



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Företagsekonomiska Institutionen

Kandidatuppsats
FEK582, HT 2005

Vilka faktorer bestämmer kapitalstrukturen?

– en undersökning på Stockholmsbörsen

Författare:

Pontus Andersson

Richard Robinson

Wictor Rössler

Handledare:

Göran Anderson

Maria Gårdängen

Sammanfattning

- Uppsatsens Titel:** Vilka faktorer bestämmer kapitalstrukturen?
– en undersökning på Stockholmsbörsen
- Seminariedatum:** 22 december, 2005
- Ämne/kurs:** FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
- Författare:** Pontus Andersson
Richard Robinson
Wictor Rössler
- Handledare:** Göran Anderson
Maria Gårdängen
- Fem Nyckelord:** Kapitalstruktur, Graham & Harvey, Trade-off teori, Pecking-order, enkätundersökning
- Syfte:** Syftet med vår uppsats är att ta reda på vilka faktorer som bestämmer valet av kapitalstruktur hos företag på stockholmsbörsen med utgångspunkt från Graham & Harveys studie. Vidare ämnar vi utreda hur viktiga faktorerna är för utformningen av kapitalstrukturen hos företag och om vi kan finna stöd för våra resultat i Graham & Harveys studie.
- Metod:** Vi har använt oss av en kvantitativ ansats i form av en enkätundersökning. Vi utgår från ett deduktivt perspektiv för att således testa befintlig teori.
- Slutsatser:** Vi har kommit fram till att vår undersökning finner stöd och till största del överensstämmer med Graham & Harveys studie. Den faktor som påverkar företag mest i sin utformning av kapitalstrukturen är finansiell flexibilitet. Andra viktiga faktorer är kreditvärdering, företaget strävar efter en viss skuldsättningsgrad samt att företagen matchar skuldernas mognad och livslängden på tillgångarna. En teori klarar inte ensam av att förklara hur företaget bestämmer sin kapitalstruktur, dock kan en kombination av flera teorier ge en bättre förklaring.

Abstract

- Title:** What are the determinants of capital structure?
- A survey on the Swedish stock exchange
- Seminar date:** 22nd December 2005
- Course:** Bachelor thesis in Business Administration,
10 Swedish Credits (15 ECTS)
- Authors:** Pontus Andersson
Richard Robinson
Wictor Rössler
- Advisors:** Göran Anderson
Maria Gårdängen
- Five key words:** Capital structure, Graham & Harvey, Pecking-order, Trade-off theory, survey
- Purpose:** The purpose of our paper is to study the determinants of capital structure on the Swedish stock exchange. We will also study the importance of the determinants according to the study by Graham & Harvey.
- Methodology:** We have used a quantitative method based on a survey. To test the significance of the theory we have used a deductive approach.
- Conclusions:** We have come to the conclusions that our results are comparable with Graham & Harvey's study. The determinant that affects the capital structure the most is financial flexibility. Other determinants are rating, target-debt-ratio and matching-maturity principle. Capital structure can not be explained only by one single theory. A combination of more than one will give a better explanation.

FÖRORD

Inledningsvis vill vi tacka våra respondenter som har bidragit med värdefull information till uppsatsen. Dessutom vill vi tacka våra handledare, Maria Gårdängen och Göran Andersson. Genom bra respons från handledare och företag har skrivprocessen varit inspirerande.

Lund den 22 december 2005

Pontus Andersson

Richard Robinson

Wictor Rössler

Innehållsförteckning

1. INTRODUKTION	7
1.1 BAKGRUND.....	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	8
1.3 PROBLEMFÖRMULERING.....	9
1.4 SYFTE	10
1.5 DEFINITION.....	10
1.7 MÅLGRUPP	10
1.8 DISPOSITION	11
2. METOD	12
2.1 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	12
2.2 DEDUKTIV ANSATS	13
2.3 KÄLLHÄNVISNING.....	13
2.4 PRIMÄR- OCH SEKUNDÄRDATA	13
2.4.1 Enkätundersökning.....	14
2.4.2 Bearbetning av data.....	15
2.5 RELIABILITET.....	15
2.6 VALIDITET.....	16
2.7 KÄLLKRITIK.....	16
3. TEORI	17
3.1 VAL AV TEORI	17
3.1.1 Disposition teoriavsnitt	18
3.2 TRADE-OFF TEORI.....	19
3.2.1 Financial distress.....	19
3.2.2 Agent teorin	20
3.2.2.1 Konflikt mellan långgivare och aktieägare	20
3.2.2.2 Konflikt mellan ledning och aktieägare.....	21
3.3 ASYMMETRISK INFORMATION.....	21
3.3.1 Pecking-Order Teorin	22
3.3.2 Rörelse i aktiepriset.....	24
3.3.3 Kreditvärdering.....	24
3.4 FAKTORER SOM BESTÄMMER KAPITALSTRUKTUREN	24
3.4.1 Ägarkontroll.....	25
3.4.2 Riskhantering.....	25
3.4.3 Ränteläge.....	25
3.4.4 Nyemission.....	26
3.4.5 Bonusprogram för anställda.....	26
4. RESULTAT OCH ANALYS	27
4.1 SVARFREKVENNS	27
4.2 VAL AV KAPITALSTRUKTUR MED TRADE-OFF TEORI	28
4.3 AGENT TEORIN.....	33
4.3.1 Konflikt mellan långgivare och aktieägare	33
4.3.2 Konflikt mellan ledning och aktieägare	34
4.4 ASYMMETRISK INFORMATION.....	35
4.4.1 Pecking-Order teorin	35

4.4.2 Rörelse i aktiepriset.....	39
4.4.3 Kreditvärdering.....	40
4.5 FAKTORER SOM BESTÄMMER KAPITALSTRUKTUREN	41
4.5.1 Ägarkontroll.....	41
4.6 RISKHANTERING.....	43
4.7 RÄNTELÄGE.....	44
4.8 NYEMISSION	45
4.9 BONUSPROGRAM FÖR ANSTÄLLDA.....	46
5. SLUTSATSER	47
6. FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING	49
7. KÄLLFÖRTECKNING	50
7.1 FORSKNINGSARTIKLAR.....	50
7.2 BÖCKER.....	51
7.3 ELEKTRONISKA KÄLLOR.....	51
7.4 RAPPORTER.....	52
7.5 DATABASER.....	52
BILAGOR.....	53
BILAGA 1	53
BILAGA 2	54
BILAGA 3	55
BILAGA 4	59
BILAGA 5	60
BILAGA 6	60
BILAGA 7	61
BILAGA 8	61
BILAGA 9	62

1. Introduktion

I detta inledande kapitel redogör vi för en allmän bakgrund och utveckling kring ämnet kapitalstruktur. Vidare följer problemdiskussionen där vi diskuterar de frågeställningar som utgör grunden för vår uppsats, vilka senare sammanfattas i problemformuleringen. Därefter följer uppsatsens syfte. Avslutningsvis presenteras definition, avgränsningar, målgrupp och disposition.

1.1 Bakgrund

Enligt rapporten från ”Standard & Poors” den 14 december 2005 har kapitalstrukturen hos de europeiska företagen förändrats under de senaste åren. Rapporten tar upp och analyserar hur andelen skulder har ökat i flera branscher i Europa. Den pekar framförallt på att denna förändring kommer att medföra ökad skuldsättning för företag och därmed ökad financial distress. Orsaken till denna förändring ligger enligt Standard & Poors i de fusioner och förvärv som utförts tidigare, främst inom industrin och försäkringsbranschen. Utifrån detta kan man konstatera att utformningen av kapitalstrukturen skiljer sig från företag till företag. Vidare skiljer sig företag åt i sin kapitalstruktur beroende på vilka faktorer som är lämpligast och har störst betydelse för företagets finansiella strategi.

Ledningen har två huvudalternativ när det gäller finansiering. Antingen väljer man enbart eget kapital och förblir obelånat eller väljer man en mix av skulder och eget kapital.

År 1958 lade Modigliani & Miller fram sin nu välkända artikel om kapitalstruktur: ”The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment.” Denna artikel kom att bli grundstenen för framtida forskning inom ämnet. Modigliani & Miller framhäver i sin artikel att företag inte erhåller några komparativa fördelar genom förändringar av kapitalstrukturen. Det utstående värdet av bolaget är enligt Modigliani & Miller detsamma oavsett vilken form av kapitalstruktur man använder. Denna teori är relevant om företagen befinner sig i en värld utan skatt. Verkligheten är dock en annan och av den anledningen har Modigliani & Miller lagt fram samma teori där hänsyn tagits till skatteeffekten. Det har visat sig att belånade företag kan utnyttja vissa faktorer och därmed erhålla skattetekniska fördelar (Ross et al, 2002).

Kostnaden för eget kapital är högre än kostnaden för skulder, det är därför fördelaktigt att vara skuldsatt. Vidare finns det möjligheter till skattetekniska fördelar vid belåning. En annan aspekt kan vara att transaktionskostnaderna är lägre för företag till skillnad från vid nyemission då dessa kostnader är högre. Det som hindrar många företag att aktivt involvera sig i kapitalstrukturen är en hög financial distress samt risken om ett finansiellt misslyckande (Arnold, 2005).

Tidigare gjorda studier på ämnet har ofta haft som uppgift att ta reda på den optimala kapitalstrukturen, det vill säga finna den rätta balansen mellan eget kapital och skulder för att få den lägsta möjliga kapitalkostnaden (Ross et al, 2002).

Ett annat exempel på studier är Titman & Wessels (1988). Studien tar upp vilka faktorer som i huvudsak bestämmer kapitalstrukturen hos ett företag. De faktorer som framkommer är bland annat den allmänna tillgångstrukturen, storleken på företaget, vinstvolatiliteten och risken. Faktorn risk har stor betydelse när det gäller skuldsättning. Risken att utsättas för agent- och konkurskostnader medför en försiktighet hos företagen när de ska låna och har därmed en avgörande roll vid utformningen av kapitalstrukturen.

I ovan nämnda studie försöker man inte urskilja ifall det finns faktorer som utmärker sig extra i utformningen av kapitalstrukturen utan nöjer sig med att konstatera vilka faktorer som förekommer. Det har kommit en studie, ”Theory and practice of corporate finance: evidence from the field”, som förutom de faktorer som bestämmer kapitalstrukturen, även nämner i vilken grad de påverkar besluten för kapitalstrukturen. Detta ger information om hur olika finansiella beteenden och strategier kan härledas till olika faktorer (Graham & Harvey, 2001).

1.2 Problemdiskussion

Ett företag kan välja olika storleksförhållande mellan eget kapital och skulder. Det finns flera olika teorier och empiriska studier om hur företag väljer finansiell struktur. Modigliani & Millers (1958) teori menar att ett företags värde är konstant oavsett skuldsättningsgrad, vilket är en skarp kontrast till Myers & Majlufs (1984) Pecking-order teori. Myers & Majluf förklarar varför ett företag bestämmer sig för en viss ordningsföljd vid val av finansieringssätt. Jensen & Mecklings (1976) Agent teori redogör för den intressekonflikt som

kan uppstå mellan principalen (aktieägarna) och agenten (företagsledning) och hur det påverkar den finansiella strukturen företaget.

Det har gjorts många studier kring vad som kan tänkas ligga bakom valet av kapitalstruktur. Flertalet av dessa studier är dock gjorda på utländska marknader. I studien ”Theory and practice of corporate finance: evidence from the field” gjord av Graham & Harvey (2001) undersöker de vilka faktorer som bestämmer valet av kapitalstruktur för företagen på ”Fortune 500”. I studien framkommer det en mängd faktorer som bestämmer utformningen av kapitalstrukturen. Faktorernas betydelse rangordnas även i studien. Liknande studier gjorda på svenska företag har vi ej funnit.

Vi anser det därför vara relevant att genomföra en likadan studie baserad på svenska förhållanden. Våra resultat kommer att analyseras och jämföras med Graham & Harveys studie. Vi ställer oss bland annat frågorna: Finns det stöd för våra resultat i Graham & Harveys studie? Skiljer sig svaren åt mellan studierna? Vad kan ligga bakom eventuella skillnader i studierna?

1.3 Problemformulering

Utifrån ovanstående problemdiskussionen ställer vi oss följande frågor:

- Vilka faktorer bestämmer svenska företags val av kapitalstruktur?
- Hur ser rangordningen ut bland faktorerna som bestämmer ett företags val av kapitalstruktur?
- Finner uppsatsens resultat stöd i studien “Theory and practice of corporate finance: evidence from the field” av Graham & Harvey (2001)?

1.4 Syfte

Syftet med vår uppsats är att ta reda på vilka faktorer som bestämmer valet av kapitalstruktur hos företag på Stockholmsbörsen¹ med utgångspunkt från Graham & Harveys studie. Vidare ämnar vi utreda hur viktiga faktorerna är för utformningen av kapitalstrukturen hos företag och om vi kan finna stöd för våra resultat i Graham & Harveys studie.

1.5 Definition

Vi följer Graham & Harveys riktlinje vad gäller storleken på företagen, vilken kräver en omsättning på en miljard US-dollar eller mer. Vidare ska företagen enligt Graham & Harvey vara noterade på börsen. Omsättning (bokslut 2004) för företagen i undersökningen definieras efter indexet från www.sverigesstorstaforlag.com. Företagen som deltagit i undersökningen namnges här i uppsatsen som respondenter.

1.6 Avgränsningar

Graham & Harvey har i sin studie undersökt både ”små” och ”stora” företag. Vi har valt att endast studera ”stora” företag eftersom undersökningen annars skulle bli alltför omfattande.

1.7 Målgrupp

Vi vill med vår uppsats locka läsare främst från Lunds Universitet i form av lärare och studenter, men vi ser gärna intressenter från andra lärosäten. Vidare önskar vi också att se representanter från näringslivet som möjliga läsare.

¹ Stockholmsbörsen: A-listan, Mest omsatta, O-lista, Attract 40

1.8 Disposition

INTRODUKTION

Kapitel 1 redogör vi för en allmän bakgrund och utveckling kring ämnet kapitalstruktur. Vidare följer problemdiskussionen där vi diskuterar de frågeställningar som utgör grunden för vår uppsats, vilka senare sammanfattas i problemformuleringen. Därefter följer uppsatsens syfte. Avslutningsvis presenteras definition, avgränsningar, målgrupp och disposition.

METOD

Kapitel 2 presenteras tillvägagångssättet för insamling av data, vilka i sin tur ligger som grund för att besvara problemställningen. Vi avslutar med att diskutera uppsatsens reliabilitet och validitet.

TEORI

Kapitel 3 inleds med en diskussion över vilka teorier som är lämpliga i ämnesområdet. Därefter följer en disposition över teoriavsnittet. Vidare introduceras Trade-off teorin, Agent teorin och Pecking-order teorin. Avslutningsvis presenteras faktorer som påverkar kapitalstrukturen.

RESULTAT OCH ANALYS

Kapitel 4 börjar med en sammanställning och tolkning av materialet från vår undersökning. I avsnittet presenteras resultaten som är indelat efter teori och koncept. I början av varje analysdel ges en kort version av behandlad teori och koncept. Därefter behandlar vi faktorerna från de olika tabellerna under relevant teori och koncept.

SLUTSATS

Kapitel 5 avslutar uppsatsen med att presentera slutsatserna som vi dragit utifrån resultaten från vår enkätundersökning samt en sammanfattning utifrån teorin. Avslutningsvis sammanfattar vi de jämförelser som gjorts mot Graham & Harveys studie.

2. Metod

I detta kapitel presenterar vi tillvägagångssättet för insamling av data, vilka i sin tur ligger som grund för att besvara problemställningen. Vi avslutar med att diskutera uppsatsens reliabilitet och validitet.

2.1 Tillvägagångssätt

Som vi tidigare nämnt avser vi att undersöka vilka faktorer som bestämmer valet av kapitalstruktur hos svenska företag. Det finns redan flera studier som behandlar valet av kapitalstruktur, men dessa studier är främst gjorda på utländska företag. För att göra vår undersökning mer tillförlitlig väljer vi att utgå ifrån en tidigare gjord studie. Den studie som vi väljer att jämföra våra resultat med är studien "Theory and practice of corporate finance: evidence from the field" av Graham & Harvey 2001. Deras studie är utförd på börsnoterade företag i USA som tillhör "Fortune 500". Studien tar upp vilka faktorer som bestämmer valet av kapitalstruktur för både "små" och "stora" företag. Undersökningens syfte är att ta reda på vilka faktorer som bestämmer valet av kapitalstruktur hos företag på stockholmsbörsen med utgångspunkt från Graham & Harveys studie. Urvalskriterierna för "stora" företag i Graham & Harveys studie är att företagen skall ha en omsättning på en miljard US-dollar eller mer och att de är börsnoterade. Vi inkluderar således alla företag från Stockholmsbörsen i denna undersökning som har en omsättning på en miljard US-dollar eller mer. Hur stor de utvalda företagens omsättning är hämtar vi från indexet "www.sverigesstorstaforetag.com" från 2004

För att göra en likadan undersökning som Graham & Harvey använder vi kvantitativ metod. Det kvantitativa tillvägagångssätt vi använder är i form av en enkätundersökning som vi utför på de utvalda företagen på Stockholmsbörsen. Fördelen med att använda den kvantitativa ansatsen är att man lättare kan strukturera svaren, då vi kan kvantifiera och rangordna dem, vilket även underlättar för oss när vi jämför resultaten mot Graham & Harveys studie.

2.2 Deduktiv ansats

I detta arbete utgår vi från de teoretiska modeller som beskriver valet av kapitalstruktur. Vi analyserar sedan om vi finner något stöd för dessa modeller genom resultaten vi får fram i vår undersökning. Vi ämnar således inte skapa ny teori utifrån resultaten i denna uppsats, därför tillämpar vi en deduktiv ansats eftersom den kännetecknas av en teoretisk utgångspunkt som bekräftar eller förkastar teorin genom empirisk undersökning (Jacobsen, 2002).

2.3 Källhänvisning

Vi väljer att hänvisa till våra källor enligt Harvardsystemet, vilket innebär att källhänvisningarna anges i den löpande texten inom parentes (Pettersson, 1997). Vi anser att det är lättare för läsaren att följa med i resonemangen när många olika källor är inblandade. Det blir lättare att se vilken källa som det hänvisas till, då den anges i direkt anslutning till texten och man tappar inte flytet i läsningen.

2.4 Primär- och sekundärdata

Vi använder oss av både primär- och sekundärdata när vi skriver denna uppsats. Den primärdata som vi använder oss av är hämtad från förstahandskällor, det vill säga ifrån de respondenter som svarat på enkätundersökningen som vi utfört på de utvalda företagen (Jacobsen, 2002).

Vi använder oss även av sekundärdata, det vill säga andrahandskällor. Sekundärdata hjälper oss att skapa en större helhetsbild över ämnet kapitalstruktur jämfört med om vi enbart skulle intervjua de utvalda företagen. Den sekundärdata vi använder i denna uppsats hämtar vi från tidigare studier, då främst från Graham & Harveys studie, artiklar, böcker samt från aktuella hemsidor på Internet (Jacobsen, 2002).

2.4.1 Enkätundersökning

Vi väljer att hålla oss till några få frågor för att vi vill gå mer in i djupet på dessa. Vi utformade därför en enkätundersökning som innehåller sex kärnfrågor. Efter varje fråga följde fem till tio stycken påståenden/faktorer som påverkar den ställda frågan. De intervjuade svarade sedan utifrån en skala från ”noll” till ”fyra” på hur mycket dessa påståenden/faktorer påverkar den ställda frågan. En ”nolla” betyder ”inte viktig” och en ”fyra” betyder ”mycket viktig”.

För att tillförlitligheten ska vara så hög som möjligt i denna uppsats är det viktigt att den intervjuade på varje företag är insatt inom detta ämne samt att respondenten har tillgång till information som krävs för att svara på dessa frågor angående företagets kapitalstruktur. För att ytterligare öka tillförlitligheten i resultaten valde vi att använda oss av två företag som pilotfall. Vi e-mailade enkätfrågorna till de två företagen och tog sedan via telefonkontakt reda på om det fanns några oklarheter angående formuleringar och förklaringar till frågorna och påståendena/faktorerna. Vi tog sedan till oss synpunkterna och förtydligade påståendena/faktorerna för att därefter gå vidare med den omarbetade enkätundersökningen till de resterande företagen.

Vi inledde således enkätundersökningen med att besöka hemsidan till varje företag som ingår i vårt urval för att ta fram den information som behövs för att kontakta företaget. Efter detta ringde vi till de undersökta företagen och bad att få tala med ekonomichefen som är insatt och har tillgång till svaren på frågorna angående valet av kapitalstruktur. Vi skickade sedan ut enkäten till de företag som var villiga att svara på enkäten, via studentmail-adressen till vederbörande person på respektive företag. Vi valde att skicka ut enkätundersökningen via studentmailen då det förmodligen ger ett mer seriöst intryck, vilket vi hoppades skulle leda till att svarsfrekvensen skulle öka. För att försäkra om oss om att e-posten nådde fram skickade vi även en svarsbekräftelse. Till de respondenter som inte svarat inom tre dagar skickade vi ut en påminnelse där vi bad dem svara på enkäten och samtidigt passar på att tacka för visat intresse. Hade de trots detta inte svarat efter ytterligare en vecka ringde vi återigen upp vederbörande för att vänligen be dem medverka i undersökningen.

Efter uttryckliga önskningar från respondenterna som deltog i undersökningen om att förbli anonyma utelämnade vi sådana data som kan härledas till person eller företag. Det finns dock en lista utan rangordning eller branschindelning över de utvalda företagen.

2.4.2 Bearbetning av data

Vi sammanställer alla svaren från respondenterna och utifrån datamaterialet räknar vi ut medelvärdet för varje faktor/påstående. Utöver detta räknar vi även ut hur många procent av respondenterna som har svarat antingen ”viktig” = 3 eller ”mycket viktig” = 4. Vi använder sedan ”medelvärdet” och ”andelen i procent” för att göra analyser och jämförelser med Graham & Harveys studie.

2.5 Reliabilitet

När det handlar om undersökningens reliabilitet måste vi vara medvetna om att undersökningsmetoden kan påverka resultatet vi får. Fördelen med enkätundersökning är att alla respondenter svarar på exakt samma enkät där de får exakt likadana instruktioner för hur de ska svara på enkäten. Vi får även vara uppmärksamma på att det kan vara upplägget av enkäten som vinklar eller skapar resultatet då frågorna och påståendena/faktorerna presenteras i en viss ordning. En nackdel med enkätfrågor med fasta svarsalternativ är att flexibiliteten försvinner och eventuella kommentarer till påståendena/faktorerna inte kan tas med. Fördelen är dock att enkätintervjun inte ger utrymme för respondenterna att ge ytterligare information till oss utöver de fasta svarsalternativen, vilket gör att undersökningen förblir som vi tänkt oss från början (Jacobsen, 2002). Tillförlitligheten i svaren bör även öka då företagens svar är anonyma, vilket gör att de inte hindras av att tala om känslig information som kan knytas till företaget i fråga.

2.6 Validitet

Intern validitet fokuserar på resultatens giltighet (Jacobsen, 2002). Det finns olika sätt för oss att pröva giltigheten i våra resultat. Ett sätt är att efter undersökningen genomförts undersöka om intervjuobjekten känner igen sig i resultaten, vilket vi också gör med respondenterna i ”pilotföretagen”. Vi måste dock ta hänsyn till möjligheten att intervjuobjekten inte vill lämna riktig information. Genom att intervjua flera personer med samma position i olika företag får vi information om ämnet från flera oberoende källor vilket i sin tur ökar giltigheten i resultaten från enkätundersökningen (Jacobsen, 2002).

Extern validitet handlar om resultatens överförbarhet, det vill säga i vilken grad resultaten kan generaliseras (Jacobsen, 2002). Vi har erhållit tillräckligt många svar för att resultaten ska vara statistiskt säkerhetsställda. Resultaten från undersökningen är därmed överförbara till andra börser så länge företagen väljs efter samma urvalskriterier som vi använder.

2.7 Källkritik

Det är mycket viktigt att vi förhåller oss kritiskt till den insamlade informationen. Information vi använder från andrahandskällor är från början skriven utifrån ett annat syfte än det vi har med denna uppsats. Vi kan även inte försäkra oss om att informationen från enkätundersökningen som respondenterna lämnar är sann. Vi försöker därför upptäcka och bli medvetna om eventuella osanningar de skulle kunna lämna. Genom att återge informationen som vi fått genom enkäten på ett så utförligt sätt som möjligt, möjliggör vi för läsaren att själv undersöka resultaten och dra sina egna slutsatser (Alvesson & Sköldberg, 1994).

3. Teori

Teorikapitlet är grundvalen för analysen och slutsatserna. Kapitlet inleds med en diskussion över vilka teorier som är lämpliga i ämnesområdet. Därefter följer en disposition över teoriavsnittet. Vidare introduceras Trade-off teorin, Agent teorin och Pecking-order teorin. Avslutningsvis presenteras faktorer som påverkar kapitalstrukturen.

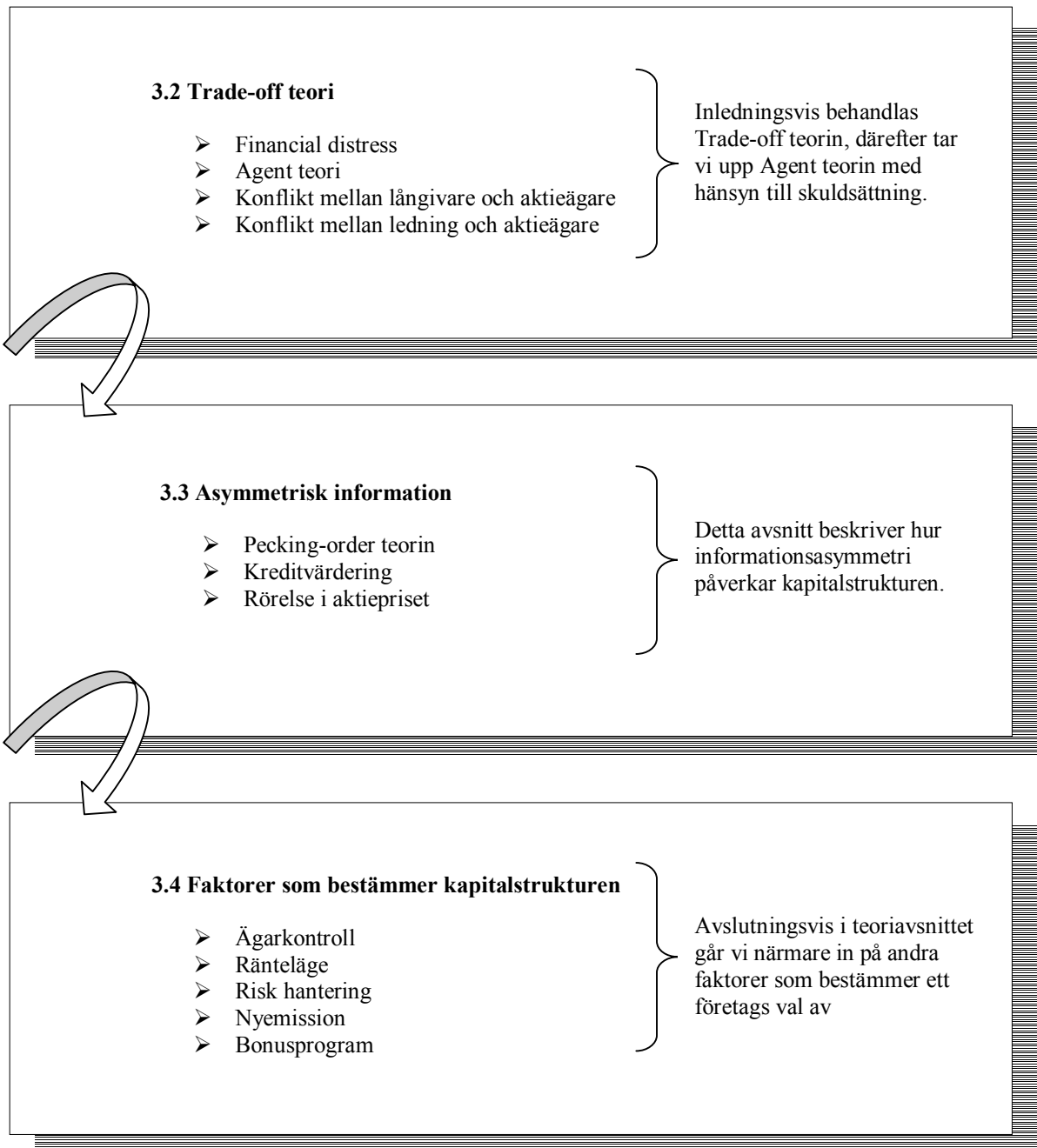
3.1 Val av teori

Flertalet olika teorier om vad som påverkar valet av kapitalstruktur, det vill säga förhållandet mellan eget kapital och skulder, har arbetats fram genom åren. Franco Modigliani & Merton Miller publicerade 1958 en artikel angående kapitalstruktur. Där hävdar de att ett företags värde är detsamma oberoende av vilken kapitalstruktur man väljer. Inledningsvis finns där inget antagande om skatt i propositionen², utan man tvingas modifiera teorin för att anpassa den till verkligheten. Modigliani & Millers propositioner utgör en startpunkt för olika teorier om ett företags kapitalstruktur. Flertalet olika teorier har därefter utvecklats. En av de mest framträdande är Trade-off teorin. Den används frekvent idag, inte minst inom den akademiska världen. Trade-off teorin både förklarar och ger oss ett verktyg för att beräkna och hitta en optimal kapitalstruktur. En annan framträdande teori är Pecking-order teorin, vilken grundar sig i informationsasymmetrin. Denna teori försöker genom en framtagen hierarki förklara och observera mönster över hur företag väljer att finansiera sig. Den förklarar dock inte hur man kan räkna fram en optimal kapitalstruktur (Myers & Majluf, 1984). Jensen & Meckling (1976) förklarar den finansiella strukturen med Agent teorin. Teorin behandlar de intressekonflikter som uppkommer mellan principalen (aktieägare) och agenten (företagsledning).

Ovanstående teorier ligger till grund för vår analysdel. Därtill lägger vi sedan ett flertal faktorer som enligt tidigare studier påverkar kapitalstrukturen. För att förtydliga för läsaren är teorier och faktorer uppdelade i olika avsnitt, då vissa faktorer kan tyckas vara snarlika teorier.

² Modigliani & Millers teori om kapitalstruktur

3.1.1 Disposition teoriavsnitt



3.2 Trade-off teori

Enligt Modigliani & Miller (1963) bör ett företag vara 100 % belånat, för att dra absolut fördel av skatteskölden. Hur som helst, 100 % belåning existerar inte i verkligheten eftersom det uppstår kostnader för att undvika konkurs. I deras propositioner är det antaget att det inte finns några kostnader för konkurs och det har visat sig att detta har inflytande när det gäller valet av kapitalstruktur. Trade-off teorin betonar att det för varje enskilt företag finns en unik optimal kapitalstruktur som innehåller en begränsad nivå för graden av skuldsättning. Optimal skuldsättningsgrad varierar från företag till företag av två speciella orsaker. Första orsaken är att företagsskatten varierar mellan olika företag, andra orsaken är att företag har olika förväntningar om framtida kostnader för ”financial distress” och konkurs på grund av ökad skuldsättning (Ogden et al, 2003, s.157).

Trade-off teorin ger oss en formel för att beräkna en optimal kapitalstruktur. Den baseras på värdet av ett obelånat företag där optimal kapitalstruktur hittas genom en trade-off punkt där fördelen av belåning balanseras av den extra kostnad som uppkommer genom ”financial distress” och konkurs. Modellen nedan visar hur man kan beräkna optimal kapitalstruktur:

Modell 3.2 Totalt marknadsvärde = värde av obelånat företag + nuvärde av skattesköld – nuvärde av kostnader för ”financial distress” och konkurs (Fritt översatt, Brealey et al, 1999, s.409).

3.2.1 Financial distress

”Financial distress: where obligations to creditors are not met or are met with difficulty”
(Arnold, G., 2005, s. 980.)

Belåning ger företaget skattefördelar, men sätter press på företaget eftersom ränta och amortering är ofrånkomliga, enligt Trade-off teorin. Ju närmare företaget kommer konkurs desto högre kostnader blir det för ”financial distress”. Den maximerade graden av ”financial distress” är konkurs där ägarskapet av företagets tillgångar transfereras från aktieägarna till låntagarna (Arnold, 2005).

Arnold (2005) menar att konkurskostnader kan delas in i två typer: indirekta och direkta kostnader.

Indirekta kostnader är ekonomiska förluster som är direkt relaterade till konkursförfarandet, det vill säga inga utgifter. Exempel på indirekta kostnader är förlorade affärer, förlust av nyckelpersoner efter konkurs, företag tvingas sälja tillgångar till lägre pris än vad de är värda samt att man säljer av lönsam verksamhet för att de genererar mest likvida medel.

Vid själva konkursförfarandet är direkta kostnader de utgifter som man till exempel betalar för advokater, investment banker, administrationskostnader och den tid ledningen spenderar för att undvika konkurs.

3.2.2 Agent teorin

Jensen & Meckling (1976) är upphovsmän till Agent teorin. Teorin har sin utgångspunkt i att visa relationen mellan principalen och agenten. Kortfattat kan man beskriva att principalen, i detta fall aktieägarna, ger agenten (ledningen) ett uppdrag som de ska utföra. Till följd av separation av ägande och kontroll uppkommer det intressekonflikter. Bakgrunden till dessa intressekonflikter är antagandet att ledningen är nyttomaximerande, det vill säga man handlar till egen fördel och inte i aktieägarnas bästa intresse. Följden blir att det uppkommer agent kostnader. Det finns två typer av agent kostnader: kostnader för eget kapital och kostnader för skulder.

3.2.2.1 Konflikt mellan långgivare och aktieägare

Agent kostnader för skulder uppkommer som ett resultat i intressekonflikten mellan långgivare och aktieägare. Grunden till detta är att man antar att ledningen agerar i aktieägarnas intresse. När företaget tar långfristiga lån vill ägarna investera i mer riskfyllda projekt. Blir det en lyckad investering ökar ägarnas avkastning medan långgivarna erhåller samma betalning. Skulle utfallet däremot bli det motsatta får långgivarna dela kostnaderna med ägarna vid eventuell konkurs. Allt eftersom skuldsättningsgraden ökar, stiger långgivarnas premium krav med anledning av ökad risk i företag. Således blir det i slutändan aktieägarna som blir

kostnadsbärare av intressekonflikten. Resultatet av denna konflikt kan innebära att företag med långfristigt riskfyllda skulder utstående frekvent kan *underinvestera*³ (Ogden et al, 2003).

3.2.2.2 Konflikt mellan ledning och aktieägare

Agent kostnader för eget kapital grundar sig i att ledningen inte verkar i aktieägarnas intresse. Det vill säga, ledningen har privata intressen att *överinvestera*.⁴ Ägarna tvingas därmed vidta åtgärder för att inverka på ledningens aktioner. Ett sätt att minska kostnaderna är att öka skuldsättningsgraden. Detta innebär att ledningen får mindre handlingsutrymme i form av mindre medel då man tvingas till utbetalningar för räntor och amorteringar (Ogden et al, 2003.). Studier utförda av Hanka (1998) visar att skuldsättning av företaget har den effekten att ledningen agerar mer disciplinerat och att ersättningar håller sig på en marknadsmässig nivå.

Stulz (1988, s.23) hävdar om ett företag har en rätt mix av skulder och eget kapital kan både problemet med underinvestering och överinvestering lindras.

3.3 Asymmetrisk information

Teorier som behandlar problematiken om asymmetrisk information menar att skuldsättning kan ha effekt på värdet av företaget (Ogden et al, 2003, s.181). Leland & Pyle (1977) hävdar att skuldfinansiering via finansiella intermediärer kan lindra problemet med Asymmetrisk information. Detta genom att finansiella intermediärer får tillgång till privat information om företaget och man kan då göra en rättvis bedömning av värdet på skulden. Samtidigt är allt material som de finansiella intermediärerna får tillgång till strikt konfidentiellt. På så sätt riskerar företaget inte att avslöja information till marknaden.

³ Ledningen för företaget tvingas tacka nej till lönsamma investeringar på grund av intressekonflikt mellan aktieägare och långgivare

⁴ Ledningen för företaget investerar i privata intressen

3.3.1 Pecking-order teorin

Myers & Majluf (1984) förklarar observerade mönster av de preferenser företag har när de väljer finansieringskälla. Bakgrunden till Pecking-order teorin är att det finns informationsasymmetrier mellan företagsledningen och kapitalmarknaden. Teorin grundar sig i två antaganden. Det första är asymmetrisk information, vilket innebär att aktörer på kapitalmarknaden inte har tillgång till samma information som ledningen om företagets ställning och framtida investeringsmöjligheter. Det andra antagandet är att ledningen agerar i existerande aktieägares intresse.

Nedan presenteras de punkter som kan sammanfatta Pecking-order hierarkin.

(Myers, 1984, s.581)

1. Företag föredrar internt tillförda medel framför alla sorter av utomstående finansieringsmöjligheter.
2. Om ett företag måste använda sig av extern finansiering väljer man i första hand den minst riskfyllda (lån).
3. När ett företag tvingas tillgripa mer extern finansiering kommer bolaget att arbeta sig fram igenom en speciell hierarki av olika finansieringssätt. I först hand används interna medel, i andra hand vanliga lån vilka har lägre risk och är därmed billigare. Tredje steget är konvertibler. Sist väljer man att finansiera verksamheten med nyemission.

Myers & Majluf (1984, s.581) skiljer mellan internt och externt kapital, vilka placeras högst respektive lägst i hierarkin. Pecking-order hypotesen levererar därmed ingen modell för att beräkna optimal kapitalstruktur.

En orsak till att man väljer att placera nyemissioner i botten av hierarkin är att marknaden uppfattar det som en signal på problem, som en sista utväg att kunna finansiera ett projekt. Detta förklaras genom att företagsledningen endast ger ut nya aktier när de anser att aktien är övervärderad. Företag med undervärderade aktier kommer generellt sett att använda sig av lånat kapital. Kontentan blir att om ett företag vid finansiering av nya lönsamma projekt inte

klaras av att kommunicera rätt information till kapitalmarknaden får de problem med att emittera nya aktier till rätt pris (Myers & Majluf, 1984).

Myers & Majluf (1984) visar även på att informationsasymmetrier existerar när man behöver extern finansiering i form av vanliga lån. Långgivare har svårt med att avgöra om den aktuella investeringen i framtiden kommer att visa sig lönsam. Ett annat problem är att det är svårt att bedöma företagets återbetalningsförmåga. Till följd av detta ökar företagets kapitalkostnader när informationsasymmetrin ökar. Om informationsasymmetrin mellan långgivare och företag blir för stora kan det innebära att kapitalkostnaderna skjuter i höjden och därmed tvingar företaget att avstå investeringar med positivt nettonuvärde. En lösning på problemet är att man har en reserv av finansiella medel som kan användas när det uppstår olika investeringsmöjligheter, exempelvis till nya projekt eller förvärv av andra företag.

Pecking-order teorin förklarar olika kapitalstrukturfenomen som varför skuldsättningsgrad och lönsamhet är omvänt relaterat. Den klargör dessutom varför marknaden reagerar negativt på nyemissioner. Avslutningsvis förklarar den varför företag väljer att ha likvida medel i stor mängd istället för skulder som Trade-off teorin förespråkar.

Pecking-order teorin skiljer vid jämförelse med Trade-off teorin på följande punkter:

- *Det finns inte en optimal skuldsättningsgrad*, den avgörande faktorn när företag behöver finansiera ett projekt är om de vid denna tidpunkt har ett underskott av kassaflöde, vilket innebär att extern finansiering krävs, eller ett överskott som medför att man väljer internt tillförda medel som finansieringskälla (Ogden et al, 2003).
- *Lönsamma företag har lägre skuldsättningsgrad*, vilket beror på att de i stor utsträckning kan använda sig av internt tillförda medel i stället för externt kapital (Arnold, 2005).
- *Företag vill ha en finansiell flexibilitet*, det är nödvändigt att företaget inte tvingas till att lägga ned positiva nettonuvärde projekt på grund av att man inte har tillgång till kapital. Man ska alltid vara i den positionen att man kan få tillgång till kapital även om tiderna är dåliga. Ett företag med en stark finansiell position och en stark balansräkning har större möjlighet att i framtiden få tillgång till kapital vid en

eventuell vikande ekonomi. Målet är att ha en finansiell flexibilitet, det vill säga bibehålla en adekvat lånekapacitet (Weston & Brigham 1990).

Arnold (2005) pekar på ytterligare en faktor som talar för en Pecking-order hierarki. Att emittera nya aktier är mycket mer kostsamt än att ta lån med anledning av transaktionskostnader. Lån är i sin tur dyrare än att nyttja tidigare genererade vinster. Följaktligen talar existerande transaktionskostnader för att man väljer att följa Pecking-order hierarkin.

3.3.2 Rörelse i aktiepriset

Loughran & Ritter (1995) förklarar att företag inte emitterar nya aktier när aktiepriset är undervärderat. De väntar till det blir ett ”Window of opportunity”, vilket innebär att ett nyligen ökat aktiepris eller en övervärderad aktie ger företaget ett tillfälle att genomföra en nyemission. Lucas & McDonald (1990) ser det istället ur ett informationsasymmetriskt perspektiv. De menar att företag väntar med att emittera nya aktier efter det att en ”god nyhet” kommer ut på marknaden. För att på så sätt dra nytta av en efterföljande uppgång i aktiepriset.

3.3.3 Kreditvärdering

Företag har mer information än kapitalmarknaden när det gäller deras kreditvärdighet. Detta medför att företag hellre lånar kortfristigt i än långfristigt då man förväntar sig en bättre rating av företaget i framtiden (Flannery, 1986).

3.4 Faktorer som bestämmer kapitalstrukturen

Vi har hittills introducerat teoretiska modeller bakom en optimal kapitalstruktur. Vidare så kommer vi kortfattat att redogöra för andra faktorer som styr valet av kapitalstruktur:

3.4.1 Ägarkontroll

Stulz (1988) hävdar att en viss typ av kapitalstruktur påverkar huruvida företaget blir en potentiell uppköpskandidat eller inte. Vidare är det fördelaktigt om företagets ledning är aktieägare. Företaget står dessutom starkare vid ett eventuellt hot om uppköp om ledningen äger aktier i företaget. Detta grundar sig i att förvärvaren tvingas betala ett högre premium för uppköp. Med andra ord leder rätt skuldsättningsgrad till ett effektivt ägarskap. Argumentationen heter ”Takeover premium argument”.

3.4.2 Riskhantering

Ett traditionellt handlingsätt när företaget skall välja mellan kortfristiga och långfristiga lån är att tillämpa ”*maturity-matching principle*”. Företag försöker matcha mognaden mellan tillgångar och skulder. Med denna metod använder man kortfristiga lån när man behöver finansiera kortfristiga tillgångar och långfristiga lån när man behöver finansiera långfristiga tillgångar. Denna princip ger företaget tre viktiga fördelar: (1) Bolagets finansiella flexibilitet förbättras, (2) de totala finansieringskostnaderna minimeras, och (3) företagets risk för konkurs reduceras (Ogden et al, 2003).

Ett annat handlingsätt företag använder sig av för att hantera risk är att låna långfristigt för att undvika att behöva söka nytt kapital i ”dåliga tider” (Graham & Harvey, 2001). Vidare försöker multinationella företag använda sig av en naturlig hedge, det vill säga att dotterbolag i utlandet finansierar projekt i lokal valuta för att försäkra sig mot eventuella kursförändringar (Graham & Harvey, 2001).

3.4.3 Ränteläge

Företag påverkas av räntan eller ränteförhållandet mellan kortfristiga och långfristiga lån när man väljer att ta lån (Graham & Harvey, 2001).

3.4.4 Nyemission

Brealey et al (1996, s.396) hävdar att det generellt finns en tro bland företagens ekonomichefer att nyemission ger en utspädning av aktieägarnas andel av vinst per aktie.

3.4.5 Bonusprogram för anställda

Företaget behöver aktier för att kunna genomföra olika aktie och optionsprogram till anställda i företaget. Företaget kan då tvingas att emittera nya aktier (Graham & Harvey, 2001).

4. Resultat och Analys

Resultat och analyskapitlet omfattar en sammanställning och tolkning av materialet från vår undersökning. I avsnittet presenteras resultaten som är indelat efter teori och koncept.

I början av varje analysdel ges en kort version av behandlad teori och faktor. Därefter behandlar vi faktorerna från de olika tabellerna under relevant teori och koncept.

4.1 Svarsfrekvens

Av de 39 företag som ingår i urvalet har 30 företag svarat och nio företag fallit bort. De företag som fallit bort har inte kunnat svara på grund av vissa skäl, till exempel tidsbrist och att de inte vill ge ut sådan information. Vi har fått svar av **76,9 %** av de utvalda respondenterna vilket är en ”mycket hög” svarsfrekvens (Jacobsen, 2002, s 362). Vi redovisar en förteckning (**bilaga 2**) över de företag som svarat respektive inte svarat på enkätundersökningen.

Enligt en tumregel ger normalfördelningen en tillräckligt god approximation redan vid stickprovsstorleken $n = 30$ (Statistiska Institutionen, Umeå Universitet, 2005). Därför är det möjligt för oss att med statistisk säkerhet jämföra våra resultat med Graham & Harveys studie.

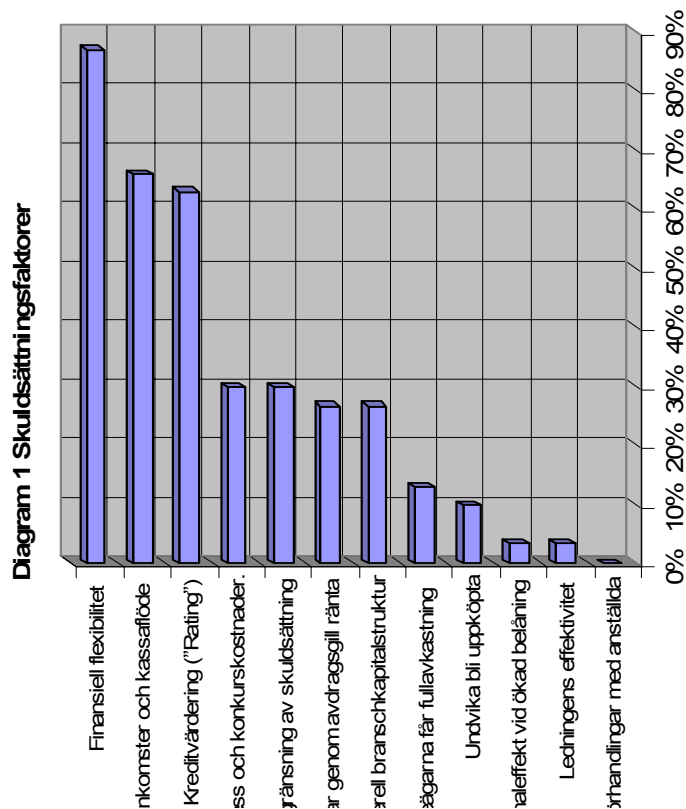
Analysen av vår enkätundersökning kommer i huvudsak bestå av de faktorer som vi tycker är de mest relevanta i sammanhanget. Vi föredrar att mera ingående analysera något färre faktorer, än att endast ytligt beröra samtliga faktorer. Dock kommer vi inte att bortse från övriga faktorer, utan vi har för avsikt att behandla även dessa, dock inte i samma utsträckning. Vidare i analysen väljer vi att behandla faktorerna under relevant teori och koncept. I början av varje analysdel ges en kort version av behandlad teori eller faktor, alltför att läsaren lättare ska kunna följa med i olika resonemang. Vi kommer dessutom genomgående att dra paralleller till Graham & Harveys studie. Tabeller över våra resultat presenteras löpande under resultat och analysdelen.

4.2 Val av kapitalstruktur med Trade-off teori

När teorier om kapitalstruktur tas upp för diskussion diskuteras det mycket frekvent om huruvida företagen är medvetna om vilka faktorer som bestämmer kapitalstrukturens utformning. Denna strategi av vägning mellan skulder och kapital härrör från Trade-off teorin som menar att för varje enskilt företag finns en unik optimal kapitalstruktur. För att undersöka närmare och fastställa om företagen som ingår i vår undersökning har en målkapitalstruktur det vill säga en strategi för hur deras kapitalstruktur ska se ut bad vi företagen svara på frågor i vår enkät. De faktorer som vi bad de utvalda företagen ta ställning till är följande:

Den generella kapitalstrukturen som företag har i er bransch. Faktor c, tabell 1.

Vi frågade företagen hur viktig de ansåg den generella kapitalstrukturen i branschen vara för att se om företag följer ett mönster beroende på bransch och tillhörighet. Denna faktor finner endast begränsat stöd hos företagen och förefaller därför inte spela en alltför betydande roll när företagen väljer sin kapitalstruktur. Det ger oss ett medelvärde på **1,72 i tabell 1**. I studien från Graham & Harvey kom man fram till samma slutsatser att den generella finansieringspolicyn i en viss bransch inte anses som viktigt för företagen. Ovan resultat tyder på att Trade-off teorin som säger att varje företag har en unik optimal kapitalstruktur kan var ett riktigt antagande.



Diagrammet visar hur många procent av respondenterna från undersökning som har svarat ”viktig” = 3 eller ”mycket viktigt”=4. Frågorna till diagram 1 går att finna i tabell 1.

Företaget har en hög skuldsättningsgrad vilket hjälper vid förhandlingar med anställda.

Faktor 1, tabell 1.

Om företaget använder en hög skuldsättningsgrad underlättar det vid förhandlingar med personalen. Detta ger företaget komparativa fördelar eftersom man inte behöver ge de anställda några vidare förmåner eller bonusprogram. En sådan åtgärd från företagets sida finner enligt vår undersökning ej något stöd bland de utfrågade. Svaren från företagen var entydiga då det inte var någon som svarade att denna faktor var viktig (3) eller mycket viktig (4) (**Medelvärde 0,58 i tabell 1**). Graham & Harveys studie bekräftar vårt resultat där den på samma sätt som vår undersökning erhåller lägst stöd. Resultatet visar att företag i USA eller Sverige inte bedriver personal politik på detta sätt.

Företaget vill bibehålla en viss skuldsättningsgrad (förhållandet mellan skulder och eget kapital). Faktor e, tabell 3.

Till skillnad från faktor f i tabell 4 om företag kan tänka sig ändra sin kapitalstruktur när de gör starka vinster, gav oss lågt stöd i undersökningen. Den behandlade faktorn i detta avsnitt torde visa på ett motsatt förhållande. Vår undersökning bekräftar också detta. **80 %** av företagen anser att denna faktor som viktig (3) eller mycket viktig (4) med ett medelvärde på **3,11 i tabell 3**. Utformning av kapitalstrukturen härrör från Trade-off teorin, den visar hur andelarna skulder och eget kapital ska vara fördelade. Företaget vill hitta en optimal avvägning mellan andelarna för att få tillgång till de fördelar som båda medför. En högre skuldsättning har till följd att ledningen får ett begränsat handlingsutrymme eftersom kostnaderna för lån och amorteringar tar över för mycket i verksamheten. Vårt resultat tyder på att en större andel företag i undersökningen vill bibehålla en viss skuldsättningsgrad. Till skillnad från Graham & Harveys studie visar deras resultat att faktorn inte har lika starkt stöd bland deras undersökta företag. Där ligger stödet på **51,59 %** det vill säga under det resultat vi visade i vår undersökning.

Det verkar därmed som att svenska företag har ett strikt mål att använda sig av en viss skuldsättningsgrad, det vill säga en målkapitalstruktur. Amerikanska företag verkar i större utsträckning använda sig av en flexibel målkapitalstruktur.

Företaget ökar belåningen när vinsten ökar kraftigt. Faktor h, tabell 4.

Denna faktor undersöker om företagen kan tänka sig ändra sin finansieringspolicy beroende på förändrade vinstförhållanden.

Vi frågade företag om de höjer sin skuldsättningsgrad när de gör starka vinster. Det visar sig att en större andel inte anser denna som en viktig faktor (**Medelvärde 0,72 i tabell 4**). Graham & Harveys studie påvisar inte heller att företagen skulle ändra sin kapitalstruktur enbart för att de gör starka vinster.

Trade-off teorin förklarar hur företagen ställer sig till skattefördelar gentemot skuldsättning. Genom denna faktor får vi information från företagen i vår enkät om de använder sig av skatteskölden.

Företaget får skattefördelar genom att räntan är avdragsgill. Faktor a, tabell 1.

Företagen som svarade på enkäten har en omsättning på 1 miljard US-dollar eller mer. Enligt Trade-off teorin är skattefördelarna extra stora hos större företag eftersom de betalar en stor andel skatt. Enligt Graham & Harvey anser 44.85 % att denna faktor är viktig (3) eller mycket viktig (4). Vi erhåller dock i vår enkät ett måttligt stöd för denna faktor (medelvärde 1,83 i tabell 1) där 26,7 % tycker den är viktig (3) eller mycket viktig (4).

Av ovan resultat verkar det som att amerikanska företag i större utsträckning än svenska företag utnyttjar skatteskölden. Svenska företag förefaller ha en mer restriktiv syn på skuldfinansiering vilket inte borde vara fallet av den anledningen att svenska företag torde kunna dra nytta av skatteskölden i samma utsträckning som amerikanska företag.

Tabell 1 Vilka faktorer påverkar ert företag när ni väljer er nivå för skuldsättning?

<i>Bestämmande faktor (rangordning efter medelvärdet)</i>	<i>Andel ”viktigt” eller ”mycket viktigt”</i>	<i>Medelvärde</i>
(g) Företagets finansiella flexibilitet (Vi har lite belåning så vi har tillräckligt med interna medel för att finansiera eventuella nya projekt i framtiden)	87,00 %	3,44
(h) Företagets volatilitet i inkomster och kassaflöde	66,00 %	3,00
(d) Företagets kreditvärdering (”Rating”)	63,00 %	2,94
(a) Företaget får skattefördelar genom att räntan är avdragsgill.	26,70 %	1,83
(i) Företaget begränsar sin skuldsättning för att visa leverantörer samt kunder att företagets framtid inte sätts på spel.	30,00 %	1,77
(b) Potentiella kostnader för financial distress och konkurskostnader. (”Financial distress: where obligations to creditors are not met or are met with difficulty”)	30,00 %	1,72
(c) Den generella kapitalstrukturen som företag har i er bransch	26,30 %	1,72
(n) Företaget minimerar belåning vid nya projekt så att aktieägarna får full avkastning och inte behöver betala ränta till långivare.	13,00 %	1,50
(m) Företaget säkerställer att ledningen arbetar effektivt genom att företaget har en viss mängd skulder vilket binder upp en del av kassaflödet till räntebetalningar.	3,30 %	1,22
(j) Företaget ser till så att skuldsättningen är tillräckligt hög för att undvika att bli en uppköpskandidat.	10,00 %	1,16
(k) Företaget signalerar vid ökad belåning till konkurrenterna att man sannolikt inte kommer att minska produktionen	3,40 %	0,94
(l) Företaget har en hög skuldsättningsgrad vilket hjälper vid förhandlingar för eftergivande med anställda.	0,00 %	0,58

Fotnot: bokstäverna till vänster om faktorerna ska ej ses som rangordning utan endast hjälpmedel för att förstå och jämföra med Graham & Harveys studie. Utöver detta fungerar tabellen så att den rangordnas efter medelvärdet. Kolumnen ”viktig” eller ”mycket viktigt” visar hur många procent av respondenterna som har svarat antingen ”viktig” = 3 eller ”mycket viktigt”=4

Tabell 2 Vilka faktorer påverkar företagets beslut om att låna kapital i utlandet?

<i>Bestämmande faktor (rangordning med viktigast först)</i>	<i>Andel ”viktigt” eller ”mycket viktigt”</i>	<i>Medelvärde</i>
(c) Det ger företaget en ”naturlig hedge”.(om utländska valutan minskar i värde, är man inte tvingad att betala i sek)	76,60 %	2,94
(e) Företagets ränta i utlandet är lägre än den svenska räntan.	26,60 %	1,72
(b) Företaget håller källan till kapitalet nära till användningen av kapitalet.	26,70 %	1,55
(a) Företaget har favoriserat skatteförhållande i utlandet relativt Sverige.	3,40 %	1,11
(d) Utländsk lag kräver att man lånar kapital i utlandet.	6,60 %	1,11

Fotnot: bokstäverna till vänster om faktorerna ska ej ses som rangordning utan endast hjälpmedel för att förstå och jämföra med Graham & Harveys studie. Utöver detta fungerar tabellen så att den rangordnas efter medelvärdet. Kolumnen ”viktig” eller ”mycket viktigt” visar hur många procent av respondenterna som har svarat antingen ”viktig” = 3 eller ”mycket viktigt”=4

4.3 Agent teorin

4.3.1 Konflikt mellan långgivare och aktieägare

Företags beslut påverkas om kapitalstrukturen innehåller långfristiga skulder. Långfristiga skulder gör att aktieägarna ”underinvesterar”. Ett företag kan minimera underinvesteringskostnaderna genom att använda sig av mer kortfristiga skulder.

Företaget minimerar låntagande vid nya projekt så att aktieägarna får full avkastning och inte behöver betala ränta till långgivare? Fråga n, tabell 1.

Vår undersökning liksom Graham & Harveys visar att problemet med underinvestering påverkar företagets finansieringspolicy mycket lite. (Medelvärde 1,5 i tabell 1)

Företaget lånar kortsiktigt för att maximera avkastningen för nya projekt till aktieägarna, i stället för att binda upp sig i långfristiga lån där ni tvingas betala räntekostnader till långgivarna långt efter avslutade projekt? Fråga d, tabell 5.

Här observerar vi en skillnad mellan vår studie och Graham & Harveys. Vår undersökning visar ett medelvärde på **1.73 i tabell 5** vilket inte är så högt, **26,7 %** av företagen tycker dock den är viktig (3) eller mycket viktig (4). Intressant är att motsvarande medelvärde för Graham & Harvey är **0.8** och att **9,48 %** tycker att den är viktig (3) eller mycket viktig (4). Det visar en tydlig skillnad. Resultaten pekar på att svenska företag i större utsträckning använder kortfristiga lån för att lindra problemet med underinvestering. Dock visar våra resultat att problemet med underinvestering inte är stort i svenska företag.

Ovan två faktorer (n i tabell 1 och d i tabell 5) visar att Agent kostnader inte verkar vara något större bekymmer i svenska bolag när ledningen själv får svara på om det är ett problem eller inte. Verkligheten har dock visat sig annorlunda, ”Wealthbuilder”.

Arbetar ledningen inte i aktieägarnas intresse?

Svenska och amerikanska företag har inte aktieägarnas intresse i första rum när de väljer finansieringspolicy. Förklaring till det kan vara så att de arbetar långsiktigt och därför inte i första hand jobbar med att maximera aktieägarnas vinst på kort sikt. En annan förklaring är att aktieägare (klientel) i svenska och amerikanska företag kräver hög avkastning på sitt investerade kapital och därmed tvingas företag indirekt att använda sig av mer långfristig skuldsättning. I och med att skuldsättningsgraden ökar i företaget ökar därmed dess risk. Då det finns en trade-off mellan riskexponering och avkastningskrav kan man på det sättet tillgodose aktieägarnas krav på högre avkastning. Sammanfattningsvis så verkar det inte existera några agentkostnader samt att svenska och amerikanska företag inte har aktieägarnas intresse i första rum när de väljer finansieringspolicy.

Genom att företaget tar kortfristiga lån minskar möjligheten för bolaget att investera i projekt med hög risk. Fråga f, tabell 5.

Vår undersökning visar väldigt lite stöd (**Medelvärde 0,78 i tabell 5**) att ledningen för företag lånar kortfristigt för att minimera problemet med att aktieägare vill investera i riskfyllda projekt. Detta är ytterligare ett bevis på att Agent kostnader inte verkar existera i svenska företag. I alla fall inte när ledningen själv uttrycker sin åsikt om bevisligen existerande problem.

4.3.2 Konflikt mellan ledning och aktieägare

Företagets ledning verkar inte i aktieägarnas intresse. Det vill säga, ledningen har privata intressen att överinvestera. Ägarna tvingas i och med det vidta åtgärder för att inverka på ledningens aktioner.

Företaget säkerställer att ledningen arbetar effektivt genom att företaget har en viss mängd skulder vilket binder upp en del av kassaflödet till räntebetalningar. Fråga m, tabell 1.

Vi finner ett svagt stöd (**Medelvärde 1,22 i tabell 1**) för att ledningen arbetar mer disciplinerat och effektivt om företag använder högre skuldsättning. Graham & Harveys

studie visar ännu mindre stöd (**0.32**) för denna faktor. Således verkar det vara andra faktorer som är drivkraften bakom effektivt ledningsarbete och inte mängden skulder.

Ett viktigt påpekande i sammanhanget är dock att respondenten är medlem i ledningen. Svaret kanske därför inte riktigt speglar verkligheten. Vi tror att de är ovilliga att svara viktig (3) eller mycket viktig (4) på denna faktor då det för dem inte ska vara motivet bakom effektivt arbete. Vår uppfattning är att Jensen & Mecklings antagande kan vara helt korrekt.

4.4 Asymmetrisk information

4.4.1 Pecking-order teorin

Pecking-order teorin förklarar observerade mönster av de preferenser företag har när de väljer finansieringskälla.

För att testa Pecking-order teorin och för att se om den kan förklara ett företags val av kapitalstruktur ställde vi olika frågor om vilka faktorer som påverkar deras företag när de väljer nivå för skuldsättning. Vissa av de faktorer som vi bad företagen ta ställning till är följande:

Företagets finansiella flexibilitet. Faktor g, tabell 1.

(Vi har lite belåning så vi har tillräckligt med interna medel för att finansiera eventuella nya projekt i framtiden)

Vår studie liksom Graham & Harveys visar att den viktigaste faktorn som påverkar ett företags skuldsättning är att ledningen eftersträvar att ha en finansiell flexibilitet. Undersökningen visar ett **(medelvärde på 3.47 i tabell 1)**. **87 %** av undersökningsföretagen säger att finansiell flexibilitet är viktigt (3) eller mycket viktigt (4) vilket indikerar vikten av denna faktor. Resultatet ger stöd för Pecking-order teorin dock med reservation för att undersökningen inte fullt ut tar reda på de bakomliggande faktorerna till eftersträvan av finansiell flexibilitet. Vi har dock erhållit svar från respondenter som indikerar att det inte är en viktig faktor. Framförallt kan det bero på att de befinner sig i en situation där den största verksamheten är av en sådan art att de jobbar med kunders förskott och med innehållna medel

från underentreprenörer och leverantörer till exempel byggbranschen. Det betyder att de vid varje givet tillfälle sitter på en tämligen betydande nettokassa (räntebärande tillgångar och likvida tillgångar minus räntebärande skulder inklusive pensionsskuld).

Anledningar till att finansiell flexibilitet är så betydelsefullt kan vara: (1) att företag vill kunna agera snabbt när det finns möjlighet till en bra investering och tiden räcker då inte till för att söka ny finansiering via lån eller nyemission, (2) att företag har en strategi som säger att de årligen ska växa organiskt och via förvärv. Har man sådana uppsatta mål kräver det att ekonomiska medel finns tillgängliga i fall rätt ”objekt” hittas, (3) de flesta företag har utbetalningar till aktieägare i form av utdelning, vilket kan medföra att företag har en finansiell buffert då man ogärna vill finansiera en utdelning med lån.

Tabell 3 Vilka faktorer påverkar företagets beslut om ett eventuellt genomförande av nyemission?

<i>Bestämmande faktor (rangordning med viktigast först)</i>	<i>Andel ”viktigt” eller ”mycket viktigt”</i>	<i>Medelvärde</i>
(e) Företaget vill bibehålla en viss skuldsättningsgrad (förhållandet mellan skulder och eget kapital).	80,00 %	3,11
(g) Om de senaste perioders vinster är tillräckliga för att finansiera företagets aktiviteter.	40,00 %	2,33
(j) Företagets nyemission ger utspädning av aktieägars befintliga aktieinnehav.	43,30 %	2,22
(m) Att det sker en utspädning företagets vinst per aktie	43,30 %	2,05
(l) Företaget har oförmåga att erhålla kapital genom vanligt lån, konvertibler eller andra källor till finansiering.	30,00 %	2,00
(h) Nyemission ger bättre signaler till investerare om företagets framtidsutsikter än vanligt lån.	23,30 %	1,50
(f) Företaget använder sig av ungefär samma mängd aktiekapital som andra företag i samma bransch.	16,60 %	1,44
(k) Företagets aktie är övervärderad eller undervärderad av marknaden.	13,30 %	1,33
(a) Företagets aktiepris har nyligen stigit och kan sälja till ett bra pris	0,00 %	1,05
(b) Företaget anser att aktier är det kapital som är minst riskfyllt.	3,40 %	1,00
(i) Det ger skattefördelar för företagets investerare relativt skattenivån på utdelningar.	10,00 %	0,94
(d) Nyemission är den minst kostsamma formen av finansiering för företaget.	3,40 %	0,88
(c) Företaget har bonusprogram i form av aktier och optioner till anställda.	6,60 %	0,72

Fotnot: bokstäverna till vänster om faktorerna ska ej ses som rangordning utan endast hjälpmedel för att förstå och jämföra med Graham & Harveys studie. Utöver detta fungerar tabellen så att den rangordnas efter medelvärdet. Kolumnen ”viktigt” eller ”mycket viktigt” visar hur många procent av respondenterna som har svarat antingen ”viktigt” = 3 eller ”mycket viktigt”=4

Företaget ökar belåningen när rörelsens kassaflöde inte kan finansiera nya projekt.

Faktor a, tabell 4.

Vår undersökning visar ett lite stöd (**Medelvärde 1,78 i tabell 4**) för att företag skulle låna mer när de inte har tillräckligt med internt tillförda medel.

Företaget har oförmåga att erhålla kapital genom vanligt lån, konvertibler eller andra källor till finansiering. Faktor l, tabell 3.

Vi ser ett visst stöd (**Medelvärde 2,00 i tabell 3**) till att företag genomför nyemission när de är oförmögna att erhålla kapital genom vanligt lån eller konvertibler.

Om de senaste perioders vinster inte är tillräckliga för att finansiera företagets aktiviteter.

Faktor g, tabell 3.

Här visar undersökningen ett stöd (**Medelvärde 2,34 i tabell 3**) för att företag emitterar nya aktier när internt tillförda medel inte är tillräckliga.

Vårt resultat i ovanstående tre faktorer (**faktor a i tabell, faktor l i tabell 3 och faktor g i tabell 3**) ger ett visst stöd för Pecking-order teorin. Vår undersökning visar dock att den ger ett större stöd för faktor h i tabell 3 än faktor a i tabell 4, vilket strider mot hierarkin som säger att företag i första hand kommer att använda sig av vanliga lån när de internt tillförda medlen inte räcker till. Rangordningen i vår undersökning medför att Pecking-order hierarkins första och sista finansieringsalternativ byter plats med varandra. Således verkar det som att företag inte påverkas av de antagna anomalier och ineffektiviteter som finns på marknaden enligt Pecking-order teorin. Graham & Harvey påvisar samma sak att informationsasymmetrin inte är drivkraften bakom den ordning företag väljer att finansiera sig

– Hur kommer det sig då att företag i vår undersökning väljer finansiering i en ordning som strider emot Pecking-order hierarkin?

Förklaringen kan vara: (1) att börsen i Sverige är ”halvstarkt effektiv” vilket innebär att informationsasymmetrin mellan företagsledning och kapitalmarknad är relativt små, (2) att företag är bra på att kommunicera rätt information till kapitalmarknaden vilket betyder att de

kan emittera nya aktier till rätt värde, (3) att transaktionskostnaderna inte är av en sådan dignitet att de påverkar företaget när man avser att emittera nya aktier.

Vi tror mest på att det är en kombination av 2 och 3, det vill säga att företagen är bra på att kommunicera rätt information till kapitalmarknaden och att de transaktionskostnader som uppkommer vid nyemission jämförelsevis är låga i sammanhanget.

Ett företag kommenterade speciellt avsnittet med frågor om nyemission. Här följer ett exempel på när verkligheten stämmer överens med Pecking-order teorin. Ett av våra företag i undersökningen gjorde år 2002 en nyemission på grund av negativt kassaflöde och stora miljardförluster. De behövde nytt kapital för att ta sig ur den kris företaget just då upplevde och en nyemission var deras sista utväg. Företaget beskrev att varje kommuniké var minutiöst noggrant förberedd så att den information de kommunicerade till kapitalmarknaden inte skulle kunna tolkas felaktigt. Det fanns inte utrymme för eventuella missförstånd då företags existens stod på spel. Nyemissionen visade sig sedermera vara mycket lyckad.

Företags aktie är övervärderad eller undervärderad av marknaden. Faktor k, tabell 3.

Graham & Harveys studie visar att en undervärderad aktie är den faktor som påverkar näst mest om ett företag väljer att genomföra en nyemission eller inte. Vår undersökning uppvisar ett väldigt lite stöd hos respondenterna. Enligt Graham & Harvey är företag motvilliga att emittera nya aktier när den är undervärderad av marknaden (Medelvärde 1,33 i tabell 3). Anledningen till att våra respondenter inte tycker den här faktorn är viktigt kan bero på det ekonomiska läget i Sverige. När det går bra för företagen är intresset för nyemissioner lågt. Vidare kan en annan möjlig orsak bakom **faktor k** vara marknads storlek. I Sverige där de stora företagen är färre råder det en större konsensus bland analytikerna och därför är avvikelserna mindre vid värderingarna.

Sammanfattningsvis så finner vi att faktorn finansiell flexibilitet stödjer Pecking-order teorin, dock med reservation för att undersökningen inte fullt ut tar reda på de bakomliggande faktorerna till eftersträvan av finansiell flexibilitet. Däremot hur företag väljer finansiering stämmer inte överens med Pecking-order teorin och dess hierarki. Vår undersökning visar tecken på att asymmetrisk information inte är drivkraften bakom faktorerna och detta är essentiellt för att Pecking-order teorin skall vara den rätta modellen för att förklara ett företags val av kapitalstruktur.

Tabell 4 Vilka andra faktorer påverkar er finansieringspolicy?

<i>Bestämmande faktor (rangordning med viktigast först)</i>	<i>Andel ”viktigt” eller ”mycket viktigt”</i>	<i>Medelvärde</i>
(a) Företaget ökar belåningen när inkomsterna inte kan finansiera nya projekt	30,00 %	1,77
(b) Lånat kapital ger bättre signal av företagets framtidsutsikter än att genomföra en nyemission.	16,60 %	1,22
(c) Företaget ökar belåningen när räntan är låg.	13,30 %	1,11
(e) Företaget undviker belåning på grund av transaktionskostnader och avgifter.	16,60 %	0,94
(g) När förändring sker i företagets aktiepris.	3,40 %	0,77
(h) Företaget ökar belåningen när vinsten ökar kraftigt.	3,40 %	0,72

Fotnot: bokstäverna till vänster om faktorerna ska ej ses som rangordning utan endast hjälpmedel för att förstå och jämföra med Graham & Harveys studie. Utöver detta fungerar tabellen så att den rangordnas efter medelvärdet. Kolumnen ”viktigt” eller ”mycket viktigt” visar hur många procent av respondenterna som har svarat antingen ”viktigt” = 3 eller ”mycket viktigt”=4

4.4.2 Rörelse i aktiepriset

Loughran & Ritter menar att företag inte emitterar nya aktier när aktiepriset är undervärderat, de väntar till det blir ett ”Window of opportunity”. Lucas & McDonald de menar att företag väntar med att emittera nya aktier efter det att en ”god nyhet” kommit ut på marknaden.

Företagets aktiepris har nyligen stigit och företaget kan sälja till ett bra pris.

Fråga a, tabell 3.

Ett nyligen ökat aktiepris påverkar inte företag att emittera nya aktier. Ett så kallat ”Window of opportunity” eller att vänta efter en ”god nyhet” kommit ut på kapitalmarknaden är av ringa betydelse (**Medelvärde 1,06 i tabell 3**). Inga företag i vår undersökning har rankat denna faktor som viktig (3) eller mycket viktig (4). Detta resultat är en avvikelse från Graham & Harveys studie (**Medelvärde 2.47**). Den pekar på att denna faktor är den tredje viktigaste för stora företag i USA när de frågar dem om vilken faktor som påverkar mest vid beslut om nyemission.

Detta tyder på att analytikerna som agerar på svenska kapitalmarknaden är bra på att värdera aktier och att börsen speglar de rätta priserna. Vidare visar det att företagsledningar anser att deras aktie oftast handlas till ett rimligt värde på börsen. Ovanstående svar kan tolkas som att kapitalmarknaden verkar välinformerad angående företags framtidsutsikter och därmed kan de

utföra bra aktieanalyser. Tänkbart är att svenska företag endast genomför nyemission när de verkligen behöver det och då är priset vid tidpunkten en oberoende faktor.

– *Har USA dåliga analytiker?*

Förmodligen inte, vad skillnaden mellan amerikanska och svenska börsföretag kan bero på är svårt att säga. En tankegång vi har är att svenska företag är mer motvilliga till nyemission och mer ser det som en sista utväg till nytt kapital vilket man kanske inte gör i USA. En annan tänkbar orsak är att psykologiska faktorer spelar in och ligger bakom skillnaden. Möjligen är ledarna i amerikanska företag mer optimistiska om sitt företags framtid och att man då tenderar att i högre grad anse att deras aktie är undervärderad. Intressant dock att det är en sådan stor skillnad mellan undersökningarna i denna fråga.

4.4.3 Kreditvärdering

Bolaget har bättre information än marknaden när det gäller deras kreditvärdighet. Detta medför att företag lånar kortfristigt när man förväntar en bättre rating i framtiden.

Företaget förväntar att bolagets kreditvärdering kommer förbättras. Av den anledningen tar man tillfälliga kortfristiga lån. Fråga e, tabell 5.

Bevisen för att företag strävar efter att anpassa sin kreditvärdighet är svaga. Vår undersökning visar upp ett medelvärde på **1,00 i tabell 5** för att företag skulle låna kortfristigt när man i framtiden förväntar sig en bättre kreditvärdering. Graham & Harvey visar upp ett medelvärde på **0,84** vilket styrker vår undersökning ytterligare. Detta tyder på att informationsasymmetrin inte är ett problem i stora företag när det gäller kreditvärderingen. Kreditvärderingsföretag verkar ha tillgång till fullgod information för att kunna göra ett godkänt arbete.

Företagets kreditvärdering ("rating"). Faktor d, tabell 1.

Vår undersökning visar att företagets kreditvärdering är en betydelsefull faktor när företag väljer nivå för skuldsättning (Medelvärde 2,94 i tabell 1). 63 % tycker den är viktig (3) eller mycket viktig (4). Graham & Harveys studie säger att 57,1 % anser den vara betydelsefull.

Det är viktigt för företag att inte ha för stor andel kortfristiga skulder då de har en negativ inverkan på kreditvärderingen. Våra resultat tyder på att det är viktigt för stora företag med ett kreditbetyg. En sämre kreditvärdering kan innebära kostsamma förluster för företaget.

Tabell 5 Vilka faktorer påverkar företagets val mellan kortfristiga och långfristiga skulder?

<i>Bestämmande faktor (rangordning med viktigast först)</i>	<i>Andel ”viktigt” eller ”mycket viktigt”</i>	<i>Medelvärde</i>
(g) Företaget tar långfristiga lån för att minimera risken att behöva lägga om lånen när det råder ”dåliga tider”.	60,00 %	2,72
(b) Företaget matchar skuldernas mognad och livslängden på tillgångarna.	66,67 %	2,66
(a) Företaget tar kortfristiga lån när räntan för dessa är låg jämfört med räntan hos långfristiga lån.	30,00 %	2,00
(c) Företaget tar kortfristiga lån under tiden som vi väntar på att räntan för de långfristiga lånen ska sjunka.	30,00 %	1,72
(d) Företaget lånar kortsiktigt för att maximera avkastningen för nya projekt till aktieägarna. I stället för att binda upp sig i långfristiga lån där man tvingas betala räntekostnader till långivarna lång tid efter avslutade projekt.	17,00 %	1,50
(e) Företaget förväntar att bolagets kreditvärdering kommer förbättras. Av den anledningen tar man tillfälliga kortfristiga lån.	3,40 %	1,00
(f) Genom att företaget tar kortfristiga lån minskar möjligheten för bolaget att investera i projekt med hög risk.	3,40 %	0,77

Fotnot: bokstäverna till vänster om faktorerna ska ej ses som rangordning utan endast hjälpmedel för att förstå och jämföra med Graham & Harveys studie. Utöver detta fungerar tabellen så att den rangordnas efter medelvärdet. Kolumnen ”viktigt” eller ”mycket viktigt” visar hur många procent av respondenterna som har svarat antingen ”viktigt” = 3 eller ”mycket viktigt”=4

4.5 Faktorer som bestämmer kapitalstrukturen

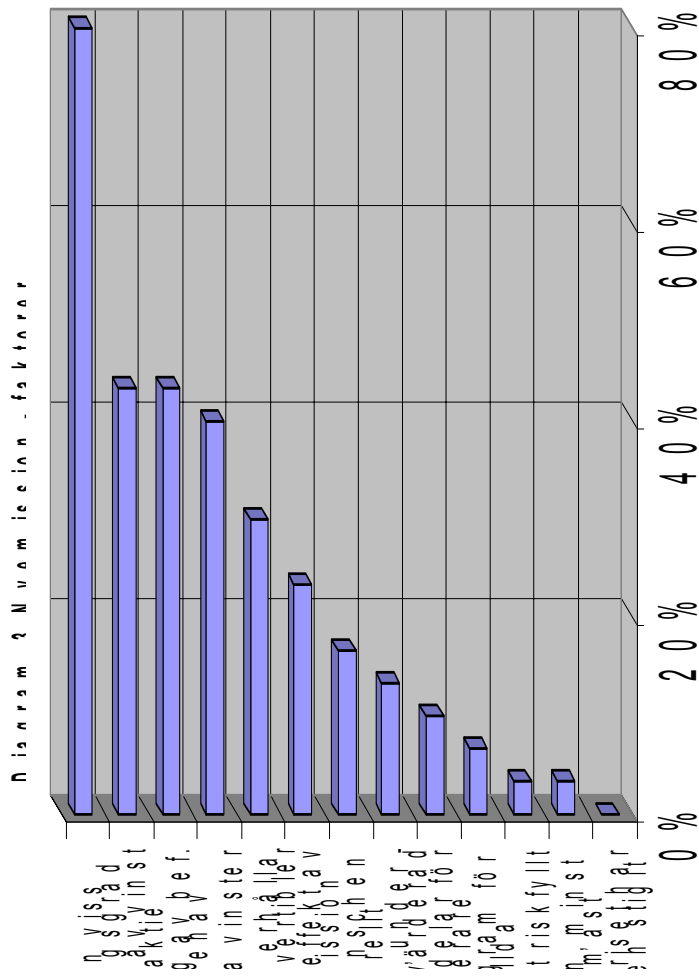
4.5.1 Ägarkontroll

Stulz hävdar att ett företags val av kapitalstruktur signalerar till marknaden om deras framtidsutsikter.

Företaget ser till så att skuldsättningen är tillräckligt hög för att undvika att bli en uppköpskandidat. Faktor j, tabell 1.

Denna bestämmande faktor undersöker om företagen har en strategi för att undgå bli uppköpta av andra företag. Genom att själva belåna sig till en högre grad kan man undvika detta

uppköpshot. Svaren från företagen finner dock lite gehör och antyder att denna strategi ej används i någon större utsträckning (**Medelvärde 1,17 i tabell 1**). Våra resultat överrensstämmer till stor del med Graham & Harveys studie. Det ger ett entydigt tecken på att denna finansieringsstrategi är av ringa betydelse för företagen.



Diagrammet visar hur många procent av respondenterna från undersökning som har svarat ”viktig” = 3 eller ”mycket viktigt”=4. Frågorna till diagram 1 går att finna i tabell 3.

st U I A N

4.6 Riskhantering

Ett handlingsätt företag använder när de ska välja mellan kortfristiga och långfristiga lån är att tillämpa ”*maturity-matching principle*”. Ett annat handlingsätt företag använder sig av för att hantera risk är att låna långfristigt för att undvika att behöva söka nytt kapital i ”dåliga tider”. Vidare försöker företag använda sig av en ”naturlig hedge”, det vill säga att dotterbolag i utlandet finansierar projekt i lokal valuta för att försäkra sig mot eventuella kursförändringar.

Företaget matchar skuldernas mognad och livslängden på tillgångarna. Faktor b, tabell 5.

Vår undersökning finner att den faktorn som mest påverkar ett företags val mellan att låna kortfristigt eller långfristigt är att matcha skulderna med tillgångarnas livslängd. Faktorn har ett medelvärde på **2,67** och hela **66,7 %** tycker att den är viktig (3) eller mycket viktig (4). Resultatet är ett bevis på att företag strävar efter att erhålla de fördelar som denna finansieringspolicy ger företaget, det vill säga bra finansiell flexibilitet, minimerade finansieringskostnader och att företagets risk reduceras.

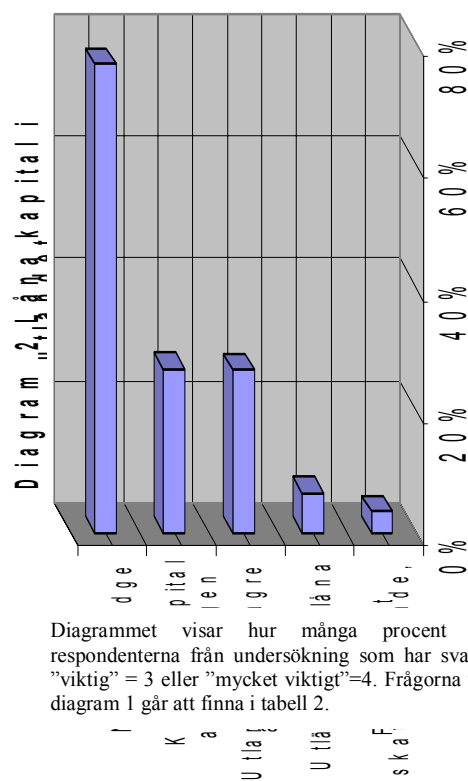
Företaget tar långfristiga lån för att minimera risken att behöva lägga om lånen när det råder ”dåliga tider”. Faktor g, tabell 5.

Faktor b i tabell 5 är den näst viktigaste i vår undersökning. **60 %** tycker att den är viktig (3) eller mycket viktig (4). Motsvarande resultat i Graham & Harveys studie är ca **50 %** vilket ger en indikation att svenska företag och amerikanska finner den lika viktig. Båda rankar denna faktor som den näst mest viktiga faktorn som påverkar valet mellan långfristiga och kortfristiga skulder.

Det ger företaget en ”naturlig hedge”. Faktor c, tabell 2.

Vår undersökning visar att en ”naturlig hedge” är den viktigaste faktorn i tabell 2. **76.6 %** tycker den är viktig (3) eller mycket viktig (4). Resultatet överensstämmer med Graham & Harveys som också rankar denna faktor som den viktigaste i tabell 2.

Vi tror att vikten i denna faktor beror på att detta är ett enkelt sätt att reducera den risk företaget utsätter sig för när man bedriver utlandsverksamhet. Framtida kurssvängningar i valuta är mycket svåra att förutse och därför krävs mycket noggrann och tidskrävande analys. Även efter utförd analys är det mycket osäkert om man prickar rätt i sin bedömning.



4.7 Ränteläge

Företaget tar kortfristiga lån när räntan för dessa är låg jämfört med räntan hos långfristiga lån. Faktor a, tabell 5.

Företagen påverkas av räntan eller ränteförhållandet mellan kortfristiga och långfristiga lån när man väljer att ta lån. Vi finner ett visst stöd (**Medelvärde 2,00 i tabell 5**) för att företaget

tar hänsyn till ränteförhållandet mellan kortfristiga och långfristiga lån. Detta resultat är nästan identiskt med Graham & Harveys studie som visar ett medelvärde på **2,01**. Vi båda har även rankat den som den tredje viktigaste faktorn i tabellen om vilka faktorer som påverkar företagets val mellan kortfristiga och långfristiga skulder.

4.8 Nyemission

Att det sker en utspädning av aktieägarnas andel av företagets vinst per aktie. Faktor m, tabell 3.

Brealey et al hävdar att det generellt finns en tro bland företagens ekonomichefer att nyemission ger en utspädning av aktieägarnas andel av vinst per aktie.

Vi finner ett visst stöd (**Medelvärde 2,05 i tabell 3**) för Brealey et al hypotes att en nyemission ger en utspädning av aktieägarnas andel av företagets vinst per aktie. Det är vår tredje viktigaste faktor i tabell 3. **43,3 %** av företagen finner den viktig (3) eller mycket viktig (4). Graham & Harvey rangordnar den som nummer ett i sin studie där 68,55 % tycker den är viktig (3) eller mycket viktig (4).

Företagets nyemission ger utspädning av aktieägares befintliga aktieinnehav. Faktor j, tabell 3.

Vi finner ett stöd (**Medelvärde 2,22 i tabell 3**) för att det vid nyemission sker en utspädning av aktieägares befintliga aktieinnehav. Vår undersökning finner här stöd i Graham & Harveys studie som påvisar samma sak. **43,3 %** i vår undersökning tycker den är viktig (3) eller mycket viktig (4), motsvarande andel för Graham & Harvey är **50,41 %**.

4.9 Bonusprogram för anställda

Företaget har bonusprogram i form av aktier och optioner till anställda. Faktor c, tabell 3.

Företaget behöver emittera nya aktier för att kunna genomföra olika aktie och optionsprogram till anställda i företaget. Vår undersökning visar ett mycket lite stöd (**0,72 (c) tabell 3**) för att bonusprogram påverkar företag om ett eventuellt genomförande av nyemission. Graham & Harveys studie visar mycket större stöd (**2,5**) för denna faktor.

Det är dock svårt att tolka uppgifterna från respondenterna med tidigare bonusskandaler i tanken. Möjligtvis reagerar de svenska storföretagen återhållsamt när det handlar om sådana program. Tidigare års händelser med exempel som Wealth Builder har kanske satt spår i hur företagen idag formar sina program. En artikel från "Ledarna" från föregående år visar på att de svenska storföretagen är splittrade i bonusfrågan. Även om del företag vill slopa bonusprogrammen kommer en majoritet av de svenska storföretagen behålla sina bonusprogram utan förändringar.

5. Slutsatser

I detta kapitel presenterar vi slutsatserna som vi dragit dels från resultaten från vår enkätundersökning samt en sammanfattning utifrån teorin. Avslutningsvis sammanfattar vi de jämförelser som gjorts mot Graham & Harveys studie.

Redan 1958 publicerade Modigliani & Miller sin teori om optimal kapitalstruktur. Sedan dess har det utvecklats flera olika teorier som försöker förklara hur företaget bestämmer sin kapitalstruktur. Vi har i vår uppsats konstaterat att utformningen av kapitalstrukturer är komplex och att den är föränderlig med tiden.

Vi har kommit fram till att vår undersökning finner stöd och till största del överensstämmer med Graham & Harveys studie. Vi ser dock skillnader mellan undersökningarna. De utvalda företagen i vår undersökning verkar ha ett strikt mål för vilken skuldsättningsgrad de vill använda sig av, det vill säga att de har en målkapitalstruktur. Amerikanska företag verkar i större utsträckning använda sig av en flexibel målkapitalstruktur.

En annan faktor som i vår undersökning skiljer sig mot Graham & Harveys är bonusprogrammen. Möjligtvis reagerar de svenska storföretagen återhållsamt när det handlar om bonusprogram. Tidigare års händelser med exempel som Wealth Builder har kanske satt spår i hur företagen idag formar sina program.

Våra resultat visar att amerikanska företag i större utsträckning än svenska företag utnyttjar skatteskölden. Svenska företag förefaller ha en mer restriktiv syn på skuldfinansiering vilket inte borde vara fallet, av den anledningen torde svenska företag kunna dra nytta av skatteskölden i samma utsträckning som amerikanska företag.

Vi ser även skillnader i att de utvalda företagen i vår undersökning inte påverkas av en undervärderad aktie vid genomförande av nyemission. Anledningen till att våra respondenter inte tycker den här faktorn är viktig kan bero på det ekonomiska läget i Sverige. När det går bra för företagen är intresset för nyemissioner lågt. Vidare kan en annan möjlig orsak bakom vara marknadens storlek. I Sverige där de stora företagen är färre råder det en större konsensus bland analytikerna och därför är avvikelserna mindre vid värderingarna.

Överensstämmande faktorer är att kreditvärderingen är viktig för företagen när de väljer finansiering. Den faktor som anses som den viktigaste i vår undersökning är finansiell flexibilitet vilket även återspeglar sig i Graham & Harveys studie. Anledningar till att finansiell flexibilitet är så betydelsefullt kan bero på att företag vill kunna agera snabbt när det finns möjlighet till en bra investering och tiden räcker då inte till för att söka ny finansiering via lån eller nyemission. En annan anledning är att företaget kan ha en strategi som säger att de årligen ska växa organiskt och via förvärv. Har man sådana uppsatta mål kräver det att ekonomiska medel finns tillgängliga i fall rätt ”objekt” hittas. En sista anledning är att de flesta företag har utbetalningar till aktieägare i form av utdelning, vilket kan medföra att företag har en finansiell buffert då man ogärna vill finansiera en utdelning med lån.

Företagen har en målkapitalstruktur vilket stämmer väl överens med Trade-off teorin. Något som dock motsäger Trade-off teorin är att de utvalda företagen inte i större utsträckning väljer att dra nytta av skatteskölden.

Vi finner att faktorn finansiell flexibilitet stödjer Pecking-order teorin, dock med reservation för att undersökningen inte fullt ut tar reda på de bakomliggande faktorerna till eftersträvan av finansiell flexibilitet. Däremot hur företag väljer finansiering stämmer inte överens med Pecking-order teorin och dess hierarki. Vår undersökning visar tecken på att asymmetrisk information inte är drivkraften bakom faktorerna och detta är essentiellt för att Pecking-order teorin skall vara den rätta modellen för att förklara ett företags val av kapitalstruktur.

Agent kostnader verkar inte existera enligt våra respondenter, men man ska då ha i åtanke att det är medlemmar i ledningen som svarade på enkäten vilket kan ge missvisande resultat. Vi kan i vår undersökning utläsa att svenska och amerikanska företag inte maximerar aktieägarnas avkastning på kort sikt.

Sammanfattningsvis kan man säga att en teori ensam inte klarar av att förklara hur företaget bestämmer sin kapitalstruktur, dock kan en kombination av flera teorier ge en bättre förklaring.

6. Förslag till framtida forskning

Vi tycker att framtida forskning kan undersöka vilka faktorer som är betydelsefulla för olika branscher och se om det skiljer sig något dem emellan. Vi ser också möjligheten att studien utförs på företag med en omsättning mindre än en miljard US-dollar. En annan studie kan göras med fokus på en eller flera av faktorerna och undersöka hur företagen har för relation till dessa. Att undersöka faktorerna som bestämmer kapitalstrukturen ur ett historiskt perspektiv anser vi också skulle vara givande. Slutligen kan det vara av intresse att kombinera kvantitativ och kvalitativ metod för att få en mer djupgående analys.

7. Källförteckning

Här redovisas en förteckning över de källor som använts i utformandet av uppsatsen.

7.1 Forskningsartiklar

Flannery M.J. (1986) Asymmetric information and risky debt maturity choice. *Journal of Finance* 41, 19-37.

Graham J.R & Harvey C.R. (2001) "Theory and practice of corporate finance: evidence from the field", *Journal of Financial Economics* 60, 187-243

Hanka G. (1998) Debt and the terms of employment. *Journal of Financial Economics* 48, 245-248.

Jensen M.C & Meckling W. (1976) Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Leland H.E & Pyle D.H. (1977) Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32, 371-387.

Loughran, T. & Ritter, J.R. (1995) The new issues puzzle. *Journal of Finance* 50, 23-52.

Lucas D.J & McDonald R.L. (1990) Equity issues and stock price dynamics. *Journal of Finance* 45, 1019-1043.

Modigliani F. & Miller M.H. (1963) Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review* 53, 433-443.

Myers S. (1984) The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39, s.575-592.

Myers S. & Majluf N. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

John R. Graham, Campbell R. Harvey, (2001) "The theory and practice of corporate finance: evidence from the field" *Journal of Financial Economics* 60 (2001) 187-243

Sheridan Titman and Roberto Wessels; "The Determinants of Capital Structure Choice", *The Journal of Finance*, Vol 43, No. 1, (Mar., 1988)

Stulz R. (1988) Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.

7.2 Böcker

Alvesson M. & Sköldberg K. (1994) *Tolkning och reflektion, vetenskaplig filosofi och kvalitativ metod*. Studentlitteratur, Lund

Arnold G. (2005) *Corporate Financial Management*, 3rd edition. Financial Times Prentice Hall, Pearson Education. Essex, England.

Brealey R.A. & Myers S.C. & Marcus J. (1999) *Principles of Corporate Finance*, 5th edition. McGraw-Hill, New York.

Jacobsen D-I. (2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur, Lund

Ogden J.P. & Jen, F.C. & O'Connor P.F. (2003) *Advanced Corporate Finance*. Upper Saddle, River, NJ. Prentice Hall

Pettersson, G. (1997) *Att skriva rapporter – Om formen och dess betydelse för innehållet*, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet

Ross S. & Westerfield R. & Jaffe J. (2002) *Corporate Finance*, 6th edition. McGraw-Hill, New York.

Weston J.F. & Brigham E. (1990) *Essentials of Managerial Finance*, 9th edition. The Dryden Press, Orlando, Florida.

7.3 Elektroniska källor

Ledarna:

<http://www.ledarna.se/portal/news.nsf/0/E23D825DB407890CC1256E280053CCFF?OpenDocument&Start=1&Count=1000&ExpandView> (2004-01-28)

[http://www.largestcompanies.com/default\\$/MenuState-1101/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsfromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/AdPageId-100/sort-oms/sortorder-D/](http://www.largestcompanies.com/default$/MenuState-1101/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsfromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/AdPageId-100/sort-oms/sortorder-D/) (2005-11-26)

Standard and Poors:

http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp/Page/PressSpecialCoveragePg&c=sp_speccoverage&cid=1134657015162&r=4&l=EN&b=5 (2005-12-14)

Statistiska Institutionen, Umeå Universitet:

<http://64.233.183.104/search?q=cache:w-8v1tB2nCEJ:www.stat.umu.se/utb/moment%25201%2520forelasningar.ppt+centrala+gr%C3%A4nsv%C3%A4rdessatsen+30+st&hl=sv> (2005-12-12)

Sveriges största företag:

[http://www.largestcompanies.com/default\\$/lang-SVE/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsAdPageId-100/list-2/MenuState-1101/fromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/sort-oms/sortorder-D/](http://www.largestcompanies.com/default$/lang-SVE/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsAdPageId-100/list-2/MenuState-1101/fromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/sort-oms/sortorder-D/) (2005-11-26)

[http://www.largestcompanies.com/default\\$/lang-SVE/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsMenuState-1101/fromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/AdPageId-100/sort-oms/sortorder-D/](http://www.largestcompanies.com/default$/lang-SVE/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsMenuState-1101/fromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/AdPageId-100/sort-oms/sortorder-D/) (2005-11-26)

[http://www.largestcompanies.com/default\\$/MenuState-1101/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsAdPageId-100/fromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/sort-oms/sortorder-D/](http://www.largestcompanies.com/default$/MenuState-1101/lev2-ShowSrcRes/lev2Desc-S%F6kresultat_B%F6rsAdPageId-100/fromRec-1/uid-200512161521414228/tab-standardForm/sort-oms/sortorder-D/) (2005-11-26)

7.4 Rapporter

Standard & Poors, 14 december 2005, Rapport: ”M&A and LBO’s Will Undermine European Corporate Credit Quality in 2006”

7.5 Databaser

Elin@Lund

<http://hugin.lub.lu.se/cgi-bin/pclient?url=http://elin.lub.lu.se/elin?lang=se>

Bilagor

Bilaga 1

Malmö den 2005-11-28

Hej!

Att: enkätundersökning

Vi är tre studenter vid Lunds Universitet som skriver vår kandidatuppsats inom finansiering. Uppsatsen vi skriver handlar om valet av kapitalstruktur och vilka faktorer som styr detta. Det är vår förhoppning att kunna ta reda på hur betydelsefulla olika faktorer är för företagen i deras utformning av kapitalstruktur.

Till grund för uppsatsen ligger vår enkätundersökning. Vi hoppas därför att du har möjlighet att fylla i den. ·

Instruktioner hur man svarar finns i det bifogade dokumentet.

Stöter du på problem är du välkommen att ringa eller maila oss.

Tack på förhand

Pontus Andersson Richard Robinson Wictor Rössler

Studenter vid Lunds Universitet
Företagsekonomiska institutionen

Bilaga 2

Förteckning över svarande företag

Listan ställs upp utan rangordning och branschindelning.

- Ericsson
- NCC
- Electrolux
- Telia Sonera
- SSAB
- Assa Abloy
- Atlas Copco
- SKF
- Sandvik
- Hexagon
- SAS
- Holmen
- SAAB
- Investor
- Tieto Enator
- Peab
- Swedish Match
- Scribona Koncernen
- Gambro
- Astra Zeneca
- Bilia
- Alfa Laval
- Skanska
- Scania
- H&M
- Securitas
- Boliden
- Tele2
- SCA
- Volvo

➤ **Förteckning över ej svarande företag**

➤ Listan ställs upp utan rangordning och branschindelning.

- Billerud
- JM AB
- WM-Data
- Axfood
- Capio
- Getinge
- ABB
- Nobia
- Trelleborg

Bilaga 3

Enkät:

Vad styr valet av kapitalstruktur?

Kandidatuppsats i finansiering vid Lunds Universitet HT 05

Enkätundersökning

Undersökningen skall besvaras på följande sätt. Efter varje fråga får ni faktorer/påståenden. **Varje faktor/påstående** till frågan skall ni rangordna med en siffra från noll till fyra.

0 är rangordnad som **"inte viktig"** och 4 är **"mycket viktig"**. Exempelvis nedanstående fråga; "Tycker ni att finansiell flexibilitet är viktigt när ni väljer skuldnivå"? Rangordna hur viktig denna faktor är för er utifrån skalan, **0="inte viktig"** till **4="mycket viktig"**

Skriv in svaren efter varje faktor/påstående i dokumentet. Efter ni har besvarat frågorna, bifoga dokumentet med era svar och skicka tillbaka till samma email-adress.

Vi tackar för er medverkan!

Pontus Andersson
nek02pan@student.lu.se
0735 11 59 31

Richard Robinson
fek03rro@student.lu.se
0730 33 83 54

Wictor Rössler
rys03vro@student.lu.se
0704 73 44 68

HÄR BÖRJAR ENKÄTEN:

Vilken befattning i företaget har ni? **SVAR:**

1. Vilka faktorer påverkar ert företag när ni väljer er nivå för skuldsättning?

- a) Företagets finansiella flexibilitet
(Vi har lite belåning så vi har tillräckligt med interna medel för att finansiera eventuella nya projekt i framtiden) **SVAR:**
- b) Företagets kreditvärdering ("Rating") **SVAR:**
- c) Företagets volatilitet i inkomster och kassaflöde. **SVAR:**

Fortsättning:

Vilka faktorer påverkar ert företag när ni väljer er nivå för skuldsättning?

- d) Företaget får skattefördelar genom att räntan är avdragsgill. **SVAR:**
- e) Den generella kapitalstrukturen som företag har i er bransch. **SVAR:**
- f) Potentiella kostnader för financial distress och konkurskostnader. **SVAR:**
(”Financial distress: where obligations to creditors are not met or are met with difficulty”)
- g) Företaget begränsar sin skuldsättning för att visa leverantörer samt kunder att företagets framtid inte sätts på spel. **SVAR:**
- h) Företaget ser till så att skuldsättningen är tillräckligt hög för att undvika att bli en uppköpskandidat. **SVAR:**
- i) Företaget minimerar belåning vid nya projekt så att aktieägarna får full avkastning och inte behöver betala ränta till långivarna. **SVAR:**
- j) Företaget signalerar vid ökad belåning till konkurrenterna att man sannolikt inte kommer att minska produktionen. **SVAR:**
- k) Företaget säkerställer att ledningen arbetar effektivt genom att företaget har en viss mängd skulder vilket binder upp en del av kassaflödet till räntebetalningar. **SVAR:**
- l) Företaget har en hög skuldsättningsgrad vilket hjälper vid förhandlingar för eftergivande med anställda. **SVAR:**

2. Vilka faktorer påverkar företagets beslut om att låna kapital i utlandet?

- a) Det ger företaget en ”naturlig hedge”. **SVAR:**
(om utländska valutan minskar i värde, är man inte tvingad att betala i sek)
- b) Företaget håller källan till kapitalet nära till användningen av kapitalet. **SVAR:**
- c) Företaget har favoriserat skatteförhållande i utlandet relativt Sverige. **SVAR:**
- d) Företagets ränta i utlandet är lägre än den svenska räntan. **SVAR:**
- e) Utländsk lag kräver att man lånar kapital i utlandet. **SVAR:**

3. Vilka faktorer påverkar företagets beslut om ett eventuellt genomförande av nyemission?

a) Att det sker en utspädning företagets vinst per aktie. **SVAR:**

Fortsättning:

Vilka faktorer påverkar företagets beslut om ett eventuellt genomförande av nyemission?

b) Företagets aktie är övervärderad eller undervärderad av marknaden. **SVAR:**

c) Företagets aktiepris har nyligen stigit och kan sälja till ett bra pris. **SVAR:**

d) Företaget har bonusprogram i form av aktier och optioner till anställda. **SVAR:**

e) Företaget vill bibehålla en viss skuldsättningsgrad (förhållandet mellan skulder och eget kapital). **SVAR:**

f) Företagets nyemission ger utspädning av aktieägares befintliga aktieinnehav. **SVAR:**

g) Företaget anser att aktier är det kapital som är minst riskfyllt. **SVAR:**

h) Om de senaste perioders vinster är tillräckliga för att finansiera företagets aktiviteter. **SVAR:**

i) Företaget använder sig av ungefär samma mängd aktiekapital som andra företag i samma bransch. **SVAR:**

j) Nyemission ger bättre signaler till investerare om företagets framtidsutsikter än vanligt lån. **SVAR:**

k) Företaget har oförmåga att erhålla kapital genom vanligt lån, konvertibler eller andra källor till finansiering. **SVAR:**

l) Nyemission är den minst kostsamma formen av finansiering för företaget. **SVAR:**

m) Det ger skattefördelar för företagets investerare relativt skattenivån på utdelningar. **SVAR:**

4. Vilka andra faktorer påverkar er finansieringspolicy?

a) Företaget ökar belåningen när inkomsterna inte kan finansiera nya projekt. **SVAR:**

b) Företaget ökar belåningen när räntan är låg. **SVAR:**

c) När förändring sker i företagets aktiepris. **SVAR:**

d) Företaget undviker belåning på grund av transaktionskostnader och avgifter. **SVAR:**

e) Lånat kapital ger bättre signal av företagets framtidsutsikter än att genomföra en nyemission. **SVAR:**

f) Företaget ökar belåningen när vinsten ökar kraftigt. **SVAR:**

5. Vilka faktorer påverkar företags val mellan kortfristiga och långfristiga skulder?

- a) Företaget matchar skuldernas mognad och livslängden på tillgångarna. **SVAR:**
- b) Företaget tar långfristiga lån för att minimera risken att behöva lägga om lånen när det råder ”dåliga tider”. **SVAR:**
- c) Företaget tar kortfristiga lån när räntan för dessa är låg jämfört med räntan hos långfristiga lån. **SVAR:**
- d) Företaget tar kortfristiga lån under tiden som vi väntar på att räntan för de långfristiga lånen ska sjunka. **SVAR:**
- e) Företaget lånar kortsiktigt för att maximera avkastningen för nya projekt till aktieägarna. I stället för att binda upp sig i långfristiga lån där man tvingas betala räntekostnader till långivarna lång tid efter avslutade projekt. **SVAR:**
- f) Företaget förväntar att bolagets kreditvärdering kommer förbättras. Av den anledningen tar man tillfälliga kortfristiga lån. **SVAR:**
- g) Genom att företaget tar kortfristiga lån minskar möjligheten för bolaget att investera i projekt med hög risk. **SVAR:**

6. Vilka faktorer påverkar företags beslut att utfärda konvertibler?

- a) Konvertibler är ett billigt sätt att ge ut aktier för företaget. **SVAR:**
- b) Företags aktie är för närvarande undervärderad. **SVAR:**
- c) Företaget har möjlighet återkalla konvertibelskulden när det behövs. **SVAR:**
- d) Företaget vill undvika kortsiktig utspädning av kapitalet. **SVAR:**
- e) Företaget kan locka investerare till företaget som är ovetande om risken. **SVAR:**
- f) Konvertibler är billigare för företaget än vanliga lån. **SVAR:**
- g) Konvertibler används framgångsfullt av andra företag i samma bransch. **SVAR:**
- h) Företaget skyddar obligationsinnehavaren från negativt agerande från ledningen och aktieägarna. **SVAR:**

Bilaga 4

Table 6
Survey responses to the question: What factors affect how you choose the appropriate amount of debt for your firm?^a

	% important or very important	Size Large
(d) Our credit rating (as assigned by rating agencies)	57.10	3.14
(g) Financial flexibility (we restrict debt so we have enough internal funds available to pursue new projects when they come along)	59.38	2.65
(a) The tax advantage of interest deductibility	44.85	2.44
(h) The volatility of our earnings and cash flows	48.08	2.36
(e) The transactions costs and fees for issuing debt	33.52	1.81
(c) The debt levels of other firms in our industry	23.40	1.77
(i) We limit debt so our customers/suppliers are not worried about our firm going out of business	18.72	1.30
(b) The potential costs of bankruptcy, near-bankruptcy, or financial distress	21.35	1.10
(j) We try to have enough debt that we are not an attractive takeover target	4.75	0.91
(n) We restrict our borrowing so that profits from new/future projects can be captured fully by shareholders and do not have to be paid out as interest to debtholders	12.57	0.80
(f) The personal tax cost our investors face when they receive interest income	4.79	0.72
(k) If we issue debt our competitors know that we are very unlikely to reduce our output	2.25	0.37
(m) To ensure that upper management works hard and efficiently, we issue sufficient debt to make sure that a large portion of our cash flow is committed to interest payments	1.69	0.32
(l) A high debt ratio helps us bargain for concessions from our employees	0.00	0.15

(Graham & Harvey, 2001)

Bilaga 5

Table 7

Survey responses to the question: has your firm seriously considered issuing debt in foreign countries? If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing foreign debt?^a

	% important or very important	Size
		Large
(c) Providing a "natural hedge" (e.g., if the foreign currency devalues, we are not obligated to pay interest in US\$)	85.84	3.22
(b) Keeping the "source of funds" close to the "use of funds"	63.39	2.52
(a) Favorable tax treatment relative to the U.S (e.g., different corporate tax rates)	52.25	2.41
(e) Foreign interest rates may be lower than domestic interest rates	44.25	2.11
(d) Foreign regulations require us to issue debt abroad	5.50	0.64

(Graham & Harvey, 2001)

Bilaga 6

Table 8

Survey responses to the question: has your firm seriously considered issuing common stock? If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing common stock?^a

	% important or very important	Size
		Large
(m) Earnings-per-share dilution	68.55	3.12
(k) The amount by which our stock is undervalued or overvalued by the market	66.94	2.71
(e) Maintaining a target debt-to-equity ratio	51.59	2.58
(c) Providing shares to employee bonus/stock option plans	53.28	2.50
(a) If our stock price has recently risen, the price at which we can sell is "high"	62.60	2.47
(j) Diluting the holdings of certain shareholders	50.41	1.90
(f) Using a similar amount of equity as is used by other firms in our industry	22.95	1.63
(g) Whether our recent profits have been sufficient to fund our activities	30.40	1.54
(b) Stock is our "least risky" source of funds	30.58	1.52
(h) Issuing stock gives investors a better impression of our firm's prospects than issuing debt	21.49	1.00
(i) The capital gains tax rates faced by our investors (relative to tax rates on dividends)	5.00	0.88
(l) Inability to obtain funds using debt, convertibles, or other sources	15.57	0.84
(d) Common stock is our cheapest source of funds	14.05	0.73

(Graham & Harvey, 2001)

Bilaga 7

Table 9
Survey responses to the question: what other factors affect your firm's debt policy?*

	% important or very important	Size
		Large
(c) We issue debt when interest rates are particularly low	46.35	2.40
(a) We issue debt when our recent profits (internal funds) are not sufficient to fund our activities	46.78	1.88
(d) We use debt when our equity is undervalued by the market	30.79	1.76
(g) Changes in the price of our common stock	16.38	1.25
(f) We delay retiring debt because of recapitalization costs and fees	12.43	1.05
(b) Using debt gives investors a better impression of our firm's prospects than issuing common stock	9.83	1.05
(e) We delay issuing debt because of transactions costs and fees	10.17	0.83
(h) We issue debt when we have accumulated substantial profits	1.14	0.55

(Graham & Harvey, 2001)

Bilaga 8

Table 11
Survey responses to the question: what factors affect your firm's choice between short- and long-term debt?*

	% important or very important	Size
		Large
(b) Matching the maturity of our debt with the life of our assets	63.25	2.46
(g) We issue long-term debt to minimize the risk of having to refinance in "bad times"	48.83	2.29
(a) We issue short-term when short-term interest rates are low compared to long-term rates	35.94	2.01
(c) We issue short-term when we are waiting for long-term market interest rates to decline	28.70	1.93
(e) We expect our credit rating to improve, so we borrow short-term until it does	8.99	0.84
(d) We borrow short-term so that returns from new projects can be captured more fully by shareholders, rather than committing to pay long-term profits as interest to debtholders	9.48	0.80
(f) Borrowing short-term reduces the chance that our firm will want to take on risky projects	4.02	0.40

(Graham & Harvey, 2001)

Bilaga 9

Table 10

Survey responses to the question: has your firm seriously considered issuing convertible debt? If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing convertible debt?^a

	% important or very important	Size Large
(f) Our stock is currently undervalued	50.68	2.44
(a) Convertibles are an inexpensive way to issue "delayed" common stock	58.11	2.43
(e) Avoiding short-term equity dilution	45.83	2.35
(g) Ability to "call" or force conversion of convertible debt if/when we need to	47.95	2.29
(h) To attract investors unsure about the riskiness of our company	43.84	1.73
(c) Convertibles are less expensive than straight debt	41.67	1.58
(d) Other firms in our industry successfully use convertibles	12.50	1.06
(b) Protecting bondholders against unfavorable actions by managers or stockholders	1.41	0.64

(Graham & Harvey, 2001)