. Dock finns det en markant skillnad, Precomp Solutions har en extremt hög skuldsättningsgrad medan Sintercast håller en väldigt låg nivå. Dessutom har marknaden en tro på Sintercast, vilket antagligen förklarar varför de fortfarande existerar. Därutöver fanns det en del företag som hade haft en väldigt negativ utveckling de senaste åren. De har inte haft möjligheten att bära sig själv på grund av diverse misslyckanden inom sin bransch. TagMaster har t.ex. inte lyckats följa med i en stark marknadsförändring, även om de var fullt medvetna om att de befinner sig i

en utvecklingssektor. Securitas har haft för ambition att växa genom förvärv men inte lyckats åstadkomma det som de har satt sig för. Detta har lett till många värdeförstörande manövrar. Det blir tydligt att många företags höga skuldsättningsgrad samvarierar med hur deras projekt går. Att inte kunna driva verksamheten såsom är tänkt kan lätt leda till att man sätter sig i skuld; utvecklar strategier och dylika misslyckanden som inte har det värde som man söker.

### **6.3 Minskande vinst**

Denna teori innebär att om ett företag har en nedåtgående vinst kommer de dessutom öka sin skuldsättning, det kan förutom detta tolkas som att skuldsättningsgraden ska minska om vinsten ökar. Securitas och TagMaster har varit tvungna att skuldsätta sig för att kunna fortleva och deras vinst har varit ständigt nergående. Precomp Solutions har haft en förlust över en längre period och det reflekteras tydligt i deras skulder. Denna teori är således tydlig när den väl är påvisbar och företag som inte är i någon särskild uppgång eller nedgång kommer inte heller visa några tydliga tecken för teorin.

### **6.4 Ägarandel**

Inom denna teori framkommer det att ett företag kommer öka skuldsättningsgraden om ledningen erhåller en större ägarandel och om gamla storägare eller grundare avvecklar sin andel kommer skuldsättningsgraden öka. Denna teori har i mångt å mycket uppfyllts. När ledningen har erbjudits och accepterat en del i företaget, har det skett en omprioritering från eget kapital till lånat kapital. SRAB Shipping visade tydligt på detta samband, dock kan det ha skett andra förändringar under denna period som vi inte är varse om och som inte framgår i den tillgängliga informationen. I samband med att storägare av företag har valt att avyttra stora delar av sina poster har det också visat sig att skuldsättning ökar markant. TagMaster har haft en urfasning av de i ledningen som grundade och ägde företaget, samtidigt har deras skuldsättningsgrad ändrats markant. Peab har hög skuldsättning och stort familjeägande i ledning vilket talar mot teorin om ägarandelens inverkan på skuldsättningsgraden. Peab Industries som är en avknoppning av Peab har fått ärva både kapitalstruktur och ägarstruktur. Det finns således lite som talar för att Peab Industries skulle stödja teorin och mer som i likhet med sin moder motsäger den. Många företag har inte kunnat analyseras inom denna teori då de har hållit samma struktur under en längre period och därigenom inte har kunnat yttra några faktorer som skulle kunna vara påverkande.



## 6.5 Fritt kassaflöde

Teorin om det fria kassaflödet innebär att ägarna kommer öka skuldsättningen på företaget för att hindra ledningen från att göra olönsamma investeringar. Kraftiga ändringar i kassaflödet har inte identifierats och denna teori har således inte kunnat strykas. Dessa kassaflöden sker ofta i samband med genomförandet av skuldfinansierade förvärv, vilket också förklarar den förändrade skuldsättningen. Både Empire och ITAB Shop Concept stödde denna teori, det var dock inte ett samband som uteslutande kunde användas som förklaring till deras skuldsättning. I båda fallen bedömde vi att andra teorier var en större förklarande faktor till skuldsättningsgraden.

## 6.6 Kapitalmarknadens svängningar

Företagsledningen utnyttjar sitt informationsövertag för att köpa upp aktier när de anser att aktier är undervärderade och för att sälja eller ge ut nya aktier när de är övervärderade. I en majoritet av våra undersökta företag fann vi spår av antingen motsägelser eller stöd på denna teori. För Impact Coatings gällde det att ta vara på tillfället då deras marknadsvärde mer än fördubblades under mindre än tre månader. De genomförde två nyemissioner under den kommande sexmånadersperioden, de ansåg uppenbarligen att deras aktie var ”lätt” övervärderad.

ITAB Shop Concept använder sig av den motsatta delen. De har släppt konvertibler då de anser att deras aktie har varit underprissatt, vilket talar tydligt för market timing teorin. Av aktiekursen går det att uttyda en kraftig ökning under den period då konvertiblerna löpte. Det tydligaste stödet för denna teori fann vi i Novacast vars marknadsvärde under ett antal år har skjutit i höjden. Under början av 2007 steg aktien ännu brantare fram tills deras VD annonserade att han ville sälja en avsevärd del av sitt aktieinnehav. Strax efter annonserade företaget ytterligare en nyemission och årets aktievärde slutade på hälften av toppnoteringen.

## 6.7 Unika produkter och hög kvalitet

I vårt urval kunde vi inte hitta något företag som gav starkt stöd för den teorin. För de företag som har varit i en position där deras produkt inte är deras främsta instrument har det ofta förekommit höga skuldnivåer. ITAB Shop Concept, NCC, Peab AB, Peab Industries och Securitas som inte är i en sektor där nyskapande är särskilt högt prioriterat har dessutom en hög skuldsättning. Detta till skillnad från Impact Coatings, NovaCast Technologies, Opcon och Svedbergs som har en väldigt låg skuldsättning, men som är i en väldigt innovativ eller kvalitetskrävande nisch.

## 6.8 Slutsats

Vår studie har som syfte att studera kapitalstrukturteori genom att identifiera företag vars kapitalstruktur avviker från teorin om att affärsrisken minskar med ålder samt att på ett kvalitativt sätt identifiera om alternativa kapitalstruktursteorier kan förklara dessa avvikelser. För detta ansåg vi det vara lämpligast att använda både kvantitativ och kvalitativ metod.

I enlighet med affärsriskteorin har vi påvisat ett samband statistiskt säkerställt på femprocentnivån att ett företags skuldsättningsgrad ökar med tiden från deras etableringsår, förklaringsgraden är dock låg. Detta är ett tecken på att ålder inte är en ensam förklarande faktor för företagens kapitalstruktur.

För våra sju förklaringssteorier angående avvikelser har vi i de flesta fall lyckats hitta stöd i enskilda företag. I de fall den varit tillämplig anser vi att teorin om kapitalmarknadens svängningar tydligast påverkat kapitalstrukturen under en kort tid.

Som framkommer i analysen går det inte alltid att påvisa vilka teorier ett företag använder, vilket innebär att företagen inte nödvändigtvis gjort ett medvetet val som är förknippat med en teori. Verkligheten blir i detta fall en spegel till en stor mångfald av teorier och därför är det inte möjligt att uteslutande välja en teori som den optimala. Market timing har visat sig vara den som tydligast visar ett medvetet beslut från de som avgör skuldsättningsgraden, medan teorin om unika produkter går att påvisa, men frågan om dess användbarhet kan ifrågasättas. Således är teori inte alltid förankrad vid direkt beslutstagande om skuldsättning, men teori ger oss mer generella förklaringar till beslut som fattas på lednings- och styrelsenivå.

## 7. Förslag till vidare forskning

---

*Här presenteras förslag på vidare forskning inom det berörda ämnet*

---

Vi har undersökt ett företags ålder som bestämmande faktor för kapitalstrukturen, vi har använt oss av en kvantitativ ansats för att begränsa vårt material för att därefter djupgranska dessa kvalitativt och vi har begränsat oss till en sektor på den svenska börsen. Det skulle vara intressant att utöka vår studie till hela den svenska börsen för att se ifall våra slutsatser kan generaliseras till samtliga branscher.

Vi har funnit att ett flertal företag har en kapitalstruktur som formats genom ett stort antal nyemissioner varför vi anser att det vore intressant att studera hur market timing teorin sammanfaller med nyemissioner och göra en grundligare undersökning av hur kapitalstruktur påverkas av ledningens perspektiv på det egna bolagets aktiekurs.

I vår studie har vi inte tagit någon vidare hänsyn till mognadsgraden i företagen bortsett från åldern som ska avspegla mognaden. De teorier vi använt oss av har som grund att ett företagsålder reflekterar förtroende med mera som också speglar affärsrisken. Däremot har vi inte gjort någon kvalitativundersökning för att kategorisera företagens mognad efter faktorer som produkt och marknad vilket skulle kunna ha innebörd för företagets kapitalstruktur.

Vi finner det även intressant att många företag har en kapitalstruktur som formats genom historiska beslut och sällan reviderats. Det skulle vara av intresse att undersöka hur nytänkande på ledningsnivå kan påverka ett företags kapitalstruktur. Har en ledning som haft sin position länge också bibehållit samma kapitalstruktur oavsett företagets utveckling där kanske nytt blod i ledningen hade gjort andra beslut kring kapitalstrukturen. Är det troligt att långvariga ledningsgrupper följer vissa tankesätt och mönster samt kan man finna att kapitalstrukturen i ett företag är mer resultatet av vanemässiga orsaker än av teorier?

Hur ser företagsledare själva på sin kapitalstruktur? Hur förhåller sig finansdirektörer, verkställande direktörer, styrelsemedlemmar och ägare till nya teorier inom kapitalstruktur? Hur förhåller sig de på ledningsnivå till trender inom akademiskforskning? Är det möjligt att förbättra företagledares kunskaper inom aktuell forskning och teori för att på detta sätt öka aktieägarvärden?

## 8. Källförteckning

### 8.1 Böcker

Arnold, Glen, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall 2002, England, 3: upplagan

Bryman, Alan & Emma Bell, *Business Research Methods*, Oxford University Press 2007, USA, 2:a upplagan

Bryman, Alan & Emma Bell, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber 2005, Sverige

Eggeby, Eva & Johan Söderberg, *Kvantitativa metoder*, Studentlitteratur 1999, Sverige

Patel, Runa & Bo Davidson, *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur 2003, Sverige, 3:e upplagan

Repstad, Pål, *Närhet och distans: kvalitativa metoder i samhällsvetenskapen*, Studentlitteratur 2007, Sverige, 4:e upplagan

Turén, Thorsten, *Orientering i källkritik: är det verkligen sant?*, Almqvist & Wiksell 1990, Sverige, 2:a upplagan

Ward, Keith, *Developing Financial Strategies – A Comprehensive Model*, Kogan Page 1996, England

### 8.2 Artiklar

Agrawal, Anup & Gershon Mandelker, *Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1987, Vol. 42, Nr. 4:823-837

Akerlof, George A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, Harvard University Press, USA 1970, Vol. 84, Nr. 3:488-500

Bharath, Sreedhar T., Paolo Pasquariello & Guojun Wu, *Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions*, Working paper from Stephen M. Ross School of Business, 2006

Baker, Malcolm & Jeffrey Wurgler, *Market Timing and Capital Structure*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 2002, Vol. 57, Nr. 1:1-32

Bayless, Mark & Susan Chaplinsky, *Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1996, Vol. 51, Nr. 1:253-278

Berger, Philip G.; Eli Ofek & David L. Yermack, *Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1997, Vol. 52, Nr 4:1411-1438

Blazenko, Robert, *Managerial Preference, Asymmetric Information, and Financial Structure*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1987, Vol. 42, Nr. 4:839-862

Castanias, Richard, *Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1983, Vol. 38, Nr 5:1617-1635

Chang, Chun, *Capital Structure as Optimal Contracts*, North American Journal of Economics and Finance, North-Holland, USA 1999, Vol. 10, Nr. 2:363-385

Cornett, Marcia Millon & Nickolaos G. Travlos, *Information Effects Associated with Debt-For-Equity and Equity-For-Debt Exchange Offers*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1989, Vol. 44, Nr 2:451-468

Diamond, Douglas W., *Reputation Acquisition in Debt Markets*, The Journal of Political Economy, The University of Chicago Press, USA 1989, Vol. 97, Nr. 4:828-862

Dow, James; Gary Gorton & Arvind Krishnamurthy, *Equilibrium Investment and Asset Prices under Imperfect Corporate Control*, The American Economic Review, American Economic Association, USA 2005, Vol. 95, Nr. 3:659-681

Frankel, Richard & Charles M. C. Lee, *Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns*, Journal of Accounting and Economics, Elsevier, USA 1998, Vol. 25, Nr.3:283-319

Graham, John R. & Campbell R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field*, Journal of Financial Economics, Elsevier Science, USA 2002, Vol. 60, Nr. 2-3:187-243

Halov, Nikolay & Florian Heider, *Capital Structure, Risk and Asymmetric Information*, Working Paper from NYU Stern School of Business, 2005

Harris, Milton & Artur Raviv, *Capital Structure and the Informational Role of Debt*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1990, Vol. 45, Nr 2:321-349

Harris, Milton & Artur Raviv, *The Theory of Capital Structure*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1991, Vol. 46, Nr. 1:297-355

Heshmati, Almas, *The Dynamics of Capital Structure: Evidence From Swedish Micro and Small Firms*, Research in Banking and Finance, Elsevier Science, England 2001, Vol. 2, Sid. 199-241

Hutchinson, Diane, *Australian Equity Markets, Asymmetric Information and IPO Investors in 1920s*, University of Sydney, Paper presented at Asia Pacific Business Conference, Sydney, 2007

Jensen, Michael C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, The American Economic Review, American Economic Association, USA 1986, Vol. 76, Nr. 2:323-329

Kahl, Mattias, *Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 2002, Vol. 57, Nr. 1:135-16

La Porta, Rafael, *Expectations and the Cross Section of Stock Returns*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1996, Vol. 51, Nr. 5:1715-1742

Leland, Hayne & David Pyle, *Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1977, Vol. 32, Nr. 2:371-387

Lucas, Deborah J. and Robert L. McDonald, *Equity Issues and Stock Price Dynamics*, The Journal of Finance, Blackwell Publishing, USA 1990, Vol. 45, Nr.4:1019-1043

Lys, Thomas & Konduru Sivaramakrishnan, *Earnings Expectations and Capital Restructuring: The Case of Equity-forDebt Swaps*, Journal of Accounting Research, Blackwell Publishing, USA 1988, Vol 26, Nr. 2:273-299

Maksimovic, Vojislav & Sheridan Titman, *Financial Policy and Reputation for Product Quality*, The Review of Financial Studies, Oxford University Press, USA 1991, Vol. 4. Nr.1:175-200

Meckling, William H. & Michael C. Jensen, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, North-Holland, USA 1976, Vol. 3, Nr. 4:305-360

Mehrotra, Vikas; Wayne Mikkelson & Megan Partch, *The Design of Financial Policies in Corporate Spin-Offs*, The Review of Financial Studies, Oxford University Press, USA 2003, Vol. 16, Nr. 4: 1359-1388

Modigliani, Franco & Miller H. Merton, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and The Theory of Investment*, The American Economic Review, American Economic Association, USA 1958, Vol. 48, Nr. 3:261-297

Modigliani, Franco & Miller H. Merton, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, The American Economic Review, American Economic Association, USA 1963, Vol. 53, Nr. 3:433-443

Modigliani, Franco & Miller H. Merton, *Reply to Heins and Sprankle*, The American Economic Review, American Economic Association, USA 1969, Vol. 59, Nr. 4:592-595

Morellec, Erwan, *Can Managerial Discretion Explain Observed Leverage Ratios?*, The Review of Financial Studies, Oxford University Press, USA 2004, Vol. 17, Nr. 1: 257-294

Myers, Stewart C., *Capital Structure*, The Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, USA 2001, Vol. 15, Nr. 2:81-102

Myers, Stewart C. & Nicholas S. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, North-Holland, USA 1984, Vol. 13, Nr. 2:187-221

Ross, Stephen, *The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*, The Bell Journal of Economics, The RAND Corporation, USA 1977, Vol. 8, Nr. 1:23-40

Schleifer, Andrei & Lisa Koonce, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Accounting Review, American Accounting Association, USA 2000, Vol. 76, Nr. 3:461-462

Sorensen, Eric H. & Kim Wi Saeng, *Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt in Corporate Debt Policy*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, University of Washington School of Business Administration, USA 1986, Vol. 21, Nr. 2:131-144

Stulz, René M., *Managerial Discretion and Optimal Financing Policies*, Journal of Financial Economics, North-Holland, USA 1990, Vol. 26, Nr. 1:3-27

### 8.3 Internetkällor

<http://www.empire.se> - 2008-05-21

<http://www.empire.se/index.asp?lang=se&site=empire&avd=omempire&omempire=startsidan> – 2008-05-26

<http://www.impactcoatings.se> - 2008-05-21

<http://www.itabshopconcept.com> - 2008-05-21

<http://www.ncc.se> - 2008-05-21

<https://www.nordnet.se/mux/web/marknaden/aktiehemsidan/index.html?identifier=29381&marketid=11> – 2008-05-26

[http://www.novacast.se/index\\_swe.html](http://www.novacast.se/index_swe.html) - 2008-05-17

<http://www.novacast.se/swe/swehistorik.html> - 2008-05-17

[http://www.novacast.se/index\\_swe.html](http://www.novacast.se/index_swe.html) - 2008-05-17

<http://www.peab.se> - 2008-05-21

<http://www.peab.se/Finansiellinfo> - 2008-05-21

[http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/Femarsoversikt](http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/Femarsoversikt)  
2008-05-21

[http://www.peab.se/Om\\_Peab/Verksamhetsbeskrivning](http://www.peab.se/Om_Peab/Verksamhetsbeskrivning) - 2008-05-26

<http://www.peab.se/Finansiellinfo/Peabaktien/Aterkop> - 2008-05-21

<http://www.peab.se/Finansiellinfo/Peabaktien/Agarforteckning> - 2008-05-18

[http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/Finansiella\\_mal](http://www.peab.se/Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/Finansiella_mal)  
2008-05-21

<http://www.peabindustri.se> - 2008-05-21

<http://www.di.se> - 2008-05-21

<http://www.precomp.se> - 2008-05-21

<http://www.precomp.se/Finans.aspx?sub=bolagsstyrning> - 2008-05-21



<http://www.precomp.se/Foeretaget.aspx> - 2008-05-21

<http://www.precomp.se/Nyhet.aspx?> – 2008-05-18

<http://www.sintercast.se> - 2008-05-21

<http://www.sintercast.com/default.asp?groupid=20043514116693&firstlevelid=20043593336448> - 2008-05-21

<http://www.sintercast.com/default.asp?firstlevelid=20043593314336>  
- 2008-05-21

<http://www.sintercast.com/default.asp?groupid=200435134110386&firstlevelid=20043593314336> - 2008-05-21

[http://www.peabindustri.se//Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/finansiellamal](http://www.peabindustri.se//Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/finansiellamal)  
2008-05-21

[http://www.peabindustri.se//Finansiellinfo/Ekonomisk\\_oversikt/flerarsoversikt](http://www.peabindustri.se//Finansiellinfo/Ekonomisk_oversikt/flerarsoversikt)  
2008-05-21

[http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel\\_18511.e24](http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel_18511.e24) - 2008-05-12

[http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel\\_91363.e24](http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel_91363.e24) - 2008-05-12

[http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel\\_387791.e24](http://www.e24.se/branscher/tjansteforetag/artikel_387791.e24) - 2008-05-12

<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0C/0E/B6/wkr0003.pdf>  
2008-05-08

<http://www.nordnet.se> (sökningar på samtliga undersökta företag) - 2008-05-21

<http://www.opcon.se> - 2008-05-21

<http://www.opcon.se/index.asp> - 2008-05-21

<http://www.opcon.se/index.asp?langID=1> -2008-05-21

<http://www.securitas.se> - 2008-05-21

<http://www.srab.se/> - 2008-05-21

<http://www.svedbergs.se> - 2008-05-21

<http://www.svedbergs.se/se/om-svedbergs> - 2008-05-26

<http://www.tagmaster.se> - 2008-05-21

<http://www.novacast.se/swe/sweprodukter.html> - 2008-05-26

## **8.4 Årsredovisningar**

### **Empire:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 1998

Årsredovisning för räkenskapsåret 2005

Årsredovisning för räkenskapsåret 2006

### **Impact Coatings:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

### **ITAB Shop Concept:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2005

Årsredovisning för räkenskapsåret 2006

Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

### **NCC:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2004

Årsredovisning för räkenskapsåret 2005

Årsredovisning för räkenskapsåret 2006

Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

### **NovaCast Technologies:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

### **Opcon:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 1999

Årsredovisning för räkenskapsåret 2000

Årsredovisning för räkenskapsåret 2001

Årsredovisning för räkenskapsåret 2002

Årsredovisning för räkenskapsåret 2003

Årsredovisning för räkenskapsåret 2004

Årsredovisning för räkenskapsåret 2005

Årsredovisning för räkenskapsåret 2006

Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

### **Peab AB:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 1995

Årsredovisning för räkenskapsåret 1996

Årsredovisning för räkenskapsåret 1997

Årsredovisning för räkenskapsåret 1998

Årsredovisning för räkenskapsåret 1999

Årsredovisning för räkenskapsåret 2000  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2001  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2002  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2003  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2004  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2005  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2006  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

**Peab Industri:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2006  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

**Precomp Solutions:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2006  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

**Securitas:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 1997  
Årsredovisning för räkenskapsåret 1998  
Årsredovisning för räkenskapsåret 1999  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2000  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2001  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2002  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2003  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2004  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2005  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2006  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

**Sintercast:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 1998  
Årsredovisning för räkenskapsåret 1999  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2000  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2001  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2002  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2003  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2004  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2005  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2006

**SRAB Shipping:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2004  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2006  
Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

**Svedbergs:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2004

Årsredovisning för räkenskapsåret 2006

Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

**TagMaster:**

Årsredovisning för räkenskapsåret 2003

Årsredovisning för räkenskapsåret 2004

Årsredovisning för räkenskapsåret 2007

**8.5 Övriga källor**

Prospekt för utdelning och notering av aktier i Peab Industri AB (publ)

Förslag till utdelning av aktierna i Peab Industri AB till aktieägarna i Peab AB (publ)

Erbjudande till anställda i Peab att förvärva konvertibler

## Bilaga 1 Komplet dataset

Företag	Bokfört EK	Skulder	Totala tillgångar	Ålder	Etabl. år	S/E
Acade Media	253714	307442	561156	12	1996	1,21
ACAP Invest	366812	324407	691219	11	1997	0,88
Addtech	556000	1173000	1729000	102	1906	2,11
Alfa Laval	7937000	15314000	23251000	125	1883	1,93
Ancora Energispar	10286	8267	18553	3	2005	0,80
Aqeri Holding	33800	25900	59700	14	1994	0,77
Assa Abloy	15668000	22064000	37732000	180	1828	1,41
Atlas Copco	14640000	42019000	56659000	135	1873	2,87
B&B Tools	1251000	3170000	4421000	102	1906	2,53
BE Group	848887	2001093	2849980	143	1865	2,36
Beijer	726906	1258240	1985146	142	1866	1,73
Beijer Alma	846747	502635	1349382	25	1983	0,59
Bong Ljungdahl	571581	1184290	1755871	61	1947	2,07
Cardo	2961000	3505000	6466000	40	1968	1,18
Cision	1285573	1437212	2722785	116	1892	1,12
Consilium	247300	367900	615200	13	1995	1,49
CTT Systems	21722	41052	62774	17	1991	1,89
CybAero	11437	4917	16354	5	2003	0,43
Drillcon	130034	84096	214130	45	1963	0,65
Duroc	258464	205075	463539	21	1987	0,79
Empire	55856	176772	232628	25	2004	3,16
Expanda	344700	317300	662000	11	1997	0,92
Fagerhult	601500	1112600	1714100	63	1945	1,85
Gunnebo	1142200	3695100	4837300	244	1764	3,24
Haldex	1871000	3211000	5082000	66	1942	1,72
Hexagon	10046000	14894000	24940000	16	1992	1,48
HL Display	474865	416832	891697	54	1954	0,88
Impact Coatings	86859	6847	93706	11	1997	0,08
Indutrade	1189000	2082000	3271000	30	1978	1,75
Intellecta	153713	159384	313097	75	1933	1,04
Intrum Justitia	1842500	3550900	5393400	85	1923	1,93
ITAB Shop Conc	390800	1160700	1551500	62	1946	2,97
Lindab International	2969000	4731000	7700000	51	1957	1,59
Malmbergs	178080	173476	351556	27	1981	0,97
Midway Holding	789500	613800	1403300	19	1989	0,78
Morphic	441127	161368	602495	9	1999	0,37
Munters	1202000	2660000	3862000	53	1955	2,21
NCC	7237000	26832000	34069000	98	1910	3,71
Nederman Holding	451764	458040	909804	64	1944	1,01

NIBE B	1547700	2975800	4523500	59	1949	1,92
NovaCast Technologies	92888	35460	128348	27	1981	0,38
OEM International	530100	370200	900300	34	1974	0,70
Opcon	244136	204517	448653	93	1915	0,84
OPUS Prodox	41835	25918	67753	18	1990	0,62
Peab	3606000	11746000	15352000	49	1959	3,26
Peab Industri	1060000	3983000	5043000	23	1985	3,76
Poolia	293616	207374	500990	19	1989	0,71
Precomp Solutions	19400	109300	128700	52	1956	5,63
Proffice	457000	975000	1432000	48	1960	2,13
PV Enterprise Sweden	60669	45312	105981	6	2002	0,75
Rejlerkoncernen	179616	138433	318049	66	1942	0,77
Resurs CNC	63547	43353	106900	10	1998	0,68
Saab	11008000	22793000	33801000	71	1937	2,07
Sandvik	29823	55612	85435	146	1862	1,86
SAS	17149	31621	48770	62	1946	1,84
Scania	24812000	66642000	91454000	117	1891	2,69
Seco Tools	2406000	2865000	5271000	79	1929	1,19
Securitas	8814000	30371200	39185200	74	1934	3,45
Securitas Systems	2493500	4210900	6704400	58	1950	1,69
Sintercast	20000	8100	28100	25	1983	0,41
SJR in Scandinavia AB	30933	20300	51233	15	1993	0,66
Skanska	20724000	58217000	78941000	121	1887	2,81
SKF	18355000	27976000	46331000	101	1907	1,52
SRAB Shipping	61352	356071	417423	15	1993	5,80
Studsvik	571833	774123	1345956	61	1947	1,35
SWECO	950300	1487700	2438000	10	1998	1,57
Svedbergs	264523	105570	370093	88	1920	0,40
Svensk internetrekrytering	18128	12190	30318	4	2004	0,67
Systemair	642900	1252100	1895000	34	1974	1,95
TagMaster	5707	17771	23478	14	1994	3,11
Transatlantic	1217476	1906406	3123882	97	1911	1,57
Transcom	160727	246656	407383	8	2000	1,53
Trelleborg	10052000	19282000	29334000	103	1905	1,92
Uniflex	70687	166536	237223	6	2002	2,36
VBG Group	532871	413426	946297	57	1951	0,78
Wise Group	35899	42617	78516	17	1991	1,19
Volvo	82871000	238776000	321647000	81	1927	2,88
XANO Industri	385849	804896	1190745	37	1971	2,09
Ångpanneföreningen	1339164	1456436	2795600	113	1895	1,09
Företag	Bokfört EK	Skulder	Totala tillgångar	Ålder	Etabl. år	S/E

## Bilaga 2 Arbetsgången kvantitativt

### 1. Punktdiagram

- Snabbt kan få en uppfattning om hur våra data är fördelade, hur bred variansen är samt försöka urskilja några trender och deras funktionella former.
- Vi kommer att försöka urskilja den funktionella formen, d v s finns det stöd i våra data för en avtagande marginalnytta av tiden från etableringen.

### 2. Regressionsanalyser

- Bestämma vilken regression som bäst beskriver hur tiden från etableringsåren påverkar skuldsättningsgraden. Urvalet kommer att ske baserat på vilken av regressionerna som har minst SSR<sup>182</sup>.
- Den regression som bäst beskriver vårt urval kommer att presenteras närmre.
- Vi kommer att pröva nollhypotesen att företagen i vårt underlag INTE påverkas av åldern från deras etableringsår.
- Om vi inte finner stöd för nollhypotesen kommer vi att presentera vilken förklaringsgrad regressionen ger.

### 3. Urval av företag för kvalitativ analys

De företag som avviker mest från vår regressionsmodell kommer att väljas ut för kvantitativ analys. För detta kommer vi att använda regressionens RMSE som kort kan beskrivas som en uppskattning av den valda regressionens residualers standardavvikelse.<sup>183</sup> De företag vars avvikelser är större än värdet på RMSE går vidare till kvalitativ granskning.

---

<sup>182</sup> Sum of Squared Residuals, ett mått på hur väl en modell beskriver ett urval av data.

<sup>183</sup> Humberto, Baretto – Introductory Econometrics 2006 p.394-395





## Bilaga 4 Regressioner

Linjär Regressionsanalys			
$\beta_1$	0.0065	1.3167	$\beta_0$
$SE(\beta_1)$	0.0025	0.1877	$SE(\beta_0)$
$r^2$	0.0772	1.0622	RMSE
$F$	6.4445	77	$df$
RSS	7.2705	86.8694	RSS

Logaritmisk Regressionsanalys			
$\beta_1$	0.2785	0.6767	$\beta_0$
$SE(\beta_1)$	0.1148	0.4323	$SE(\beta_0)$
$r^2$	0.0702	1.0594	RMSE
$F$	5.8880	78	$df$
RSS	6.6081	87.5399	SSR

