



Institutionen för Industriell ekonomi  
Blekinge Tekniska Högskola

## **Reporäntan och finansiell struktur**

**Finns det ett samband?**

**Emma Almlöf**

**Jessica Hafdell**

**Svetlana Fröding**

## Innehåll

<b>Figur och tabellförteckning .....</b>	<b>4</b>
<b>Förord.....</b>	<b>5</b>
<b>Sammanfattning .....</b>	<b>6</b>
<b>Abstract .....</b>	<b>6</b>
<b>1 Problem .....</b>	<b>7</b>
1.1 Introduktion .....	7
1.2 Problembeskrivning .....	10
1.3 Frågeställning .....	12
1.4 Syfte .....	12
<b>2 Metod.....</b>	<b>13</b>
2.1 Metodval.....	13
2.2 Urval.....	15
2.2.1 Urvalsram.....	15
2.2.2 Tidsperiod.....	16
2.3 Analysmetod.....	16
2.3.1 Insamling av data .....	16
2.3.2 Presentation av data.....	18
2.3.3 Analysverktyg .....	19
2.3.4 Decimaler och avrundning .....	21
2.3.5 Analysindikatorer .....	21
2.4 Förtydligande av mått.....	21
2.4.1 Aritmetiskt medelvärde.....	22
2.4.2 Typvärde.....	22
2.4.3 Standardavvikelse.....	22
2.5 Etik .....	22
<b>3 Reporäntan och transmissionsmekanismen.....</b>	<b>24</b>
3.1 Penningpolitik .....	24
3.2 Prognoser och dess påverkan .....	24
3.3 Trasmissionsmekanismen.....	25
3.4 Riksbankens agerande .....	27
<b>4 Teori.....</b>	<b>29</b>
4.1 Pecking Order.....	29

4.2 Trade-off.....	29
4.3 Market Timing.....	31
4.4 Värde­maximering.....	38
4.5 Risk.....	38
4.6 Syntes .....	41
<b>5 Resultat.....</b>	<b>44</b>
5.1 Rådata för aktiebolagens finansiella struktur .....	44
5.2 Data för reporäntan.....	44
5.3 Sammanställande av skuldsättningsgrad, soliditet och resultat .....	45
5.4 Trender för skuldsättningsgrad, soliditet och resultat .....	45
5.5 Skuldsättningsgrad kontra reporäntan .....	49
5.6 Korrelationsprövning .....	50
<b>6 Analys .....</b>	<b>53</b>
6.1 Regressionsanalys .....	53
6.2 Modeller för finansiering .....	54
6.2.1 Modell A .....	56
6.2.2 Modell B.....	56
6.2.3 Modell C.....	57
6.2.4 Modell D.....	58
6.3 Förändringar i finansiell struktur och reporäntan.....	59
6.4 Analyssyntes.....	65
<b>7 Konklusioner.....</b>	<b>66</b>
7.1 Slutsats .....	66
7.2 Reflektioner kring övriga påverkande faktorer .....	68
7.3 Förslag till vidare forskning .....	69
<b>Källor .....</b>	<b>71</b>
Årsredovisningar: .....	73
<b>Bilagor .....</b>	<b>77</b>
1.1 Rådata och nyckeltal för aktiebolagens finansiella struktur.....	77
1.2 Räntetabell.....	81
1.3 Skuldsättningsgraden .....	82
1.4 Soliditeten.....	83
1.5 Resultatet.....	84

1.6 Genomsnittet .....	84
1.7 Jämförelse.....	85
1.8 Summering av gruppindelningen .....	85

## **Figur och tabellförteckning**

<i>Bild 1: Principiell skiss reporäntan och skuldsättningsgraden.....</i>	<i>9</i>
<i>Bild 2: Formel för skuldsättningsgrad och soliditet.....</i>	<i>13</i>
<i>Bild 3: Transmissionsmekanismen.....</i>	<i>24</i>
<i>Bild 4: Chen &amp; Steiner risksambandet.....</i>	<i>37</i>
<i>Tabell 1: Teorisyntes.....</i>	<i>39</i>
<i>Diagram 1: Reporäntan över tid.....</i>	<i>40</i>
<i>Tabell 2: Trenden för skuldsättningsgraden.....</i>	<i>42</i>
<i>Tabell 3: Trenden för soliditeten.....</i>	<i>43</i>
<i>Tabell 4: Trenden för resultatet.....</i>	<i>44</i>
<i>Diagram 2: Reporäntan och genomsnittlig skuldsättningsgrad.....</i>	<i>45</i>
<i>Diagram 3: Reporäntan och 23 bolags skuldsättningsgrader.....</i>	<i>45</i>
<i>Tabell 5: Regressionen och korrelationen.....</i>	<i>46</i>
<i>Diagram 4: Regression 1.....</i>	<i>46</i>
<i>Diagram 5: Regression 2.....</i>	<i>47</i>
<i>Diagram 6: Regression 4.....</i>	<i>47</i>
<i>Tabell 6: Grupperingar.....</i>	<i>50</i>
<i>Diagram 7: Reporäntan stabiliserar skuldsättningsgraden.....</i>	<i>61</i>

## **Förord**

Vi vill inleda med att tacka vår handledare Anders Wrenne som genom att respektfullt och konstruktivt ställa oss till svars inför våra val gjort det möjligt för oss att förstå och fördjupa innehållet. Tacksamheten riktas också till våra kära klasskamrater och opponenter som genom sin välbalanserade och genomtänkta feedback hjälpt oss att föra arbetet framåt och förtydliga våra tankar och mål.

/ Emma Almlöf, Jessica Hafdell & Svetlana Fröding

## Sammanfattning

**Författare:** Jessica Hafdell, Emma Almlöf, Svetlana Fröding

**Handledare:** Anders Wrenne

**Titel:** Reporäntan och finansiell struktur

**Institution:** Managementhögskolan, Blekinge Tekniska Högskola

**Kurs:** Kandidatarbete i Företagsekonomi, 15 högskolepoäng

**Syfte:** Avsikten är att utveckla kunskapen om den optimala finansiella strukturen. Studien kan belysa vissa effekter av förändringar i reporäntan.

**Metod:** Genom enkla linjära regressioner försöker vi analysera korrelationen mellan reporäntan och ett tjugotal aktiebolags finansiella struktur över en tidsperiod. Med hjälp av trender för bolagen och reporäntan söker vi förklaringar med hjälp av grupperingar.

**Slutsatser:** Vi konstaterar att när reporäntan förändras förblir aktiebolagens finansiella struktur stabil. En förändrad reporänta har således effekt på bolagens finansiella struktur även om det optimala finansieringsvalet torde vara unikt för varje enskilt aktiebolag som strävar efter aktievärdemaximering.

## Abstract

**Authors:** Jessica Hafdell, Emma Almlöf, Svetlana Fröding

**Supervisor:** Anders Wrenne

**Title:** Repo rate and financial structure

**Department:** School of Management, Blekinge Institute of Technology

**Course:** Bachelor's thesis in Business Administration, 15 credits

**Purpose:** The purpose is to develop knowledge about the optimal financial structure. The study may shed light on some of the effects of changes in the repo rate.

**Method:** We try to analyze the correlation between the repo rate and twentythree company's financial structure over time with the simple linear regressions. With the help of trends of the companies and the repo rate, we seek explanations using groupings.

**Results:** We note that when the repo rate changes the companies' financial structure remains stable. A change in the repo rate has consequently impact on the companies' financial structure even though the optimal financing choice is unique for each individual company that strives for valuemaximation.

# 1 Problem

## 1.1 Introduktion

Omgivningen och förutsättningar för företagande förändras ständigt. Nya sammanhang ställer krav på anpassning för att kunna nå de mål som är grunden för företags existens.

Aktievärdemaximering är fortfarande det mest primära målet att eftersträva för börsnoterade bolag (Mygind 2009). Största möjliga lönsamhet skapas utifrån maximerade intäkter och minimerade kostnader därav ligger det i bolagens intresse att påverka dessa faktorer.

Värdemaximering som grundtanke vid företagande resulterar således i många olika valsituationer där kostnader också kopplas till riskbedömning för varje enskilt aktiebolag och situation. Hur man skapar värdemaximering genom finansiell struktur har därför gett upphov till en mängd studier och teorier om aktiebolagens finansiella tillgångar.

Finansieringsteorier fick ett genomslag med Modigliani och Miller (1958) som antog en perfekt marknad och att företagets resultat är oberoende av företagets soliditet. Således skulle aktiepriset inte påverkas av företagets soliditet på en perfekt marknad, i.e. en icke-existerande marknad. Denna utgångspunkt i irrelevante teorin om en perfekt marknad har ifrågasatts fortlöpande av andra forskare (Kraus & Litzenberg 1973, Myers och Majluf 1984, Bakers & Wurglers 2002, Ardalan 2015). Detta ifrågasättande har lyft fram fler aspekter och genererat ytterligare teorier om hur bolag väljer sin finansiella struktur.

Ett bolags kapital kan finansieras genom antingen eget kapital och/eller skulder. Hur sammansättningen av kapitalet ska se ut bör vara ett aktivt val ur strategisynpunkt (Titman & Wessels 1988). Aktiebolagen är de som har störst utbud och valmöjligheter av finansiella medel eftersom de har fler externa investerare och möjlighet till emissioner (Myers 2001). Dessa externa intressenter behövs för att möjliggöra bolagens investeringar när internt kapital inte är förstahandsvalet. Valet av finansiering innefattar således både ett årligt resultat att förhålla sig till samt investeringsbeslut, vilket kommer att påverka bolagens finansiella struktur. Om man utgår från att aktiebolagens mål bör vara aktievärdemaximering (Ardalan 2015) blir resultatkapitalets placering väsentligt för att nå högsta möjliga aktievärde. Optimal finansiell struktur definieras således som den sammansättning på kapital som ger högsta möjliga totalvärde på aktierna. Ett högt aktievärde säkrar i sin tur bolagets tillgång till eget kapital genom att ett högt marknadsvärde skapar tillgång på investerare.

Bolagens ena alternativ är följaktligen att finansiera genom eget kapital. Finansiering med ökad andel eget kapital genom aktier innebär i många fall ett utökat antal ägare som söker så hög förräntning som möjligt på satsat eget kapital av aktievärdet. Finansiering av investeringar med eget kapital bedöms vara en mindre risk än skuldfinansiering, bland annat eftersom företaget inte är förbundet till en kostnad om resultatet inte är tillfredsställande. Större eget kapital medför att en lägre andel skulder som ger procentuellt lägre räntabilitet på eget kapital. Mindre andel skuld leder även till högre skatt på resultatet medan andelen ägare med förräntningskrav ökat. Kostnaden för det egna kapitalet utgörs av ägarnas avkastningskrav (Johansson & Runsten 2005).

Bolagens andra finansieringsalternativ är att utöka sin skuld till bank eller annat kreditinstitut. Finansiering med skuld innebär högre räntabilitet på eget kapital, vilket beskrivs av hävstångseffekten (Fama & French 2005). Detta blir följden eftersom skuldfinansiering genererar en högre marginell avkastning mellan finansieringskostnader och bolagets avkastning. Finansieringskostnader innefattar såväl skuldkostnader som ägarnas förväntad förräntning på eget kapital. Den högre marginella avkastningen gäller således så länge som låneräntan är lägre än ägarnas förräntningskrav. Skuldsättning agerar också som en skattesköld eftersom skatten beräknas på resultat efter finansiella poster (Johansson & Runsten 2005, Leonardz & Blomquist 2010). Kostnaden för finansiering med skuld innefattar låneräntor som bland annat påverkas indirekt av hur Riksbanken sätter reporäntan.

Reporäntan sätts av Riksbanken och är den ränta som används som styrränta i Sverige sedan år 1994. Det är reporäntan som utgör den ränta som banker kan välja att låna, alternativt placera pengar till i Riksbanken på tidsfristen av en vecka (Riksbanken 2016b). Storleken på reporäntan styr bankernas efterfrågan och således storleken på den monetära basen. Riksbanken kan därmed sägas styra storleken på den monetära basen i Sverige genom reporäntan (Fregert & Jonung 2010). Det är prognoserna för konjunkturutvecklingen som utgör beslutsunderlaget för hur reporäntenivån ska sättas för att stabilisera konjunkturer enligt vald stabiliseringspolitik. Detta innebär att om inflationen är låg, sänks räntan så att det ska bli mer pengar över till att höja inflationen och vice versa. Reporäntan som styrverktyg är enligt detta resonemang dels en marknadsstabilisator och dels en marknadsindikator. För att frigöra mer kapital hos företag och konsumenter för att motivera till investeringar väljer Riksbanken att sänka reporäntan. Valet av hur man ska täcka kostnader för dessa investeringar kommer



följaktligen att återspeglas i bolagens finansiella struktur. Konjunktorens svängningar inverkar också på bolagens utvecklingsmöjligheter eftersom den styr efterfrågan på deras produkter och därmed även dess lönsamhet och investeringsbeslut (Fregert & Jonung 2010).

Eftersom reporäntan varierar med konjunktur är det inte enbart kostnaden för skuld som påverkas när reporäntan förändras utan även riskfaktorn relaterad till skuldsättningsgraden. När Riksbanken sätter reporäntan görs det utifrån deras bedömningar och prognoser av inflationsutvecklingen och den ekonomiska tillväxtens utveckling (Riksbanken 2016a). Hur väl omgivningen uppfattar att Riksbanken har lyckats med att avläsa omvärlden, påverkar bolagens bedömning av riskerna relaterade till marknadsläget. Anufriev, Assenza, Hommes och Massaro (2013) framhåller att förtroendet från marknadsaktörerna för centralbanken är det som är avgörande för reporäntans effekt. Risken anses enligt detta resonemang öka när förtroendet är lågt. Riskbedömningsfaktorn som är kopplad till investeringsbesluten påverkar således också bolagens val av finansiell struktur.

En teori om optimal skuldsättningsgrad för bolag lanserades av Krauz och Litzenberg (1973) och kallas Trade-off teorin. Den visar att den teoretiskt optimala skuldsättningsgraden är individuell för varje företag och består av en avvägning av nyttan av skatteskölden mot kostnaden relaterad till konkursrisken (Kraus & Litzenberg 1973). Med ett bestämt värde på avkastningen och utdelningspolicyn skulle skuldsättningsgraden vara ett konstant mål för företagsledningen att uppnå genom aktiva val över tid av finansiell struktur. En fluktuerande faktor i Trade-off teorin är risken som ändras av dels kostnaderna för lån och dels marknadsläget.

När vi tittar på tidigare forskning som undersökt vilka avvägningfaktorer som påverkar den finansiella strukturen är Harris och Raviv (1991) studie av intresse eftersom den påvisar att förutom skatteskölden så inverkar även risken för konkurs, företagets storlek, tillväxtfas och volatilitet på bolagens finansiella struktur, vilket har bevästs i senare studier (Sarkar 2011). Childs, Mauer och Otts (2005) studie framhåller att vid en ökad konkurrrisk, som exempelvis i en lågkonjunktur, så minskar den optimala skuldsättningsgraden. En ökad risk på tillgångar anses även minska den optimala skuldsättningsgraden och studien visar vidare att risken går att ställa i korrelation med räntan.

Myers och Majluf (1984) ansåg sig funnit en annan förklaring till valet av finansiering och grundade Pecking Order teorin. Teorin framhåller att finansieringskapital rangordnas i ordningen internt eget kapital, skuldfinansiering och sist externt eget kapital genom nyemission. Enligt denna teori påverkas således inte finansiering av kostnaden eller risken för ökad skuldsättning utan det som ligger till grund för finansieringsvalet är företagets lönsamhet. En optimal finansiering för ett företag med god lönsamhet innebär således en hög soliditet utifrån Pecking Order teorin. Enligt det resonemanget undviker aktiebolagen skuldsättning tills dess att resultatet är negativt eller olönsamt oavsett riskbedömning.

En tredje teori som förklarar bolags finansiella struktur är Market Timing teorin (Bakers & Wurglers 2002). Market Timing, som det låter, menar att företag skulle välja det optimala finansieringsalternativet vid varje specifikt finansieringstillfälle. Detta skulle innebära att kostnaden för skuld och dess risk har betydelse i valet av finansiella struktur hos bolagen grundat på historiska försök att tajma marknaden och med sikte på framtiden. Kaya (2011) testade Market Timing teorin i sin studie genom analysera hur företagen valde att belåna sig vid olika räntelägen och fann att andelen skulder inte ökade när räntan var lägre men att löptiden för lånen förlängdes. Risk och kostnad för lån visade sig inte uppnå tillräckligt hög förklaringsgrad, men marknadsläget och synen på framtiden ansågs göra det.

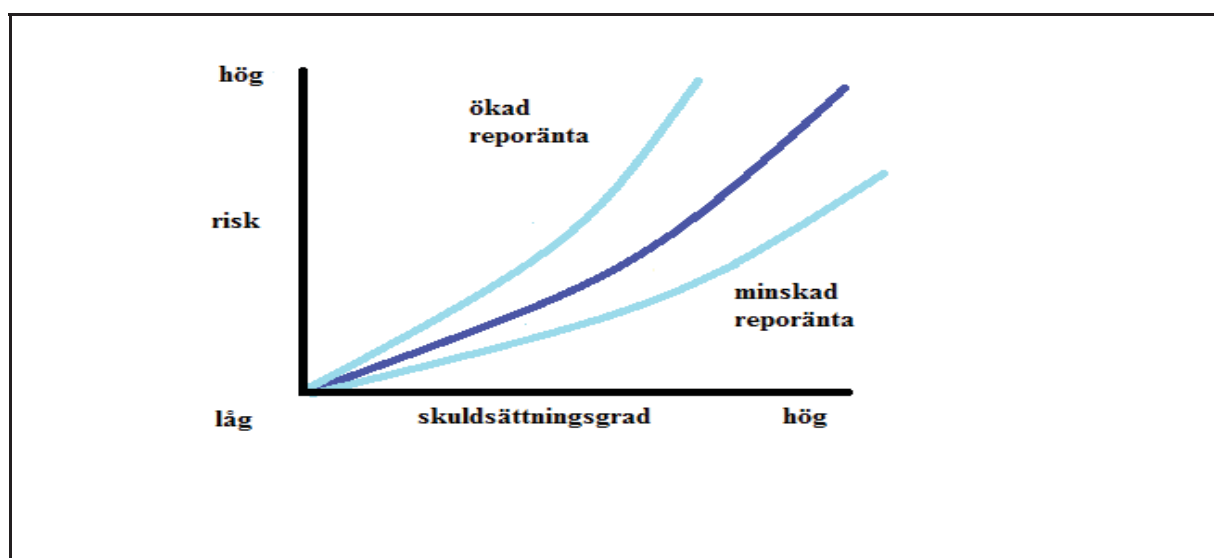
## 1.2 Problembeskrivning

När företagsledningen väljer finansiell struktur för att uppnå värdemaximering är det intressant att kartlägga deras val av skuldsättningsgrad som en strategi för att nå målet. De teorier som förklarar bolagens val med syfte att optimera finansiell struktur framhåller vikten av olika prioriteringar och beslutsmotiveringar hos bolag. Utifrån det vi tagit upp från befintliga teorier om skuldsättning och eget kapital är riskerna med skuldsättningsgraden en av många relevanta faktorer i valet av finansiell struktur. Vi vill därför ytterligare belysa marknadens och riskens betydelse som tillämpas vid bolagens val av finansiell struktur.

Vi kan konstatera att högre belåningsgrad är förknippat med en högre risk genom att bolagen förbinder sig till fler utbetalningar för att amortera lånen och betala räntor oberoende av resultat (Johansson & Runsten 2005). Sambandet har fastställts matematiskt genom hävstångseffekten, eftersom högre skuld förstärker påverkan på avkastningen både vid lönsamma och olönsamma resultat (Fama & French 2005). Den högre riskfaktorn beror inte

bara av belåningkostnaden utan även på ökad konkursrisk. Chen och Steiner (1999) påvisar i sin studie att detta kommer att påverka ledningens beslut kring finansiell struktur eftersom det kan medföra högre kostnader för skuld på grund av riskpremierna. Det framgår vidare att besluten om skuldsättningsgrad, utdelning och majoritetsägande samtliga påverkas av riskfaktorn.

Avvägning mellan de olika faktorerna bör därför ligga till grund för bolagens val av finansieringsstruktur. Forskningsfronten belyser som vi sett olika beslutsunderlag för val av skuldsättningsgrad kopplat till risk. Vi tar fasta på marknaden och riskbedömningens betydelse genom att undersöka förändringar i reporäntan eftersom de påverkar risken hos skuldsatta bolag och vi illustrera hur sambandet påverkas nedan:



*Bild 1: Bilden utgör en principiell skiss av förhållandet mellan risk och skuldsättningsgrad vid olika nivåer av reporänta.*

Riksbanken gör offentliga prognoser av reporäntan (Riksbanken 2016a). Detta för att undvika att företag och hushåll överraskas utan istället ska ha möjlighet att anpassa sig till förändringen i ekonomiska förhållanden (Riksbanken 2016c). Den penningpolitik Riksbanken för har således för avsikt att vara förutsägbar, vilket delvis förklarar varför reporäntan ändras gradvis. Trots denna avsikt finns det alltid en viss osäkerhet i hur den framtida utvecklingen för reporäntan ser ut eftersom det inte råder klarhet i hur den globala ekonomins utveckling kommer att se ut och detta måste tas med i bolagens riskbedömning (Andersson, Dillén och Sellin 2006).

Riksbankens avsikt med förändring av reporäntan är att påverka efterfrågan på lånat kapital på den generella marknaden, vilket borde innebära att skuldsättning ökar vid lägre reporänta (Fregert & Jonung 2010). En högre reporänta borde minska skuldsättningen eftersom det blir dyrare och mer riskfyllt. Förändringar i reporäntan borde därmed ändra förutsättningarna för valet av finansiering.

Förutom att den påverkar låneräntan är reporäntan som styrverktyg intressant eftersom den även fungerar som prognos för framtiden i den utsträckning som marknadsaktörerna har förtroende för Riksbankens penningpolitik. Bolagens förtroende för Riksbanken inverkar därmed på hur realistisk förväntan bolagen har om hur mycket de ska investera. Hur väl bolagens bedömning av risk överensstämmer med Riksbankens prognoser avgör således vilken effekt reporäntenivån har på marknadsaktörerna (Anufriev et al 2013). I och med det så kan reporäntan även ha framgångsrik effekt med att dämpa konjunktorens påverkan, vilket torde avspglas i bolagens årsresultat (Fregert & Jonung 2010).

Eftersom att reporäntan har en indirekt påverkan på så väl kostnader som risk för skuldsättning, men också signalerar effekten av konjunkturutvecklingen, vill vi se närmare på sambandet mellan reporäntan och den finansiella strukturen.

### **1.3 Frågeställning**

Vad händer med aktiebolagens finansiella struktur när reporäntan förändras?

### **1.4 Syfte**

Vi vill tillföra mer kunskap huruvida reporäntan som faktor kan ha betydelse för hur de finansiella teorierna tillämpas eller inte för värdemaximering hos aktiebolagen. Avsikten är att utveckla kunskapen om den optimala finansiella strukturen. Studien kan belysa vissa effekter av förändringar i reporäntan.

## 2 Metod

### 2.1 Metodval

För att söka svar på vårt problem avser vi att göra en kvantitativ undersökning där vi hämtar vår data utifrån offentligt material så som börsinformation, årsredovisningar och Riksbankens värde på reporäntan. Resultatet kommer därefter att operationaliseras med hjälp av befintliga teorier. En kvantitativ studie anses bäst lämpad eftersom vi vill göra en bred studie på en hel population. Storleken på vår studie är avgörande för att kunna hålla en hög validitet. Vi väljer en hel population innehållande 23 bolag och undviker aktivt urval av bolag vilket annars kan påverka data (Eliasson 2013). Vi väljer bort att använda oss av stickprovet som metod för att vi vill åt hela populationen och utesluter således risken för över- eller underrepresenterade data. Om urvalet skulle vara något annat, ny tid eller nya bolag, finns det en risk att utslaget blir något annat. Detta i sig kunde vara intressant för att undersöka eventuella storleks- och branshpåverkningar men ryms inte i denna studie.

För att besvara frågan kartlägger vi bolagens tillgång på finansiella medel. Den finansiella strukturen definieras som förhållandet mellan skulder och eget kapital (Johansson & Runsten 2005). Det mått som vi anser bäst beskriver företagets val av finansiella struktur är skuldsättningsgrad, vilken vi väljer att beräkna som kvoten mellan långfristiga skulder och totalt eget kapital eftersom det anses vara den mest generella definitionen på skuldsättningsgrad. Kvoten speglar således företagets aktiva val av finansiell struktur för att nå aktievärdemaximering. En begränsning i nyckeltalet skuldsättningsgrad kan vara att skulddelen enbart innefattar långfristiga skulder d.v.s. skulder som definieras löpa över en längre period än 12 månader. För att även ta hänsyn till kortfristiga skulder och företagets totala tillgångar i sin helhet kompletterar vi med ett andra nyckeltal: soliditet. Måttet soliditet är kvoten av eget kapital dividerat på totala tillgångar. I begreppet totala tillgångar inryms således totalt eget kapital såväl som kortfristiga och långfristiga skulder (Fregert & Jonung 2010, Johansson & Runsten 2005). De kortfristiga skulderna som innebär exempelvis leverantörsfakturor är inte i samma utsträckning ett aktivt val av finansiell struktur utan istället en fråga om grad av likviditet, varför vårt fokus ändå kommer att hamna på skuldsättningsgradens variation.

$$\begin{array}{lcl}
 \text{Skuldsättningsgrad} & = & \frac{\text{Långfristiga skulder}}{\text{Totalt eget kapital}} \\
 \text{Soliditet} & = & \frac{\text{Totalt eget kapital}}{\text{Totala tillgångar}}
 \end{array}$$

Bild 2: Formel för beräkning av S/E och E/T

Eftersom reporäntan är den kostnad banker och kreditinstitut betalar för repor från Riksbanken så har den således en indirekt påverkan på bolagens kostnader för skuld och risk. Data om reporäntan inhämtas som sekundärdata. För att göra analysen hanterbar använder vi den genomsnittliga reporäntan under året eftersom årsredovisningar genererar i en data per år, vilket gör dem jämförbara. Vi samlar in data kring historisk reporäntan över perioden i procentsats från Riksbankens (Riksbanken 2016d) och Ekonomifaktas (2016) hemsida.

Bolagens årsresultatet påverkar deras skuldsättningsgrad eftersom resultatet måste placeras någonstans eller delas ut. Därigenom är årsresultatet en faktor som medför ett aktivt val från aktiebolagets ledning. Följaktligen vill vi i vår studie kartlägga resultatet för att vid analysen kunna ta hänsyn till denna faktor som påverkar nästa års val av finansiell struktur. Ett positivt resultat ger allt annat lika större tillgångar som i sin tur tillför eget kapital som därmed sänker skuldsättningsgraden (Ax, Johansson & Kullvén 2009). För att kunna analysera måste därför resultatet som förklarande faktor isoleras. Vi har för hanterbarhetens skull valt att kategorisera resultat enbart som positivt eller negativt. En större mer omfattande studie hade givetvis kunnat ta hänsyn till det absoluta resultatet. Vi har valt bort räntabiliteten som nyckeltal eftersom vi inte kan bedöma huruvida den är lönsam eller inte i förhållande till ägarnas avkastningskrav. Därmed kan vi inte analysera hur räntabiliteten förklarar förändringen i finansiell struktur för nästkommande år. Årsresultat å sin sida kan uttryckas i absoluta tal och därmed användas för att beskriva simplifierade trender vilket möjliggör vår flerfaktorsanalys.

## 2.2 Urval

### 2.2.1 Urvalsram

För att kunna utläsa samband väljer vi att göra en studie på ett antal börsbolag. Valet av börsnoterade aktiebolag beror främst på att dessa i motsats till andra företag har ett friare val av kapitalstruktur på grund av tillgången på investerarkapital via börsen exempelvis nyemission. Studien görs på alla idag befintliga aktiebolag i angiven storlek (small-cap) som var registrerade på Stockholmsbörsen under hela den tidsperiod vi valt (Nasdaq 2016a). Studien inriktar sig enbart på branschen industri som består av 23 st olika bolag. Vi väljer således en hel population för att inte låta studien påverkas av urvalet i sig. Industribranschen väljs utifrån att vi anser den vara en relativt kapitalberoende bransch, vars varor även är kopplade till konsumtion och därmed även konjunktur. Bolag som inte varit börsnoterade under hela perioden har dock valts bort för att inte skapa bias i den analys och trendsökning vi vill göra (Eriksson & Wiedersheim-Paul 2014). Som hjälpmedel för att urskilja bolagen i den valda populationen använder vi oss av Nasdaqs hemsida (Nasdaq 2016a).

Avgränsningarna sker i form av svenska börsnoterade bolag i en särskild klass, small-cap, vilket innefattar bolag under 150 miljoner euro i totalt aktievärde. Detta urval gjordes för att vi skulle få en tillfredställande storlek på vår kvantitativa studie. Vi väljer Svenska bolag för att kunna jämföra samtliga företag mot en och samma reporänta samt för att de lyder under samma redovisningsregler. Att vi väljer börsnoterade bolag beror på att de har tillgång till nytt eget kapital via aktiemarknaden och således har en större möjlighet att välja kapitalstruktur än icke-börsnoterade företag.

Studien innehåller totalt 23 bolag, men för få en mer tillförlitlig bild av bolagens val av finansiell struktur väljer vi att göra genomsnittsberäkningar två sätt. Dels med samtliga 23 bolag och dels utan markant avvikande värden. De bolag som avviker och därmed ibland uteslutits (Eliasson 2013) har inga noterade långfristiga skulder under perioden. Eftersom att dessa bolag är helt valt bort långfristiga skulder påverkas inte deras val av finansiell struktur i samma utsträckning som vår studie avser att kartlägga. Vi anser dock att de tre bolagen utan långfristiga skulder likväl har gjort ett aktivt val om att inte förändra sin finansiella struktur och därför har vi med dessa i kompletterande beräkningar. Vi väljer att tydligt markera vilka regressions- och genomsnitts-beräkningar som innefattar 20 respektive 23 bolag för att underlätta förståelse.



### 2.2.2 Tidsperiod

Studiens tidsperiod är åren 2007-2014, där år 2007 utgör ett referensår. Valet av tidsperiod syftar till att fånga olika räntelägen samt perioden innan och efter en nedgång/uppgång. År 2008 klassades också som en mindre finanskris i resten av världen på grund av en sprucken bostadsbubbla i USA (Fregert & Jonung 2010). År 2008 minskade reporäntan från 4,75 till 2,0 procentenheter på tre månader för att dämpa stöten av den globala mindre finansiella krisen som upplevdes i USA och resten av Europa (Riksbanken 2016d,e). Det var denna förändring i reporäntan som fångade vår uppmärksamhet i studiens begynnelse.

Att vi begränsar oss till det senaste decenniet beror på att vi vill göra studien på det mest aktuella konjunktursvängningarna som hunnit dokumenteras. Detta eftersom vi igenom vår studie vill utreda frågan utifrån nutida förhållanden, då forskning och utvecklandet av teorier ökat kunskapen kring finansiering över tid. Tidsperioden har således begränsats till 7 år och begränsningen har satts för att studien ska kunna inrymma en betydande majoritet av bolagen i population och ge studien ett relevant underlag. Enligt ovan inrymmer studien enbart bolag i den valda population som idag är noterade på Stockholmsbörsen och har varit det sedan årsskiftet 2006/2007 så data funnits tillgänglig under hela 2007. En längre tidsperiod skulle därför innebära ett färre antal bolag att jämföra. En kortare tidsperiod hade även den gett ett sämre analysunderlag på grund av färre variationer av räntelägen att jämföra med.

## 2.3 Analyismetod

Då vår studie grundas på rådata från årsredovisningar väljer vi att bifoga detta som insamlat material i bilagor. I resultatet presenteras sammanställt och bearbetat material samt våra beräknade nyckeltal vilka är betydligt mer överskådliga än rådata.

### 2.3.1 Insamling av data

Vi har använt webbverktyget [www.bolagsfakta.se](http://www.bolagsfakta.se) eftersom de årsredovisningar redan finns samlade och är direkt länkade till, vilket underlättar inhämtandet av data. Bolagsfakta tillhandahåller enbart årsredovisningar 2010-2014 och därmed data från och med år 2009. Därför har data från årsredovisningar 2007-2008 inhämtats via aktiebolagens respektive hemsidor. Under datainsamlingen upptäckte vi att ett företags siffror för ett bestämt år kunde skilja sig mellan årets årsredovisning och senare rapporter. I dessa fall har vi valt att använda de siffror som framgick av det specifika årets årsredovisning eftersom vi anser dessa vara mer



jämförbara då de är framställda med samma utgångspunkt i enlighet med årsredovisningslagen (Ax, Johansson & Kullvén 2009, Leonardz & Blomquist 2010).

Råmaterialet består av data som aktiebolagen själva offentliggjort. Vi kan följaktligen inte utesluta att företagens ledningsgrupper påverkat materialet för att det ska anses mer tillfredsställande. Årsredovisningar bedöms av oss vara de mest tillförlitliga källor vi har tillgång till för dessa aktiebolags bokförda värden. God redovisningssed är de förhållningsramar för årsredovisning som gäller för samtliga svenska bolag (Leonardz & Blomquist 2010). Även om det är samma sed så kan den tolkas olika, så därför kan årsredovisningen i sig innehålla en del skillnader. Johansson och Runsten (2005) framhåller att företagsledningens beslut om exempelvis värderingar av diverse tillgångar och nedskrivningar påverkar data och även våra beräknade nyckeltal. Vi har av resursskäl inte gått djupare in på dessa frågor, men vill påtala att det inom vissa ramar är möjligt att manipulera redovisningen varför inga redovisningsmått kan antas vara perfekta. Nasdaq är också tydliga med att de fransäger sig allt ansvar gällande korrektheten hos de data de presenterar (Nasdaq 2016b), varför Nasdaqs uträknade nyckeltal valts bort till förmån för våra egna beräkningar av nyckeltal.

För att själva beräkna våra nyckeltal: soliditet och skuldsättningsgrad, inhämtar vi data för bolagens totala kapital, totalt eget kapital och långfristiga skulder för vardera bolag och år i studien. På så sätt blir det också enkelt för oss att kontrollera utstickande siffror och värden i enlighet med Eliasson (2013). Vi noterar även företagets lönsamhet genom vinst efter finansiella poster för att kunna ta hänsyn till resultatet i analysen och för att kunna identifiera huruvida olika bolag haft olika förutsättningar vid valet av kapitalstruktur.

Reporäntan kollektas både från Ekonomifaktas (2016) och Riksbankens (2016d) hemsidor för hela tidsperioden, för att säkerställa att värdena är tillförlitliga. Vi har använt månads utgående värde för reporäntan i enlighet med Ekonomifaktas (2016) uppställningsmall eftersom att reporäntan fastställs 6-7 gånger om året. Till trendanalysen, där vi analyserar per år, har vi dock valt att använda årets genomsnittliga reporänta. Det innebär att vi har tagit summan av reporäntans värde vid vardera månadsskifte och dividerat på 12 månader, för att uppnå en rättvist viktad reporänta. Vårt val att använda just genomsnittlig reporänta beror på

att företag tar finansieringsbeslut året om vilket vi anser speglas bäst av genomsnittet (Körner & Wahlgren 2012).

Värden för data kommer att kontrolleras och beräknas omsorgsfullt för att minska risken för felkällor. Datavärde som sticker ut ur datamängden i diagrammen kommer därför att felsökas och undersökas.

### 2.3.2 Presentation av data

Först presenterar vi reporäntan som är vår analysindikator. Vi väljer att använda oss av ett diagram som synliggör varje månadsvärde och svängningarna för reporäntan.

Trenderna som används i trendavläsningen skapas utifrån aktiebolagens värden från år till år och anges med + för positiv trend och - för negativ trend. Med reporäntans trend i toppen kan vi sedan utläsa huruvida de 23 bolagen följer eller avviker från trenden. I totalt tre diagram ställer vi trenderna för värden av skuldsättningsgrad, soliditet och bolagens årsresultat mot årens genomsnittliga reporänta. Observera att resultatets trendtabell avviker från övriga trendtabeller genom att presentera positivt eller negativt resultat och inte trenden. Trenden kan inte användas till några slutsatser men ger möjlighet till överblicksanalys och tillåter oss att upptäcka bias. Trenden är också det underlag som gjort det möjligt för oss att gruppera bolagens finansieringsval per år för att kunna analysera dessa beslut närmare.

För att åskådliggöra hur bolagens genomsnittliga skuldsättningsgrad för 23st respektive 20st bolag förhåller sig till reporäntans förändringar visar vi detta i ett diagram. Eftersom standardavvikelseerna är stora väljer vi att förutom genomsnittet presentera data individuellt i ytterligare ett diagram med alla 23 bolags skuldsättningsgrad kontra reporäntan.

Presentationen är vald med avsikt att vara överskådlig och tydlig. I de nämnda diagram kommer y-axeln vid upprepade tillfällen innehålla en skala med flera faktorer, så väl ränta som skuldsättningsgrad. Dessa kommer att tvingas in i samma skala och det bör man ha i åtanke när man analyserar talen.

Slutligen presenteras resultatet i en tabell av de 7 enkla linjära regressionerna mellan reporäntan och bolagens skuldsättningsgrad som genomförts med och utan förskjutning för att beräkna korrelation. Vi presenterar även de tre utvalda regressionerna i diagram för att

synliggöra dess resultat. Vi har enbart valt att undersöka enkel linjär regressions, en möjlighet vore ändå att en icke-linjär regression skulle förklara data bättre. Utifrån punkternas sätt att samla sig valde vi dock bort icke-linjära regressionssamband eftersom vi ansåg att det skulle skydda oss mot för stort felutslag i enlighet med den försiktighet som Andersson, Jorner och Ågren (2007) förordar.

### 2.3.3 Analysverktyg

Vi kommer att analysera vårt data i tabellerna med två verktyg. Först söker vi sambandet mellan reporäntan och bolagens skuldsättningsgrad med hjälp av en enkel linjär regression och dess korrelationskoefficient (Göteborgs universitet Sahlgrenska 2011). Därefter analyserar vi trendtabellerna gentemot reporäntan. Detta gör vi genom att skapa modeller som möjliggör gruppering utifrån hur bolagens finansiella strukturer förändras årligen.

Med hjälp av linjär regression kan vi mäta hur starkt sambandet mellan två variabler är. Den enkla linjära regressionen bygger på en mätning av hur datavärdena förhåller sig till varandra och hur utspridda dessa är. Vid ett starkt samband är värdena väl samlade kring en och samma linje. Nästa sambandsprovare, korrelationen, innefattar samtliga datas standardavvikelser för angivet antal bolag och år. Korrelationsvärdet 1 visar på ett perfekt samband och 0 betyder inget påvisat samband. Sambandet bekräftas eller förkastas således med hjälp av hur stora avvikelserna är (Körner & Wahlgren 2006). Linjen  $y$  beskrivs med formeln  $y=bx+m$ , där  $b$  är linjens lutning i  $x$  per  $y$  värde och  $m$  är skärningspunkten med  $y$ -axeln. Vi noterar både regressions- och korrelationskoefficienten för att senare analysera denna linjära modell och hur väl den korrelerar och ger trovärdighet till vårt resultat (Andersson, Jorner & Ågren 2007). Till vår hjälp för att sammanställa dessa värden använder vi programmet R-statistic och formlerna för linjär regression och korrelation.

Linjens regressionskoefficient  $b$  fås genom formeln (Eliasson 2013):

$$b = \sqrt{\frac{n\sum XY - \sum X \sum Y}{n\sum X^2 - (\sum X)^2}}$$

$X$  och  $Y$  betecknar variablerna i formeln och  $n$  betecknar antalet.

Det mest intressanta för vår studie är hur stor korrelationen för detta indirekta samband är det vill säga linjens korrelationskoefficient.

Linjens korrelationskoefficient  $r$  fås genom formeln (Eliasson 2013):

$$r = b * \frac{S_X}{S_Y}$$

$S_X$  och  $S_Y$  betecknar standardavvikelseerna för variablerna  $X$  och  $Y$  och  $b$ -värdet betecknar förhållandet mellan variablerna.

Vi beräknar även regressionernas förklaringsgrad, determinationskoefficient  $r^2$  (Andersson, Jorner & Ågren 2007). Vid ett linjärt samband mellan variablerna  $x$  och  $y$ , i vårt fall reporäntan och finansiell struktur vilka uttrycker hur stor andel av den beroende  $y$  variabelns variationer som kan förklaras utifrån variationer i den oberoende  $x$  variabeln (Göteborgs universitet Sahlgrenska 2011). En låg förklaringsgrad påvisar således ett svagt samband. Observera att vi inte avser att utreda huruvida det förekommer ett orsakssamband det vill säga om en variabel är beroende av den andra.

För att undersöka en eventuellt fördröjd effekt på den finansiella strukturen av förändringar i reporäntan undersöks även korrelationen hos regressioner mellan reporäntan och den finansiella strukturen med olika förskjutningar. Detta eftersom konjunkturinstitutet som styr nationalekonomin framhåller att en effekt av räntekorrigeringar syns tydligast på inflationen efter ungefär 2 år (Fregert & Jonung 2010).

Eftersom att regressionanalyserna gett obetydliga korrelationsvärden som varit svåra att analysera har vi själva skapat ett sätt att analysera trender för bolagens nyckeltal mot reporäntan. Trendtabellerna för skuldsättningsgrad, soliditet och resultat har därför fått inspirera till att skapa olika modeller som möjliggjort grupperingar av aktiebolagens finansiella struktur. På så vis har vi kunnat analysera olika bolags val av finansiell struktur dels mot varandra och dels från år till år.

Soliditeten har tagits med från början för att ge stöd åt analyser om finansiell struktur men nyckeltalet soliditet i sig avslöjar inte om företagen är mer villiga att belåna sig vid lägre ränta. Detta eftersom soliditet innefattar kortfristiga lån så som leverantörsskulder och skatteskulder som tar upp innevarande skulder vid årsskiftet vilka lika gärna kan vara borta i januari igen. Soliditet påvisar i sig betalningsförmågan och därför är likviditeten ändå av intresse eftersom att den indikerar bolages välmående.

Med hjälp av trender, diagramkurvor och linjär regression har vi triangulerat vår empiri och det ger oss således en god bild och möjlighet att utläsa utfallet (Eriksson & Wiedersheim-Paul 2014). Den linjära regression ger oss en korrelation, ett mått på en lutning som beroende på negativ eller positiv data kan påvisa korrelationen. Därmed bör vi ha goda möjligheter att analysera utfallet och operationalisera vår frågeställning utifrån befintlig teori.

#### **2.3.4 Decimaler och avrundning**

För att göra rådata analyserbar avrundas våra beräknade nyckeltal till fyra decimaler. Detta antal decimaler väljs för att kunna fånga upp skillnader och avvikelser på nivån av tusendelar i kvoterna. Gällande korrelationstalen har vi däremot valt ännu fler decimaler för att kunna påvisa de ännu mindre skillnaderna. Eftersom skillnaderna varit relativt små har vi diskuterat huruvida trender borde storleksgraderas på grund av storleksvariationerna. Vi har dock beslutat att trendindikation som behandlar + och - är av tillräcklig omfattning för vår studie.

#### **2.3.5 Analysindikatorer**

Vår något förenklade indikator för kostnader och risk hänförligt till skuldsättningsgrad är reporäntan och vår indikator för finansiell struktur är skuldsättningsgrad och soliditet.

### **2.4 Förtydligande av mått**

Genom tydliga definitioner av de begrepp och nyckeltal upprätthåller vi en högre inre validitet (Eriksson & Wiedersheim-Paul 2014). Vi anser därmed att genom valen av de mått vi använder och dess kvoter vid ett upprepande av studien skulle ge samma sifferresultat oberoende av vem som utför den.

### 2.4.1 Aritmetiskt medelvärde

$$\bar{Y} = \frac{\sum Y_n}{n}$$

Medelvärdet utgör kvoten av summan av den totala mängden data dividerat på antalet data (Eliasson 2013).

### 2.4.2 Typvärde

Typvärde är det datavärde som förekommer med högst frekvens i datamängden d.v.s. det vanligaste värdet på data i datamängden (Eliasson 2013).

### 2.4.3 Standardavvikelse

$$s = \sqrt{\frac{\sum (Y_i - \bar{Y})^2}{n - 1}}$$

Standardavvikelse är ett mått på hur mycket datavärdena i datamängden avviker från medelvärdet. I det fall datavärdena är samlade runt medelvärdet är standardavvikelsen låg, motsatt råder det hög standardavvikelse då datamängdens datavärde är utspridda långt ifrån medelvärdet (Eliasson 2013). Standardavvikelserna för x och y utgör grunden för korrelationskoefficienten.

## 2.5 Etik

Vår studie baseras på offentlig data, varför vi anser att använd data inte är känslig. För att studien ska vara trovärdig och republicerbar väljer vi att presentera aktiebolagen med namn. Vid närmare analys och slutsats med hänsyn till aktiebolagen kommer vi inte använda oss utav bolagsnamn då vi i helhet söker en trend och om vi har några avvikande fall eller grupper kommer dessa att benämnas just som sådana. Aidentifiering skyddar bolagen ur etiska perspektiv (Gustafsson, Hemerén & Petterson 2011). Bolagen har numrerats i alfabetisktordning och bolagsnamn finns att tillgå i bilagorna. Detta möjliggör insyn och

öppenhet i vår studie i enlighet med Vetenskapsrådets kriterier för god forskning (Gustafsson, Hemerén & Petterson 2011).

Genom att vi utförligt och stegvis beskriver vår metod och analys får vi en republicerbar studie som tillför trovärdighet då en upprepning skulle ge samma utslag i regressionsanalysen. Hur vi kommer att tolka och analysera trender utifrån teorierna kommer däremot att grundas på subjektiva tolkningar utifrån den teori vi lagt fram i vårt teoriavsnitt. Vi har haft för avsikt att vara objektiva vid teori-insamlingen och skapa oss ett helhetsintryck av vardera teori. Den teori som är framlagd i vårt teoriavsnitt avspeglar den teori vi anser vara mest erkänd och reliabel. Vi kan dock inte med säkerhet säga att vi tagit upp alla relevanta delar inom teorierna eftersom forskningen kring dessa teorier varit väldigt omfattande (Eriksson & Wiedersheim-Paul 2014). Därav kan vi inte utesluta att andra uppfattningar av teorierna skulle leda till andra slutsatser i analysen. Däremot vad gäller trenderna så är siffrorna absoluta tal och påverkas således inte av vem som utför beräkningen.

## 3 Reporäntan och transmissionsmekanismen

### 3.1 Penningpolitik

Riksbankens mål är att det svenska konsumentprisindexet ska växa med 2 procent per år. Fregert och Jonung (2010) lyfter fram tanken att genuin prisstabilitet inte eftersträvas eftersom den lätt kan övergå i deflation, en räntesats under 0 %, vilket kan leda till en lågkonjunktur som blir svår att ta sig ur. Räntebeslutet grundas därför på det överordnade inflationsmålet. Övriga faktorer som har inverkan på Riksbankens reporäntebeslut är den svenska realekonomins utveckling, det vill säga en hållbar tillväxt och god sysselsättning.

Riksbanken bedriver en flexibel låginflationsmålspolitik (Fregert & Jonung 2010, Riksbanken 2016a). Hela processen med styrning av reporäntan bygger på en växelvis påverkan mellan de olika aktörerna på penningmarknaden och Riksbanken, vilket enligt Fregert och Jonung (2010) skulle kunna beskrivas som att Riksbanken följer en återkopplingsregel. Detta samband där reporäntan sätts som en reaktion på de makroekonomiska indikatorerna brukar benämnas som en reaktionsfunktion.

### 3.2 Prognoser och dess påverkan

För att kunna göra goda bedömningar av inflationsutvecklingen och den ekonomiska tillväxtens utveckling görs prognoser av påverkande faktorer med hjälp av ett stort antal modeller. Detta resulterar i en konjunktur- och inflationsprognos, vilken noga analyseras för att sedan ligga till grund för beslut om reporäntan (Riksbanken 2016a). Riksbanken gör även offentliga prognoser av reporäntan för att undvika att företag och hushåll överraskas (Riksbanken 2016b). En annan fördel och intention med prognoserna, vilket framhålls av Fregert och Jonung (2010), är att genom dem kan Riksbanken lättare påverka räntorna på lån med längre löptider. De långa räntornas utgör enligt detta resonemang en viktig faktor när det gäller förväntad effekt av reporäntan som styrmedel, eftersom dessa räntor anses ha störst påverkan på investeringsbeslut.

Hur länge räntor påverkas beror enligt Fregert och Jonung (2010) på hur väntad denna förändring i reporäntan var. Den ränta banker lånar ut till påverkas därmed av såväl den faktiska reporäntan som den förväntade förändringen i reporäntan. I det fall en höjning i reporäntan är väntad kommer bankerna sannolikt höja sina marknadsräntor redan innan



reporäntan höjs. När reporäntan sedan höjs kommer marknadsräntorna att förbli stabila förutsatt att höjningen i reporäntan motsvarade den förväntade höjningen (Andersson, Dillén & Sellin 2016). Fregert och Jonung (2010) framhåller således att den penningpolitik Riksbanken för får effekt på de marknadsräntor företag och hushåll möter. Korta räntor påverkas direkt av förändringar i reporäntan eftersom dessa är tätt sammankopplade med dagslåneräntor. Vidare framhålls att förändringar i reporäntan därmed påverkar hela Sveriges ekonomis totala efterfrågan och totala utbud.

### 3.3 Transmissionsmekanismen

Transmissionsmekanismen (Fregert & Jonung 2010) är ett samlingsnamn för en mängd mekanismer som påverkar inflationen och ekonomin när förändringar görs i reporäntan. Dessa mekanismers verkningstid varierar, en del inverkar omedelbart, men den största påverkan anses inträffa först två år efter förändringen i reporäntan (Fregert & Jonung 2010).

Riksbanken (2016b) delar upp denna påverkan i tre kanaler. Den första är Räntekanalerna, med detta syftar Riksbanken (2016b) till att högre räntor i regel minskar hushållens konsumtion. När räntekostnaderna stiger blir det även dyrare att finansiera investeringar, varför investeringarna tenderar att minska när räntan är hög. Vidare påverkar en högre ränta även priset på alla finansiella och reala tillgångar. Detta eftersom att en hög ränta minskar nuvärdet av tillgångens framtida avkastning. När hushållen förstår att deras tillgångar blir mindre värda anser Riksbanken (2016b) det troligt att dem även kommer att konsumera mindre. Summan av effekterna i räntekanalerna vid en höjd ränta gör att den aggregerade efterfrågan i ekonomin minskar, eftersom viljan att konsumera och investera minskar. Vilket i sin tur leder till att ekonomins resursutnyttjande minskar och inflationen i ekonomin avtar (Fregert & Jonung 2010).

Den andra kanalen är kreditkanalen. Kreditkanalens effekt är att en högre ränta leder till att banker väljer att minska andelen utlåning till så väl företag som hushåll. Istället köper bankerna obligationer för sina tillgångar. Följden blir att blir både svårare och dyrare för företag och hushåll att få låna pengar från banker. I de fall företag inte får möjlighet att låna pengar eller anser det allt för ofördelaktigt kan dessa företag tvingas minska sin verksamhet eller vänta med att göra tilltänkta investeringar. Kreditkanalens effekt blir således en minskad aktivitet i ekonomin (Riksbanken 2016b).

Den tredje och sista kanalen är växelkurskanalen. Enligt Mundell-Fleming-modellen så ger Riksbankens styrning av valutatillgången den viktigaste effekten på inflationen (Fregert & Jonung 2010). Det första utslaget som syns på växelkursen när reporäntan höjs är att värdet av den svenska kronan höjs. Det blir därmed också mer attraktivt för investerare att placera pengar i svenska tillgångar i jämförelse med att placera tillgångar i andra valutor. Effekten av detta blir en kapitaltillströmning i den svenska ekonomin samt att efterfrågan på svenska kronor ökar. Dessa båda effekter resulterar i växelkursen blir ännu starkare (Riksbanken 2016b). Vidare innebär en starkare krona att efterfrågan på svenska varor minskar och därmed även resursutnyttjandet i svensk ekonomi vilken i sin tur leder till att inflationen i svensk ekonomi avtar. Bolag som importerar varor kommer dock att få betala ett lägre pris för det dem importerar mätt i svenska kronor, när importvaror blir mer konkurrenskraftiga kommer det ytterligare påverka inflationen negativt (Riksbanken 2016b).

En sista faktor som spelar en viktig roll i transmissionsmekanismen är själva inflationsförväntningarna. Förväntningarna innefattar en bedömning av trovärdigheten i själva inflationsmålet och Riksbankens prognoser. Detta har stor betydelse för prissättning och därmed en effekt på inflationen (Riksbanken 2016b). Enligt Fregert och Jonung (2010) är inflationsförväntningarna den faktor som har den mest avgörande betydelsen på de långa räntornas utveckling. Fregert och Jonung (2010) drar därför slutsatsen att Riksbanken inte direkt kontrollerar den långa räntan. Effekten på långa räntor, och därmed även effekten på investeringar, är istället att betrakta som en följd av förväntningar från de andra aktörerna på penningmarknaden om hur väl prognoserna om inflation kommer att uppfyllas. Sättet Riksbanken kommunicerar på är i sig ett styrverktyg för att stabilisera ekonomin i landet. Viktiga variabler som signalerar behov av framtida förändringar i penningpolitiken är bland annat valutakursen och de långa räntorna (Andersson, Dillén & Sellin 2006). Enligt detta resonemang är det i själva förväntningarna om förändringar som beslutet till olika val tar sats. Således kan man uttrycka det som att om Riksbanken har stort förtroende från marknadsaktörerna kommer också deras styrning av reporäntan att få större effekt (Anufriev et al 2013).

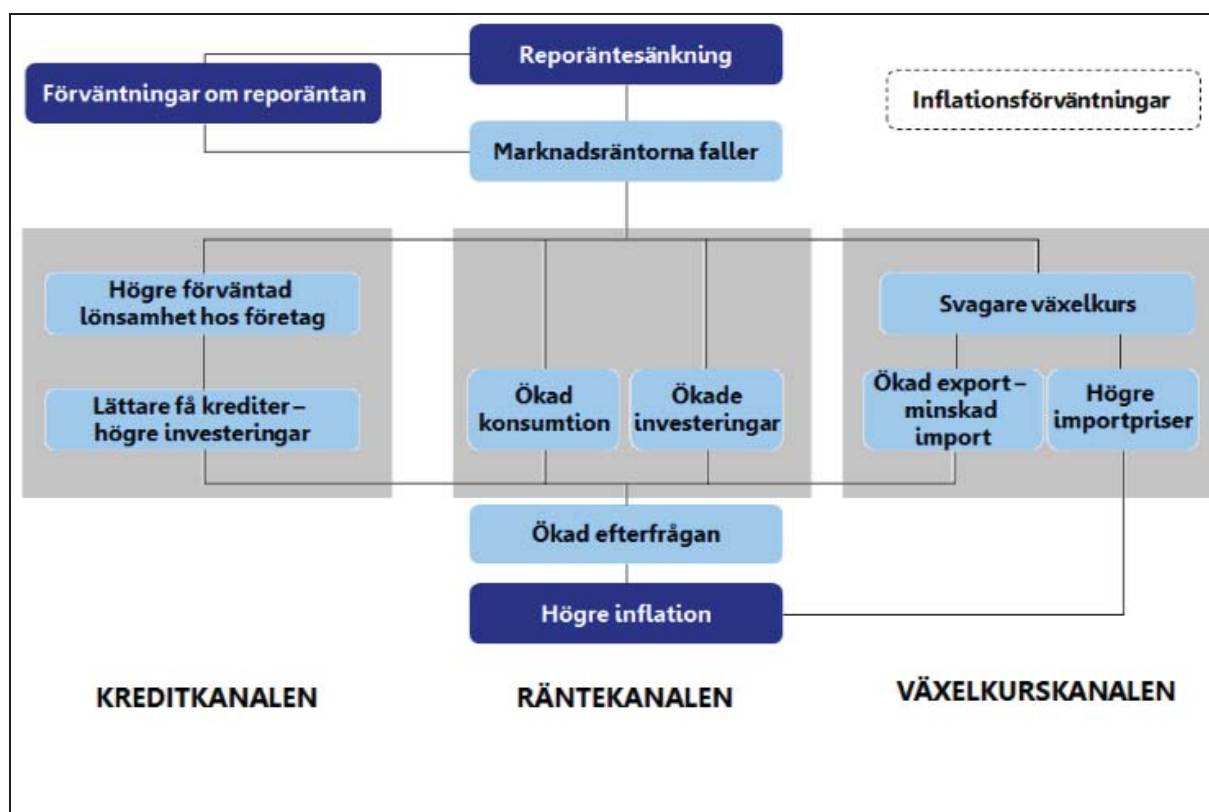


Bild 3: Riksbankens Schematiska bild av den penningpolitiska transmissionsmekanismen (Riksbanken 2016b)

### 3.4 Riksbankens agerande

Riksbankens syfte med reporäntan per år, utifrån Riksbankens rapporter om reporäntebeslut (Riksbanken 2016e,f):

#### 2007

Genomsnittlig reporänta 3,5208 något högre än genomsnittet 2,9143 beräknat på månaden utgående reporänta juni 1994- april 2016, från 1994 eftersom de var det år då reporäntan började användas som styrverktyg (Ekonomifakta 2016). År 2007 utgör studiens referensår.

#### 2008

Genomsnittlig reporänta är 4,0417 vilket är något förhöjt gentemot föregående år. Först höjdes räntan för att motverka den höga inflationen, vid hösten sänktes reporäntan igen vid upprepade tillfällen för att motverka konsekvenserna av finansmarknaden och hålla den svenska ekonomin på god fot.

**2009**

Genomsnittlig reporänta är 0,5833 vilket innebär en sänkning avsedd att få fart på kapitalmarknaden och ge möjlighet till skuldfinansiering för att få igång konsumtion och investeringar.

**2010**

Genomsnittlig reporänta är 0,5417, det vill säga en fortsatt sänkning för att motivera till konsumtion och investering genom ökad tillgång på kapital.

**2011**

Genomsnittlig reporänta är 1,7708, en höjning till följd av att investeringarna tagit god fart. Reporäntan höjs således för att strama åt tillgången på kapital och förhindra att skuldfinansiering ska fortsätta på samma vis för att stabilisera en god ekonomi om synes.

**2012**

Genomsnittlig reporänta är 1,4167, en sänkt ränta till följd av att utvecklingen i svensk ekonomi förväntas stanna av och uppmanar därmed till upptagning av nya lån och konsumtion för att få fart på ekonomin. Detta för att motverka dämpningen i ekonomin som var en följd av den svaga utvecklingen i omvärldens ekonomi.

**2013**

Genomsnittlig reporänta är 0,9792, en ny sänkning till följd av att inflationen är på fortsatt låg nivå. Räntesänkningen vill uppmana till låneupptagning och konsumtion för att få fart på ekonomin.

**2014**

Genomsnittlig reporänta är 0,4375, reporäntan har sänkts ytterligare för att uppmana till ytterligare låneupptagning och konsumtion.

## 4 Teori

### 4.1 Pecking Order

Under första delen av 80-talet påbörjade Myers och Majluf (1984) och Myers (1984) sin forskning på hur företag gick till väga för att finansiera investeringar. Studien utgick ifrån att man antog att finansmarknaden var perfekt bortsett från det verkliga värdet av investerarnas tillgångar eller värdet av investeringsmöjligheten. Detta antagande får konsekvensen att det exakta värdet på investeringar i företaget antas vara okänt. Värdet av nyemitterade aktier vid en investering i företaget antas därmed inte kunna fastställas exakt. Det löper således stor risk att aktier på kapitalmarknaden är felaktigt prissatta. I sin forskning utgår Myers och Majluf (1984) och Myers (1984) från att aktier är antingen underprissatta eller överprissatta men att företagets ledning har tillgång till mer information om vilket, samt att både företagsledning och investerare känner till att så är fallet. Myers och Majluf (1984) och Myers (1984) gör ytterligare ett antagande när de utgår ifrån att företags lednings överordnade mål är att maximera aktieägarvärdet hos befintliga aktier.

Resultatet av detta är att aktiebolag enligt Pecking Order teorin rangordnar olika typer av finansieringskapital för investeringar. Förstahandsvalet för finansiering av investeringar är att använda sig av internt genererade medel, internt eget kapital, exempelvis förra årets vinst. Ett sådant alternativ förutsätter att företaget föregående år genererat goda resultat. Detta förbehåller ingen värdering och innebär ingen risk, en förutsättning är dock att bolaget går bra och generar överskott/vinst. I det fall det interna kapitalet ej täcker finansieringsbehovet anpassar bolagen sin utdelning till aktieägare utifrån investeringsmöjligheterna på bekostnad av ägarnas förväntade utdelning (Myers 1984).

Till följd av dåliga år och fluktuerande lönsamhet kan aktiebolags årsresultat/vinst i sin helhet, det vill säga före utdelning till aktieägare, understiga utgifterna för investeringar. I dessa situationer förespråkar Pecking Order teorin att bolag minskar sin kassa och säljer av likvida omsättningstillgångar för att finansiera investeringen. När internt eget kapital inte är ett möjligt alternativ för att täcka hela finansieringsbehovet kommer bolagen använda upptagande av en ökad andel skuld för att täcka återstående finansieringsbehov (Myers 1984). Sistahandsalternativet enligt Pecking Order teorin är att ta in externfinansiering. Valet av externa finansieringskällor väljs utifrån lägsta grad av risk. Förstahands valet bör då vara att

öka andelen skulder i den utsträckning det är möjligt, beroende av ingående skuldkvot och hänförlig risk. Därefter föredrar företaget utfärdande av konvertibla skuldebrev/obligationer, det vill säga skuldebrev som kan omvandlas till aktier för ett givet pris. Den allra sista utvägen för finansiering av investeringen anses vara att täcka återstående genom en nyemission (Myers & Majluf 1984, Myers 1984). Nyemission medför att aktievärdet sjunker och hjälper således inte bolaget att nå det aktievärdemaximerande målet. Myers (2001) påtalar även att det kan vara svårt att finna investerare för en nyemission. Så länge skuldfinansiering är en alternativ möjlighet, kommer aktier antas vara överprissatta och således innebära en oförmånlig investering.

Förklaringen till detta grundar sig i att nyemitterade aktier således vid en nyemission sannolikt kan säljas till såväl underpris som överpris gentemot faktiskt värde. I det fallet nyemitterade aktier säljs till underpris kommer befintliga aktieägares aktievärde att sjunka, eftersom det totala aktievärdet i förhållande till antal aktier sjunker. En nyemission till underpris innebär således en nettoförlust för befintliga aktieägare. En nyemission som företagsledningen, vilken sannolikt sitter på mer information för värdering av företagets värde än marknaden gör, anser vara underprissatt kommer således inte genomföras då det överordnade målet är att maximera värdet av befintliga aktier. Myers och Majluf (1984) och Myers (1984) framhåller att nyemission av aktier således innebär att aktiebolaget anser finansiering genom aktier vara förmånligt och därmed antas det att aktier emitteras till överpris. En nyemission sänder därmed ut en signal från bolaget av att deras aktievärde är övervärderat. Effekten blir sannolikt att värdet på företagets aktier sjunker på börsen.

Myers (2001) framhåller Asquith och Mullins (1986, refererade i Myers 2001) studie som ett exempel på forskning som bekräftat att aktiebolags värde på kapitalmarknaden sjunker då nyemissioner tillkänna ges. Studien visar att minskningen i aktievärde i genomsnitt motsvarar 3%, desto större nyemission desto större antas aktiernas värdeminskning bli. Detta gäller även då företagets syfte är att utfärda aktier till ett rimligt pris, eftersom det faktiska värdet antas vara okänt. Enligt Asquith och Mullins (1986) ska denna prisminskning inte kopplas till transaktionskostnader eller liknande, utan ses som en direkt följd av själva tillkännagivandet av nyemission. Resultat blir att aktiebolag som finansierar investeringar genom nyemission generellt är lägre värderade än aktiebolag som undviker nyemission.

Finansiering med interna medel i likhet med finansiering genom upptag av en ökad andel skuld innebär ingen värdering av värdet och saknar därmed också risken för felaktig värdering. Desto högre skuldkvot ett företag har desto större kostnader för skuld har företaget, vilket medför att företaget löper en större risk för att få finansiella svårigheter. En allt för hög skuldkvot är därför inte heller önskvärt enligt Myers (1984, 2001). Finansiering genom skuld förknippas med såväl ökade kostnader som ökade risker.

Företag som befinner sig i en mer riskfylld bransch tenderar dock att generellt ha lägre andel skuld (Myers 1984). Myers (1984, 2001) framhåller att aktiebolag vid behov av extern finansiering in i det längsta kommer att prioritera skuldfinansiering. Vidare ger Pecking Order teorin en förklaring till varför lönsamma aktiebolag har lägre andel skuld. Myers (1984,2001) anser att det beror på att lönsamma bolag har större tillgång på internt genererade medel och således inte står i behov av extern finansiering för investeringar, emotsatts till företag med sämre lönsamhet.

Bolagens finansiella struktur kommer variera över år beroende på tillgången av internt genererat kapital för finansiering. I den utsträckning konjunktursvängningarna påverkar aktiebolags lönsamhet kommer svängningar därmed att påverka bolagens finansiella struktur. Ett lönsamt år borde därför skuldkvoten sjunka medan den torde stiga ett olönsamt år (Myers 1984,2001).

## 4.2 Trade-off

Grundstenarna till Trade-off teorin myntades redan av Miller och Modgiliana (1962) och deras irrelevante teori som menade att skuldsättningsgrad inte hade någon betydelse för värdemaximering i en perfekt marknad. Eftersom dessa antagande med åren ifrågasattes och ansågs felaktiga, valde man att förbättra teorin med en skattefaktor. Nu skulle istället teorin avväga risker mot nytta för att kunna fastställa ett skuldsättningsmål. Översätter vi Trade-off till svenska får man avvägningsteorin och det är också ett ord som beskriver vad teorin går ut på, en avvägning mellan nyttan och riskerna.

Valet av finansiella medel hos företag antas bero på en avvägning mellan dels kostnadsfördelar med skatteskulder samt risktagande vid upptagande av skuldsättning (Kraus & Litzenberg 1973). Bolag med högre skuld och lägre soliditet anses mindre välmående och



därför kommer de externa finansörerna kräva en högre avkastning. Det finns också andra kostnader som måste tas upp vid en eventuell konkurs som gör att den högre skuldsättningsgraden ökar riskerna. Bolag är således villiga att ta den risken så länge som fördelarna belåningen för med sig är större.

Högre skuld ökar i sin tur skattesköldens fördelar som ökar konstant med låneupptagningen. Det som påverkar skatteskölden är endast skattesatsen för det landet som bolaget skattar i. Skatteskölden sänker det beskattningsbara resultatet och även om resultatet är det samma som vid finansiering av enbart eget kapital, så skyddas kostnaden för den lånade finansiering från skatt av skatteskölden. En mindre skatt på samma resultat motiverar företagen till belåning så länge som fördelen med upptagande av lån är större än kostnaderna och risken med belåning. Modellen anser därmed att lånedelen är en av de största faktorerna vid val av finansiell struktur och att det handlar om en nyttoavvägning för värdemaximering (Kraus & Litzenberg 1973). Trade-off innebär således att bolaget strävar efter att skaffa sig maximalt med fördelar till lägsta pris.

Myers (1984) menar att skillnaden mellan Trade-off teorin och Pecking Order teorin är att skuldkvoten enligt Pecking Order teorin avspeglar företagets lönsamhet och dess behov av extern finansiering. Han påtalar att skuldsättningsgraden därmed kommer att variera mellan företag inom samma bransch beroende på företagets lönsamhet. Vidare framhåller han att särskilt företag i branscher med långsam tillväxt kommer att gott om internt genererat kapital och därmed ha utmärkande låg skuldsättningsgrad utan att sikta på att göra något åt det, till skillnad från vad Trade-off teorin säger.

Motsatt kan ett annat företag inom samma bransch till följd av dålig lönsamhet ha utmärkande hög skuldsättning. Beroende på bransch påverkar det företagets risker och kostnader olika, därav kommer en del företag låta skuldkvoten vara hög och andra anse sig tvungna att emittera aktier. Enligt Myers (1984) slutsats kommer den genomsnittliga skuldsättningsgraden variera beroende på bransch beroende på branschförhållanden och risker kopplade till branschen. Vidare påtalar han att ett långsiktigt mål för branschens genomsnittliga skuldsättningsgrad inte kommer vara väsentligt för det enskilda företaget.



Bolag med högre resultat tenderar således att eftersträva högre skuldsättningsgrad för att dra nytta av skattemässiga fördelar. Wald (1999) påtalade i sin studie detta samband mellan företags skuldsättningsgrad och dess lönsamhet. En ökande lönsamhet sänker skuldsättningsgraden, vilket förklaras med förändringen av årets resultat i balansräkningen där resultatet genererar generar i eget kapital. Wald (1999) påvisar samvariationen mellan lägre skuldsättning och högre lönsamhet, vilket enligt Pecking Order teorins resonemang innebär att eget kapital är det bästa finansiella valet för ökad lönsamhet. Myers (2001) i sin tur menar att Trade-off teorin inte kan redogöra för sambandet mellan hög lönsamhet och låg skuldsättningsgrad. Detta eftersom högre lönsamhet borde ge incitament till en högre skatteskuld vilket är en viktig faktor i finansieringsvalet. Således kan varken Myers (2001) eller Walds (1999) resonemang ensamt förklara sambandet mellan låg skuldsättningsgrad och hög lönsamhet utan det krävs förklaring av andra faktorer så som exempelvis olika grader av riskbenägenhet. Detta val tyder istället på att beslutsfattares riskbenägenhet hade en högre relevans vid beslut om finansiell struktur än kostnadseffektivitet vid tidpunkten. Riskbenägenhet som beslutsfaktor är något som lyfts fram i tidigare forskning (Chen & Steiner 1999).

Fama och French (2005) utreder det som att valet av skuldsättningsgrad och skuld beror av flera faktorer än bara skatteskuld och konkursrisker. Därmed tenderar fallen att variera mellan företagen utifrån olika lönsamheter och investeringsmöjligheter. I sina studier ställer Fama och French (2005) Trade-off och Pecking Order emot varandra och jämför dem på flera faktorer som påverkar skuldsättningsgraden. Ser vi närmre på mindre företag med lägre diversifiering genom Trade-off teorins perspektiv borde dessa bolag eftersträva en lägre skuldsättningsgrad. Detta för att de inte kan sprida sina risker på olika marknader. Därmed innebär skulder för mindre bolag ännu högre risker än för större bolag som har tillgång till bredare marknad som ger mer spridda risker. De benämnda konkursriskerna är således högre för företaget med högre variation i efterfrågan vilket tenderar att vara fallet i de mindre bolagen. Därmed är storlek och volatilitet andra identifierade faktorer i valet av finansiell struktur.

### 4.3 Market Timing

Market Timing är en finansieringsteori som kan sägas tillhöra Financial Behavioral-skolan. Tanken är att företagen uppmärksammar marknadsvillkoren i ett försök att tajma marknaden. En komplett Market Timing teori borde således kunna förklara varför företag väljer olika finansieringsalternativ vid samma tidpunkt. Teorin lyfts fram som en kompletterande förklaringsmodell till Trade-off teorin av Graham och Campbell (2001). De undersöker i sin studie om ledningen försöker använda Market Timing genom att ta hänsyn till låneräntor, vilket borde innebära låneupptagning när det är lägre räntenivå. De framhåller vidare att de stora bolagen anser det viktigare anpassa sig efter marknadsläget. Bolag tar också kortfristiga lån när räntorna på dessa är lägre än på långfristiga lån. Finansiell flexibilitet och kreditvärdighet är enligt deras resonemang faktorer som avgör mest vid val av lånefinansiering.

Baker och Wurgler (2002) påvisar vidare att i en icke-perfekt marknad gynnar Market Timing långvariga aktieinnehavare på köparnas och säljarnas bekostnad. Denna insikt ger ledningen incitament att tajma marknaden för att gynna långsiktiga aktieägare. Studien pekar på att bolag gör nyemissioner istället för att ta upp nya lån när marknadsvärdet är högre jämfört med bokföringsvärdet. Det torde innebära att bolagen istället väljer att köpa upp aktier när marknadsvärdet är lågt. Detta understöds i deras studie baserad på anonyma enkäter som visar att bolagsledningen anser aktiens nuvarande marknadsvärde vara det viktigaste bedömningsunderlaget om man ska finansiera med nyemission eller skulder.

Huvudfrågan i Baker och Wurglers (2002) studie är om Market Timing har en lång eller kortsiktig påverkan på kapitalstrukturen. Om man ska gå efter Pecking Order eller Trade-off teorin så kommer bolagen att balansera upp effekterna av en Market Timing finansiering inom en kort tidsperiod, vilket ger vid handen att effekten på lång sikt är i stort sett obefintlig på kapitalstrukturen. Lågt skuldsatta företag är de som gör nyemissioner när marknadsvärdet är högt medan högt skuldsatta företag gör nyemissioner när marknadsvärdet är lågt. Detta visas i en regressionsanalys mellan skuldsättning som beroende variabel och viktade genomsnittsmarknadsvärdet är den oberoende variabeln. Det finns således en negativ korrelation mellan skuldsättning och historiskt marknadsvärde på företagets aktie. I ljuset av detta så visar studien att Market Timing har långverkande effekt på kapitalstrukturen, ett utfall som går tvärtemot vad de andra teorierna vill mena. Denna långverkande effekt sträcker sig så

långt som 10 år bakåt i tiden. Kapitalstrukturen år 2000 i ett företag beror alltså på variationer i marknadsvärdet år 1990 el tidigare. Detta kan varken förklaras med Trade-off teorin eller Pecking Order teorin. Baker och Wurgler (2002) drar följaktligen slutsatsen att nuvarande kapitalstruktur i ett företag är det ackumulerade utfallet av försöken att tajma marknadsvärdet under en längre tidsperiod.

I vidare sökande efter flera förklarande faktorer i bolagens val av företagets finansieringsstruktur gjorde Aguiar och Gopinath (2006) en studie som prövade en modell som kan förutspå ett samband mellan finansiell struktur och nedgångar i konjunkturen sett i ett helt lands ekonomi. Undersökningen utgick från situationen i ett land med framväxande marknader. De fann att vid en konjunktursvacka minskar kostnad för skulder vilket i sin tur leder till ökad andel lån hos företag på framväxande marknader.

Kayas (2011) studie syftar till att undersöka om låneräntan påverkar storleken på upptagande av lån och huruvida kapitalstrukturen ändras i det långa loppet. Resultatet visar att Market Timing teorin som presenterad av Baker och Wurgler (2002) inte gäller i detta fall eftersom det visar sig att skuldsättningsgraden i det långa loppet är oförändrad hos de undersökta bolagen. Däremot ger studien belegg för Trade-off teorin eftersom skuldsättningsgraden genom lånuptagningen i regel pressas ner mot den initiala nivån av skuldsättning men i denna studie efter fem år fortfarande ligger kvar på en högre nivå än tidigare. Kaya (2011) frågar sig om detta kapitalstrukturval är olika beroende på vilken tillväxtcykel ett företag befinner sig i. Tillväxtlägets betydelse vid finansieringsval stöds av Wu och Youngs (2012) studie som menar att ett företags tillväxtläge är det som främst avgör val av finansiell struktur.

Bolton, Chen och Wang (2013) förklarar ett bolags investeringar och finansieringsbeslut genom en kombination av slumpmässig variation i utbudet av extern finansiering och bolagets efterfrågan av likvida medel. De finansiella valen är alltså något som kan analyseras statistiskt men inte förutsägas exakt. Beroende på marknadsförhållandena och marknads tajmingen så kan en investering betyda en minskning av bolagets likvida medel. Detta beror på att de alternativ som marknaden erbjuder kombinerat med fasta kostnader för externa finansiering kan orsaka att aktievärdet blir konvext i förhållande till den lågkonjunktur som omvärlden befinner sig i. I detta läge så skulle det optimala för bolaget vara spekulation istället för att säkra sig mot att tappa i marknadsvärde genom att balansera upp en investering.

Således har Bolton et al. (2013) djupare förklarat Market Timing teorin med att belysa riskfaktorn i marknadsläget.

Detta resonemang betyder att det är möjligt att vid samma marknadssituation agera på olika sätt i olika bolag när det gäller val av finansiell struktur beroende på både riskmedvetenheten och likviditetsnivån i bolaget. Valen bygger på viljan hos ledningen att maximera aktievärdet genom att tajma positiva marknadslägen även när bolaget inte har behov av ytterligare investeringar och tillföra bolaget mer kapital genom nyemissioner som en rent förebyggande åtgärd. Detta sker eftersom det finns en vetskap om risken att inga marknadsförhållanden varar för alltid och man vill skydda sig mot kommande sämre utbud av extern finansiering i framtiden. Här kommer trovärdigheten på Riksbankens förmåga att avläsa marknadsläget och sätta reporäntan på rätt nivå för stabiliserande syften in i bilden. Graden av tillit styr riskuppfattningen om vilken skuldsättningsgrad som anses optimal för bolaget just då (Anufriev et al 2013). Det är således marknadsaktörernas tolkning av intentionerna bakom reporänteläget Riksbanken väljer att sätta som påverkar olika finansiella beslut och riskbedömningar. Andersson, Dillén och Sellin (2006) framhåller att kontrollerbarheten på marknadsräntenivån genom justering av reporäntenivå avtar med tiden eftersom de långa räntorna reflekterar hur yttre faktorer som nivån på globala låneräntor uppfattas påverka det fluktuerande marknadsläget och bedömer risken efter det istället.

Yangs (2013) studie visar att Market Timing och skuldkonservatism oftare används av ledningen om aktieägarnas inflytande är stort i företagen. De hänvisar till Graham och Campbells (2001) studie som framhåller att 2/3 av cheferna är överens om att det belopp deras lager är undervärderat eller övervärderat är en mycket viktig faktor för aktieemissioner. Det avgörande är således vilket marknadsvärde som gäller för företaget där och då. Studien fokuserar på att visa att människan kan vara rationell och ändå inte låta sig övertygas av bra argument utan istället välja hållningen att vara överens om att man inte är överens. En sådan hållning leder till Market Timing beteende vid finansieringsbeslut då investerare och ledning ej är överens. Yang (2013) påvisar följaktligen att Market timing beteende leder till snedvridningar av den optimala hävstångseffekten. Ytterligare en följd av Market timing är att bolagsvärdet kan sjunka på grund av betydande finansiering med eget kapital vilket är samma resonemang som framkommer i Pecking Order teorin (Myers & Majluf 1984). Yang (2013) menar att detta överdrivna nyttjande av finansiering med nyemissioner för att tajma

marknaden kan ge dödviktsförlust på upp till 15,6% av ett företags värde. Market Timing kan således visa sig vara en kostsam finansieringsmetod.

Eftersom tidigare studier fokuserat på kortsiktig påverkan på finansiell struktur av att tjäma marknaden så vill Kaya (2014) bygga vidare på Aydogans (2006) studie, vilken motsäger Baker och Wurglers (2002) upptäckter. Nämligen att aktiebolag som finansierar genom att följa Market Timing teorier har lägre skuldsättningsgrad i långa loppet. Aydogan (2006) undersöker enbart finansiering vid börsnoteringstillfället och hur långvarig effekten är av detta marknadstajmade beslut för företag i två olika marknadslägen. Bolag verksamma på en het marknad och jämförs med bolag som är verksamma på en stagnerande marknad. Det framkommer i studien att omedelbart efter börsnoteringen så ökar bolag på heta marknader sin skuldsättning mer i förhållande till företag på mindre heta marknader. Det andra året däremot påvisas att samma bolag emitterar betydligt mer kapital och istället sänker sina belåningsgrader mer än bolag på stagnerade marknader gör. Detta leder till att vid årskiftet till tredje året efter börsintroduktionen har effekterna av marknadstajming på skuldsättningsgraden försvunnit helt och hållet enligt Aydogan (2006). Kayas (2014) studie påvisar att det till och med kan vara så att bolag som tillämpat Market Timing vid finansiering efter de två initiala åren kan ha högre skuldsättningsgrad jämfört med "non-timers" med samma förutsättningar.

Kaya (2014) påvisar även att ledningen för aktiebolag verkar vänta på att möjligheter ska öppna sig på marknaden och göra mer nyemissioner vid de tillfällena för att på det sättet sänka kostnaderna för kapital för sitt bolag. Det framkommer också att efter en längre tid upp till 5 år så har dessa market timers bolag högre skuldsättningsgrad jämfört med andra aktiebolag som tenderar att utjämna sina skulder inom de första 3 åren efter upptagandet av dem. Skillnaden i val av finansiell struktur kan enligt Kaya (2014) förklaras med att de aktiebolag som framgångsrikt tillämpar Market Timing får en fördelaktigare finansieringsutgångspunkt i långa loppet jämfört med aktiebolag som väljer finansiering utefter andra kriterier.

#### 4.4 Värde­maximering

Den neoklassiska vinstmaximeringsmodellen (Ax, Johansson & Kullvén 2009) bygger på antagandet att företagets strävan är att maximera sin vinst. Kritik har riktats mot teorin eftersom den utgår från att en företagsledning antas ha all den information som behövs för att fatta de beslut som krävs för att uppnå vinstmaximering. Detta motsägs eftersom framtiden alltid är osäker vilket innebär att man inte kan veta vilka beslut som är bäst för företagen ur vinstmaximeringssynpunkt förrän i efterhand (Andersson, Bjuggren & Ohlsson 1990). Teorin tar inte heller hänsyn till riskattityden hos ledningen och beslutsfattarna (Savage & Small 1971).

Enligt Mygind (2009) är den allmänna typen av värde­maximering som bolag eftersträvar en värde­maximering för flera intressenter än bara aktieägare, exempelvis de som berörs av bolaget i samhället kunder, samhälle och medarbetare. I de fall som ledningen intresserar sig för att maximera aktierna för enbart aktieägarna handlar det istället om en maximering av aktievärdet, vilket benämns aktievärde­maximering.

Värdet av ett företag bestäms enligt värde­maximeringsprincipen av hur mycket av företagets värde som genereras tillbaka till alla de olika intressenterna som är inblandade i och påverkas av företagets verksamhet. En särskild viktig grupp av intressenter är aktieinnehavare eftersom det är dessa som tillhandahåller kapital, utan något annat intresse i bolaget än att maximera avkastningen på sina aktier. Avkastningen på satsat kapital fås genom framtida utdelningar och kapitalvinster enligt en viss risknivå.

Under 1990-talet så fanns en tendens att bolag enbart fokuserade på aktievärde­maximering, men med tanke på ökad medvetenhet om bolags sociala ansvar för samtliga intressenter som berörs av företagets verksamhet så har en viss förskjutning skett mot att ta mer hänsyn till värde­maximering för samtliga intressenter. Mygind (2009) lyfter fram att aktieägarna argumenterar för att maximering av aktievärdet är det som är ger bäst resultat för alla i längden. Detta eftersom de menar att en sådan värde­maximering gynnar och uppfyller behov även hos andra intressenter än enbart aktieägarna. I praktiken är det dock svårt eller omöjligt att uppnå total värde­maximering för aktiebolagets alla intressenter.

Childs, Mauer och Otts (2005) studie undersöker företagens värde gentemot olika finansiella strukturer. Det framhålls vidare att om företagsvärdet sjunker och därmed eget kapital minskar till följd av höjd bolagsskatt, så kan det resultera i val av högre skuldsättningsgrad för att nå värdemaximering. Negativa resultat innebär således en större risk men inger ändå en större motivation till ökad belåning för att upprätthålla värdemaximering för aktiebolag.

Benson och Davidson (2010) framhåller att företagen sannolikt kommer att kompensera sina chefer för att driva företaget med målet att maximera aktieägarvärdet eller med målet att maximera intressenternas välfärd. Deras studie är i överensstämmelse med Jensens (2002) nya upplysta värdemaximeringsteori. Den teorin visar att chefer kompenseras för att uppnå företagets slutmål, värdemaximering och att cheferna uppnår målet genom att förbättra sin samverkan med övriga intressenter. Enligt den upplysta värdemaximeringsteorin tar bolag således hänsyn till även mer långsiktiga kriterier för värdeökning utöver aktievärdeökning. Vår studie tar således inte hänsyn till denna nya upplysta värdemaximeringssynen, utan den begränsar sig till aktievärdemaximeringsmålet som fokuserar på förräntning för aktieägarna.

#### **4.5 Risk**

Chen och Steiner (1999) vill med sin studie om riskbedömning påvisa multipelt samband med skuld, utdelning och majoritetsägande istället för att analysera den som ensam faktor. De fann att lägre risker underlättar bolagsledningens beslutsfattande. Omvänt tenderar högre risk att bromsa bolagsledningens beslutsprocess. Dessa samband är ömsesidiga, den påverkande faktorn kan istället vara styrelsen, eftersom de fastställer risknivån utifrån individer och gruppdynamik. Risken fungerar som en dämpare och minskar konflikten mellan aktieägaren och obligationsinnehavare när den fungerar bra. Likt studierna om värdemaximering och Trade-off teorin framkommer att risken är väsentlig i avvägningsbeslut som berör finansiell struktur.

Finansiering med skuldsättning och nyemission är förknippat med risk (Chen & Steiner 1999). Ravid (1988) menar att det finns ett positivt samband mellan majoritetägande, skuldsättningsgrad och utdelning. Detta har funnits genom att dessa ökar när risken anses låg. När risken istället är hög sänks skuldsättning, utdelning och majoritetägandet. Omvänt gäller att dessa tre faktorer sätter risknivån. Synen på värdemaximering är också avhängig majoritetsägandet hos ledningen eftersom den upplysta helhetssynen på vad som innebär



värde för företaget innebär högre risktagande, då avkastningen av sådana investeringar kommer först på längre sikt (Jensen 2002). Risken påverkar också viljan att göra utdelning negativt hos bolagsstyrelse (Venkatesh 1989).

Skulden förknippas direkt till risk genom hävstången, större andel skuld innebär en större risk för aktiebolagen. Nyemission förknippas också med risk så som tidigare nämnts när vi behandlat Pecking Order utifrån de signaler som nyemission sänder ut och som direkt innebär risk för förlust.

Sambandet mellan skuldsättningsgrad och låneränta är en av utgångspunkterna vid beslut om finansiell struktur, eftersom bolagsledningen behöver ta med den faktorn om de skall kunna fastställa en optimal skuldsättningsgrad. Valet blir beroende av hur man värderar möjligheten till aktievärdemaximering som uppstår genom högre skuldsättning. Vad som för det enskilda bolaget är en optimal finansieringspolitik för värdemaximering på sikt blir således beroende av attityden till risk hos företagsledningen (Johanson & Runsten 2005).

Rörelserisk är den risk som förknippas med all företagspolitik så som exempelvis produkt- och marknads politik utöver finansieringspolitik och tillsammans med finansiell risk utgör den totala risken. All risk påverkas således inte av bolagens val av finansiell struktur men denna utgör en betydande andel av den totala riskfaktorn (Johanson & Runsten 2005).



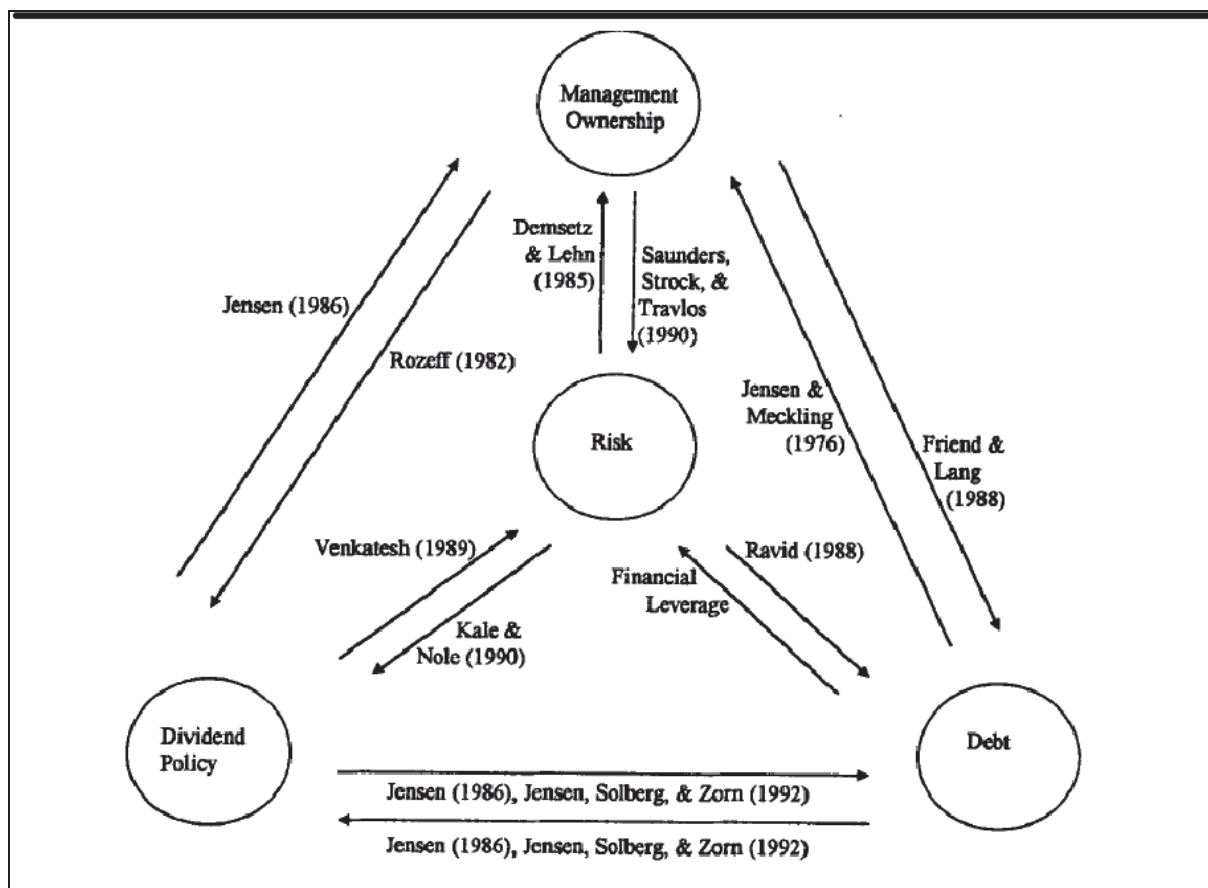


Bild 5: Chen och Steiners samband (1999)

#### 4.6 Syntes

Genom samtliga teori finner vi att det finns flertalet aspekter, som inte nödvändigtvis är av teoretisk-ekonomisk karaktär, vilka påverkar bolagsledningens val av finansiella medel. Ardalan (2015) nämner exempelvis etniska, moraliska, ideologiska, politiska och tekniska aspekter som genom bolagens styrelsegrupp påverkar sammansättningen av bolagens finansiella kapital. Ytterligare faktorer har således inverkan utöver bolagens storlek, tillväxtfas, lönsamhet och risk, vilka är de primära sambanden som de tre huvudteorierna har tagit fasta på.

Reporäntan påverkar efterfrågan på företagets varor genom framförallt transmissionsmekanismen tre kanaler. När reporäntan stiger ökar marknadsräntorna vilket får effekter som att det görs färre investeringar, konsumtionen minskar och nettoimporten ökar till följd av en initialt höjd växelkurs (Fregert & Jonung 2010). Därtill förväntas företagets lönsamhet minska vilket gör det svårare och dyrare för företag att finansiera genom skuld. Summan av dessa effekter leder till en minskad aggregerad efterfrågan. En minskad

efterfrågan på företags varor påverkar sannolikt företagets lönsamhet och även resultatet (Riksbanken 2016a,c). Omvänt gäller när reporäntenivån sänks.

Reporäntan är således ett känt styrverktyg för att påverka ekonomi i alla skalor, så väl aktiebolag som hushåll. Andersson, Dillén och Sellin (2006) framhåller att Riksbankens uttalanden och rapporter om inflationsnivån fungerar som signaler vilka påverkar förtroendet och trovärdigheten i Riksbankens agerande. Detta går hand i hand med Fregert och Jonung (2010) resonemang som visar att inflationsförväntningar är det som främst avgör marknadsräntornas nivå. Anufriev et al (2013) studie betonar även den att tilliten till prognoserna påverkar riskbedömningen kring skuldfinansiering.

Eftersom reporäntan indikerar hur den framtida konjunkturen kommer att gestalta sig så bör den vara nyttig information som en företagsledning kan behöva väga in för att fatta de beslut som krävs för att uppnå aktievärdemaximering. Vi antar likt Mygind (2009) således att samtliga aktiebolag har aktievärdemaximering som mål eftersom det av de flesta anses ge största nyttan för alla bolagets intressenter i längden, även om den fokuserar på aktieägarna förräntning på kort sikt.

Förändringar i finansiell struktur kan förklaras på olika sätt utifrån skilda teorier. Det visar sig att förklaringen till andelen skuld och eget kapital enligt Market Timing teorin beror på hur het eller avtagande marknaden är. Market Timing erkänner därmed delvis att kostnaden och riskerna med skuld, som indirekt påverkas av reporäntenivån, skulle kunna påverka beslutet om finansiell struktur om marknaden också var het samtidigt.

Trade-off teorin skulle kunna inrymma reporäntans effekt eftersom risken för konkurs påverkas av denna och bolagen motiveras att låna mer när risken för konkurs är lägre. På sikt indikerar en sänkt reporänta en mindre riskfylld framtid. Det egna kapitalet är inte det väsentliga genom Trade-offs perspektiv. Att ett bolag gör ett positivt resultat borde kunna betyda en lägre risk för nästkommande år och tendera att öka skuldsättningsgraden hos bolaget för det året. Ett positivt resultat och reporäntenivån rymmer dock inte hela riskbedömningsbilden.

Pecking Order teorin däremot menar att lönsamma företag sänker sin skuldsättningsgrad eftersom eget kapital är rangordnat högre än lånat kapital. Bolag med bristande tillgång på interntkapital prioriterar däremot en ökad skuldsättningsgrad. Reporäntenivån borde därmed inte ha någon direkt effekt på bolags finansieringsval enligt Pecking Order teorin som följer en prioriteringslista. Indirekt kan reporäntan dock få effekt även i Pecking Order eftersom reporäntan signalerar en het marknad vilket möjliggör ökad lönsamhet.

Sammanfattningsvis ser vi att huvudteorierna förklarar beslut om skuldsättningsgrad och finansiell struktur grundat på aktievärdemaximering som mål i mycket större utsträckning än bara en räntekostnad och riskfaktor på ett lån. Vi kan därmed enbart analysera utfallet av finansieringsbesluten, begränsningarna ligger i att förutspå valet av finansiella medel.

	Pecking Order	Trade-off	Market Timing
När ökar andelen eget kapital?	Internt eget kapital prioriteras så långt som möjligt. Externt eget kapital genom nyemission ses som en sista utväg.	När risk med skulden anses överstiga nyttan eller om skatter är låga.	När marknaden är het. Externt eget kapital ökar när marknadsvärdet är högre jämfört med bokföringsvärdet.
När ökar skuld?	Vid brist på internt eget kapital, för att täcka behovet av finansieringsmedel.	När nyttan med skatteskölden anses överstiga riskerna eller om skatter är höga.	Företagen ökar sin skuldandel vid lägre räntenivå beroende på om det är en het marknad eller en stagnerad marknad.
Aktievärdemaximering som mål?	Ja	ja	Ja
Reporäntans påverkan?	?	?	?

Tabell 1: Teorisyntes

## 5 Resultat

### 5.1 Rådata och nyckeltal för aktiebolagens finansiella struktur

För att hålla en hög läsbarhet har vi valt att låta de insamlade data ligga som bilaga. Den innehåller rådata direkt insamlad från årsredovisningarna och våra beräknade nyckeltal som vi vill undersöka. Uppställningen ger 8 kolumner, ett för varje år och varje bolag har sex rader. Fyra av dem är insamlade siffror i tusen kronor från balans och resultatrapporterna för slutet vid året. De andra två raderna är kursiva för att markera att det finns en bakomliggande formel för soliditet och skuldsättningsgrad. Formeln finns beskriven under metodkapitlet.

### 5.2 Data för reporäntan

Vi använder oss av vardera månaders utgående värde för reporänta och åskådliggör detta värde i diagram för att påvisa utvecklingen. I trendanalysen används dock årens genomsnittliga reporänta, värdena finns i diagram 1: Reporäntan över tid. Vi har beräknat genomsnittet för reporäntan per månad för juni 1994 - april 2016 för att kunna analysera huruvida reporäntan är hög eller låg relativt genomsnittet på 2,914297.

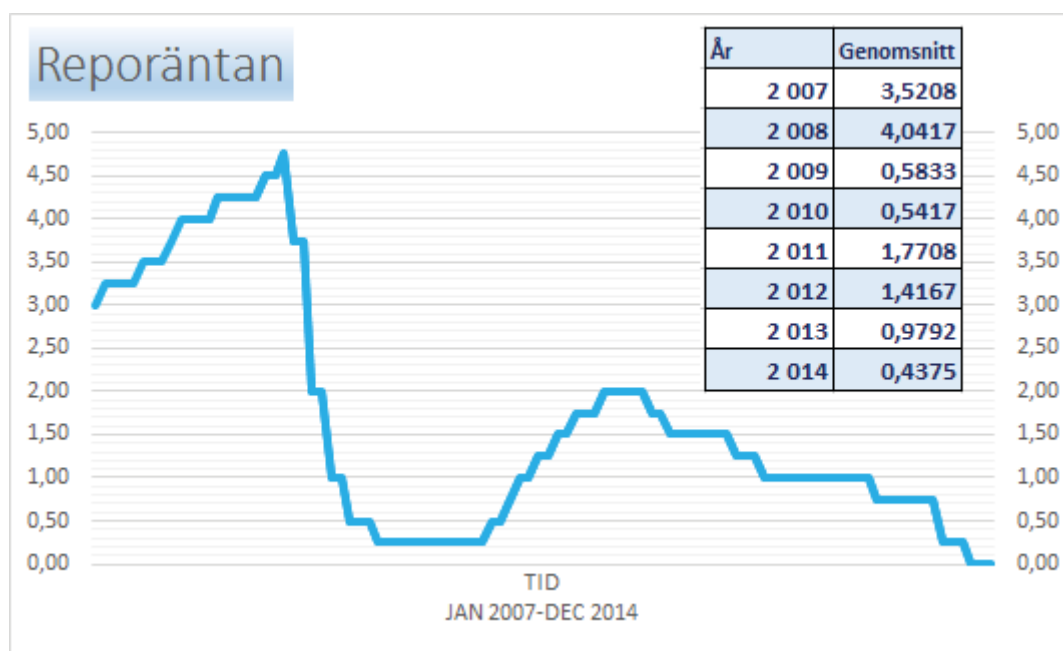


Diagram 1: Reporäntan över tid

Data är här med två decimaler. Talen för reporänta är uttryckta i procentenheter.

### **5.3 Sammanställande av skuldsättningsgrad, soliditet och resultat**

Utifrån rådata och nyckeltal för aktiebolagens finansiella struktur har vi sammanställt tre tabeller. Den första sammanställande tabellen presenterar aktiebolagens skuldsättningsgrad för periodens år (se bilaga 1:3 Skuldsättningsgraden). Den andra tabellen illustrerar aktiebolagens soliditet (se bilaga 1:4 Soliditeten). Den tredje sammanställande tabellen anger aktiebolagens resultat efter finansiella poster i tusen kronor (se bilaga 1:5 Resultatet).

Alla tre tabellerna innehåller data för samtliga 23 bolag under åren 2007-2014.

### **5.4 Trender för skuldsättningsgrad, soliditet och resultat**

Utifrån de sammanställda tabellerna i bilaga 1:3-1:5 har vi bytt ut våra siffervärden till tecken. Trenden utgår med jämförelse från skuldsättning och soliditet året innan. Resultattrenden avviker således genom att plus- och minustecknen indikerar positiva respektive negativa resultat. För att tydligt urskilja positiva och negativa trender har positiv trend även färglagts. Trendtabellerna nedan är avsedda att underlätta förståelsen för studiens analys.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ränta	+	-	-	+	-	-	-
Bolag 1	+	-	+	-	-	+	-
Bolag 2	-	-	+	+	+	-	+
Bolag 3	+	-	-	+	+	-	-
Bolag 4	+	+	+	+	+	-	-
Bolag 5	+	+	+	-	+	+	-
Bolag 6	+	-	+	+	-	+	-
Bolag 7	+	-	+	+	+	+	+
Bolag 8	-	-	-	+	+	-	-
Bolag 9	-	-	+	-	+	-	-
Bolag 10	+	-	+	-	-	-	-
Bolag 11	-	-	-	-	+	-	-
Bolag 12	-	-	-	-	-	+	-
Bolag 13	+	-	+	+	-	+	-
Bolag 14	0	0	0	0	0	0	0
Bolag 15	-	+	-	+	+	-	+
Bolag 16	+	-	+	+	-	+	-
Bolag 17	-	+	-	-	-	-	+
Bolag 18	0	0	0	0	0	0	0
Bolag 19	+	+	-	-	+	+	-
Bolag 20	+	-	+	-	+	-	-
Bolag 21	0	0	0	0	0	0	0
Bolag 22	-	+	-	+	-	+	-
Bolag 23	-	-	-	-	+	-	+

Tabell 2: Trenden för skuldsättningsgrad

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ränta	+	-	-	+	-	-	-
Bolag 1	-	+	-	+	+	-	+
Bolag 2	+	+	-	+	-	+	-
Bolag 3	+	+	-	+	+	+	-
Bolag 4	-	-	-	-	-	-	+
Bolag 5	-	+	-	+	-	-	-
Bolag 6	-	+	-	-	+	-	+
Bolag 7	+	+	-	-	-	-	-
Bolag 8	-	-	+	+	-	-	-
Bolag 9	+	-	-	+	-	+	-
Bolag 10	-	-	+	+	-	+	-
Bolag 11	-	+	+	+	-	+	+
Bolag 12	-	-	+	+	+	-	+
Bolag 13	-	-	-	-	-	-	+
Bolag 14	-	+	+	+	-	+	-
Bolag 15	+	+	+	-	+	-	-
Bolag 16	-	+	-	-	-	-	+
Bolag 17	+	-	+	+	+	+	-
Bolag 18	+	+	+	+	+	-	+
Bolag 19	-	-	-	+	-	-	+
Bolag 20	+	+	-	-	-	+	+
Bolag 21	-	-	+	+	-	-	+
Bolag 22	+	-	+	-	-	-	+
Bolag 23	+	+	+	+	-	+	-

Tabell 3: Trenden för soliditet

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ränta	+	-	-	+	-	-	-
Bolag 1	+	+	-	+	-	-	+
Bolag 2	+	+	-	+	-	-	+
Bolag 3	-	+	+	-	+	-	+
Bolag 4	+	-	+	-	-	+	+
Bolag 5	+	-	-	+	-	+	+
Bolag 6	-	+	-	+	+	-	-
Bolag 7	-	-	+	+	-	+	-
Bolag 8	-	-	-	+	+	+	+
Bolag 9	-	+	-	+	-	+	+
Bolag 10	+	-	+	-	-	+	+
Bolag 11	-	-	-	+	-	+	+
Bolag 12	-	-	+	+	-	-	+
Bolag 13	+	-	-	+	-	-	+
Bolag 14	-	+	+	-	-	+	-
Bolag 15	+	-	+	+	-	-	+
Bolag 16	+	-	+	+	-	-	-
Bolag 17	+	-	+	+	+	-	-
Bolag 18	-	-	+	+	-	+	+
Bolag 19	-	-	+	+	-	+	+
Bolag 20	-	-	-	+	-	-	+
Bolag 21	+	-	+	-	-	-	-
Bolag 22	-	-	+	-	+	+	+
Bolag 23	-	-	+	+	-	-	-

Tabell 4: Trenden för resultat



## 5.5 Skuldsättningsgrad kontra reporäntan

Vi valde att titta på genomsnittet för skuldsättningsgraden mot räntan för att kunna se om den samvarierar mot reporäntan. Diagrammet illustrerar graden av samvariation.

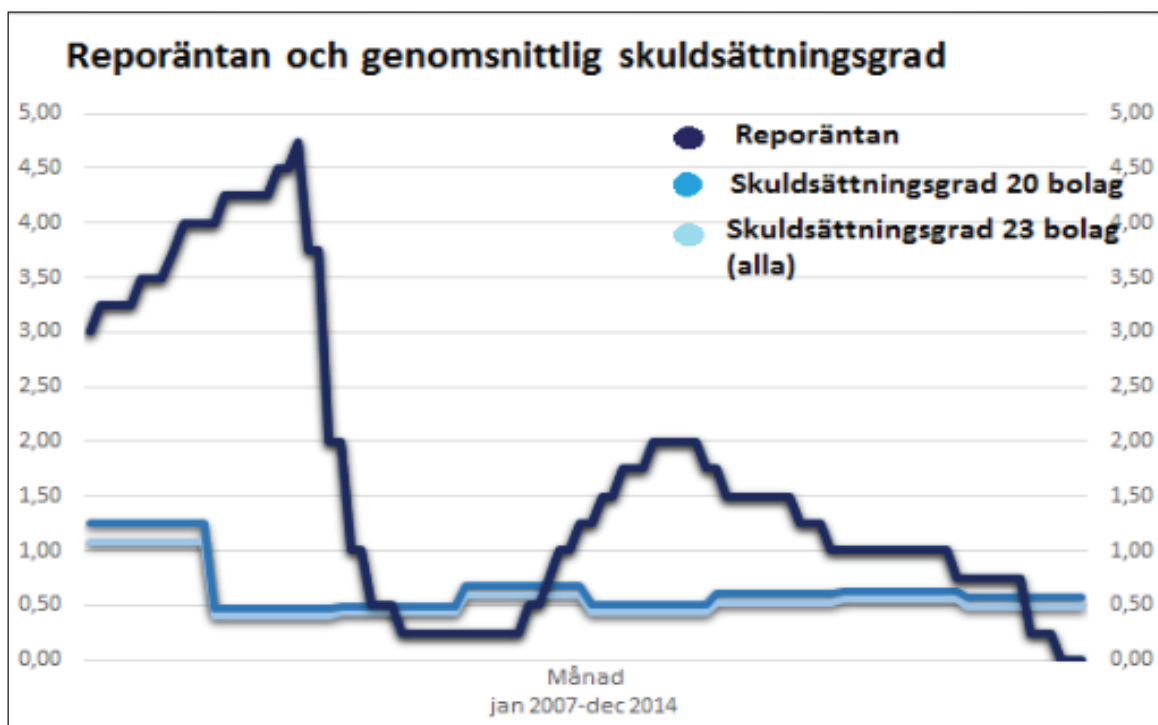


Diagram 2: Reporäntan & genomsnittlig skuldsättningsgrad

I bilaga 1:6 (Genomsnittet) har vi även sammanställt det aritmetiska medelvärdet av reporäntan, skuldsättningsgrad och soliditet för samtliga bolag.

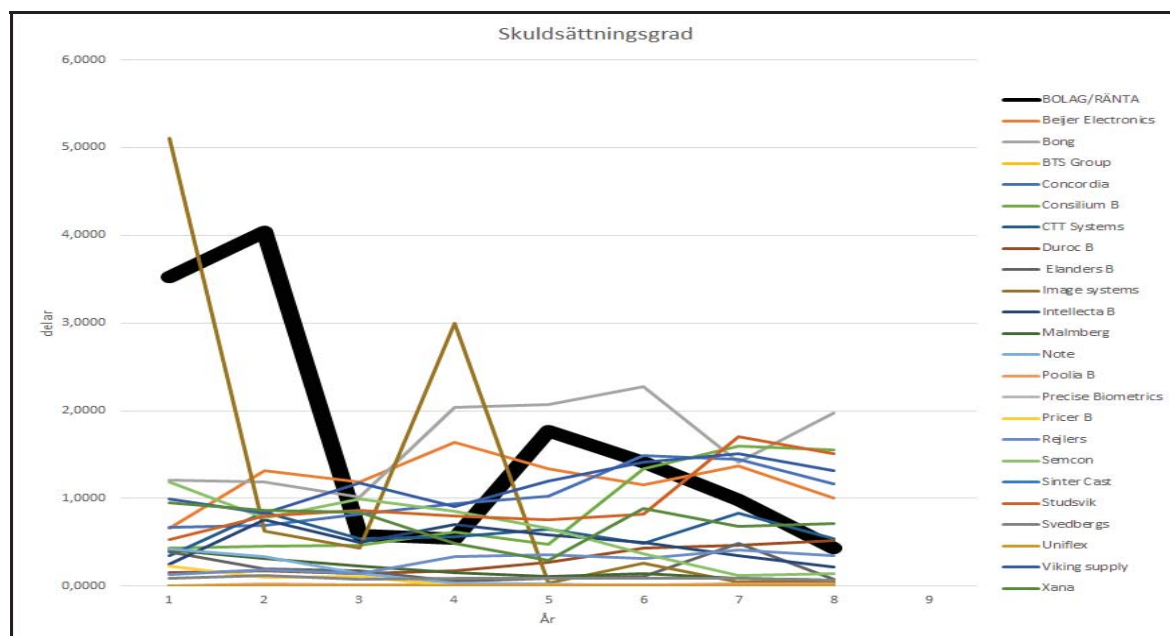


Diagram 3: Reporäntan och 23 bolags skuldsättningsgrader

Bilden visar genomsnittliga värden för bolagens skuldsättningsgrad och reporäntan.

## 5.6 Korrelationsprövning

Genom regressionsanalyser har vi gjort korrelationsprövningar mellan bolagens skuldsättningsgrad och reporäntan enligt följande.

Antal bolag	Ränta	S/E	förskjutning	linjens lutning b	korrelationskoefficient r	Determinationskoefficienten $r^2$
23 bolag	2007-2014	2007-2014	ingen	+0.00531	+0.01067	0.0001138
20 bolag	2007-2014	2007-2014	ingen	+0.00610	+0.01202	0.0001444
20 bolag	2007-2013	2008-2014	1 år	-0.02464	-0.05551	0.0030813
20 bolag	2007-2012	2009-2014	2 år	+0.01145	+0.02470	0.0006100
20 bolag	2007-2011	2010-2014	3 år	-0.01289	-0.02953	0.000872
20 bolag	2007-2010	2011-2014	4 år	-0.01094	-0.02953	0.000872
20 bolag	2007-2009	2012-2014	5 år	+0.01771	+0.04369	0.0019088

Tabell 5: Regressionstabell

I R-statistic fick vi fram följande diagram med en linjär regressionsgraf som illustrerar graden av samband mellan reporäntan och skuldsättningsgraden.

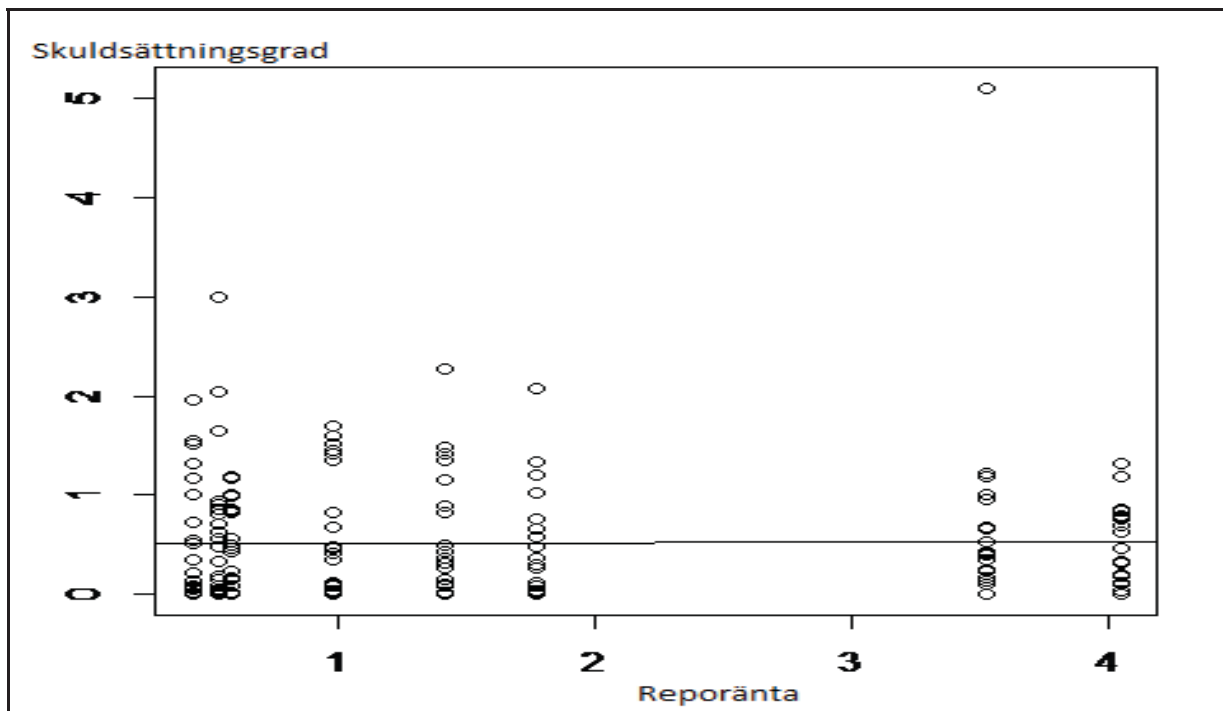


Diagram 4: Regression 1 - Regression mellan reporäntan och skuldsättningsgraden för 23 bolag utan förskjutning.  $r=+0.01066788$ ,  $b=+0,005306$ ,  $r^2=0.0001138$ .

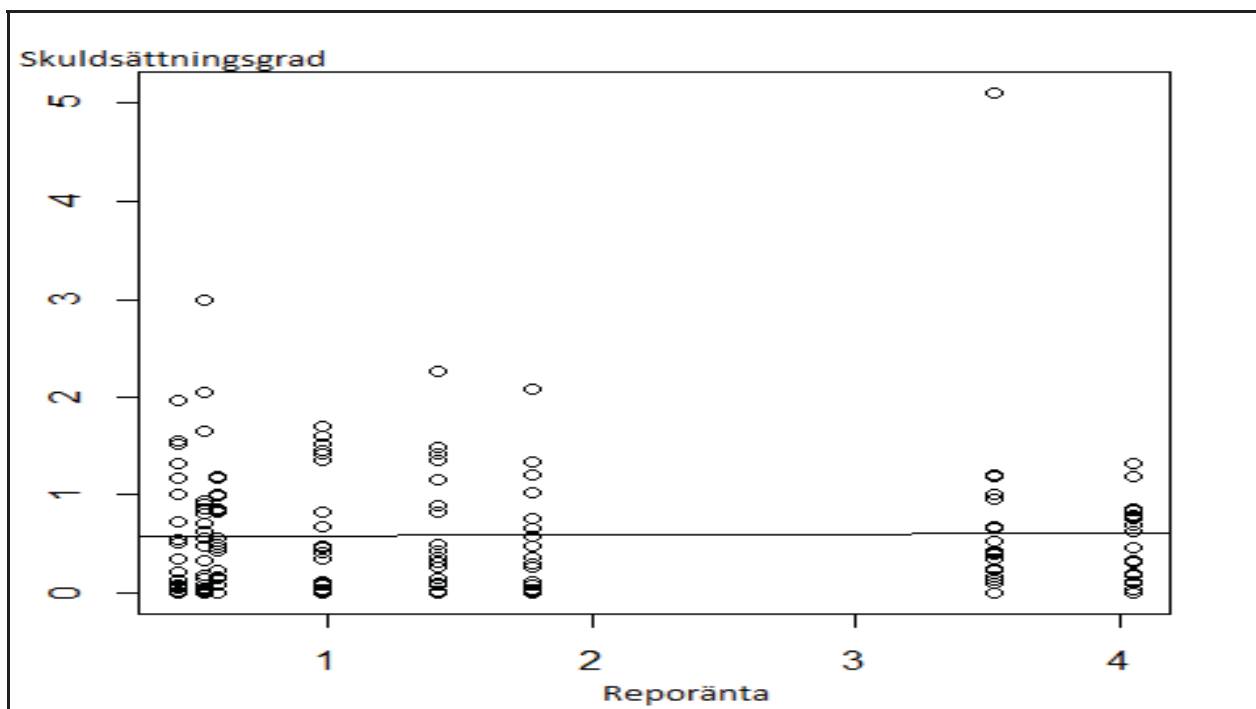


Diagram 5: Regression 2 - Regression mellan reporäntan och skuldsättningsgraden för 20 bolag utan förskjutning.  $r=+0.01201839$ ,  $b=+0,006102$ ,  $r^2=0.0001444$ .

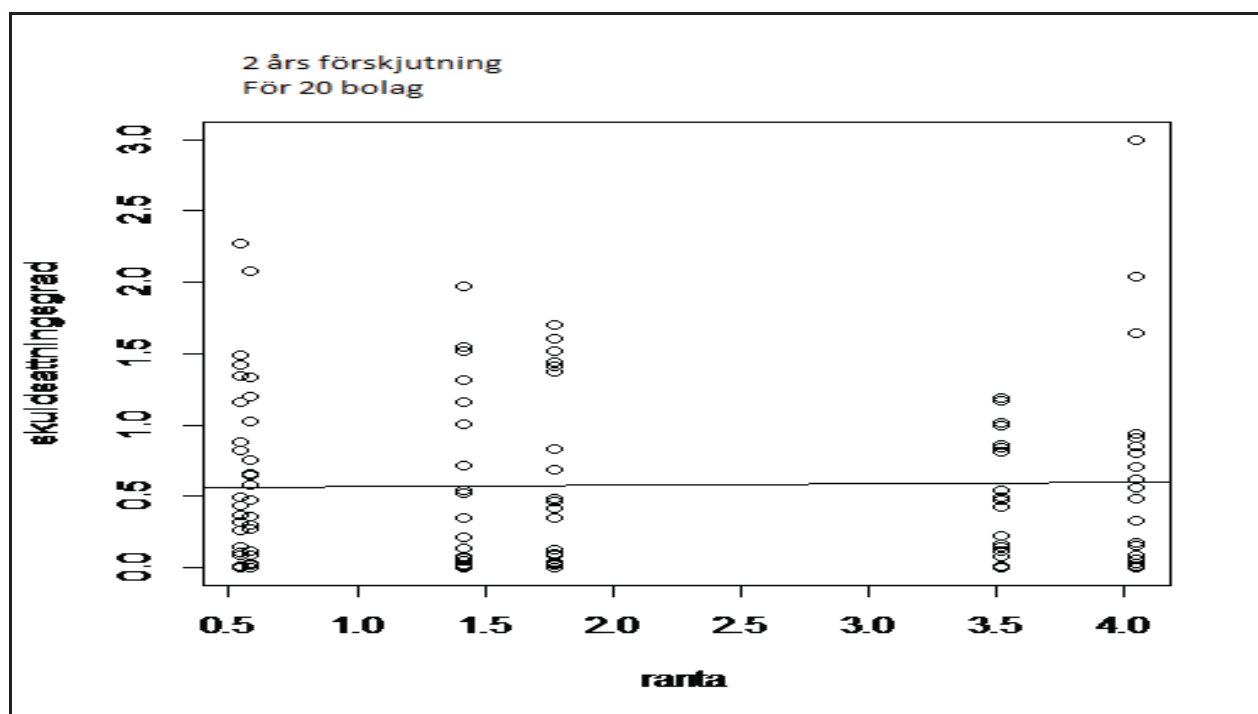


Diagram 6: Regression 4 - Regression mellan reporäntan och skuldsättningsgraden för 20 bolag med 2års förskjutning,  $r=+0.02470151$ ,  $b=+0,01145$ ,  $r^2=0.0006100$ .

## 6 Analys

### 6.1 Regressionsanalys

Vi finner ingen korrelation mellan reporäntan och bolagens skuldsättningsgrad i vår studie. Det direkta förhållandet mellan reporäntan och bolagens skuldsättningsgrad samma år räknat på alla 23 bolags skuldsättningsgrad, ger en korrelation på  $r=+0.01067$  i regression 1. Determinationskoefficienten uttrycker hur stor andel av den beroende variabelns variationer som kan förklaras utifrån variationer i den oberoende variabeln (Andersson, Jorner & Ågren 2007). En låg förklaringsgrad som den i regression 1,  $r^2=0.0001138$ , påvisar ingen samvariation mellan variablerna (Göteborgs universitet Sahlgrenska 2011). Motsvarande siffra för de 20 bolagen som har använt långfristiga skulder är i regression 2,  $r=+0.01202$ , vilket inte heller visar någon samvariation. För att kunna påvisa ett samband behövs ett tal som närmar sig 1 (Andersson, Jorner & Ågren 2007). Även för regression 2 blir determinationskoefficient följaktligen mycket låg och ger förklaringsgraden  $r^2=0.0001444$ .

Nästa steg är att undersöka en eventuellt fördröjd effekt på den finansiella strukturen av reporänteläget. När vi tittar på reporäntan och bolagens skuldsättningsgrad 2 år senare för att se om de samvarierar får vi än något högre siffra  $r=+0.02470$  i regression 4. Även på en 2-årsikt är korrelationen fortfarande alldeles för svag för att vi ska kunna tala om en samvariation. Motsvarande determinationskoefficient för 2 års förskjutning och regression 4 är  $r^2=0.0006100$ , det vill säga ingen förklaringsgrad. Övriga förskjutningar som testas har alla haft korrelations tal på under +/- 0.06. Av totalt 7st korrelationstest med 6st olika förskjutningar ger 4 av 7st en positiv korrelationskoefficient och 3st en negativ korrelationskoefficient.

Vi finner således ingen korrelation mellan reporäntan och skuldsättningsgraden i de data vi har analyserat (se tabell 5 för övriga års förskjutning). De låga korrelationsvärdena kan således inte påvisa sambandet vi sökte. Eftersom vi inte finner någon korrelation mellan värdena för reporäntan och bolagens skuldsättningsgrad blir storleken på regressionskoefficienten det vill säga linjens b-värde irrelevant. Om vi hade funnit en korrelation hade b-värdet beskrivit hur detta samband sett ut (Eliasson 2013).

## 6.2 Modeller för finansiering

Vad vi vidare anser är intressant att titta på är vart och ett av bolagen för att se på varje unikt fall. På så vis kan även varje bolagens finansiella struktur över tid sättas i relation till förändringarna i reporäntan. Vi söker ett mönster och går därför inte djupare ner i varje bolags beslut utan väljer att analysera trenderna. Med hjälp av det vi kallar trendtabellen kan vi urskilja att skuldsättningsgraden tenderar att öka när räntan är högre. Förklarande orsaker till detta kan även finnas i resultatet som starkt påverkar nästa års kapitalstruktur eftersom denna post ökar det egna kapitalet via utdelning till ägare eller aktieägare. Genom att analysera mot modellerna kan vi belysa de faktorer som anses vara förklarande för utfallet, för att senare kunna dra slutsatser om reporäntan och riskens effekt.

- A – Soliditet minskar, skuldsättning ökar
- B – Soliditet ökar, skuldsättning minskar
- C – Soliditet och skuldsättning minskar
- D – Soliditet och skuldsättning ökar
- +/- beroende av bolagens plus eller minus resultat.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ränta	hög+	låg-	låg-	låg+	låg-	låg-	låg-
Bolag 1	+A	+B	+A	+B	+B	+A	+B
Bolag 2	+B	+B	-A	-D	-A	-B	+A
Bolag 3	+D	+B	+C	+D	+D	+B	+C
Bolag 4	+A	-A	+A	+A	-A	-C	+B
Bolag 5	+A	+D	+A	+B	+A	+A	+C
Bolag 6	-A	-B	-A	-A	+B	+A	+B
Bolag 7	+D	-B	-A	+A	-A	-A	-A
Bolag 8	-C	-C	-B	+D	+A	+C	+C
Bolag 9	-B	-C	-A	-B	-A	-B	-C
Bolag 10	+A	+C	+D	+B	-C	-B	-C
Bolag 11	+C	+B	+B	+B	+A	+B	+B
Bolag 12	-C	-C	-B	+B	+B	+A	+B
Bolag 13	+A	+C	-A	+A	-C	+A	+B
Bolag 14	-C	-B	-B	-B	-C	-B	-C
Bolag 15	+B	+D	+B	+A	+D	+C	+A
Bolag 16	+A	+B	+A	+A	+C	+A	+B
Bolag 17	+B	-A	-B	+B	+B	+B	+A
Bolag 18	-B	-B	+B	+B	+B	+C	+B
Bolag 19	+A	-A	+C	+B	-A	-A	+B
Bolag 20	+D	+B	+A	+C	+A	+B	+B
Bolag 21	+C	+C	+B	+B	+C	+C	+B
Bolag 22	+B	-A	+B	-A	-C	-A	+B
Bolag 23	+B	+B	+B	+B	+A	+B	+A

Tabell 6: Grupperingar

Bolag nummer 14, 18 och 21 har över tiden av vår studieperiod inga långfristiga skulder överhuvudtaget. Dessa bolag väljer således alltid att finansiera med eget kapital, internt kapital eller nyemission. Varför dem alltid befinner sig i grupp B eller C. Dessa resultat anser vi ändå bygger på bolagens aktiva val att inte använda skuldfinansiering varför dem tas med i studien. Vi anser dock att dessa värden bör observeras.

### 6.2.1 Modell A

Både modell +A och -A kan förklaras med Trade-off eftersom denna teori motiverar bolag till att öka skuldsättningsgraden och minska soliditeten så länge som risken anses vara fördelaktigt låg (Fama & French 2005, Kraus & Litzenberger 1973). Ett positivt resultat kan innebära att bolaget möter en lägre risk. Risk är förknippat med betalningsförmåga, men det behöver nödvändigtvis inte vara den enda faktorn som påvisar risken. Därmed förklaras varför skuldsättning ökar även vid negativa resultat.

Market Timing teorin tar inte hänsyn till bolagets årsresultat utan enbart bolagens potential på marknaden vid tidpunkten (Baker & Wurgler 2002). Detta eftersom det vid den tidpunkten, avhängigt efterfrågan och bolagets potential, bedöms det lägligt att satsa oberoende av vilka medel det kräver. Att finansiera med långfristiga skulder och därmed få en ökad skuldsättningsgrad och en minskad soliditet är således i enlighet med Market Timing förutsatt att bolagen befinner sig på en het och framväxande marknad vid finansieringstillfället oavsett årsresultat. Tillgången på likvida medel vid ett visst marknadsläge är också en faktor som vägs in vid beslut om ökad skuldsättningsgrad. Detta kan förklara att olika bolag agerar olika, eftersom risken bedöms olika utefter bolagets tillgång till likvida medel för att göra de investeringar som krävs (Bolton et al 2013).

Pecking Order kan generellt inte förklara modell +A, eftersom man enligt modellen väljer att finansiera med skuld trots tillgång på internt eget kapital (Myers & Majluf 1984, Myers 1984, 2001). Ett undantag kan vara att finansierings behovet är så pass stort att det interna kapitalet inte räcker till och att man därför täcker upp finansieringsbehovet med övervägande skuldfinansiering. Att bolag väljer att finansiera med långfristiga skulder under år med negativt resultat kan dock vara en följd av att bolagen följer Pecking Order. Det eftersom att bolag med negativa årsresultat bör ha bristande tillgång på internt eget kapital, vilket förklarar varför man väljer att finansiera med skulder (Myers & Majluf 1984, Myers 1984, 2001).



### 6.2.2 Modell B

Trade-off kan endast förklara modell B om risken anses högre än nyttan med skatteskölden, eftersom skuldsättningen minskar i denna modell (Kraus & Litzenberg 1973). Det positiva resultatet borde kunna peka på en lägre risk, men marknaden kan indikera annat och flera riskfaktorer finns att beakta. Trade-off teorin kan således inte förklara +B om risken är låg, men den kan förklara -B om resultatet indikerar risken (Fama & French 2005). Market Timing kan förklara både modell +/-B om marknadsvärdet är högre än bokföringsvärdet för då väljs nyemissioner som finansiering istället för ökad skuldsättning (Baker & Wurgler 2002). Market Timing belyser även detta finansieringsval om det vid tidpunkten fattas likvida medel för att kunna tajma marknadens efterfrågan och nyemission är mindre riskfritt än skuldsättning.

Modell +B kan förklaras av Pecking Order eftersom förstahandsvalet är att finansiera med internt eget kapital (Myers 2001), vilket bör vara en valmöjlighet för bolagen när årsresultat är positivt. Modell -B bör däremot inte kunna förklaras av Pecking Order förutsatt att det inte gäller år med mycket negativa resultat samtidigt som bolaget är i behov av ytterligare investeringar. I en sådan situation förklarar Pecking Order istället att bolag bör välja att öka sin skuldandel för att täcka finansieringsbehov (Myers 2001). Om inget internt eget kapital finns på grund av negativt resultat borde en minskad skuldsättningsgrad bero på nyemission, ett alternativ som av teorin förklaras vara bolagens sistahandsval. En annan möjlighet som kan förklara en ökad skuldsättningsgrad trots negativt resultat är att aktiebolaget minskat sina tillgångar genom minskad andel långfristiga skulder.

### 6.2.3 Modell C

Trade-off (Chen & Steiner 1999) skulle även den kunna förklara varför skuldsättningsgrad och soliditet minskar samtidigt eftersom det kan vara en högre riskfaktor som legat bakom beslutet i -C. Ett negativt resultat sänker totala tillgångar varvid eget kapital också minskar. I +C kan inte Trade-off förklara utfallet, eftersom teorin inte täcker upp begreppet kortfristiga skulder. Vi kan således bara ana att risken bedömts hög för skuldsättning.

Market Timing (Baker & Wurgler 2002) kan också belysa delar av beslutsunderlaget om skuldsättningsgraden förändrats på grund av att det genomförts en nyemission vid högre marknadsvärde på bolaget än bokföringsvärdet. Market Timing belyser också den minskade

soliditeten genom att fokus kan ha varit på att tillgången på likvida medel är begränsad i bolaget och därmed också möjligheten att möta marknadens efterfrågan. Följaktligen så kan viljan att öka de likvida medlen vara en faktor som vägs in vid beslut om uppta kortfristiga skulder (Bolton et al 2013). Vid negativt resultat så verkar det inte troligt att marknadsvärdet av bolaget är högre än bokföringsvärdet vid negativt resultat, även om så skulle kunna vara fallet. Däremot så kan en nyemission väljas för att få fram kapital för fortsatta investeringar så bolaget kan möta marknadens efterfrågan.

Modell +C kan förklaras med teorin Pecking Order (Myers & Majluf 1984, Myers 1984, 2001) eftersom förstahandsvalet för finansiering enligt teorin innebär att bolag finansierar med internt eget kapital så långt som möjligt vid positivt resultat. Vi lägger märke till att soliditeten samtidigt minskar i denna modell vilket kan bero på att kortfristiga skulder ökat, något varken Myers och Majluf (1984) eller Myers (1984) berör i sina förklaringar.

Pecking Order (Myers & Majluf 1984, Myers 1984, 2001) förklarar generellt inte modell -C eftersom skuldsättningen minskar vid negativt resultat, vilket tyder på att bolagen gjort en nyemission, alternativt minskat sina tillgångar. Enligt teorin bör den enda förklaringen till en nyemission vara att andra finansierings alternativ saknas, exempelvis i ett fall där bolagen gör negativa resultat och inte beviljas en högre skuldsättningsgrad av banker eller kreditinstitut.

Att skuldsättning och soliditet går åt samma håll ger oss inte möjlighet att granska förändringen i förhållandet eget kapital och struktur. De kortfristiga skulderna kan variera kraftigt från månad till månad eftersom de innefattar leverantörsskulder och skatteskulder, vilka lika gärna kan vara avbetalad nästkommande månad. Vi har försökt undersöka totala tillgångar närmare för att se om en minskning skett där eftersom soliditeten också minskat, men fallen är spridda och har därför olika förklarande orsaker. Totala tillgångars ökning förklaras således av att nyemission har gjorts.

#### **6.2.4 Modell D**

Market Timing förklarar +/-D om marknaden är het och bolagen vill investera på grund av att marknaden ser lovande ut (Baker & Wurgler 2002). Råder det då brist på likvida medel så är man ändå villig att satsa genom ökad skuldsättning oavsett bolagets resultat. Trade-off kan förklara modellen +/-D om risken anses lägre än nyttan av skatteskölden eftersom

aktiebolagen då ökar skuldsättningsgraden (Krauz & Litzenberger 1973). Dock bör nämnas att även om ett positivt resultat kan peka på en lägre risk (Chen & Steinar 1999), så finns många andra faktorer likt Market Timings marknadsläge som påverkar riskerna (Baker & Wurgler 2002).

Pecking Order förklarar generellt inte finansiering enligt modell +D eftersom teorin inte förespråkar ökad belåning om intern eget kapital finns att tillgå (Myers 1984, 2001). I det fall det interna resultatet inte räcker till för finansieringen är det dock möjligt att merparten av finansieringen ändå blir genom skuld och därmed genererar en ökad skuldsättningsgrad. En samtidig ökning av soliditet och skuldsättningsgrad kan bero på att kombinationen av en ökning i eget kapital genom positivt resultatet och en minskning av kortfristiga skulder ger en högre summa än ökningen i långfristiga skulder. Modell -D kan förklaras av Pecking Order eftersom man vid brist på internt eget kapital, vilket bör vara fallet vid negativt resultat, väljer att finansiera med skuld (Myers 1984, 2001). Detta gäller förutsatt att det är en minskning i kortfristiga skulder som förklarar den ökade soliditeten och inte en förändring i totalt kapital som beror av nyemission.

### 6.3 Förändringar i finansiell struktur och reporäntan

Genomsnittlig reporänta från juni 1994 till april 2016 var 2,914297% (Ekonomifakta 2016, Riksbanken 2016d). Vi anser därmed att reporänta under 2,914% är låg reporänta och reporänta över 2,914% är en hög reporänta. För att enkelt förhålla oss till reporäntan definerar vi den som hög/låg och +/- . Ett - betyder att reporäntan genomsnittligt minskat under året och ett + att den genomsnittligt ökat. Eftersom vi inte kunde finna något förskjutet samband i regressionsanalysen väljer vi att fokusera på årets reporänta kontra årets finansiella struktur.

#### **2008: reporänta hög+**

Reporäntan år 2008 markant hög sett relativt studieperioden. År 2008 har majoriteten av företagen gått med positiva resultat. Observera att de dominerade finansieringsmodellerna 2008 är modell +A eller +B, som innebär att bolagen både ökar och minskar sin skuldsättning när resultaten är positiva. Bara 6 bolag har gått med negativt resultat och det borde kunna ha en förklaring i att konjunkturen och marknaden största delen av året fortfarande var het.

Riksbankens syfte med den höjda reporäntan var sannolikt att strama åt tillgången på kapital. Här har bolagen generellt inte i tillräckligt hög grad tagit med det i sitt beslutsunderlag för finansiell struktur eftersom 11 bolag ökat sin skuldsättningsgrad, varav 10 haft tillgång till internt kapital. Därmed kan en förklaring sökas med Market Timing (Baker & Wurgler 2002) som fokuserar på marknadsläget, vilket stora delar av 2008 såg positivt ut. Hade inte Riksbanken höjt räntan hade vi möjligen sett större utnyttjande av skulder. Riksbanken dämpade därmed effekten av Trade-off (Chen & Steiner 1999) med hjälp av reporäntan eftersom en högre ränta ger en högre risk. Trade-off kan således inte till fullo förklara att det trots synbart högre risk med ökade skulder ändå var fördelaktigare att skuldsätta sig på grund av det heta marknadsläget i syfte att säkra framtida marknadsandelar genom investeringar.

Detta resonemang leder tillbaka till slutsatsen att tajma marknadens ljusa framtidssyn, vilket var en av de viktigaste faktorerna vid val av finansiell struktur detta år. Eftersom finansiering med eget kapital inte dominerar bland bolagen med positiva resultat så kan inte den generella förklaringen till bolagens agerande sökas inom teorin Pecking Order (Myers 2001).

### **2009: reporänta låg-**

År 2009 hade 11 av 23 bolag negativt resultat och 12 bolag hade positivt resultat. Av de företag med negativt resultat så valde 7st ändå att sänka sin skuldsättningsgrad. De övriga 4 bolagen med negativt resultat valde att öka sin skuldsättningsgrad. 7st av de med positivt resultat valde att finansiera med eget kapital och ökade sin soliditet. 3st av de övriga som finansierade med eget kapital fick minskad soliditet på grund av ökad andel kortfristiga skulder i förhållande till långfristiga skulder. Typvärdet för skuldsättningsgradsförändring detta år är en minskning av skuldsättningsgraden. Således sänkte 17 av 23st bolag sin skuldsättningsgrad året efter finanskrisen. Vi förmodar att bolagen utifrån marknaden bedömde läget riskfyllt och valde att betala av sina skulder och vågade inte i samma utsträckning satsa på belåning eller att kapitalbehovet var litet vid tiden.

Reporäntan sänktes för att öka tillgången på kapital genom att söka motivera till skuldfinansiering. Även om sänkningen kan ha påverkat besluten kring finansiell struktur detta lågkonjunktursår så ser vi inget större genomslag i att bolagen utnyttjar skuldfinansiering år 2009. Bolagens agerande talar inte för att vi generellt kan utläsa en förklaring ur Pecking-Order (Myers 1984) eftersom den inte förespråkar finansiering genom

eget kapital vid negativt resultat. Snarare är det Market Timing- (Baker & Wurgler 2002) och Trade-off-teorierna (Krauz & Litzenberger 1973) som förklarar att bolag generellt sänker sin skuldsättningsgrad trots att hälften av bolagen gjort positiva resultat och Riksbanken har ökat tillgången på skuldfinansiering genom att sänka reporäntan. Att fyra bolag valde att öka sin skuldsättningsgrad med långfristiga skulder istället för att göra en nyemission kan bero på att reporäntan gett en mer fördelaktig skuldsättning relativt förevarande år. De två bolag som ökar sin skuldsättning kan tänkas ha ökat sin soliditet och betalat av mer ofördelaktiga kortfristiga skulder med långfristiga skulder, eftersom långfristiga skulder blivit billigare som en följd av reporäntans sänkning. Vi kan därmed inte utesluta att reporäntan haft effekt på bolagens val av finansiering år 2009.

### **2010: reporänta låg-**

År 2010 har 14 av de 23 bolagen registrerat ett positivt resultat, av dessa 14 bolag ökade 6st sin skuldsättningsgrad. Av resterande 9 bolag som registrerat negativa resultat var det 5 st som ökade sin skuldsättningsgrad. Totalt 12 av 23 bolag sänkte således sin skuldsättningsgrad under 2010. Riksbanken frigjorde ytterligare kapital för skuldfinansiering genom att sänka reporäntan igen, det blev än mer fördelaktigt att låna. Spridningen mellan de olika finansieringsmetoderna var markant bland de 23 undersökta bolagen år 2010. Vi ser effekten att 11 bolag ökar sin skuldsättningsgrad att jämföra med året innan då det var 6 bolag. Den sänkta reporäntan och den ökade fördelaktigheten att ta lån kan ha bidragit till dessa bolags val av finansiering.

Av de 12 bolag som finansierar med eget kapital har 8 bolag haft positiva resultat och deras val kan förklaras med Pecking Order. Även Market Timing (Baker & Wurgler 2002) och Trade-off (Krauz & Litzenberger 1973) är möjliga förklaringsteorier till att man väljer internt kapital vid en konjunktursvacka. Valet av nyemission som ses i 4 bolag, det vill säga att de finansierat med eget kapital trots negativt resultat och låg reporänta, kan inte förklaras med Pecking Order (Myers 2001), förutsatt att det inte är bolagens enda utväg. Däremot talar Trade-off teorin (Fama & French 2005) för att välja nyemission avhängigt hög risk, vilket skulle kunna förklara detta val i konjunktursvackan. Reporäntans läge ser således ut att kunna ha haft en viss effekt på i alla fall hälften av bolagens val av finansiering år 2010.

**2011: reporänta låg +**

År 2011 gick 18 av 23 bolag med positiva resultat, vilket är 4 bolag fler än år 2010. Av dessa 18 bolag minskade 11st sin skuldsättningsgrad. När vi tittar på de 5 företag som gick med negativa resultat sänkte 2st sin skuldsättningsgrad, sannolikt genom nyemission. Resterande 10 bolag ökade sin skuldsättningsgrad. Riksbanken syfte med den höjda reporäntan 2011 var att strama åt tillgången på kapital. Vi kan således utläsa att fler bolag gjort positiva resultat än både 2009 och 2010. Den dominerande finansieringsmodellen år 2011 var modell +B, vilket visar att många bolag har använt i huvudsak eget kapital som finansiering vilket också sannolikt var den effekt på företagets finansiering som Riksbanken ville åstadkomma med en höjning av reporäntan. Dessa 10 +B bolags finansiering och det bolaget som valt finansiering enligt modell +C kan även förklaras med Pecking Order (Myers & Majluf 1984, Myers 1984) eftersom de sannolikt valt finansiering med övervägande internt kapital.

Även Trade-off (Krauz & Litzenberger 1973) säger att en högre ränta bör göra att bolagen blir mer försiktiga att ta upp skuld eftersom konkurskostnaden och risken med belåning ökar. 18 av 23 bolag gör positiva resultat, vilket sannolikt indikerar för bolagen att efterfrågan har ökat och att konjunkturen är på väg att vända uppåt. En möjlig förklaring på varför majoriteten av bolagen är mer försiktiga med att ta upp skuld när framtidsutsikten ljusnar belyses av Market Timing (Bolton et al 2013). Detta eftersom den teorin lyfter fram att finansieringsbeslut är avhängigt huruvida bolagen redan har god tillgång till likvida medel att möta upp efterfrågan på marknaden med. Market Timing (Baker & Wurgler 2002) kan även förklara de 7 bolag som trots goda resultat och höjd ränta väljer att finansiera med ökad skuld enligt modell +A och +D. Ett sådant val har i så fall med riskbedömning av marknadsläget att göra, huruvida efterfrågan kommer att hålla i sig så det kan bedömas som en framväxande marknad.

Pecking Order kan även ses som en möjlig förklaring till att tre bolag väljer finansiering enligt modell -A och -D, saknas möjlighet till finansiering med internt kapital väljer man skuldfinansiering trots höjd reporänta, detta för att undkomma nyemission. De 2 bolag som finansierar enligt modell -B och sannolikt gör en nyemission kan antingen förklaras med Pecking Order om det anses vara enda utvägen eller med Trade-off som en effekt av höjd reporänta och därmed högre risk i kombination med dåliga resultat. Utifrån detta vill vi påstå att reporäntan inverkat på majoriteten av bolagen skuldfinansiering även år 2011.

**2012: reporänta låg-**

År 2012 hade 14 av 23 bolag positivt resultat och av dessa så valde 7st att öka sin skuldsättningsgrad medan 7st valde att minska den. När vi tittar på de 9 bolagen med negativt resultat så ser vi att 5st av dessa valde att öka sin skuldsättningsgrad. En ökning av skuldsättningsgraden synes för totalt 12 av 23 bolag. Det är även värt att notera att Riksbanken samtidigt sänkte reporäntan med 0,5 procentenheter detta år för att motivera till skuldfinansiering. De 7 bolag som noterade positiva resultat och samtidigt valde bort övervägande skuldfinansiering hade sannolikt god tillgång på internt eget kapital. Deras agerande kan därmed förklaras med Pecking Order (Myers 2001) och även Trade-off (Chen & Steiner 1999) eftersom en ökad skuldsättning alltid innebär en ökad risk, vilket kan anses onödigt när det inte finns ett behov.

Bland de 12 bolagen med ökad skuldsättning kan Market Timing (Baker & Wurgler 2002) vara en förklarande teori om framtiden på marknaden bedömdes vara ljus. Även Trade-off motiverar att man ökar skuldsättningsgraden när reporäntan och således risken sänks. Pecking Order (Myers 1984) förklarar dock enbart agerandet för de 7 bolagen med negativa resultat som höjde sin skuldsättning. Förutsatt att de andra 5 bolagen haft tillräcklig tillgång på internt kapital för att täcka den största delen av finansieringsbehovet. Även här ser således reporäntan ut att kunna ha inverkat i valet av finansiell struktur. Däremot har de 4 bolag som minskat sin skuldsättningsgrad år 2012, förmodligen genom nyemission i samband med att man noterat negativa resultat, således inte påverkats nämnvärt av att Riksbanken sänkt reporäntan. Det kan istället förklaras med att man mött andra risker med finansiering som man bedömt vara påtagliga, i så fall finner man en förklaring till valet i Chen och Steiner (1999) riskbedömningsanalys av olika finansieringsbeslut.

**2013: reporänta låg-**

Detta år innebar en fortsatt sänkning av reporäntan med ytterligare 0,5 procentenheter. År 2011 registrerade 15 av de 23 bolagen positiva siffror för resultat. Av dessa 15 bolag valde 6st en ökad skuldsättning och således minskade de 9st resterande sin skuldsättning. Bland de 8 bolag som har registrerat negativa resultat för året minskade 5st sin skuldsättningsgrad, sannolikt genom nyemission. Summan som sänkte sin skuldsättningsgrad var således 14 av 23 bolag. Trots att Riksbanken sänkt reporäntan ytterligare har antalet som minskar sin skuldsättningsgrad ökat i jämförelse med de båda 2011 och 2012. Detta också trots att andelen



företag som noterat positiva resultat ökat något i jämförelse 2012 och risken borde bedömas lägre och motivera till upptagande av lån. Vi ser således ingen påtaglig konsekvens av att andelen skulder ökar år 2013 då reporäntan sänkts ytterligare. I detta fall kan det istället vara den svaga ekonomin i Sverige som motverkar effekten av en sänkt reporänta.

Agerandet hos de 9 bolag som registrerar positiva resultat och sänker skuldsättningsgraden kan förklaras med framför allt Pecking Order (Myers 1984) eftersom bolagen sannolikt använt internt kapital. Att öka skuldsättningsgraden vid tidpunkten för positiva resultat kan även förklaras med Pecking Order (Myers & Majluf 1984) om det beror på att det interna kapitalet inte täcker upp hela finansieringsbehovet. Agerandet kan också förklaras med Trade-off (Chen & Steiner 1999) eftersom en lägre reporänta sänker riskerna, beroende på om man har andra planer för det internt genererade kapitalet av exempelvis skatteplaneringsskäl. Market Timing (Baker & Wurgler 2002) torde inte generellt förklara detta läge eftersom ekonomin vid tiden av 2013 var osäker och marknaden därför troligtvis inte kunde anses som het. Att 3 bolag med negativa resultat ökar skulderna förklaras av Pecking Order, men även av Trade-off eftersom kostnaderna för skuld borde varit de mest förmånliga på en längre period och risken är lägre. Vi ser att hela 5 bolag med negativt resultat sannolikt valt att göra en nyemission, vilket kan förklaras antingen med att man ser stora risker på marknaden med Trade-offs perspektiv och väljer nyemission före upplåning. Det senare alternativet kan förklaras av Pecking Order (Myers 2001), men det är dock inte så troligt eftersom val att göra nyemission innebär att skuldfinansiering inte kunnat uppbådas.

#### **2014: reporäntan låg-**

Hela 19 av de 23 bolagen noterar positiva resultat år 2014, den högsta siffran under perioden. Samtidigt har Riksbanken sänkt reporäntan till den lägsta under studieperioden. Detta främst för att få fart på inflationen eftersom ekonomin anses vara på frammarsch (Riksbanken 2016f). Bland de 4 bolag som noterat negativa resultat använder 3st upptagande av skuld för sin finansiering vilket kan förklaras av samtliga tre teorier. Trade-off (Fama & French 2005) med vinklingen att riskerna med skuld kan anses små, Market Timing (Baker & Wurgler 2002) för att marknaden är framväxande och Pecking Order (Myers & Majluf 1984, Myers 1984) för att dessa bolag inte har tillgång till internt genererat eget kapital.



Bland de bolag som noterat positiva resultat har 15 bolag valt att finansiera med eget kapital, sannolikt internt genererat, vilket förklaras vara förstahandsvalet enligt Pecking Order (Myers 1984). Detta trots reporäntans indikation om en kommande konjunkturtillväxt. Att 4 bolag valt att finansiera med skuld kan bero på att internt kapital inte täckt majoriteten av finansieringsbehovet enligt Pecking Order, eller att man anser skuldfinansiering vara av låg risk karaktär ur Trade-off perspektivet. Ett annat sätt att resonera är att det anses vara rätt läge och ljus framtidsyn för större kapitalkrävande investeringar enligt Market Timing (Baker & Wurgler 2002). Eftersom reporäntan under lång tid varit låg kan effekten av en låg reporänta även tänkas ha avtagit (Andersson, Dillén & Sellin 2006). Riskbedömning och finansieringsbeslut torde enligt detta resonemang istället påverkas mer av hur bolagen uppfattade att dåvarande marknadsläge skulle utveckla sig på grund av globala faktorer påverkan.

Reporäntan kan därmed tänkas ha haft en mindre effekt på bolagens finansieringsval år 2014 i jämförelse med under studiens tidiga år. Därför torde inte den ökade monetära basen lyckas motivera bolag till ännu större skuldfinansiering trots ljus framtidssyn och den lägsta reporäntan under perioden.

## 6.4 Analyssyntes

Utifrån regressionsanalysen kunde vi således inte se reporäntans betydelse för val av finansiell struktur, varken direkt eller på sikt. Därför valde vi att gruppera bolagen efter trenderna i skuldsättningsgrad, soliditet och resultat för varje år. Vi letade efter samband i grupperingar per bolag och per år och kunde inte för varje enskilt företag konstatera om de konsekvent var för eller emot att öka sin skuldsättningsgrad eftersom detta finansieringsval förekom oavsett resultat. Det som däremot var intressantare var hur de olika åren skiljde sig åt beroende av reporäntans förändring. Vi kan visserligen inte isolera reporäntans effekt, eftersom antalet faktorer som påverkar bolags val av finansiell struktur är många, men utifrån grupperingen av årliga finansieringsval är det ändå möjligt för oss att dra intressantare slutsatser vidare.

## 7 Konklusion

### 7.1 Slutsats

Vi konstaterar att när reporäntan förändras förblir aktiebolagens finansiella strukturen stabil. Frågan med den optimala skuldsättningsgraden är ännu inte helt besvarad utan mer sannolikt är det optimala finansieringsvalet unikt för varje enskilt aktiebolag som strävar efter aktievärdemaktiemering.

Korrelationskoefficienten är visserligen alldeles för låg för att kunna påvisa korrelation eller regressions samband, varken som direkt effekt eller på flera års sikt. Däremot kan vi inte helt utesluta att reporäntan inverkar på finansieringsvalen, även om vi i denna studie inte klarar av att isolera dess effekt. När vi analyserar bolagens skuldsättningsgrad per år gentemot reporäntan ser vi att genomsnittlig skuldsättningsgraden är relativt stabil över hela perioden trots svängningar i konjunkturen. Denna stabilitet är något som vi tar fasta på och resonerar vidare kring. Reporäntan skulle utifrån detta resonemang kunna ha en viss dämpande effekt på skuldsättningsgradens svängningar i likhet med stabiliseringspolitik verkan på inflationen. Genom att reporäntan indikerar en viss risknivå för investeringsbeslut följer således slutsatsen att att bolagens finansiella struktur hade flukturerat mer om reporäntan varit konstant. Detta eftersom en konstant reporänta hade inneburit att just denna del av riskbedömningen hållit en konstant nivå och i så fall hade bolagens finansieringsval istället fått större påverkan av andra faktorer.

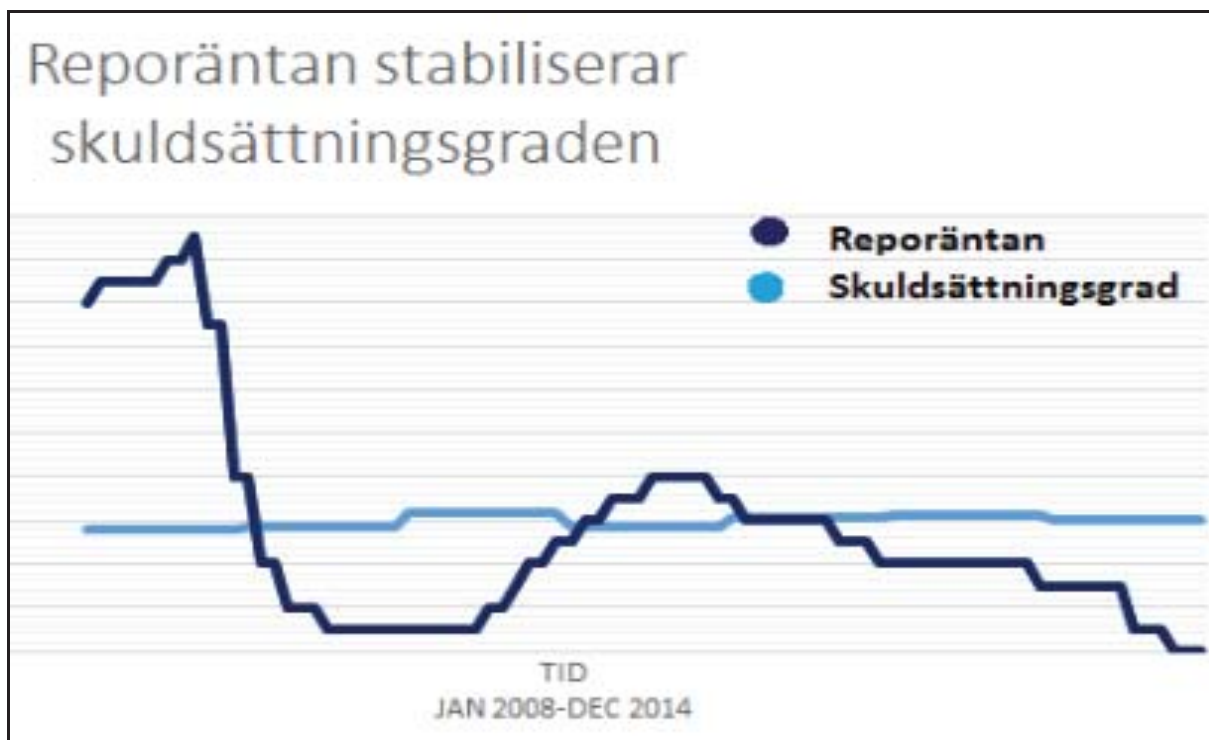


Diagram 7: Reporäntan stabiliserar skuldsättningsgraden

Observera att förändringarna i reporäntan och genomsnittlig skuldsättningsgrad är skalenliga men förhåller sig på olika y-axlar.

När vi tittar närmare på hur bolagen väljer sin finansiella struktur och hur detta förhåller sig till reporäntan kan vi finna delvisa förklaringar till bolagen val av finansiell struktur med hjälp av befintliga teorier vid olika räntelägen. Vi ser att faktorer som påverkas av förändringar i reporäntan är bland annat skuld kostnad och risknivån. Med tanke på riskattitydens betydelse som beslutsfaktor i finansieringsvalet borde reporäntan ha indirekt effekt på investeringsbesluten.

Om exempelvis reporäntan alltid skulle ligga stabilt så kan den delen av riskbedömning inför upptagande av lån uteslutas, vilket skulle leda till att övriga riskaspekter får större spelrum i valet av finansiering. För att belysa detta ytterligare så kan man göra ett tankeexperiment där riskbedömning kan ses som bestående av en fast kvot. Ett sådant synsätt innebär att låg reporänta ger mindre utfyllnad av kvoten och då borde risken om upplåning inte längre vara lika stor. Riskbedömningen får då innefatta andra faktorer som lämnar utrymme för större svängningar än normalt och stabilt ränteläge. Bolagens skuldsättningsgrad skulle då sannolikt fluktuera i högre utsträckning. Därmed kan vi säga att reporäntan till viss del indikerar en

risknivå för aktiebolagen. Vi ser på reporäntan som en stabilisator, en dämpare inte bara nationalekonomiskt sett utan även från aktiebolagens perspektiv.

Med reporäntans stabiliserande effekt som möjlig utgångspunkt kan man således även se det som att effekten av att reporäntan sänks ytterligare under den begränsade tidsperiod vi valt att studera döljs utav att majoriteten av bolagen gjort positiva resultat och att marknadsläget bedöms ljusna. Det vi säkert vet är att reporäntan hänger ihop med konjunktur, marknadsläge och riskbedömning. På grund av alla de andra faktorerna: lönsamhet, volatilitet, storlek, tillväxtfas är det dock svårt att isolera reporäntans effekt.

Vad vi kan se är att en sänkning eller höjning av reporäntan påverkar låneräntan och därmed ändrar förhållandena för finansiering. Reporänta påverkar således inte direkt den finansiella strukturen i bolagen däremot påverkas förutsättningarna för aktiebolagens val av sin finansiella struktur.

## **7.2 Reflektioner kring övriga påverkande faktorer**

Det är många faktorer som inverkar på företagets val av finansiell struktur och dessa är också mycket tätt sammankopplade. Med detta i åtanke är det svårt att isolera reporäntans orsakverkan grad vid valen som görs av aktiebolagen när det gäller skuldsättningsgrad. Vi kan inte förutsätta att alla faktorer som påverkar bolagens finansiella struktur är identifierade eftersom det handlar om beslut som påverkas utav individer och deras individuella värderingar och referensramar samt gruppens dynamik. Svårigheten uppstår eftersom bolagets val inte alltid är baserade i ekonomin utan kan grunda sig i styrelse ledamöters värderingar och antaganden om eget kapital och skuld. Även företagsledningens okunskap och brist på tillräcklig information om de kostnadseffektiva strategierna är sannolikt ytterligare faktorer som påverkar bolagens val av finansiering. Andra möjliga faktorer kan också vara motiv och syften med företagen som inte marknaden känner till, det är en del av strategiarbetet och alla delar är inte synliga. Den förändrade synen på betydelsen av värdemaximering där det numera betonas att öka värdet för samtliga intressenter torde också påverka finansieringsbesluten på ett sätt som inte ryms i vår studie.

I vår studie kunde vi enbart analysera utfallet av bolagens val av finansiell struktur och inte bakomliggande beslutsprocesser, vilket har varit studiens begränsningar. Detta beror på att vi inte känner till hur styrelsen exempelvis behandlar risker och utvärderar marknadsläget till fullo. Som åskådare kan vi inte heller veta vilka investeringar bolaget har för avsikt att göra, och inte heller om de görs med insikten om att framtiden är oviss.

En annan förklarande orsak till valen av finansiell struktur kan vara konjunkturen och beroende på företagsledningens vision eller olika tidsplaneringsperspektiv. Konjunkturen och reporäntan följer inte nödvändigtvis varandra eftersom reporäntan är dels ett verktyg och dels en prognos för att försöka styra konjunkturen.

I denna studie kunde vi inte konstatera någon samvariation för den valda tidsperioden och branschen. Det är möjligt att andra branscher som har en annan skuldsättningsgrad påverkas på ett annat sätt och att en effekt som är fördröjd är svår att urskilja vid konjunkturförändringar. Det hade kanske varit ett tydligare samband i en annan period som varit mer konstant med successivt växande eller dalande konjunktur. Studien skulle möjligen ge ett annat resultat i en annan tidsperiod eller en annan bransch.

Reporäntans effekt som stabiliserande faktor är även avhängigt huruvida vilken tillit landet har till Riksbankens förmåga att påverka ekonomin och hur det har lyckats tidigare. För att Riksbanken ska kunna påverka med den kraft de önskar är det nödvändigt att de har landets förtroende, utan landets förtroende riskerar effekten att gå om intet. I vilket land man gör studien påverkar således också utfallet.

### **7.3 Förslag till vidare forskning**

Det går således bara att spekulera i hur besluten tas och i framtiden borde en kvalitativ studie ifrån bolagens perspektiv utföras för att bättre skapa förståelse för dels målet och val av finansiell struktur. Intressant vore också att göra en kvantitativ studie på andra branscher eller att titta på samvariationen mellan reporäntan och finansiell struktur i mindre företag. Vidare vore det också spännande att göra studien över en längre tidsperiod för att minimera påverkan av faktorer som konjunkturen.

En studie som hade varit av intresse är att se det från ett annat perspektiv, nämligen direkt inifrån börsföretagen. En sådan kvalitativ studie kunde istället ställt frågan om finansieringsval genom fördjupande intervjuer om vad som motiverar styrelsens beslut. Vi tycker även att det vore intressant att se på hur sammansättningen i bolagens styrelse påverkar bolagens val av finansiell struktur.

## Källor

- Aguiar, Mark & Gopinath, Gita (2006) *Defaultable debt, interest rates and the current account*, Journal of International Economics, vol.69, iss.1, pp.64 – 83.
- Andersson, A. M., Bjuggren, P-O. & Ohlsson, O. (1990) *Industriell ekonomi*, SNS Förlag, Stockholm
- Andersson, Göran, Jorner, Ulf & Ågren, Anders (2007) *Regressions- och tidsserieanalys*, Lund: Studentlitteratur AB
- Andersson, Malin, Dillén, Hans & Sellin, Peter, (2006) *Monetary policy signaling and movements in the term structure of interest rates*, Journal of Monetary Economics, vol.53, iss.8, pp.1815–1855.
- Anufriev, Mikhail, Assenza, Tiziana, Hommes, Cars & Massaro, Domenico (2013) *Interest Rate Rules and Macroeconomic Stability Under Heterogeneous Expectations*. Macroeconomic Dynamics vol.17 iss.8, pp.1574–1604.
- Ardalan, Kavous (2015) *Capital structure theory: Reconsidered*, Research in International Business and Finance, (online från 2 Januari 2016, [www.journals.elsevier.com](http://www.journals.elsevier.com) )
- Asquith, Paul, & Mullins, David W. (1986) *Equity issues and offering dilution*, Journal of Financial Economics vol.15, iss.1, pp.61-89.
- Aydogan, Alti (2006) *How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?* The Journal of Finance vol.61, iss.4, pp.1681-1710.
- Ax, Christian, Johansson, Christer & Kullvén, Håkan (2009) *Den nya ekonomistyrningen*, Malmö: Liber AB, uppl:4:4
- Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey (2002) *Market timing and capital structure*, Journal of Finance vol:57, iss.1, pp.1–32.
- Benson, Bradley W. & Davidson Wallace N. (2010) *The Relation between Stakeholder Management, Firm Value, and CEO Compensation: A Test of Enlightened Value Maximization* Financial Management (Wiley-Blackwell), vol.39 iss.3, pp.929-964.
- Bolton, Patrick, Chen, Hui & Wang, Neng (2013) *Market timing, investment, and risk management*. Journal of Financial Economics vol.109, iss.1, pp.40–62.
- Chen, Carl R. & Steiner, Thomas L. (1999) *Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy*, *The Financial Review*, vol.34, iss.1, pp.119–136.
- Childs, Paul D., Mauer, David & Ott, Steven H (2005) *Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: The Effects of Agency Conflicts*, Journal of Financial Economics, vol.76, iss.3, pp. 667-690.
- Ekonomifakta (2016) *Reporäntans utveckling*, <http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Finansiell-utveckling/Styrrantant/?graph=/1554/1/all/> Stockholm (2016-04-15 kl.21.44)
- Eliasson, Annika (2013) *Kvantitativ metod från början*, Lund: Studentlitteratur AB, uppl: 3:1
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. (2005) *Financing decisions: who issues stock?* Journal of Financial Economics, vol.76, iss.3, pp.549-582.
- Fregert, Klas & Jonung, Lars (2010) *Makroekonomi - Teori, politik och institutioner*, Lund: studentlitteratur AB, uppl: 3:4

Graham, John R. & Harvey, Campbell, R. (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics* vol.60, iss.2-3, pp.187-243.

Gustafsson, Bengt, Hemerén, Göran & Petterson, Bo (2011) reviderad upplaga, *God forskningssed – Vetenskapsrådets expertgrupp för etik*, Stockholm: Vetenskapsrådet

Göteborgs Universitet, Sahlgrenska akademien (2011) forskningsmetodik <http://www.infovoice.se/fou/>  
Göteborg, (2016-04-10 kl. 14.13).

Harris, Milton & Raviv, Artur (1991) *The Theory of Capital Structure*, *The Journal of Finance*, vol.46, iss.1, pp. 297-355.

Jensen, Michael C. (2002) *Value Maximation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function* *Business Ethics Quarterly*, vol.12, iss.2, pp.235-256.

Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2005) *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt: mål, samband och mätmetoder*, Lund: studentlitteratur AB, uppl: 3:8

Kaya, Halil D. (2011) *Syndicated bank loans and capital structure*, *Managerial Finance*, vol.37, iss.8, pp.697-714.

Kaya, Halil, D. (2014) *The Market Timing Theory of Capital Structure Revisited: Evidence from the SEO Market*. *International Journal of Economic Perspectives*, vol.8, iss.1, pp.62-74.

Kraus, Alan & Litzenberg, Robert, H. (1973), *A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage*. *The Journal of Finance*, vol.28, iss.4, pp.911-922.

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2006) *Statistisk dataanalys*, Lund: studentlitteratur AB, uppl: 4:5

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2012) *Praktisk statistik*, Lund: studentlitteratur AB, uppl: 4:3

Leonardz, Björn & Blomquist, Anders (2010) *Årsredovisningen - en introduktion*, Egypten: Liber AB, uppl:11:2

Modgiliani, Franco & Miller, Merton, H. (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. *The American Economic Review*, vol.48, iss.3, pp.261-297.

Myers, Stewart C. & Majluf, Nicholas S. (1984) *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. *Journal of Financial Economics* vol.13, iss.2 pp.187-221. North-Holland.

Myers, Stewart C (1984) *Capital structure puzzle*, *Journal of Finance*, vol. 39, iss. 3, pp. 575-592.

Myers, Stewart C (2001) *Capital structure*, *The Journal of Economic Perspectives*, vol.15, iss.2, pp.81-102.

Mygind, Niels (2009) *Stakeholder ownership and maximization*, *Corporate Governance: The international journal of business in society*, vol.9, iss.2, pp.158–174.

Nasdaq Nordic (2016a) Aktier, <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier> , (2016-04-06 kl. 07.12).

Nasdaq Nordic (2016b) *Company fact sheet*, <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/fact-sheet>, (2016-04-06 kl. 09:40).

Ravid, S. Abraham. (1988) *On interactions of production and financial decisions*, *Financial Management* vol.17, iss.3, pp.87-99.

Sarkar, Sudipto (2011) *Optimal Expansion Financing and Prior Financial Structure*, *International Review of Finance*, vol.11, iss.1, pp.57-86.

Savage, C. I. & Small, J. R. (1971) *Den företagsekonomiska analysens grunder*, Wahlström & Widstrand, Stockholm



- Sveriges Riksbank (2016a) Vad påverkar ett räntebeslut, <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Vad-paverkar-ett-rantebeslut/> Stockholm (2016-04-27 kl.13.32).
- Sveriges Riksbank (2016b) Riksbanksräntor <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Forklaring-till-serierna/Riksbanksrantor/> Stockholm (2016-04-27 kl.12.17).
- Sveriges Riksbank (2016c) Hur påverkar penningpolitiken inflationen, <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Hur-paverkar-penningpolitiken-inflationen/> Stockholm (2016-04-27 kl.13.55).
- Sveriges Riksbank (2016d) Reporäntan, tabell, <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Reporantan-tabell/> Stockholm (2016-04-15 kl.08.52).
- Sveriges Riksbank (2016e) Historiska reporäntebeslut, <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Historiska-reporantebeslut/> Stockholm (2016-04-29 kl.10.57).
- Sveriges Riksbank (2016f) Reporäntebeslut, <http://www.riksbank.se/sv/Penningpolitik/Prognoser-och-rantebeslut/Reporantebeslut/?all=1/> Stockholm (2016-04-29 kl.10.45).
- Titman, Sheridan & Wessels, Roberto (1988) *The Determinants of Capital Structure Choice* The Journal of Finance, vol.43, iss.1, pp.1-19.
- Venkatesh, P.C. (1989) *The impact of dividend initiation on the information content of earnings announcements and return volatility*, Journal of Business vol.62, iss.2, pp.175-198.
- Wald, John (1999) *Capital structure with dividend restrictions*, Journal of Corporate Finance, vol. 5, iss. 2, pp. 193-208.
- Wu, Xueping & Yeung, Chau Kin Au. (2012) *Firm growth type and capital structure persistence* Journal of Banking & Finance vol.36 iss. 12, pp.3427–3443.
- Yang, Baozhong (2013) *Dynamic capital structure with heterogeneous beliefs and market timing*, Journal of Corporate Finance vol.22, iss. sep, pp.254–277.

## Årsredovisningar:

För åren 2007 och 2009 har ibland jämförelsevärdena för dessa år används från påföljande års årsredovisningar (2008 respektive 2010) för att underlätta data insamlandet.

Beijer Electronics AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009:

[http://www.beijer.se/web/web\\_se\\_corp\\_com.nsf/docsbycodename/pressrelease\\_show!opendocument&releaseid=418374](http://www.beijer.se/web/web_se_corp_com.nsf/docsbycodename/pressrelease_show!opendocument&releaseid=418374) (2016-05-18 kl.08.14).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/beijer-electronics-ab-publ> (2016-04-18 kl.08.20).

Bong AB 2007,2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008 :[http://www.bong.com/sv/2014\\_bong/investerare/arsredovisningar](http://www.bong.com/sv/2014_bong/investerare/arsredovisningar) (2016-04-18 kl.08.22).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/bong-ab> (2016-04-18 kl. 08.32).

BTS Group AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009:<http://ir.bts.com/annuals-proxies.cfm> (2016-04-18 kl.08.38).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/bts-group-ab> (2016-04-18 kl.08.44).

Concordia Maritime AB 2007,2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008:[http://www.euroland.com/pdf/s-ccor/AR\\_SWE\\_2008.pdf](http://www.euroland.com/pdf/s-ccor/AR_SWE_2008.pdf) (2016-04-18 kl.08.50).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/concordia-maritime-ab> (2016-04-18 kl.08.55).

Consilium AB 2007,2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014 2007-

2008:<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/BC/FF/wkr0003.pdf> (2016-04-18 kl.09.07).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/consilium-ab> (2016-04-18 kl.09.11).

CTT Systems AB 2007,2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009:<http://www.ctt.se/investor-relations/annual-reports/> (2016-04-18 kl.09.15).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/ctt-systems-ab> (2016-04-18 kl.09.27).

Duroc AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008:[http://www.duroc.com/media/41946/duroc\\_ar\\_2008.pdf](http://www.duroc.com/media/41946/duroc_ar_2008.pdf) (2016-04-18 kl.09.33).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/duroc-ab> (2016-04-18 kl.09.42).

Elanders AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009:<http://www.elanders.com/group/sv/investor-relations/arsredovisningar-och-delarsrapporter/arsredovisningar/> (2016-04-18 kl.09.48).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/elanders-ab> (2016-04-18 kl.09.52).

Image Systems AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008:<http://mb.cision.com/Main/7480/9440159/141442.pdf> (2016-04-18 kl.09.57).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/image-systems-ab> (2016-04-18 kl.10.07).

Intellecta AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008:<http://intellecta.com/reportsarchive/ICTA-AR-2008-rakenskaper.pdf> (2016-04-18 kl.10.15).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/intellecta-ab> (2016-04-18 kl.10.22).

Malmberg Elektriska AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008:[http://www.malmbergs.com/docs/pdf\\_fin/2008\\_AR.pdf](http://www.malmbergs.com/docs/pdf_fin/2008_AR.pdf)(2016-04-18 kl.10.38).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/malmbergs-elektriska-ab-publ> (2016-04-18 kl.10.42).

Note AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009:<http://news.cision.com/se/note/?m=Financial> (2016-04-18 kl.10.47).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/note-ab> (2016-04-18 kl.10.57).

Poolia AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009: <http://www.poolia.com/investerare/ekonomiska-rapporter/arsredovisningar/> (2016-04-18 kl.11.15).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/poolia-ab> (2016-04-18 kl.11.18).

Precise Biometrics AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009: <http://precisebiometrics.com/investor/financial-reports/> (2016-04-18 kl.11.24).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/precise-biometrics-ab> (2016-04-18 kl.11.30).

Pricer AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2009: <http://pricer.com/sv/Om-Pricer/Investerarrelationer/Arsredovisning/> (2016-04-18 kl.11.37).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/pricer-ab> (2016-04-18 kl.11.42).

Rejlers AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2008-2009: <http://www.rejlers.com/se/Investerare/Arsredovisningar/> (2016-04-18 kl.11.55).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/rejlers-ab> (2016-04-18 kl.11.58).

Semcon AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008: <http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/77/76/wkr0003.pdf> (2016-04-18 kl.12.05).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/semcon-ab> (2016-04-18 kl.12.12).

Sinter Cast AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008: <http://www.sintercast.com/20094238531891sintercast-ar-08-sve-final-1.pdf> 2016-04-18 kl.12.20).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/sintercast-ab> 2016-04-18 kl.12.25).

Studsvik AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008: <http://investors.studsvik.com/files/press/studsvik/Studsvik-AR-2008-sv.pdf> 2016-04-18 kl.12.36).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/studsvik-ab> (2016-04-18 kl.12.48).

Svedbergs i Dalstorp AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008: [http://www.svedbergs.se/globalassets/pdf/sv/rapporter/sve\\_arsred.pdf](http://www.svedbergs.se/globalassets/pdf/sv/rapporter/sve_arsred.pdf) 2016-04-18 kl.12.55).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/svedbergs-i-dalstorp-ab> (2016-04-18 kl.12.59).

Uniflex AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-

2008: <http://www.uniflexgroup.com/download/18.34d8785812fd178ec94800019139/1377188758366/Uniflex%20BAB%2B-%2B%C3%85rsredovisning%2B2008.pdf> (2016-04-18 kl.13.05).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/uniflex-ab> (2016-04-18 kl.13.15).

Viking Supply Ships AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2008-2009:<http://docplayer.se/1408152-Transatlantic-arsredovisning-2008.html>

[https://issuu.com/transatlantic/docs/transatlantic\\_arsredovismimg\\_2009](https://issuu.com/transatlantic/docs/transatlantic_arsredovismimg_2009) (2016-04-18 kl.13.26).

2010-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/viking-supply-ships-ab> (2016-04-18 kl.13.33).

Xano industri AB 2007, 2008, 2009, 2011, 2012, 2013, 2014

2007-2008:[http://www.xano.se/xano\\_pressmeddelanden/xano\\_pressmeddelanden\\_2009/xano\\_090402](http://www.xano.se/xano_pressmeddelanden/xano_pressmeddelanden_2009/xano_090402) (2016-04-18 kl.13.37).

2009-2014: <http://www.bolagsfakta.se/foretag/xano-industri-ab> (2016-04-18 kl.13.43).

## Bilagor

### Bilaga 1.1 Rådata och nyckeltal för aktiebolagens finansiella struktur

Bolag		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Beijer Electronics	T	587 847	997 001	930 478	1 342 334	1 478 755	1 417 045	1 456 809	1 496 470
Beijer Electronics	E	224 282	310 776	309 812	365 369	439 151	437 159	396 163	502 887
Beijer Electronics	S	148 515	409 596	367 290	600 227	585 910	507 220	544 766	504 430
Beijer Electronics	R	84 580	96 369	120 021	60 939	132 978	73 121	71 874	96 781
<i>Beijer Electronics</i>	<i>S/E</i>	<i>0,6622</i>	<i>1,3180</i>	<i>1,1855</i>	<i>1,6428</i>	<i>1,3342</i>	<i>1,1603</i>	<i>1,3751</i>	<i>1,0031</i>
<i>Beijer Electronics</i>	<i>E/T</i>	<i>0,3815</i>	<i>0,3117</i>	<i>0,3330</i>	<i>0,2722</i>	<i>0,2970</i>	<i>0,3085</i>	<i>0,2719</i>	<i>0,3360</i>
Bong	T	1 755 871	1 873 361	1 658 193	2 546 638	2 366 942	2 137 005	2 029 471	1 962 580
Bong	E	571 581	628 968	598 133	531 241	495 921	407 159	521 800	377 270
Bong	S	692 214	747 943	605 142	1 085 557	1 028 982	925 250	736 900	745 238
Bong	R	12 251	20 140	30 464	-131 950	-22 580	-55 122	-140 643	149 886
<i>Bong</i>	<i>S/E</i>	<i>1,2111</i>	<i>1,1892</i>	<i>1,0117</i>	<i>2,0434</i>	<i>2,0749</i>	<i>2,2725</i>	<i>1,4122</i>	<i>1,9753</i>
<i>Bong</i>	<i>E/T</i>	<i>0,3255</i>	<i>0,3357</i>	<i>0,3607</i>	<i>0,2086</i>	<i>0,2095</i>	<i>0,1905</i>	<i>0,2571</i>	<i>0,1922</i>
BTS Group	T	396 416	451 533	443 096	482 399	517 627	518 516	518 862	681 867
BTS Group	E	198 603	250 908	259 623	280 146	310 243	326 558	355 777	434 498
BTS Group	S	368	616	481	432	482	698	207	146
BTS Group	R	72 766	67 586	68 299	90 417	88 260	96 717	69 677	82 883
<i>BTS Group</i>	<i>S/E</i>	<i>0,0019</i>	<i>0,0025</i>	<i>0,0019</i>	<i>0,0015</i>	<i>0,0016</i>	<i>0,0021</i>	<i>0,0006</i>	<i>0,0003</i>
<i>BTS Group</i>	<i>E/T</i>	<i>0,5010</i>	<i>0,5557</i>	<i>0,5859</i>	<i>0,5807</i>	<i>0,5994</i>	<i>0,6298</i>	<i>0,6857</i>	<i>0,6372</i>
Concordia	T	2 810 200	3 486 500	3 371 500	3 460 800	3 758 200	3 480 700	3 406 500	3 715 800
Concordia	E	1 626 500	1 967 000	1 788 300	1 715 400	1 777 600	1 330 800	1 292 300	1 574 700
Concordia	S	1 095 800	1 366 900	1 462 400	1 608 800	1 820 200	1 979 600	1 862 700	1 832 200
Concordia	R	48 000	78 100	-91 000	76 900	76 300	-369 400	-39 000	16 500
<i>Concordia</i>	<i>S/E</i>	<i>0,6737</i>	<i>0,6949</i>	<i>0,8178</i>	<i>0,9379</i>	<i>1,0240</i>	<i>1,4875</i>	<i>1,4414</i>	<i>1,1635</i>
<i>Concordia</i>	<i>E/T</i>	<i>0,5788</i>	<i>0,5642</i>	<i>0,5304</i>	<i>0,4957</i>	<i>0,4730</i>	<i>0,3823</i>	<i>0,3794</i>	<i>0,4238</i>
Consilium B	T	615 200	791 500	746 100	774 800	767 300	851 100	926 400	1 180 000
Consilium B	E	247 300	279 800	300 000	265 800	276 000	266 600	265 900	327 900
Consilium B	S	106 200	128 100	141 300	164 900	131 000	358 100	425 800	508 700
Consilium B	R	52 300	59 600	33 500	20 100	38 400	21 500	29 400	82 200
<i>Consilium B</i>	<i>S/E</i>	<i>0,4294</i>	<i>0,4578</i>	<i>0,4710</i>	<i>0,6204</i>	<i>0,4746</i>	<i>1,3432</i>	<i>1,6014</i>	<i>1,5514</i>
<i>Consilium B</i>	<i>E/T</i>	<i>0,4020</i>	<i>0,3535</i>	<i>0,4021</i>	<i>0,3431</i>	<i>0,3597</i>	<i>0,3132</i>	<i>0,2870</i>	<i>0,2779</i>
CTT Systems	T	96 900,0	90 600,0	102 500,0	103 300,0	170 500,0	173 400,0	201 900,0	231 100,0
CTT Systems	E	60 400,0	29 400,0	43 000,0	40 700,0	63 400,0	66 200,0	64 600,0	95 900,0
CTT Systems	S	20 900,0	24 900,0	23 400,0	22 900,0	41 400,0	32 600,0	53 500,0	51 700,0

CTT Systems	R	-14 500,0	-31 700,0	-6 900,0	-14 700,0	-5 000,0	13 000,0	4 400,0	1 800,0
<i>CTT Systems</i>	<i>S/E</i>	<i>0,3460</i>	<i>0,8469</i>	<i>0,5442</i>	<i>0,5627</i>	<i>0,6530</i>	<i>0,4924</i>	<i>0,8282</i>	<i>0,5391</i>
<i>CTT Systems</i>	<i>E/T</i>	<i>0,6233</i>	<i>0,3245</i>	<i>0,4195</i>	<i>0,3940</i>	<i>0,3718</i>	<i>0,3818</i>	<i>0,3200</i>	<i>0,4150</i>
Duroc B	T	463 500	448 900	314 900	313 700	379 500	320 000	326 000	334 000
Duroc B	E	258 000	252 800	198 200	178 700	191 400	160 600	153 500	144 900
Duroc B	S	41 100	44 500	28 300	31 700	51 700	69 700	72 000	75 400
Duroc B	R	22 800	6 800	-60 300	-17 600	18 600	-9 000	-5 600	-7 700
<i>Duroc B</i>	<i>S/E</i>	<i>0,1593</i>	<i>0,1760</i>	<i>0,1428</i>	<i>0,1774</i>	<i>0,2701</i>	<i>0,4340</i>	<i>0,4691</i>	<i>0,5204</i>
<i>Duroc B</i>	<i>E/T</i>	<i>0,5566</i>	<i>0,5632</i>	<i>0,6294</i>	<i>0,5697</i>	<i>0,5043</i>	<i>0,5019</i>	<i>0,4709</i>	<i>0,4338</i>
Elanders B	T	2 224 278	2 386 737	2 113 751	2 012 319	2 004 559	2 261 189	2 463 939	3 569 826
Elanders B	E	864 564	877 676	765 064	819 327	879 623	953 781	1 038 580	1 347 674
Elanders B	S	336 782	174 792	130 303	47 093	76 527	103 392	501 490	111 088
Elanders B	R	184 121	-34 365	-96 058	-105 153	79 963	93 443	101 511	139 917
<i>Elanders B</i>	<i>S/E</i>	<i>0,3895</i>	<i>0,1992</i>	<i>0,1703</i>	<i>0,0575</i>	<i>0,0870</i>	<i>0,1084</i>	<i>0,4829</i>	<i>0,0824</i>
<i>Elanders B</i>	<i>E/T</i>	<i>0,3887</i>	<i>0,3677</i>	<i>0,3619</i>	<i>0,4072</i>	<i>0,4388</i>	<i>0,4218</i>	<i>0,4215</i>	<i>0,3775</i>
Image systems	T	118 400	83 400	56 300	45 500	98 700	131 000	134 300	94 300
Image systems	E	10 500	40 100	12 300	700	46 200	41 800	67 700	16 100
Image systems	S	53 600	25 000	5 300	2 100	1 600	11 000	2 900	800
Image systems	R	100	-54 100	-9 800	-48 600	-24 000	-41 200	-22 800	-9 800
<i>Image systems</i>	<i>S/E</i>	<i>5,1048</i>	<i>0,6234</i>	<i>0,4309</i>	<i>3,0000</i>	<i>0,0346</i>	<i>0,2632</i>	<i>0,0428</i>	<i>0,0497</i>
<i>Image systems</i>	<i>E/T</i>	<i>0,0887</i>	<i>0,4808</i>	<i>0,2185</i>	<i>0,0154</i>	<i>0,4681</i>	<i>0,3191</i>	<i>0,5041</i>	<i>0,1707</i>
Intellecta B	T	128 800	300 900	559 500	555 600	574 700	481 300	415 200	375 900
Intellecta B	E	153 700	190 700	197 500	214 700	223 800	161 700	219 400	190 500
Intellecta B	S	38 600	143 900	97 400	151 000	131 000	80 100	76 200	41 600
Intellecta B	R	40 800	48 200	27 500	36 800	31 000	-70 500	-61 700	-12 500
<i>Intellecta B</i>	<i>S/E</i>	<i>0,2511</i>	<i>0,7546</i>	<i>0,4932</i>	<i>0,7033</i>	<i>0,5853</i>	<i>0,4954</i>	<i>0,3473</i>	<i>0,2184</i>
<i>Intellecta B</i>	<i>E/T</i>	<i>1,1933</i>	<i>0,6338</i>	<i>0,3530</i>	<i>0,3864</i>	<i>0,3894</i>	<i>0,3360</i>	<i>0,5284</i>	<i>0,5068</i>
Malmberg	T	351 556	349 258	350 741	343 289	375 625	375 148	392 574	404 401
Malmberg	E	178 080	192 634	214 150	222 534	260 121	256 840	277 556	297 226
Malmberg	S	73 718	61 493	48 852	34 993	30 002	37 881	26 135	21 160
Malmberg	R	57 584	47 535	26 562	22 678	73 093	50 577	69 891	87 629
Malmberg	S/E	0,4140	0,3192	0,2281	0,1572	0,1153	0,1475	0,0942	0,0712
Malmberg	E/T	0,5065	0,5516	0,6106	0,6482	0,6925	0,6846	0,7070	0,7350
Note	T	648 100	948 300	753 100	693 500	633 300	576 000	540 800	612 900
Note	E	327 400	294 900	209 900	217 000	259 400	260 500	238 100	270 200
Note	S	140 100	98 400	30 500	7 100	5 500	700	6 700	1 200
Note	R	103 800	-14 400	-97 900	-59 400	56 300	19 100	1 200	28 800
<i>Note</i>	<i>S/E</i>	<i>0,4279</i>	<i>0,3337</i>	<i>0,1453</i>	<i>0,0327</i>	<i>0,0212</i>	<i>0,0027</i>	<i>0,0281</i>	<i>0,0044</i>

<i>Note</i>	<i>E/T</i>	<i>0,5052</i>	<i>0,3110</i>	<i>0,2787</i>	<i>0,3129</i>	<i>0,4096</i>	<i>0,4523</i>	<i>0,4403</i>	<i>0,4409</i>
Poolia B	T	501 000	501 600	422 900	388 300	324 500	266 400	212 000	196 800
Poolia B	E	293 600	279 400	221 000	139 900	113 100	79 200	60 300	67 800
Poolia B	S	2 100	8 300	2 400	1 800	1 900	900	1 400	1 400
Poolia B	R	72 800	109 600	30 600	-48 100	17 600	-23 000	2 300	5 300
<i>Poolia B</i>	<i>S/E</i>	<i>0,0072</i>	<i>0,0297</i>	<i>0,0109</i>	<i>0,0129</i>	<i>0,0168</i>	<i>0,0114</i>	<i>0,0232</i>	<i>0,0206</i>
<i>Poolia B</i>	<i>E/T</i>	<i>0,5860</i>	<i>0,5570</i>	<i>0,5226</i>	<i>0,3603</i>	<i>0,3485</i>	<i>0,2973</i>	<i>0,2844</i>	<i>0,3445</i>
Precise Biometrics	T	85 100	34 000	79 100	48 100	64 400	85 700	152 900	106 200
Precise Biometrics	E	71 200	16 000	45 400	31 200	47 000	48 200	134 500	92 000
Precise Biometrics	S	0	0	0	0	0	0	0	0
Precise Biometrics	R	-35 300	-54 100	-21 800	-14 600	-33 200	-47 000	-43 300	-44 100
<i>Precise Biometrics</i>	<i>S/E</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>
<i>Precise Biometrics</i>	<i>E/T</i>	<i>0,8367</i>	<i>0,4706</i>	<i>0,5740</i>	<i>0,6486</i>	<i>0,7298</i>	<i>0,5624</i>	<i>0,8797</i>	<i>0,8663</i>
Pricer B	T	532 500	658 800	615 200	640 700	844 600	808 500	801 200	815 200
Pricer B	E	356 400	509 800	513 100	546 500	691 600	703 400	691 600	659 700
Pricer B	S	80 900	52 800	59 000	2 700	3 900	4 300	4 100	4 900
Pricer B	R	-1 200	64 100	17 400	54 500	74 500	66 600	7 700	53 200
<i>Pricer B</i>	<i>S/E</i>	<i>0,2270</i>	<i>0,1036</i>	<i>0,1150</i>	<i>0,0049</i>	<i>0,0056</i>	<i>0,0061</i>	<i>0,0059</i>	<i>0,0074</i>
<i>Pricer B</i>	<i>E/T</i>	<i>0,6693</i>	<i>0,7738</i>	<i>0,8340</i>	<i>0,8530</i>	<i>0,8188</i>	<i>0,8700</i>	<i>0,8632</i>	<i>0,8092</i>
Rejlers	T	318 049	408 557	387 400	539 614	643 400	702 000	874 400	943 400
Rejlers	E	232 692	179 616	230 589	281 672	314 400	334 100	355 600	441 600
Rejlers	S	30 853	33 782	33 715	93 533	114 200	106 700	146 800	155 100
Rejlers	R	70 420	97 191	40 299	49 263	97 600	76 000	63 700	44 900
<i>Rejlers</i>	<i>S/E</i>	<i>0,1326</i>	<i>0,1881</i>	<i>0,1462</i>	<i>0,3321</i>	<i>0,3632</i>	<i>0,3194</i>	<i>0,4128</i>	<i>0,3512</i>
<i>Rejlers</i>	<i>E/T</i>	<i>0,7316</i>	<i>0,4396</i>	<i>0,5952</i>	<i>0,5220</i>	<i>0,4887</i>	<i>0,4759</i>	<i>0,4067</i>	<i>0,4681</i>
Semcon	T	2 103 800	1 776 200	1 264 300	1 130 600	1 152 300	1 243 300	1 305 600	1 370 000
Semcon	E	494 000	596 200	385 400	372 600	442 000	579 100	633 400	662 500
Semcon	S	589 200	465 300	383 600	318 500	290 800	211 000	78 500	91 600
Semcon	R	-35 500	127 900	-256 700	-6 100	100 400	185 900	117 800	97 400
<i>Semcon</i>	<i>S/E</i>	<i>1,1927</i>	<i>0,7804</i>	<i>0,9953</i>	<i>0,8548</i>	<i>0,6579</i>	<i>0,3644</i>	<i>0,1239</i>	<i>0,1383</i>
<i>Semcon</i>	<i>E/T</i>	<i>0,2348</i>	<i>0,3357</i>	<i>0,3048</i>	<i>0,3296</i>	<i>0,3836</i>	<i>0,4658</i>	<i>0,4851</i>	<i>0,4836</i>
Sinter Cast	T	28 100	40 700	59 200	91 700	99 900	83 000	94 800	96 800
Sinter Cast	E	20 000	34 100	50 500	81 300	93 200	77 900	84 700	88 400
Sinter Cast	S	0	0	0	0	0	0	0	0
Sinter Cast	R	-4 500	-5 400	-5 400	8 500	11 100	200	7 500	11 400
<i>Sinter Cast</i>	<i>S/E</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>
<i>Sinter Cast</i>	<i>E/T</i>	<i>0,7117</i>	<i>0,8378</i>	<i>0,8530</i>	<i>0,8866</i>	<i>0,9329</i>	<i>0,9386</i>	<i>0,8935</i>	<i>0,9132</i>
Studsvik	T	1 345 956	1 510 750	1 453 357	1 427 023	1 455 965	1 316 450	1 263 354	1 041 316

Studsvik	E	571 833	610 785	541 229	520 808	548 778	478 218	286 270	292 893
Studsvik	S	306 492	487 462	465 803	418 967	414 260	394 921	487 475	443 983
Studsvik	R	45 986	696	-49 766	14 364	40 696	-33 187	-2 731	11 596
<i>Studsvik</i>	<i>S/E</i>	<i>0,53598</i>	<i>0,79809</i>	<i>0,86064</i>	<i>0,80446</i>	<i>0,75488</i>	<i>0,82582</i>	<i>1,70285</i>	<i>1,51585</i>
<i>Studsvik</i>	<i>E/T</i>	<i>0,42485</i>	<i>0,40429</i>	<i>0,37240</i>	<i>0,36496</i>	<i>0,37692</i>	<i>0,36326</i>	<i>0,22660</i>	<i>0,28127</i>
Svedbergs	T	370 100	367 800	386 090	283 190	285 247	272 041	271 611	295 287
Svedbergs	E	264 500	269 900	287 935	182 832	180 698	160 445	168 180	182 974
Svedbergs	S	25 000	32 200	23 573	16 646	16 080	14 379	14 707	12 904
Svedbergs	R	108 300	98 300	76 482	62 015	68 104	26 834	23 932	46 883
<i>Svedbergs</i>	<i>S/E</i>	<i>0,09452</i>	<i>0,11930</i>	<i>0,08187</i>	<i>0,09105</i>	<i>0,08899</i>	<i>0,08962</i>	<i>0,08745</i>	<i>0,07052</i>
<i>Svedbergs</i>	<i>E/T</i>	<i>0,71467</i>	<i>0,73382</i>	<i>0,74577</i>	<i>0,64562</i>	<i>0,63348</i>	<i>0,58978</i>	<i>0,61919</i>	<i>0,61965</i>
Uniflex	T	237 200	206 600	186 798	347 447	418 381	368 767	389 022	308 784
Uniflex	E	70 700	59 600	43 879	86 881	107 082	80 979	84 139	83 104
Uniflex	S	0	0	0	0	0	0	0	0
Uniflex	R	42 100	57 200	16 528	72 498	70 288	20 673	20 090	17 756
<i>Uniflex</i>	<i>S/E</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>	<i>0,0000</i>
<i>Uniflex</i>	<i>E/T</i>	<i>0,2981</i>	<i>0,2885</i>	<i>0,2349</i>	<i>0,2501</i>	<i>0,2559</i>	<i>0,2196</i>	<i>0,2163</i>	<i>0,2691</i>
Viking supply	T	3 124 000	3 348 000	3 172 000	5 146 000	6 283 000	5 745 000	4 884 000	5 260 000
Viking supply	E	1 217 000	1 421 000	1 175 000	2 396 000	2 493 000	2 103 000	1 749 000	2 042 000
Viking supply	S	1 215 000	1 188 000	1 381 000	2 170 000	2 983 000	2 983 000	2 650 000	2 695 000
Viking supply	R	278 000	259 000	-276 000	407 000	-466 000	-356 000	-321 000	217 000
<i>Viking supply</i>	<i>S/E</i>	<i>0,9984</i>	<i>0,8360</i>	<i>1,1753</i>	<i>0,9057</i>	<i>1,1966</i>	<i>1,4184</i>	<i>1,5152</i>	<i>1,3198</i>
<i>Viking supply</i>	<i>E/T</i>	<i>0,3896</i>	<i>0,4244</i>	<i>0,3704</i>	<i>0,4656</i>	<i>0,3968</i>	<i>0,3661</i>	<i>0,3581</i>	<i>0,3882</i>
Xana	T	1 191 000	1 258 000	1 158 000	976 000	1 036 000	1 665 000	1 557 000	879 000
Xana	E	386 000	414 000	390 000	446 000	499 000	539 000	643 000	349 000
Xana	S	366 000	358 000	329 000	216 000	149 000	476 000	440 000	251 000
Xana	R	92 000	53 000	2 000	69 000	92 000	79 000	72 000	52 000
<i>Xana</i>	<i>S/E</i>	<i>0,9482</i>	<i>0,8647</i>	<i>0,8436</i>	<i>0,4843</i>	<i>0,2986</i>	<i>0,8831</i>	<i>0,6843</i>	<i>0,7192</i>
<i>Xana</i>	<i>E/T</i>	<i>0,3241</i>	<i>0,3291</i>	<i>0,3368</i>	<i>0,4570</i>	<i>0,4817</i>	<i>0,3237</i>	<i>0,4130</i>	<i>0,3970</i>



**Bilaga 1.2 Räntetabell**

jan-07	3,00	jan-08	4,00	jan-09	2,00	jan-10	0,25	jan-11	1,25	jan-12	1,75	jan-13	1,00	jan-14	0,75
feb-07	3,25	feb-08	4,25	feb-09	1,00	feb-10	0,25	feb-11	1,50	feb-12	1,50	feb-13	1,00	feb-14	0,75
mar-07	3,25	mar-08	4,25	mar-09	1,00	mar-10	0,25	mar-11	1,50	mar-12	1,50	mar-13	1,00	mar-14	0,75
apr-07	3,25	apr-08	4,25	apr-09	0,50	apr-10	0,25	apr-11	1,75	apr-12	1,50	apr-13	1,00	apr-14	0,75
maj-07	3,25	maj-08	4,25	maj-09	0,50	maj-10	0,25	maj-11	1,75	maj-12	1,50	maj-13	1,00	maj-14	0,75
jun-07	3,50	jun-08	4,25	jun-09	0,50	jun-10	0,25	jun-11	1,75	jun-12	1,50	jun-13	1,00	jun-14	0,75
jul-07	3,50	jul-08	4,50	jul-09	0,25	jul-10	0,50	jul-11	2,00	jul-12	1,50	jul-13	1,00	jul-14	0,25
aug-07	3,50	aug-08	4,50	aug-09	0,25	aug-10	0,50	aug-11	2,00	aug-12	1,50	aug-13	1,00	aug-14	0,25
sep-07	3,75	sep-08	4,75	sep-09	0,25	sep-10	0,75	sep-11	2,00	sep-12	1,25	sep-13	1,00	sep-14	0,25
okt-07	4,00	okt-08	3,75	okt-09	0,25	okt-10	1,00	okt-11	2,00	okt-12	1,25	okt-13	1,00	okt-14	0,00
nov-07	4,00	nov-08	3,75	nov-09	0,25	nov-10	1,00	nov-11	2,00	nov-12	1,25	nov-13	1,00	nov-14	0,00
dec-07	4,00	dec-08	2,00	dec-09	0,25	dec-10	1,25	dec-11	1,75	dec-12	1,00	dec-13	0,75	dec-14	0,00

**Bilaga 1.3 Skuldsättningsgraden**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ränta	3,5208	4,0417	0,5833	0,5417	1,7708	1,4167	0,9792	0,4375
Beijer Electronics	0,6622	1,3180	1,1855	1,6428	1,3342	1,1603	1,3751	1,0031
Bong	1,2111	1,1892	1,0117	2,0434	2,0749	2,2725	1,4122	1,9753
BTS Group	0,0019	0,0025	0,0019	0,0015	0,0016	0,0021	0,0006	0,0003
Concordia	0,6737	0,6949	0,8178	0,9379	1,0240	1,4875	1,4414	1,1635
Consilium B	0,4294	0,4578	0,4710	0,6204	0,4746	1,3432	1,6014	1,5514
CTT Systems	0,3460	0,8469	0,5442	0,5627	0,6530	0,4924	0,8282	0,5391
Duroc B	0,1593	0,1760	0,1428	0,1774	0,2701	0,4340	0,4691	0,5204
Elanders B	0,3895	0,1992	0,1703	0,0575	0,0870	0,1084	0,4829	0,0824
Image systems	5,1048	-0,6234	0,4309	3,0000	0,0346	0,2632	0,0428	0,0497
Intellecta B	0,2511	0,7546	0,4932	0,7033	0,5853	0,4954	0,3473	0,2184
Malmberg	0,4140	0,3192	0,2281	0,1572	0,1153	0,1475	0,0942	0,0712
Note	0,4279	0,3337	0,1453	0,0327	0,0212	0,0027	0,0281	0,0044
Poolia B	0,0072	0,0297	0,0109	0,0129	0,0168	0,0114	0,0232	0,0206
Precise Biometrics	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Pricer B	0,2270	0,1036	0,1150	0,0049	0,0056	0,0061	0,0059	0,0074
Rejlers	0,1326	0,1881	0,1462	0,3321	0,3632	0,3194	0,4128	0,3512
Semcon	1,1927	0,7804	0,9953	0,8548	0,6579	0,3644	0,1239	0,1383
Sinter Cast	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Studsvik	0,5360	0,7981	0,8606	0,8045	0,7549	0,8258	1,7029	1,5159
Svedbergs	0,0945	0,1193	0,0819	0,0910	0,0890	0,0896	0,0874	0,0705
Uniflex	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Viking supply	0,9984	0,8360	1,1753	0,9057	1,1966	1,4184	1,5152	1,3198
Xana	0,9482	0,8647	0,8436	0,4843	0,2986	0,8831	0,6843	0,7192

**Bilaga 1.4 Soliditeten**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ränta	3,5208	4,0417	0,5833	0,5417	1,7708	1,4167	0,9792	0,4375
Beijer Electronics	0,3815	0,3117	0,3330	0,2722	0,2970	0,3085	0,2719	0,3360
Bong	0,3255	0,3357	0,3607	0,2086	0,2095	0,1905	0,2571	0,1922
BTS Group	0,5010	0,5557	0,5859	0,5807	0,5994	0,6298	0,6857	0,6372
Concordia	0,5788	0,5642	0,5304	0,4957	0,4730	0,3823	0,3794	0,4238
Consilium B	0,4020	0,3535	0,4021	0,3431	0,3597	0,3132	0,2870	0,2779
CTT Systems	0,6233	0,3245	0,4195	0,3940	0,3718	0,3818	0,3200	0,4150
Duroc B	0,5566	0,5632	0,6294	0,5697	0,5043	0,5019	0,4709	0,4338
Elanders B	0,3887	0,3677	0,3619	0,4072	0,4388	0,4218	0,4215	0,3775
Image systems	0,0887	-0,4808	0,2185	0,0154	0,4681	0,3191	0,5041	0,1707
Intellecta B	1,1933	0,6338	0,3530	0,3864	0,3894	0,3360	0,5284	0,5068
Malmberg	0,5065	0,5516	0,6106	0,6482	0,6925	0,6846	0,7070	0,7350
Note	0,5052	0,3110	0,2787	0,3129	0,4096	0,4523	0,4403	0,4409
Poolia B	0,5860	0,5570	0,5226	0,3603	0,3485	0,2973	0,2844	0,3445
Precise Biometrics	0,8367	0,4706	0,5740	0,6486	0,7298	0,5624	0,8797	0,8663
Pricer B	0,6693	0,7738	0,8340	0,8530	0,8188	0,8700	0,8632	0,8092
Rejlers	0,7316	0,4396	0,5952	0,5220	0,4887	0,4759	0,4067	0,4681
Semcon	0,2348	0,3357	0,3048	0,3296	0,3836	0,4658	0,4851	0,4836
Sinter Cast	0,7117	0,8378	0,8530	0,8866	0,9329	0,9386	0,8935	0,9132
Studsvik	0,4249	0,4043	0,3724	0,3650	0,3769	0,3633	0,2266	0,2813
Svedbergs	0,7147	0,7338	0,7458	0,6456	0,6335	0,5898	0,6192	0,6196
Uniflex	0,2981	0,2885	0,2349	0,2501	0,2559	0,2196	0,2163	0,2691
Viking supply	0,3896	0,4244	0,3704	0,4656	0,3968	0,3661	0,3581	0,3882
Xana	0,3241	0,3291	0,3368	0,4570	0,4817	0,3237	0,4130	0,3970

**Bilaga 1.5 Resultatet**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ränta	3,5208	4,0417	0,5833	0,5417	1,7708	1,4167	0,9792	0,4375
Beijer Electronics	84580	96369	120021	60939	132978	73121	71874	96781
Bong	12251	20140	30464	-131950	-22580	-55122	-140643	149886
BTS Group	72766	67586	68299	90417	88260	96717	69677	82883
Concordia	48000	78100	-91000	76900	76300	-369400	-39000	16500
Consilium B	52300	59600	33500	20100	38400	21500	29400	82200
CTT Systems	-14500	-31700	-6900	-14700	-5000	13000	4400	1800
Duroc B	22800	6800	-60300	-17600	18600	-9000	-5600	-7700
Elanders B	184121	-34365	-96058	-105153	79963	93443	101511	139917
Image systems	100	-54100	-9800	-48600	-24000	-41200	-22800	-9800
Intellecta B	40800	48200	27500	36800	31000	-70500	-61700	-12500
Malmberg	57584	47535	26562	22678	73093	50577	69891	87629
Note	103800	-14400	-97900	-59400	56300	19100	1200	28800
Poolia B	72800	109600	30600	-48100	17600	-23000	2300	5300
Precise Biometrics	-35300	-54100	-21800	-14600	-33200	-47000	-43300	-44100
Pricer B	-1200	64100	17400	54500	74500	66600	7700	53200
Rejlers	70420	97191	40299	49263	97600	76000	63700	44900
Semcon	-35500	127900	-256700	-6100	100400	185900	117800	97400
Sinter Cast	-4500	-5400	-5400	8500	11100	200	7500	11400
Studsvik	45986	696	-49766	14364	40696	-33187	-2731	11596
Svedbergs	108300	98300	76482	62015	68104	26834	23932	46883
Uniflex	42100	57200	16528	72498	70288	20673	20090	17756
Viking supply	278000	259000	-276000	407000	-466000	-356000	-321000	217000
Xana	92000	53000	2000	69000	92000	79000	72000	52000

**Bilaga 1.6 Genomsnittet**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Genomsnitt skuldsättningsgrad	0,6177	0,4624	0,4292	0,5838	0,4373	0,5273	0,5513	0,4923
Genomsnitt soliditet	0,5205	0,4760	0,4708	0,4529	0,4809	0,4519	0,4747	0,4690
Genomsnitt reporänta	3,5208	4,0417	0,5833	0,5417	1,7708	1,4167	0,9792	0,4375

**Bilaga 1.7 Jämförelse**

	Genomsnittlig förändring av reporäntan	Typvärde för förändring i S/E hos 20 bolag	Genomsnittlig skuldsättningsgrad hos 20 bolag	Genomsnittlig skuldsättningsgrad hos 23 bolag
2008	+	+	0,4694	0,4082
2009	-	-	0,4936	0,4292
2010	-	+	0,6713	0,5838
2011	+	+	0,5029	0,4373
2012	-	+	0,6064	0,5273
2013	-	+ / -	0,6339	0,5513
2014	-	-	0,5661	0,4923

**Bilaga 1.8 Summering av gruppindelningen**

	+A	-A	+B	-B	+C	-C	+D	-D
2008	7	1	5	2	2	3	3	0
2009	0	4	7	4	3	3	2	0
2010	5	5	6	4	2	0	1	0
2011	5	2	10	2	1	0	2	1
2012	5	5	5	0	2	4	2	0
2013	6	3	5	4	4	1	0	0
2014	4	1	12	0	3	3	0	0
Total	32	21	50	16	17	14	10	1