

# VÄRDET AV FÖRETAGSRATING

Niklas Ahlqvist & Peter Magnusson



 <b>LINKÖPINGS UNIVERSITET</b>	<b>Avdelning, Institution</b> Division, Department  Ekonomiska institutionen 581 83 LINKÖPING	<b>Datum</b> Date 2004-06-08
--	---	------------------------------------

<b>Språk</b> Language <input checked="" type="checkbox"/> Svenska/Swedish <input type="checkbox"/> Engelska/English	<b>Rapporttyp</b> Report category <input type="checkbox"/> Licentiatavhandling <input type="checkbox"/> Examensarbete <input type="checkbox"/> C-uppsats <input checked="" type="checkbox"/> D-uppsats <input type="checkbox"/> Övrig rapport _____	<b>ISBN</b>  <b>ISRN</b> Ekonomprogrammet 2004/18  <b>Serietitel och serienummer</b> <b>ISSN</b> Title of series, numbering                      _____
--	--	---

**URL för elektronisk version**  
<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2004/ep/018/>

<b>Titel</b>	Värdet av företagsrating
Title	The value of corporate rating
<b>Författare</b>	Niklas Ahlqvist & Peter Magnusson
Author	

**Sammanfattning**  
 Abstract

**Bakgrund:**  
 Allt fler företag väljer att finansiera sin verksamhet med företagsobligationer vilket har inneburit en ökad efterfrågan på kreditbedömning av dessa instrument. Därmed har ratinginstituten fått en allt mer inflytelserik roll på de finansiella marknaderna. Det blir då intressant att undersöka vilka värden rating medför för såväl emittent som investerare.

**Syfte:**  
 Syftet med studien är att identifiera och beskriva de värden som företagsrating från ratinginstitut medför.

**Genomförande:**  
 I studien har nio intervjuer genomförts. Dessa är utförda hos tre ratingbedömda företag, två icke ratingbedömda företag samt tre investerare.

**Resultat:**  
 Det viktigaste som rating medför är en kraftigt ökad tillgång till företagsobligations- och företagscertifikatmarknaden. Detta innebär att mer kapital kan anskaffas jämfört med banklån dock nödvändigtvis inte till en lägre upplåningsränta. Upplåningsräntan är därmed inte den drivande faktorn till anskaffandet av rating.

Ratingbetygen har stor påverkan på prissättningen av företagsobligationer och företagscertifikat. Detta kommer av att investerare har stort förtroende för ratinginstituten. Vid investeringsbeslut har ratingbetyget en direkt effekt genom att betygen är inskrivna i investerares mandat och en indirekt effekt genom påverkan på det egna investeringsbeslutet.

**Nyckelord**

Keyword

rating, företagsobligation, Standard and Poor's

 <b>LINKÖPINGS UNIVERSITET</b>	<b>Avdelning, Institution</b> Division, Department  Ekonomiska institutionen 581 83 LINKÖPING	<b>Datum</b> Date 2004-06-08
--	---	------------------------------------

<b>Språk</b> Language <input checked="" type="checkbox"/> Svenska/Swedish <input type="checkbox"/> Engelska/English	<b>Rapporttyp</b> Report category <input type="checkbox"/> Licentiatavhandling <input type="checkbox"/> Examensarbete <input type="checkbox"/> C-uppsats <input checked="" type="checkbox"/> D-uppsats <input type="checkbox"/> Övrig rapport _____	<b>ISBN</b>  <b>ISRN</b> Ekonomprogrammet 2004/18  <b>Serietitel och serienummer</b> <b>ISSN</b> Title of series, numbering                      _____
--	--	---

<b>URL för elektronisk version</b> <a href="http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2004/ep/018/">http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2004/ep/018/</a>
---

<b>Titel</b> Värdet av företagsrating Title  The value of corporate rating
<b>Författare</b> Niklas Ahlqvist & Peter Magnusson Author

<b>Sammanfattning</b> Abstract  Background: Increasingly, companies choose to finance their business with corporate bonds which has resulted in an increased demand on credit ratings. As such the rating agencies have a very important role in the financial markets. Examining the value of a credit-rating can be very interesting for both issuer and investor.  Purpose: The purpose of the study is to identify and define the value of rating.  Execution: The study is built upon nine interviews with rated and non-rated firms and investors.  Result: The most important value of rating is the greater access to the corporate- and CP market. This infers that additional capital can be issued, in comparison to that available from bank loans, however, not necessarily at a lower rate. Consequently, the rate is not the driving factor concerning the choice of buying a rating.  Rating has great effect on the pricing of bonds and CP's, which is a result of the reliance investors have on the rating agencies. Rating affects the investment decision directly through the investment mandates, and indirectly through the effect on the individual investment decision.
---

**Nyckelord**

Keyword

rating, corporate bond, Standard and Poor's

## **Förord**

Ett stort tack till de företag som har bistått med information och ställt upp på intervjuer. Utan Er medverkan hade denna uppsats inte varit möjlig.

---

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING .....	1
1.1 Marknaden för företagsobligationer .....	1
1.2 Kreditvärdering och kreditvärderingsinstitut .....	2
1.3 Syfte.....	5
1.4 Undersökningsfrågor.....	5
2. METOD.....	6
2.1 Uttryck, förkortningar samt förenklingar.....	6
2.2 Undersökningens ansats .....	6
2.3 Kunskap och relevans .....	7
2.4 Giltighet och tillförlitlighet.....	7
2.5 Urval.....	8
2.5.1 Ratade och oratade företag.....	9
2.5.2 Investerare.....	10
2.5.3 Urvalskritik.....	10
2.6 Intervjumetodik .....	11
2.6.1 Intervjukaraktär.....	11
2.6.2 Bearbetning och kategorisering av empiri.....	12
2.7 Objektivitet .....	13
2.8 Källkritik.....	13
3. RATINGINSTITUTENS ROLL OCH ARBETE .....	14
3.1 Marknaden för kreditvärderingsinstitut.....	14
3.2 Ratinginstitutens roll i den finansiella marknaden .....	15
3.3 S&P ratingprocess.....	16
3.4 S&P analysmodell .....	17
3.4.1 Branschanalys .....	17
3.4.2 Kvalitativ bedömning.....	18
3.4.3 Kvantitativ bedömning .....	19
3.4.4 Vikten av en korrekt bedömning.....	20



---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

---

3.5 S&P ratingskala .....	20
3.5.1 Långfristig rating.....	21
3.5.2 Kortfristig rating.....	23
3.5.3 K-skalan.....	25
3.5.4 Outlook .....	26
3.6 Jämförelse mellan ratinginstitutens skalor och betyg.....	27
3.7 Marknaden för speculative bonds .....	28
4. RATING .....	29
4.1 Ratingens påverkan på utlåningsräntan .....	29
4.2 Marknadsförtroende.....	30
4.3 Ökade lånemöjligheter .....	31
4.4 Rating för dotterbolag i koncerner.....	31
4.5 Rating och aktiepris .....	32
4.6 Ratingens dynamik.....	32
4.7 Multiple ratings och split ratings .....	34
4.7.1 Rate shopping.....	35
4.8 Oombedd rating.....	35
4.9 Ratinginstitutens intressen.....	36
4.10 Ratingens olika risker .....	37
4.10.1 Kreditrisk .....	37
4.10.2 Konkursrisk.....	37
4.10.3 Fördröjningsrisk.....	37
4.10.4 Övriga risker .....	38
4.11 Bankerna som mellanhand .....	38
5. FÖRETAGSPRESENTATIONER .....	40
5.1 Assa Abloy .....	40
5.2 Atlas Copco .....	40
5.3 Sandvik .....	41
5.4 BT Industries .....	41

---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

---

5.5 Trelleborg.....	41
5.6 Swedbank Markets.....	42
5.7 Nordea.....	42
5.8 Fjärde AP-fonden.....	43
6. EMPIRI.....	44
6.1 Ratade företag.....	44
6.1.1 Rating och dess betydelse på olika marknader.....	44
6.1.2 Ratingens inverkan vid emission.....	45
6.1.3 Finansieringsformer.....	46
6.1.4 Ratingens dynamik.....	47
6.1.5 Affärsrelation med ratinginstituten.....	48
6.2 Oratade företag.....	49
6.2.1 Rating och dess betydelse på olika marknader.....	49
6.2.2 Företagens upplåning.....	50
6.2.3 Rating och investerare.....	51
6.2.4 Affärsrelation med ratinginstituten.....	52
6.3 Investerare samt mellanhänder.....	52
6.3.1 Rating och dess betydelse på olika marknader.....	52
6.3.2 Ratingens betydelse för emittenter.....	54
6.3.3 Ratingens inverkan vid investering.....	54
6.3.4 Ratingens betydelse för den egna kreditbedömningen.....	55
6.3.5 Ratingens dynamik.....	56
6.3.6 Affärsrelation med ratinginstituten.....	58
6.3.7 Olika varianter av rating.....	59
7. ANALYS.....	61
7.1 Ratingens betydelse på olika marknader.....	61
7.1.1 Följder av ratingkrav.....	61
7.1.2 Marknadens struktur nu och i framtiden.....	62
7.2 Rating och upplåning.....	63

---

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

---

7.2.1 Tillgång till kapitalmarknad .....	63
7.2.2 Upplåningskostnad .....	64
7.2.3 Andra effekter och incitament .....	64
7.3 Finansieringsformer .....	65
7.3.1 Upplåningskostnad som styrmedel .....	65
7.4 Rating vid investering .....	67
7.4.1 Vikt vid investeringsbeslut .....	68
7.5 Ratingens dynamik .....	69
7.5.1 Betygens innebörder .....	70
7.5.2 Rating och prissättning .....	71
7.5.3 Initial betygssättning med speculative grade .....	71
7.6 Ratinginstitut .....	71
7.6.1 Ratinganvändarnas bedömning av ratinginstitut .....	72
7.6.2 K-skalans användningsområde .....	72
7.7 Olika varianter av rating .....	73
7.7.1 Multiple ratings .....	73
7.7.2 Split ratings .....	74
7.7.3 Rate shopping .....	75
8. SLUTSATSER .....	76
KÄLLFÖRTECKNING .....	79
Böcker .....	79
Artiklar .....	80
Övriga skriftliga publikationer .....	82
Elektroniska källor .....	82
Realtidssystem .....	83
Intervjuer .....	83
Övriga Informationskällor .....	84
BILAGA 1- INTERVJUUNDERLAG .....	85

---

## DIAGRAM- OCH TABELLFÖRTECKNING

---

### DIAGRAM- OCH TABELLFÖRTECKNING

Figur 1: Aspekter vid kreditbedömning.....	3
Figur 2: S&P ratingprocess .....	16
Figur 3: Långfristiga kategorier, investment grade.....	21
Figur 4: Långfristiga kategorier, speculative grade.....	22
Figur 5: Kortfristiga kategorier .....	23
Figur 6: Sambandet mellan betygsättning på långa och korta obligationer.....	24
Figur 7: K-skalan .....	25
Figur 8: Utsikter.....	26
Figur 9: Jämförelse mellan ratingskalor på företagsobligationer.....	27
Figur 10: Exempel på förhållande ratingbetyg och upplåningsränta.....	29
Figur 11: Ratingbetyg, 2004-03-20.....	40



## 1. INLEDNING

Skulle du låna ut 1000 kronor till en främmande man på gatan? Inte? Skulle du låna ut 1000 kronor till samma man om din bästa kompis berättade för dig att han gjort det 10 gånger tidigare och att mannen i fråga alltid betalat tillbaka 1100 kronor en vecka senare? För att underlätta ditt val finns det flertalet variabler du kan tänkas ta hänsyn till. En av dessa är avkastningen. En annan viktig variabel är risken, det vill säga hur stor är sannolikheten att mannen inte betalar tillbaka, i rätt tid. Denna risk mäts i detta fall av din kompis genom tidigare erfarenheter. Grovt sätt fungerar det likadant på de finansiella kreditmarknaderna, med skillnaden att din kompis har ersatts med professionella kreditbedömare.

### *1.1 Marknaden för företagsobligationer*

Kreditmarknaden är en marknad där aktörer med likviditetsöverskott möter aktörer med likviditetsunderskott. Denna marknad delas upp i penningmarknaden för upplåning av krediter med löptid upp till ett år, samt obligationsmarknaden för längre upplåning. (Hallgren, 2001)

Traditionellt sätt har banklån varit den vanligaste lånestrategin företag använder sig av för att anskaffa kapital. Upplåning har främst skett på penningmarknaden. Förutsättningarna har emellertid förändrats. Utbudet av finansiella produkter har tilltagit i och med att storbankerna har blivit utmanade av nya aktörer. Detta har lett till att andra former än traditionella banklån blivit allt vanligare. (Levich, 2001) Att det globalt sätt råder rekordlåga räntor är ett incitament till ökad upplåning med räntebärande papper (Affärsvärlden, 2003-04-30). Dessa förändringar har lett till att handeln med företagsobligationer har expanderat, vilket medfört att de kommit att konkurrera med de traditionella banklånen som finansieringskälla. Därtill har statskulden i industriländerna minskat, det finns inte längre lika stor anledning för dessa stater att låna pengar. Därmed minskar också utbudet av statsobligationer. Då investerarna vill placera i räntemarknaden blir därför marknaden för företagsobligationer mer intressant att vända sig till. Det som ytterligare möjliggjort ett ökat utbud av företagsobligationer var eurons inträde som bidrog till en enklare upplåning internationellt. (Hässel et al., 2001)

En obligation är ett skuldinstrument som en emittent utfärdar till långivare. Det nominella beloppet skall återbetalas vid förutbestämt datum. Därtill

---

## INLEDNING

---

erhåller långgivare en ränta som kompensation för den risk denne tagit. (Brealey & Myers, 2003) Företagsobligationer har högre risk och högre avkastning, jämfört statsobligationer och banklån. Detta beror på att emittenten (företaget) vanligtvis innehar större risk än en stat eller en bank (som ofta har statliga garantier). De obligationer som har en löptid överstigande ett år kallas för obligationer, medan de som har en kortare löptid än ett år kallas för certifikat. (Hässel et al., 2001)

För att klassificera olika typer av obligationer och certifikat samt bedöma risken finns så kallade ratinginstitut. I och med att förekomsten av företagsobligationer ökar expanderar också efterfrågan på kreditbedömning av dessa instrument, vilket innebär att dessa institut får en allt mer inflytelserik roll. (Hässel et al., 2001) Detta drivs av det faktum att investerare i takt med att handeln med företagsobligationer ökar, behöver information gällande företagets kreditvärdighet. (Hallgren, 2001)

### ***1.2 Kreditvärdering och kreditvärderingsinstitut***

Ratinginstituten uppstod i slutet på 1800-talet när det amerikanska järnvägsnätet skulle byggas ut. Järnvägsföretagen utfärdade olika former av skuldebrev. Dessa skuldebrev kom med tiden att få en bedömning av investerarna. Standard & Poor's och Moody's var de första företagen som kom att bedöma järnvägsföretagens kreditvärdighet. Inte förrän på 1960- och 1970-talet började dessa institut kreditbedöma företag utanför den amerikanska marknaden. Detta växte naturligt fram då den globala marknaden för företagsobligationer växte och internationella aktörer kom att bli alltmer intresserade av den amerikanska lånemarknaden. (Fight, 2001)

Definitionsmässigt finns det en uppsjö av olika sätt att beskriva rating. Ratinginstitutet Moody's (i Fight, 2001) beskriver ratingen som ett verktyg för investerare att fastställa sannolikheten att de förlorar insatsen på ett räntebärande instrument. Eller mer preciserat; uppfattningen om den framtida förmåga emittenten har att fullgöra kontraktet med avseende på nominellt belopp, ränta och leveransdatum.

Flertalet källor pekar på enkelheten att på ett övergripande sätt definiera begreppet, men att det är mycket komplext att avgöra vilka variabler och parametrar som verkligen mäts och hur stor innebörd de har (se exempelvis Hässel et al., 2001; Fight, 2001). Hur ratinginstituten gör bedömningen

---

## INLEDNING

---

skiljer sig från institut till institut. Beroende på vilket företag som bedöms och i vilken bransch företaget verkar, spelar olika aspekter olika roll.

Vissa aspekter ses som grundbultar vid kreditbedömning. Hässel (et al., 2001) har gjort en övergripande uppställning där såväl kvantitativa som kvalitativa aspekter ingår:

<u>Kvalitativa aspekter</u>	<u>Kvantitativa aspekter</u>
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Branschspecifika risker</li><li>▪ Företagets makromiljö</li><li>▪ Företagets marknadsposition</li><li>▪ Företagsledning</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Lönsamhet och kassaflödeshantering</li><li>▪ Finansiell flexibilitet</li><li>▪ Kapitalstruktur</li></ul>

Figur 1: Aspekter vid kreditbedömning

Syftet med bedömningen är inte enbart att bedöma respektive företags kreditvärdighet. Altman (2002) menar att bedömningen också är viktig för att investerarna skall kunna jämföra olika investeringsmöjligheter. Därför är det av största vikt att respektive ratinginstitut är konsekventa i sina värderingsprinciper när de kreditbedömer företag. Värderingen skall avspegla kreditvärdigheten hos företagen på ett sådant sätt att det tydligt framgår att instituten har gjort en korrekt och oberoende prognos. (Altman, 2002) Trots detta finns det bland företagsledare missnöje med ratingföretagen då de tycker att en enskild variabel fått alldeles för stor inverkan på betyget. Bland annat sänkte Standard & Poor's betyget för Nokia när de återköpte egna aktier trots att de vid tillfället hade en mycket stor kassa, vilket ledde till missnöje hos bolaget (Affärsvärlden, 2003-04-30).

Ratingindustrin domineras av ett fåtal stora aktörer, vilket inom ekonomins värld klassas som oligopol. Institutens förehavanden är i vissa länder, exempelvis USA, bevakade av myndigheter. Det är också så att flertalet företag väljer att bli ratingbedömda av flera ratinginstitut. Ratinginstituten har alltså incitament att upprätta en trovärdig bedömning för att skapa marknadsförtroende. Trots att bedömningen kan ses som subjektiv, drar de stora ratinginstituten åt samma håll. I och med institutens ökade inflytande på marknaden har även aktieanalytiker och övriga intressenter börjat analysera ratinginstituten och deras prognoser vilket medför ytterligare insyn i deras verksamhet. (Jewell & Livingston, 1998)



---

## INLEDNING

---

I Affärsvärlden (2003-04-30) beskrivs ratinginstituten som vår tids dolda makthavare. Detta eftersom kreditbetygen har kommit att få en allt större betydelse på den internationella lånemarknaden. Till skillnad från andra bedömare och analytiker har ratinginstituten i de flesta fall mycket stor tillgång till företagens interna information (Poon, 2003).

Ratinginstituten kreditbedömer i viss utsträckning företag som inte själva bett om att bli ratingbedömda, så kallad oombedd rating (se exempelvis Cantor & Packer, 1994). Motiven är bland annat efterfrågan från investerare som vill ha en helhetsbild av företag, oavsett om de köpt rating eller inte. En undersökning av Poon (2003) visar att företag som fått oombedd rating tenderar till att få ett lägre ratingbetyg än de företag som valt att bli ratingbedömda av egen vilja. Ratinginstituten menar att det inte är möjligt att göra en fulländad bedömning då de bara haft tillgång till officiell information. (Poon, 2003) Samtidigt kan instituten ge dessa företag ett lägre betyg avsiktlig för att företaget skall köpa en traditionell rating för att få ett bättre betyg, som de då måste betala för. Här måste företagen göra ett avvägande huruvida de bör bli ratingbedömda för att undvika de negativa effekter som kan uppstå. (Monro-Davis, 1994 i Cantor & Packer, 1994) Exempel på en sådan effekt är att skuldinstrumenten eller företaget som helhet riskerar att klassas som högriskinvestering och därmed låna kapital till mycket hög ränta. (Duffie & Singleton, 2003).

Skalan för de stora ratingföretagen är i stort sätt standardiserad. Betygen används av flera olika intressenter. För investerarna används betyget som en form av kvalitetsstämpel. Samtidigt är det för det emitterande bolaget ett sätt att marknadsföra sig gentemot investerare. Ett bra ratingbetyg är positiv marknadsföring för de emittenter som planerar att utfärda företagsobligationer på den nationella såväl som den internationella kreditmarknaden. (Fight, 2001) Vad vi finner intressant är att undersöka på vilket sätt denna marknadsföring gestaltas, samt hur ratingens effekter upplevs för det emitterande företaget. Detta ser vi som intressant delvis för de företag som överväger att skaffa en rating. Att detta väcker intresse beror bland annat på det faktum att alla företag inte alltid väljer att låta ett ratinginstitut kreditbedöma dem (se exempelvis Cantor & Packer, 1994). Dessutom, hur stor vikt lägger investerare vid rating i ett investeringsbeslut och vilken vidare betydelse har detta för de emitterande företagen?

---

## INLEDNING

---

Uppfattningarna kring rating är många och olika. Lika många är variablerna som analyseras. Beroende på vilken aktör som betraktas har denne olika motiv, anledningar och uppfattningar om ratingens betydelse och signifikans. Att framställa ett resultat där de mest betydelsefulla variablerna presenteras kan göras på flertalet sätt. Att däremot sammanställa och klassificera dessa utifrån aktörernas olika perspektiv skulle ge en ökad förståelse och en bättre helhetsbild.

### ***1.3 Syfte***

Syftet med studien är att identifiera och beskriva de värden som företagsrating från ratinginstitut medför.

### ***1.4 Undersökningsfrågor***

För att besvara vårt syfte har vi formulerat följande undersökningsfrågor:

- ❶ Vilka är, och hur upplevs effekter av rating hos de företag som innehar detta?
- ❷ Vilka är motiven till att en del företag väljer att inte köpa en rating?
- ❸ Vilken betydelse har rating för investerare vid investeringsbeslut?

## 2. METOD

### 2.1 *Uttryck, förkortningar samt förenklingar*

Uppsatsen handlar om rating, vilket översatt skulle betyda kreditbedömning. Ordet rating, som är engelskt/amerikanskt används med samma innebörd i det svenska språket. För att underlätta läsningen samt att uppnå konsekvens har vi valt att ”försvenska” ordet i olika former trots att detta kan ses som språkligt inkorrekt. Exempelvis skall ”ratade” tolkas som kreditbedömda och ”oratade” som ej kreditbedömt. Dessa uttryck används också i näringslivet (se exempelvis Viotti & Wissén, 1991).

- Standard and Poor’s förkortas S&P, Moody’s Investor Service som Moody’s, Fitch Ratings som Fitch
- Med ”rating” menas kreditbedömning av företag, gjord av externt ratinginstitut exempelvis S&P, om inget annat anges
- Med ”obligation” (enskilt eller som del i sammansatt ord) menas företagsobligation och företagscertifikat om dessa inte anges separat

### 2.2 *Undersökningens ansats*

Vilka slutsatser som kan dras från en analys beror i hög grad på vilken ansats forskaren utgår ifrån. Vår forskningsansats klassas som deduktiv. Med detta menas att vi tar avstamp i redan befintlig teori. (Jacobsen, 2002) Valet av deduktion som ansats baseras på att vi tidigt i arbetet aktivt sökte information. Informationen vi fann väckte intresse för särskilda delar inom ämnet, som vi bestämde oss för att vidare utforska, utifrån den förförståelse som initialt skapats. Ansatsen medför att den granskade teorin till viss del skall verifieras eller falsifieras utifrån empirin (Jacobsen, 2002).

Undersökningens syfte avgör metodval och denna avgränsar vad som kommer att bli belyst i undersökningen (Lantz, 1993). Uppsatsens syfte medför att kvalitativ metod tillämpas, då vi avser att undersöka upplevda värden av rating. Holme et al. (1991) menar att den kvalitativa metoden kännetecknas av låg formaliseringsgrad och är primärt tillämpbar i ett förstående syfte. Metoden medför också att förutsättningar för att den ”riktiga” förståelsen av respondenten ökar på grund av öppenheten och närheten till denne (Jacobsen, 2002). Vidare motivering till valet är att det är

---

## METOD

---

svårt att kvantifiera de variabler vi vill belysa då studiens centrala delar handlar om upplevelse och tolkningar av ratingens värden. Samtidigt medför angreppssättet per automatik att vissa vetenskapsideal ifrågasätts. Ett av dessa är att vi riskerar att fokusera och leta information som stödjer den förförståelse som vi initialt hade.

### ***2.3 Kunskap och relevans***

March (i Jacobsen, 2002) presenterar två olika sätt att producera ny kunskap genom att utföra empiriska undersökningar. Den första är av karaktären att helt ny kunskap produceras. Resultatet utmanar befintlig teori eller kunskap. Det andra sättet handlar om att tillföra och utveckla existerande kunskap. Vi menar att vi tillför ny kunskap i enlighet med det andra sättet. Vi har förhållandevis mycket publicerat material att utgå ifrån och det finns undersökningar som visar på gemensamma betydelser och innebörder. Dock behandlar materialet nästan uteslutande den amerikanska marknaden. För att enklare förklara vår syn på kunskapsskapandet illustreras nedan ett exempel.

Jacobsen (2002) menar på att det i idag finns stor kunskap inom organisationslära. Trots detta görs ytterligare specifika eller interna undersökningar som behandlar samma aspekter som redan undersökts. Detta beror på att resultaten inte utan vidare kan anses som giltiga för just den specifika organisationen. Även om resultatet i många fall överensstämmer med tidigare undersökningar så har man skapat ny kunskap i den meningen att den kan beskrivas som specifik, exempelvis; för enskild organisation, bestämd tidpunkt eller särskild ekonomisk situation.

På samma sätt som exemplet illustrerar testar vi om vedertagen teori kan, eller till vilken grad denna kan, anammas på svenskrelaterade företag inom industrisektorn<sup>1</sup>, som ofta agerar utifrån förutsättningar från den svenska marknaden. Samtidigt ämnar vi att se hur svenskrelaterade företag inom industrisektorn ser på rating. För att ytterligare försöka framställa en bred bild av ratingens innebörder och det som ratingen medför belyses begreppet ur perspektiven; ratade och oratade företag samt investerare.

### ***2.4 Giltighet och tillförlitlighet***

Jacobsen (2002) gör en uppdelning mellan intern och extern giltighet. Den interna giltigheten handlar om resultatets riktighet. Med riktighet menas här

---

<sup>1</sup> Affärsvärldens uppdelning. ([www.afv.se](http://www.afv.se))

---

## METOD

---

intersubjektivitet, det vill säga att ju fler personer som är överens om att resultatet är riktigt, desto mer riktigt är resultatet. Valideringen, det vill säga prövningen av den interna giltigheten, har delvis gjorts genom att avstämman med uppgiftslämnarna angående det material vi tolkar. Genom att studera ämnet ur så många perspektiv som möjligt, ökar sannolikheten att resultaten blir korrekta (Arbnor & Bjerke, 1994). Den interna valideringen genom val och granskning av källor behandlas vidare under rubrik 2.8. Den externa giltigheten behandlar huruvida resultatet från uppsatsen kan generaliseras. Enligt Jacobsen (2002) kan resultat från kvalitativa metoder generaliseras till en teoretisk nivå även genom ett urval av få undersökningsenheter. Ambitionen med detta är att utveckla befintlig teori. Huruvida resultatet kan anses generaliserbart eller inte, har till största del att göra med urvalet av undersökningsenheter, men även genom användandet av befintlig teori. När flera studier som är gjorda i olika sammanhang kan påvisa samma fenomen, ökar sannolikheten att resultatet kan generaliseras till en större population än de undersökta enheterna.

### *2.5 Urval*

Lekvall och Wahlbin (1993) pekar på två sätt att genomföra urvalsmetod. Dessa är ”sannolikhetsurval” samt ”icke sannolikhetsurval”. Utifrån den förstnämnda metoden skall det vara möjligt att beräkna sannolikheter för hur väl resultaten från en specifik undersökning speglar hela populationen. Vid användandet av ”icke sannolikhetsurvalet” används kvalitativa bedömningar. Vi använder oss av ”icke sannolikhetsurvalet”, då vi i enlighet med Lekvall och Wahlbin ämnar erhålla svar med ett mått av bedömning samt att respondenterna skall inneha specifik kunskap inom ämnet, samtidigt som vi inte är intresserade av att dra statistiska slutsatser.

Vi avser, genom att enbart undersöka ett fåtal enheter, att ändå kunna dra generella slutsatser, till en bestämd population. Jacobsen (2002) beskriver att genom urvalet av ett fåtal enheter, som dock har olika utgångspunkter, skapas en bättre förutsättning för att resultatet skall kunna generaliseras. En sådan studie kallas ”små-N-studie” och har ett intensivt upplägg av den anledningen att det är möjligt att gå på djupet med respondenterna samtidigt som bra förutsättningar skapas för att kunna generalisera resultatet. (Jacobsen, 2002) För att ett sådant resultat skall kunna generaliseras till en viss kontext, ställs dock höga krav på urvalet. Vi valde ut tre undersökningsgrupper; ratade och oratade företag samt investerare. På detta sätt belyses det problem vi avser att undersöka ur två perspektiv, nämligen

emittenters samt investerares perspektiv. Våra analysföretag är hämtade ur industrisektorn och avser därför enbart att generalisera resultatet till denna population. Efter hänsyn tagits till våra urvalskriterier, som anges nedan, har vi gjort urval med egen bedömning. Undantaget är kategorin ratade företag där detta inte behövdes.

### 2.5.1 Ratade och oratade företag

Utifrån populationen industrisektorn gjordes urvalet att företagen skulle vara noterade på Stockholmsbörsens lista ”mest omsatta”. Därmed finns krav på öppenhet och informationsåtergivning vilket torde stärka vår strävan om att studera företag med stor trovärdighet samt att resultatet skall vara generaliserbart. Inom industrisektorn finns många traditionella företag med gedigen historia och tämligen stabil utveckling. Dessutom begränsar vi urvalet till stora företag<sup>2</sup> med internationell handel.

Då S&P är det ratinginstitut som värderar flest svenskrelaterade företag och som utöver två internationella ratingkategorier även ger en separat bedömning kallad *Swedish short-term rating* (K-skalan), kommer endast deras ratinglista gälla som grund för urval. I den första urvalsgruppen, ratade företag, återstod fyra bolag då hänsyn tagits till kriterierna, det vill säga att företagen skall vara ratade inom samtliga kategorier; *long-term rating*, *short-term rating* och *Swedish short-term rating*. Dessa var Assa Abloy, Atlas Copco och Sandvik och Autoliv. Autoliv valdes dock bort på grund av respondentens bristande tillgänglighet. Företagen har flertalet obligationsprogram kreditbedömda. Enligt oss torde detta leda till att förekomsten av ratingen är av större betydelse och att dessa företag har stor kunskap och insikt gällande rating.

För att senare kunna jämföra och dra slutsatser av våra svar ansåg vi det var lämpligt att i urvalsgruppen oratade företag välja bolag som i många avseenden kan liknas de som valdes bland de ratade. Populationen oratade företag är dock mycket stor. Valet föll på Trelleborg och BT Industries. Dessa företag är valda efter samma kriterier som ratade företag, med undantag av att BT Industries avnoterades från Stockholmsbörsen i juli 2000 på grund av uppköp. Att detta urval till största del gjordes med egen bedömning fann vi nödvändigt på grund av den stora population som oratade företag utgör.

---

<sup>2</sup> Se definition: <http://europa.eu.int>

### 2.5.2 Investerares

Den tredje urvalsgruppen är investerare. Initialt kontaktade vi de fyra storbankerna<sup>3</sup> för att erhålla information gällande hur marknaden för obligationer ser ut, samt vilka investerarna är. Swedbank Markets (Föreningssparbankens investmentbank) och Nordea Markets valde att delta vid intervju. Då dessa banker primärt agerar som mellanhand kunde de representera investerarkollektivet, vilket gjorde att vi fick en bred bild av investerare som helhet. Samtidigt kunde de till viss del beskriva hur de agerar när de verkar som direkta investerare. Dessutom ville vi genomföra en intervju med en respondent som endast är direkt investerare. Valet föll på fjärde AP-fonden då vi fick indikationer via deras placeringsreglementen<sup>4</sup> att rating till stor del styr fondens investeringsbeslut.

### 2.5.3 Urvalskritik

Val av vilka företag som skulle ingå i studien skapade ett dilemma. Jacobsen (2002) skriver att källor (företag) inte bör vara beroende av varandra. Med beroende menas att de kan ha incitament att ge samstämmiga svar. Källor som är ömsesidigt beroende av varandra på ett eller annat sätt, kan ha gemensamma motiv till att ge en snedvriden bild av verkligheten. Således kan oberoende källor som har olika intressen och motiv tillskrivas större giltighet om de kommer med liknande svar. (Jacobsen, 2002) Valet av företag som studerats kan därför ifrågasättas, eftersom de har liknande rating betyg och verkar inom samma bransch. Samtidigt ville vi undersöka företag i en viss bransch eftersom uppsatsen skall utröna vissa generella aspekter för branschen ifråga. Fördelen med det valda angreppssättet, det vill säga erhållna svar från företag med god insikt i ämnet ser vi som viktigare än företagens möjliga beroende.

Enligt oss hade det varit bättre om företagen haft mer skilda ratings då det skulle vara lättare att se eventuella mönster samt få olika åsikter kring rating. Innehar företagen liknande betyg ökar risken för att vi endast belyser fenomenet från ett perspektiv, det vill säga företagen kommer med liknande åsikter. Att företag som inte förväntas få ett ”bra” kreditbetyg, väljer att avstå från att ratas (se exempelvis Jewell & Livingston, 2000), resulterar i att dessa företag fallit bort i vårt urval och därmed inte finns med under kategorin ratade företag. Dessa företag är därför svåra att identifiera.

---

<sup>3</sup> SEB, Handelsbanken, Nordea och Föreningssparbanken

<sup>4</sup> [www.ap4.se](http://www.ap4.se)

### **2.6 Intervjumetodik**

Vi har använt oss av tre olika intervjumetoder; personlig intervju, telefonintervju samt intervju via e-post. Målet var att i så stor utsträckning som möjligt utföra personliga intervjuer. Redan på förhand visste vi att det ej skulle vara möjligt att utföra alla intervjuer via personlig intervju, då vissa respondenter geografiskt sett inte var tillgängliga för oss. I de fall där personlig intervju inte kunde genomföras, gjordes telefonintervju. Det var endast i ett fall där e-post intervju fick genomföras, detta på grund av förändrade planer hos respondenten.

Vid personlig intervju möts respondenten och intervjuaren fysiskt. Jacobsen (2002) menar att det är lättare att tala om känsliga ämnen då kontakten sker personligen. Förutsättningar för en förtrolig stämning mellan respondent och intervjuare ökar. Den fysiska kontakten som uppstår vid en personlig intervju medför också att båda parterna har möjlighet att tolka uttryck, exempelvis om respondenten känner sig besvärad eller om intervjuaren är missnöjd med svaren. Samtidigt är det enklare för respondenten att fara med osanning då kontakten sker via telefon. Telefonintervju har dock en positiv sida i att förekomsten av intervjuareffekt minskar. Denna effekt kan beskrivas som ”respondentens påverkan av intervjuaren” (Arbnor & Bjerke, 1994, s. 243). Därför bör resultaten tolkas utifrån perspektivet att intervjuaren har haft inverkan på respondenten. Att intervjuerna genomfördes på respektive respondents arbetsplats kan också ha påverkat de svar vi erhöll, så kallad kontexteffekt (se exempelvis Jacobsen, 2002).

Vid en intervju samt vid ställandet av kompletterande frågor användes e-post som datainsamlingsmetod. Den intervjun som genomfördes enbart via e-post kontakt skedde genom flertalet brev, då eventuella oklarheter snabbt kunde klargöras. Därmed ser vi att respondenten kan tillskrivas lika stor tillförlitlighet som de intervjuer som skedde personligt alternativt via telefon.

#### **2.6.1 Intervjukaraktär**

I den öppna intervjun är respondentens uppfattningar och åsikter kring ett ämne centralt. Respondenter ger därmed sin bild av verkligheten och ger underlag till intervjuaren att analysera hur respondenten upplever något. Fenomenet blir beskrivet utifrån den kontext individen verkar i och är beroende av dennes verklighetsbild, bakgrund, utbildning et cetera. En fördel med den öppna intervjun är att en ingående beskrivning av ämnet fås.



Den största nackdelen är att analysen blir synnerligen komplex på grund av stor datamängd. (Lantz, 1993)

Då uppsatsen är av beskrivande och av kvalitativ karaktär har vi valt att använda oss främst av öppna frågor. Detta delvis för att vi är medvetna om att vi kan ha missat viktiga aspekter vid framställandet av intervjuunderlaget. Öppna frågor ger olika definitioner av fenomen, vilket kan försvåra jämförelser. (Lantz, 1993) För att underlätta jämförelsen bör därför slutna frågor föredras framför öppna (Arbnor & Bjerke, 1994). Vi är dock ute efter individers uppfattningar och upplevelse/åsikter kring rating. Detta fås bäst genom att använda öppna frågor. Oavsett urvalsgrupp har vi valt att utgå ifrån mycket snarlika diskussionsunderlag, för att i största möjligaste mån kunna identifiera eventuella mönster och olikheter. Diskussionsunderlaget<sup>5</sup> har skickats till respektive respondent i förhand. Underlaget har bestått av ett fåtal övergripande frågor. Utifrån dessa frågor har sedan diskussion vidtagits, där respondenten fått tala fritt och intervjuare kunnat inkomma med kommentarer för att tydliggöra resonemang. Under intervjun har vi haft ytterligare frågor som vi under intervjun prickat av, och om frågan ej diskuterats har den senare ställts separat.

### **2.6.2 Bearbetning och kategorisering av empiri**

Vid såväl personliga- samt telefonintervjuer har vi använt oss av bandinspelning. Detta för att på ett enklare och mer korrekt sätt i efterhand kunna använda svaren från intervjuerna, utan att missa viktiga aspekter. En generell kritik aspekt är att vi riskerar att tolka och analysera intervjuerna omedvetet, som kan resultera i att materialet i vår empiri inte visar respondenternas verkliga uppfattning om det studerade fenomenet. För att undvika detta problem har vi erbjudit respondenterna att kommentera uppsatsens innehåll, innan den slutgiltiga rapporten publiceras, vilket de också har gjort.

Det är viktigt för oss att läsaren finner den empiriska undersökningen som trovärdig. Eftersom vi erbjudit samtliga respondenter viss anonymitet kan detta ifrågasättas då läsaren inte kan avgöra vilken respondent som uttryckt vad. För att undkomma detta har vi infört ett kodsysteem. Kodsysteem innebär att varje företag får en särskild beteckning<sup>6</sup>. Varje företag kan då enkelt kontrollera att det som publiceras är i enlighet med deras åsikt. Den

---

<sup>5</sup> Se bilaga 1

<sup>6</sup> Alfa, Beta, Gamma, Delta, Epsilon, Zeta, Eta, Theta

begränsade anonymiteten som kodsystelet innebär medför också att respondenterna lättare torde ge sanningsenliga svar på känsliga frågor. Samtidigt kan läsaren särskilja de olika respondenterna åt.

### ***2.7 Objektivitet***

Vi anser, i enlighet med Myrdal (1968 i Arbnor & Bjerke, 1994) att objektivitet alltid bör eftersträvas i forskning. Dock är detta nära omöjligt att helt uppnå. Detta gestaltas genom det faktum att vi själva väljer vilka teorier, modeller och respondenter vi kommer att använda oss av i vår uppsats. Det finns en mängd faktorer som kan användas för att närma sig objektivitet (se exempelvis Arbnor & Bjerke, 1994). Det vi gör för att närma oss ett så objektivt resultat som möjligt är att återge så många perspektiv på rating som möjligt genom att använda oss av flertalet såväl primära som sekundära källor, samt återge innehållet i dessa data korrekt.

### ***2.8 Källkritik***

Vår uppsats bygger på mestadels artiklar och teoretisk litteratur som behandlar den amerikanska marknaden. Vissa marknadsspecifika aspekter kan innebära att litteraturen inte helt kan ses som normgivande för andra marknader, där ibland den svenska. Trots att vi i största möjliga mån försökt att inte inkludera allt för ålderdomliga källor, har detta ibland inte kunnat undvikas. Den risk vi därmed löper är att dessa artiklar kan innehålla fakta som inte är tillämpbara (se exempelvis Jacobsen, 2002). Såväl primär- som sekundärkällor har använts i uppsatsen. Vi är medvetna om att sekundärkällor kan innehålla tolkningar som riskerar att förvränga materialet. Vår ambition har dock alltid varit att så långt som möjligt använda oss av förstahandskällor. Det material vi fått från ratinginstitutet har vi använt oss av så lite som möjligt av den anledningen att syftet med informationen är att sälja institutets koncept. Detta material kan därmed innehålla partisk information, eller på annat sätt innehålla information som kan vara förvrängt till ratinginstitutens fördel.

### 3. RATINGINSTITUTENS ROLL OCH ARBETE

Detta kapitel syftar till att beskriva allmänna företeelser kring rating av företag och dess skuldförbindelser, ratinginstitutens verksamhet samt marknaden för kreditvärderingsinstitut. Avsikten är att ge läsaren nödvändig bakgrundsinformation som är viktig för kommande analys och slutsats. Då ratingprocessen, analysmodeller och ratingskala avhandlas, kommer enbart aspekter kring S&P verksamhet att behandlas. Detta beskrivs i avsnitt 3.3, 3.4 samt 3.5 och är hämtade ur S&P Corporate Ratings Criteria (2003), om ingen annan källa anges. Trots att informationen från ratinginstitutet kan vara vinklat i ett säljande syfte vill vi ändå använda denna som källa, då vi inte har för avsikt att värdera påståenden eller fakta under dessa rubriker. Anledningen till att vi enbart beskriver ratingprocessen och analysmodeller ur ett perspektiv, beror på att det har visat sig att aspekterna ser väldigt lika mellan de olika ratinginstituten (se exempelvis Ederington & Yawitz, i Altman, 1987; Caouette et al., 1998). Att beskriva hur process samt analysmodell ser ut för flertalet ratinginstitut finner vi således icke nödvändigt för rapportens kvalitet. De skillnader som dock föreligger mellan ratinginstituten redovisas under rubrik 3.6.

#### **3.1 Marknaden för kreditvärderingsinstitut**

Enligt Fight (2001) har de stora ratinginstituten en dominerande marknadsställning; oligopol eller ett så kallat duopol<sup>7</sup>. Pindyck och Rubinfeld (2001) beskriver karakteristiken för den marknad som klassas som en oligopolmarknad. Den viktigaste faktorn är att oligopolmarknaden endast består av ett fåtal aktörer, som står för all eller nästan all produktion. Produkterna kan vara såväl homogena som heterogena. Marknaden kännetecknas av inträdesbarriärer, vilket medför att aktörerna på marknaden kan göra betydande vinster även på lång sikt. Vid beslutsfattandet blir strategiska aspekter särskilt viktiga eftersom aktörerna är få. Beslutsfattarna måste bland annat uppskatta kundernas priskänslighet, konkurrenternas handlande och konkurrenternas reaktion på andra aktörers förändringar i exempelvis pris.

De stora internationella kreditvärderingsinstituten<sup>8</sup> har blivit erkända av USAs motsvarighet till Finansinspektionen, *Securities and Exchange Commission*

---

<sup>7</sup> Två dominerande aktörer

<sup>8</sup> S&P, Moody's samt Fitch

(SEC). Detta innebär att ratinginstitutet är bevakade av en myndighet och lyder under visst regelverk, samtidigt som de är vinstdrivande företag. Ratinginstitutet kan identifieras som sådana med NRSRO<sup>9</sup>-status. (Fight, 2001) SEC granskar ratinginstitutet så att de arbetar i enlighet med gällande reglemente. Institutet måste förhålla sig på sådant sätt att intern företagsinformation inte sprids, motverka intressekonflikter och förhindra olagliga handlingar. (www.sec.gov, 2004-03-12)

Även många banker ägnar sig åt kreditbedömning. Dessa kan dock inte till fullo ses som oberoende kreditvärderingsinstitut då de ägnar sig åt annan affärsverksamhet som ger incitament till favorisering av enskilda företag. (Wakeman i Smith, 1990)

### ***3.2 Ratinginstitutens roll i den finansiella marknaden***

Ett antagande inom den klassiska finansieringsteorin är att marknaden antas vara effektiv. Detta innebär att marknadspriserna återspeglar all tillgänglig information och att det därmed inte finns utrymme för investerare att göra arbitragevinster. Dessutom besitter alla aktörer den information som marknadspriserna återspeglar. (Brealey & Myers, 2003) I verkligheten förkommer dock många gånger asymmetrisk information, det vill säga att vissa aktörer har mer information än andra. Detta informationsövertag kan också leda till vissa problem. Ett sådant problem kallas *adverse selection* och innebär att en part inte kan avgöra produktens eller tjänstens sanna kvalitet, vilket resulterar i ett felaktigt pris. Om säljaren innehar information som inte köparen har, kan denne ta ett högre pris än vad produkten är värd. (Pindyck & Rubenfield, 2001)

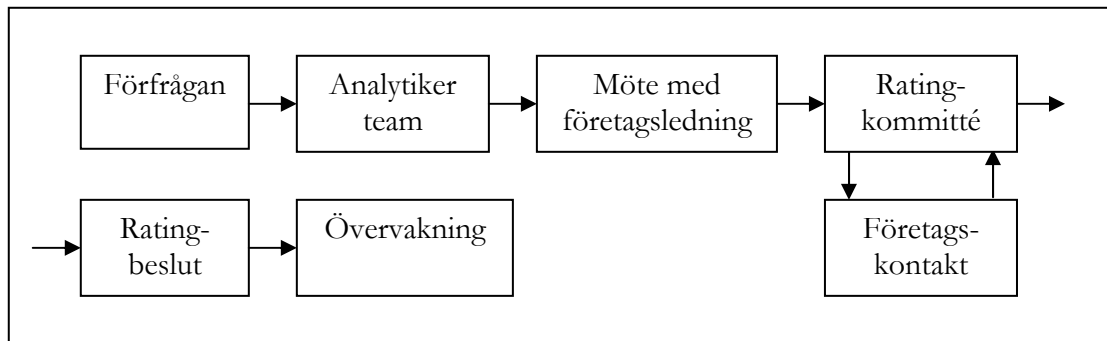
På de finansiella marknaderna resulterar informationsasymmetrin i att alla aktörer inte säljer och köper finansiella instrument till det "rätta" marknadspriset. På lånemarknaden kan detta gestaltas genom att låntagare som vet att de inte kommer att kunna amortera och betala ränta på sina lån, accepterar en högre låneränta (Funerud, 1994). Ratinginstitutet spelar här en viktig roll som informationssamlare och fördelare. Genom att sprida information om det emitterade företaget, via kreditbetyget, minskas risken för informationsasymmetriska problem såsom *adverse selection*. (Millon & Thakor, 1985)

---

<sup>9</sup> *Nationally Recognised Statistical Rating Organisation*

### 3.3 S&P ratingprocess

Ratingprocessen beskriver den process S&P använder sig av då de ratar företag för första gången. Detta gäller inte de fall då oombedd rating sker.



Figur 2: S&P ratingprocess. (Egen bearbetning av S&P, 2003)

Det vanligaste förfarandet är att företag tar kontakt med S&P i syfte att antingen få en bedömning av företagets allmänna kreditvärdighet (*issuer credit rating*) eller ett obligationsprogram. Nästa steg i processen är att en analytikergrupp med en huvudansvarig kreditanalytiker tillsätts. Den huvudansvariga kreditanalytikern är sedan det emitterande företagets kontaktperson. Analytikergruppen består av personer som har speciell kompetens inom den bransch där emittenten agerar. Detta följs av ett möte med företagsledningen där frågor gällande företagets strategi, policys och andra faktorer som har inverkan på ratingbetyget diskuteras. Syftet med detta är att analysgruppen skall skapa en uppfattning om företaget i dess kontext. Före mötet tillhandahåller emittenten årsredovisningar och annan information som analytikerna och S&P anser viktiga för att kunna kreditbedöma företaget. Materialet som analytikergruppen erhåller behandlas konfidentiellt. För information gällande vilka aspekter som bedöms, se rubrik 3.4. Den huvudansvariga analytikern genomför en bedömning av företaget som presenteras för en ratingkommitté, där det också föreslås vilket kreditbetyg företaget bör erhålla. Ratingkommittén har då en majoritetsomröstning där ratingbetyget avgörs. Därefter kontaktas företaget och får möjlighet att tillägga ytterligare information som kan påverka kreditbetyget. Efter att denna information analyserats avgörs den slutgiltiga ratingen och offentliggörs i media.

Den huvudansvariga kreditanalytikern följer företagets utveckling i minst ett år framåt. Informationen som företaget och ratinginstitutet utväxlar sker löpande. Underrättelsen är såväl intern som extern företagsinformation.

Företaget kan sedan avgöra om de vill betala för fortsatt uppföljning. Vanligtvis sker en formell uppföljning en gång om året. Övriga möten med företagsledningen sker då stora förändringar har skett, eller planeras att ske i företagets verksamhet. Även i de fall som ratingen kommer att förändras, kontaktas företagsledningen.

### ***3.4 S&P analysmodell***

Då rating av företag och dess skuldförbindelser sker, beaktas ett flertal aspekter. Eftersom de verkar på flera olika marknader, i flera olika länder et cetera blir vissa faktorer mer viktiga än andra.

Kreditbetyget avgörs genom en sammanvägning av kvalitativa och kvantitativa faktorer samt branschanalys. Viktigt att komma ihåg är att kreditbetyget är en åsikt, inte ett faktum gällande företagets, och/eller dess skuldförpliktelsers kreditvärdighet. Därmed avgörs kreditbetyget av subjektiva bedömningar. Vilken del av de olika faktorerna som kommer att ha den största påverkan på kreditbetyget varierar från företag till företag, men också över tiden beroende på företagets utveckling.

#### **3.4.1 Branschanalys**

Syftet med en branschanalys är att studera den risk samt de framgångsfaktorer som företag möter i den specifika branschen. Fokus inom analysen är branschens framtidsutsikter för tillväxt eller nedgång, samt dess cykliska variationer. Även känslighet gentemot förändringar i teknologi, arbetskraft och reglering utgör viktiga inslag i analysen. En mycket viktig faktor är också branschens konkurrenssituation. Den sistnämnda faktorn sätter ramverket för vilka faktorer som kommer att analyseras hos det specifika företaget. I de branscher där exempelvis stora och frekventa investeringar är nödvändiga för konkurrenspositionen kommer också analysen av det enskilda företaget att fokuseras kring företagsspecifika faktorer som kan påverkas av denna aspekt. Huruvida konkurrensen är global eller lokal påverkar också bedömningen.

Ratingbetygens tidshorisont sträcker sig så långt som anses vara analytiskt förutsägbart. Därav ska inte korta cykliska variationer påverka bedömningen. Hänsyn måste dock tas vid branschens generella cykler. Ju högre volatilitet i cyklerna, desto mer negativt är detta i avseende på ratingbedömningen. Två olika modeller används för detta avseende. Antingen låter de företagens

kreditbetyg vara konstant över cykeln, alternativt variera inom ett visst spann. Hög volatilitet inom branschens cykler medför ett bredare spann.

När analys av branschen görs, sätter analytiker en övre gräns för företagens kreditbetyg inom branschen. I de branscher som S&P anser vara riskfyllda, exempelvis stålindustrin, kan inte företag få de högsta kreditbetygen, oavsett deras finansiella position. Även motsatsen gäller. För en bransch som karakteriseras av stark och stabil tillväxt har företag lättare att få ett högre kreditbetyg.

### **3.4.2 Kvalitativ bedömning**

När branschanalysen är gjord analyseras det enskilda företaget. Som utgångspunkt analyseras den relativa konkurrenspositionen, som har sin utgångspunkt i de nyckelfaktorer som lokaliseras för branschen, såväl som för företagen. Exempel på sådana faktorer är företagets marknadsandel och teknologiska kompetens. Om emittenten verkar i flera segment analyseras dessa var för sig och viktas med utgångspunkt av dess relevans för företaget. Vid denna analys inkluderas också eventuella riskspridningsfaktorer. Detta innebär att ju mindre företaget är beroende av ett visst segment, desto bättre ur kreditvärderingssynpunkt. Det finns hos S&P inget minimikriterium gällande företagets storlek för att erhålla ett specifikt kreditbetyg. Dock påverkar storleken på det sättet att den ofta korrelerar med marknadsandelar. Ett större företag har bättre möjlighet att uppnå de fördelar som diversifiering bidrar till, samt att de ofta har en högre finansiell flexibilitet. Viktigt att tillägga är dock att en bedömning av företagets nuvarande position i livscykelns görs. Denna ingår också i den slutgiltiga bedömningen. Ett litet företag i tillväxtfas har ofta lägre kreditrisk än stora företag i stagnationsfas.

Ett viktigt kriterium i den kvalitativa analysen är granskning av företagsledningens strategier, erfarenheter och kompetens. Denna analys avser att hitta samband mellan företagets verksamhet och resultat med ledningens insatser. Trovärdighet för strategier samt realism i verksamhetsplanering är viktiga utgångspunkter i denna analys. Den finansiella policyn är särskilt viktig, exempelvis fördelningen mellan skuld och eget kapital samt hur denna är synkroniserad med företagets övergripande strategi. Organisationsanalysen som görs fokuserar på känslighet för potentiella organisationsspecifika problem. Exempel på detta är i hur stor utsträckning organisationen är beroende av vissa individer.

### 3.4.3 Kvantitativ bedömning

Branschanalysen och den kvalitativa bedömningen ger ett ramverk för vilka variabler som ska analyseras i en kvantitativ bedömning. Denna bedömning används för att komplettera den kvalitativa analysen genom att granska olika redovisningsmått och nyckeltal vilket belyser företagets finansiella ställning och utveckling. Innan analysen görs granskas den metod företagen använder för att beräkna dessa, med andra ord, en granskning av redovisningens kvalitet. Eventuella justeringar görs för att göra den kvantitativa analysen jämförbar mellan olika företag. Vilka krav som ställs på företagets finansiella profil avgörs via rörelserisken. En hög rörelserisk sätter av naturliga skäl, ett högre krav på den finansiella profilen.

En lönsamhetsmätning är centralt för att analysera företagets kreditvärdighet. Detta eftersom företag med hög lönsamhet har lättare att attrahera externt kapital och generera internt tillförda medel samt klara motgångar. För att analysera emittentens lönsamhet, granskas olika resultatmått<sup>10</sup> samt olika nyckeltal som mäter kapitalavkastning. Dessa mätningar sker på basis av femåriga data för att dessutom kunna räkna ut de absoluta måtten och kunna se trender i företagets lönsamhet. Lönsamhetsbetyg sätts därefter baserat på utfallet i en känslighetsanalys.

Aspekter kring företagets kapitalstruktur är en viktig del vid den kvantitativa analysen. En emittent med stabila kassaflöden kan ha en större skuldsättningsgrad än företag med osäkra kassaflöden, utan att den finansiella risken blir högre. Generellt gäller att ju säkrare kassaflöden, desto större andel skuldfinansiering premierar S&P, eftersom förutsättningarna då ökar för att förbättra aktieägarnas avkastning. Beräkningar kring kapitalstrukturen är oviktig om inte företagets tillgångar är rätt värderade. För de faktorer som ligger utanför balansräkningen görs olika justeringar. Exempelvis inkluderas garanterade lån i företagets skulder.

Den centrala delen som analyseras inom denna kategori är de framtida kassaflödena. För företag med sämre kreditvärdighet är analysen desto mer avgörande av anledningen att emittenter med bättre kreditvärdighet i genomsnitt har bättre tillgång till extern finansiering vid eventuella betalningssvårigheter. Innan analysen görs, granskas emittentens framtida kapitalbehov. De mått som används inom denna kategori visar förhållandet

---

<sup>10</sup> Exempelvis räntabilitet på totalt kapital ( $R_T$ ) och rörelseresultat (EBIT)



mellan kassaflöde och företagets skuld samt framtida behov av kapital. Analysen visar om de framtida kassaflödena räcker för att klara eventuella betalningsförpliktelser, eller om de i framtiden eventuellt måste låna mer.

När alla aspekter kring den kvantitativa bedömningen har analyserats, vägs de samman till en allmän bedömning av emittentens finansiella situation. Faktorer som i de andra kategorierna inte har granskats, exempelvis legala aspekter, inkluderas i denna bedömning. Dessutom analyseras företagets finansiella flexibilitet genom stressanalys av olika scenarion.

### **3.4.4 Vikten av en korrekt bedömning**

Betyget skall vara satt på ett sådant sätt att det ger en rättvisande bild av företagets finansiella ställning. För att betyget till fullo skall kunna nyttjas av investerare och övriga intressenter är det också av största vikt att den relativa bedömningen (jämförelse med andra investeringsalternativ) kan utföras med korrekta underlag. Detta eftersom investerare vill ha möjligheten att utifrån betygen kunna placera alternativet i deras intresseportfölj. Därför måste ratinginstituten beakta såväl absolut bedömning som relativ bedömning. (Cantor & Packer, 1994)

### **3.5 S&P ratingskala**

En uppdelning som kan göras mellan de olika kreditbetygen, är mellan *investment grade bonds* och *speculative grade bonds*. *Speculative grade bonds* kallas även *junk bonds* eller *high yield bonds*. I den första kategorin ingår obligationer som anses vara relativt säkra som investeringsobjekt, medan den andra kategorin anses innehålla obligationer av mer spekulativ karaktär. Denna uppdelning har gjorts eftersom många investerare kräver att obligationerna ska vara klassificerade som *investment bonds* och att övriga obligationer inte skall ingå i portföljen beroende på den relativt högre risken. Viktigt att komma ihåg är dock att kreditbetygen inom de olika kategorierna skiljer sig åt i relativt bred omfattning.

### 3.5.1 Långfristig rating

Långfristig rating avser skuldförbindelse med löptid överstigande ett år. Alla betyg från AA till CCC kan bli modifierade med ett plus (+) eller minus (-) för att visa den relativa positionen mellan olika företagsobligationer inom detta betyg.

<b>Investment grade</b>	
AAA	Extremt god kapacitet att möta finansiella åtaganden.
AA	Mycket god kapacitet att möta finansiella åtaganden. Skiljer sig endast marginellt från den högsta ratingkategorin.
A	God kapacitet att möta finansiella åtaganden, men något mer känslig för ogynnsamma omständigheter och förändringar i ekonomin.
BBB	Adekvat kapacitet att möta finansiella åtaganden, men är mer utsatt för ogynnsam ekonomisk utveckling eller förändrade marknadsvillkor.

Figur 3: Långfristiga kategorier, investment grade. (S&P, 2003)

### **Speculative grade**

<b>BB</b>	Mindre sårbar i det korta perspektivet, men det råder stor osäkerhet och exponering mot en ogynnsam utveckling av verksamheten och finansiella och ekonomiska villkor.
<b>B</b>	Mer sårbar för en ogynnsam utveckling av verksamheten samt de finansiella och ekonomiska villkoren, men har i nuläget förmåga att fullgöra finansiella åtaganden.
<b>CCC</b>	För närvarande sårbar och beroende av en gynnsam utveckling av verksamheten samt de finansiella och ekonomiska villkoren för att klara av att fullgöra sina finansiella åtaganden.
<b>CC</b>	För närvarande mycket sårbar.
<b>C</b>	En formell betalningsinställelse är nära förestående, men för närvarande sker betalningar.
<b>D</b>	Betalningsinställelse.

Figur 4: Långfristiga kategorier, speculative grade. (S&P, 2003)

### 3.5.2 Kortfristig rating

Den kortfristiga ratingen används för att bedöma skuldförbindelse som har en löptid kortare än ett år, så kallade certifikat.

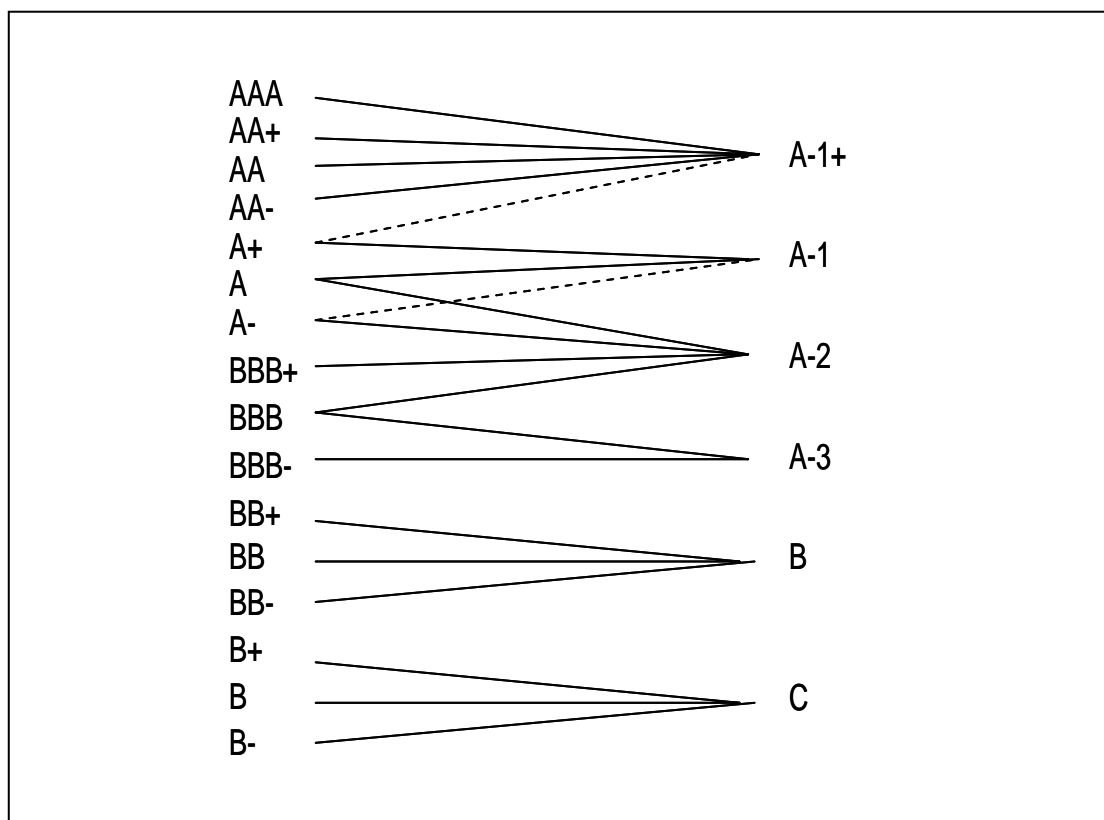
A-1	Denna högsta kategori indikerar att låntagarens förmåga och vilja att i tid infria sina betalningsförpliktelser är god. Då betalningsförmågan anses vara mycket god följs kategorin av ett plustecken (+).
A-2	Låntagarens förmåga och vilja vad gäller återbetalning anses enligt denna kategori vara tillfredställande. Betalningsförmågan är däremot inte lika stark som i kategorin A-1.
A-3	Denna kategori vittnar om en fullgod förmåga och vilja att i tid infria betalningsförpliktelser. Den indikerar däremot en större sårbarhet för ogynnsamma förändringar jämfört med ratingbetyg tillhörande den högre kategorin.
B	Då värdepapper tilldelas kreditbetyget B anses låntagaren besitta en spekulativ förmåga och vilja att i tid infria betalningsförpliktelser.
C	Denna kreditvärdighet tilldelas kortfristiga skuldförbindelser då låntagarens förmåga och vilja att i tid infria betalningsförpliktelser anses vara tveksam.
D	Betalningsinställelse.

Figur 5: Kortfristiga kategorier. (S&P, 2003)

---

## RATINGINSTITUTENS ROLL OCH ARBETE

---



Figur 6: Sambandet mellan betygsättning på långa och korta obligationer. (Egen bearbetning av S&P, 2003)

### 3.5.3 K-skalan

Denna skala avser korta skuldförbindelser emitterade på den svenska penningmarknaden.

- |     |  |
|-----|--|
| K-1 | Högsta kreditvärdighet. En emittent av penningmarknadsinstrument som blivit hänfödda till denna kategori bedöms ha en mycket god kapacitet att i tid möta aktuella betalningsförpliktelser. Inbetalningsöverskott och tillgång till likviditet är mer än tillräckliga för att möta förutsebara finansiella krav under en överblickbar framtid. |
| K-2 | Hög kreditvärdighet. En emittent av penningmarknadsinstrument som blivit hänfödda till denna kategori bedöms ha en god kapacitet att i tid möta aktuella betalningsförpliktelser. Inbetalningsöverskott och tillgång till likviditet är tillräckliga för att möta förutsebara finansiella krav under en överblickbar framtid.                  |
| K-3 | Adekvat kreditvärdighet. En emittent av penningmarknadsinstrument som blivit hänfödda till denna kategori bedöms ha en adekvat kapacitet att i tid möta aktuella betalningsförpliktelser. Inbetalningsöverskott och tillgång till likviditet är tillräckliga för att möta förutsebara finansiella krav under den närmsta framtiden.            |
| K-4 | Spekulativ kategori. En emittent av penningmarknadsinstrument som blivit hänfödda till denna kategori bedöms ha en osäker kapacitet att i tid möta aktuella betalningsförpliktelser. Inbetalningsöverskott och tillgång till likviditet är möjligen inte tillräckliga för att möta förutsebara finansiella krav under den närmsta framtiden.   |
| K-5 | Bristande betalningsförmåga. En emittent av penningmarknadsinstrument som blivit hänfödda till denna kategori är, eller förväntas bli, ur stånd att i tid möta aktuella betalningsförpliktelser.   |
| BK  | Betalningsinställelse/konkurs. En emittent av penningmarknadsinstrument som blivit hänfödda till denna kategori har i juridisk mening ställt in sina betalningar eller försatts i konkurs.   |

Figur 7: K-skalan. (S&P, 2003)

### 3.5.4 Outlook

*Outlook* beskriver den riktning emittentens långfristiga rating har haft under en längre tid. Vid denna bedömning tas hänsyn till sannolika förändringar i struktur och/eller ekonomisk verksamhet. En *outlook* är nödvändigtvis inte en indikation på att en ratingförändring är närstående. En placering i listan *Creditwatch* däremot innebär att betyget inom en snar framtid kommer att förändras.

Positiv/Positive	Indikerar att en rating kan komma att höjas
Negativ/Negative	Indikerar att en rating kan komma att sänkas
Stabil/Stabile	Indikerar att en rating sannolikt inte kommer att ändras
Rörlig/Developing	Indikerar att en ratingen kan komma att höjas eller sänkas
N.M.	Inte meningsfull

Figur 8: Utsikter. (S&P, 2003)

### 3.6 Jämförelse mellan ratinginstitutens skalor och betyg

Moody's var det första ratinginstitutet som värderade företagen i en skala från Aaa till C. Skalan kom med tiden att bli allmängiltig för även S&P med vissa mindre skillnader gällande bokstavskombinationer samt versaler och gemener. Även Fitch har en näst intill identisk skala. (Hässel et al., 2001)

<u>S&amp;P</u>	<u>Moody's</u>	<u>Fitch</u>	<u>Typ av företagsobligation</u>
AAA	Aaa	AAA	<i>Investment grade</i>
AA	Aa	AA	
A	a	A	
BBB	Baa	BBB	
BB	Ba	BB	<i>Speculative grade</i>
B	B	B	
CCC	Caa	CCC	
CC	Ca	CC	
C	C	C	
D		DDD	
		DD	
		D	

Figur 9: Jämförelse mellan ratingskalor på företagsobligationer. (Egen bearbetning av Hässel et al., 2001)

Cantor och Packer (1994) menar att marknadsaktörerna inom ratingindustrin tagit efter de två största institutens skalor<sup>11</sup> och krav för respektive betyg, av praktiska skäl. En korrelationsanalys mellan kreditvärderingsinstitutet visar också att instituten inte skiljer sig nämnvärt åt gällande betygssättningen. Analysen visar att korrelationen är 0,97. Samma undersökning visar att andra internationella ratinginstitut<sup>12</sup> som är sanktionerade av NRSRO ger något högre betyg. Trots att de två största ratinginstitutet i många avseenden har mycket lika ratingmodeller och processer skiljer de sig ibland åt. Moody's är exempelvis beredd att ge ett företag högre betyg om de har likvida tillgångar som kan täcka det nominella beloppet ifall företaget inte kan åta sig sina finansiella förpliktelser.

---

<sup>11</sup> S&P samt Moody's

<sup>12</sup> Förutom S&P samt Moody's



### ***3.7 Marknaden för speculative bonds***

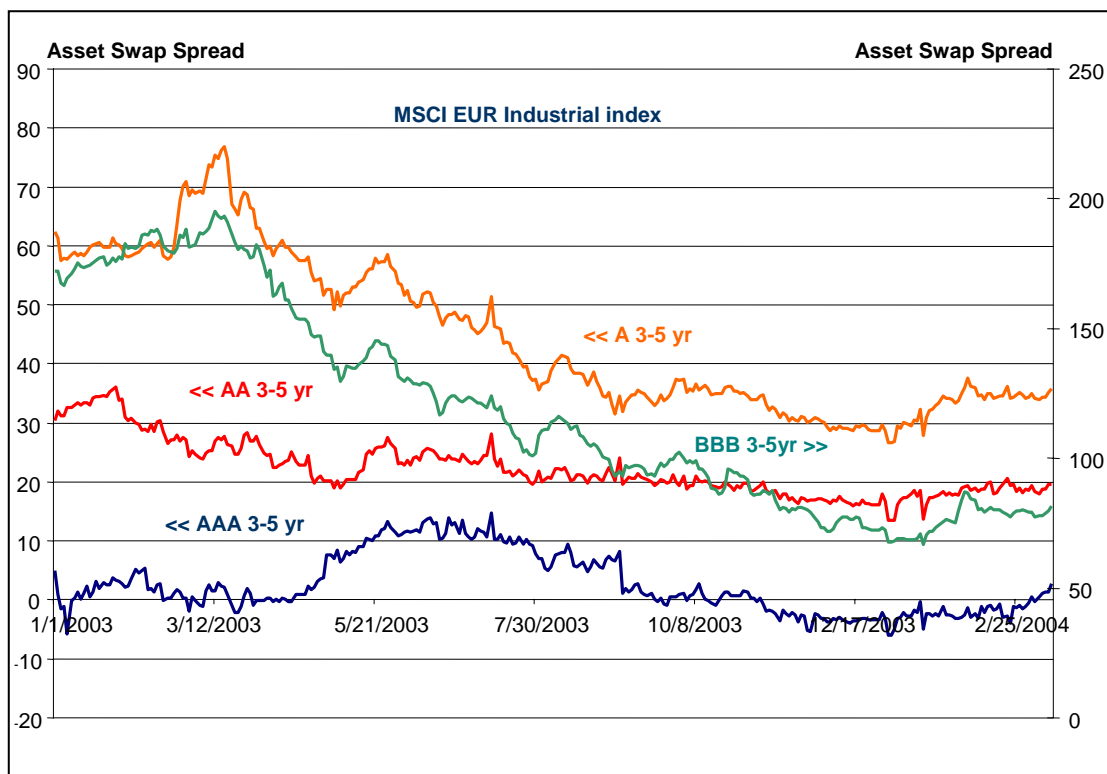
En anledning till att företag inte låter rata sig är att de inte tror att de kommer att få betyget *investment grade* på sina obligationer. Företag är inte intresserade av att initialt erhålla kreditbetyget *speculative grade*, då det tolkas som låg kreditvärdighet. Betyget medför betydligt större upplåningskostnader samt risk att inte bli tillräckligt attraktiva för investerare. De företag som trots allt väljer att anskaffa en rating är ofta mindre företag som har svårt med finansiering på andra marknader. (Poon, 2003)

Synen på dessa instrument har med tiden kommit att ändras. Marknaden för *speculative bonds* genomgick stora förändringar i USA på 1980-talet. Fler investerare efterfrågade den ökade avkastningen, vilket ledde till en avsevärt likvidare marknad och bättre prissättning. Detta i kombination med att allt fler banker accepterar att verka som mellanhänder för dessa investeringar gör att marknaden kommer att växa starkt även i framtiden. Fortfarande är dock många investerares placeringsreglementen av karaktären de endast tillåter de investeringar i *investment grade bonds*, vilket är ett problem för *speculative bond* marknadens fortsatta tillväxt. (Barnhill et al., 1999)

## 4. RATING

### 4.1 Ratingens påverkan på utlåningsräntan

Enligt finansieringsteorin vill investerare maximera avkastning till lägsta möjliga risk (se exempelvis Haugen, 2001). Jewell och Livingstone (2000) menar att kopplingen mellan avkastning och rating samt kopplingen mellan risk för betalningsinställningar och rating, är mycket stark. Rating är därför en bra utgångspunkt för att hitta den risk investeraren vill ha i portföljen (Caouette et al., 1998). Om nu kreditbedömningen avspeglar skillnader mellan olika emittenter skulle investerarna kräva en högre avkastning på skuldinstrument med lågt kreditbetyg och vice versa. Enligt Ederington och Yawitz (i Altman, 1987) bör de emittenter som har i åtanke att betala en avgift till ratinginstituten för att bli kreditbedömda endast göra det om det påverkar obligationsräntan som skulden kan bli såld till. Historien visar också att kreditbetygen har en signifikant inverkan på avkastningen.



Figur 10: Exempel på förhållande ratingbetyg och upplåningsränta. (egen bearbetning av Den Danske Bank) Observera att diagrammets Y-axlar visar upplåningsräntan i olika skalor. För att tyda respektive graf skall skalans avläsas i enlighet med pilarna som anges intill varje betygskategori. X-axeln visar datum.

Ederington och Yawitz (i Altman, 1987) betonar dock att det inte per automatik är något samband mellan kreditbetyg och obligationsränta. Kreditbetyget är endast ratinginstitutens bedömning. Investerarna är de som sätter priserna och sambandet finns endast så länge de förlitar sig på ratinginstitutens bedömningar. Investerarna har också hög tilltro till ratinginstituten, varför ett samband mellan obligationsränta och rating föreligger. (Caouette et al., 1998) Weinstein (1977 i Krabbe & Post, 1994) visar att avkastningen på obligationen inte påverkas av en förändring av ratingbetyget. Detta menar Weinstein beror på att marknadsaktörer har all den information som finns tillgänglig. Ederington och Yawitz (i Altman, 1987) menar att en analys kan göras genom att studera två företag med skild avkastning på obligationer. Har dessa företag liknande finansiella värden, men olika ratings kan det avgöras att ratingbetyget influerar obligationens avkastning. Det finns också en tydlig skillnad mellan de obligationer som klassas som *investment grade* och *speculative grade*, alltså gränsdragningen mellan BBB och BB. (Ederington och Yawitz, i Altman, 1987) Trots att betygen ligger intill varandra utgör den historiska avkastningen en avsevärd skillnad (se graf ovan). Exempelvis kan en nedgradering från *investment grade* till *speculative grade* innebära att det emitterande företaget riskerar att öka sin lånekostnad med mellan 400 och 1000 räntepunkter per år (Hässel et al., 2001). Detta kan förklaras genom regler och förordningar som investerare måste förhålla sig till. McGuire (i Caouette et al., 1998) statuerar exempel där *National Association of Insurance Company* inte investerar i annat än *investment grade bonds*.

Kose et al. (2003) visar på att olika betyg utgör grunden för olika avkastningsräntor. Om ett företag innehar ett sämre kreditbetyg och en höjning sker förändras avkastningsräntan relativt mycket jämfört det företag som redan innehar ett bra kreditbetyg och får en lika stor höjning.

### **4.2 Marknadsförtroende**

Det är av största vikt att ha ett gott anseende på marknaden. Det är även viktigt att ha en lång historia av gott rykte så att investerarna kan följa historiens utveckling för att bedöma nuvarande risknivå. (Diamond & Verrecchia, 1991) Att vara noterad på en ratinglista är ett sätt att skapa medvetenhet hos andra aktörer. För företag är det ett sätt att visa upp sig, skapa ett rykte för att visa sin kreditförmåga. Genom att vara noterad är det mycket enklare att ta del av och medverka i det finansiella systemet. (Fight, 2001)

Då företag innehar rating fungerar betyget som en länk mellan emittent och investerare. Ratingbetyget i sig förmedlar företagets interna information till marknaden utan att avslöja specifika detaljer. Således kan ratinginstituten verka som en informationsspridare. Vidare bedöms även ratinginstituten av marknaden och trovärdigheten för instituten är hög, eftersom analyserna i stor utsträckning följs av marknadsaktörerna. (Ederington & Yawitz, i Altman, 1987) Även Caouette et al. (1998) menar att marknaden har hög tilltro till ratinginstituten.

### ***4.3 Ökade lånemöjligheter***

När ett företag erhåller en rating får det fler effekter än inverkan på utlåningsräntan och marknadsförtroende. Även volymen som företaget kan emittera på kreditmarknaden kan påverkas av ratingen. (Diamond & Verrecchia, 1991) Samtidigt möjliggör en bra rating ett ökat intresse från såväl inhemska som utländska investerare. (Fight, 2001) Många företag har mandat som reglerar hur investerarna får placera företagets pengar. Detta för att på en övergripande nivå se till att de anställda inte agerar på ett felaktigt sätt, det vill säga arbetar mot gällande investeringsstrategi. Ett ofta förekommande krav som ställs på investeringen är att tillgången skall inneha ett visst ratingbetyg, alternativt inom ett intervall av ratingbetyg. De obligationer som inte innehar detta betyg, eller inte har något betyg alls, faller då bort i investerarnas urval. Resultatet blir att ratade företag, som klarar investerarnas krav på ratingbetyg får större chans att bli valda som investeringsobjekt. Därmed utökas företagets marknad för nationella såväl som internationella lån. (Caouette et al., 1998)

### ***4.4 Rating för dotterbolag i koncerner***

Ett fall av rating är då det finansiellt starkare moderbolaget ställer sig som säkerhet bakom ett dotterbolags eventuella rating och skuldförbindelser. I dessa fall brukar ratinginstituten ge samma ratingbetyg till dotterbolaget som de ger till moderföretaget, om de är tillräckligt säkra på att moderbolaget står som garant ifall dotterbolaget skulle hamna i svårigheter. Detta kontrollerar ratinginstituten genom att analysera dotterbolagets betydelse för moderbolaget. Om dessa finner att fallet inte är sådant, kreditbedöms dotterbolaget efter de egna meriterna. (Ederington & Yawitz i Altman, 1987)

### ***4.5 Rating och aktiepris***

Flertalet författare diskuterar om, och huruvida en förändring i ratingbetyget påverkar aktiepriset eller inte, samt svårigheten med att mäta detta (se exempelvis Hand et al., 1992; Ederington & Goh, 1998). Ederington och Goh (1998) belyser problematiken med att isolera kreditbedömningens betydelse för förändringar i aktiepriset. Eftersom den underliggande informationen som föranledde ett ändrat kreditbetyg till viss del redan är känd, har detta inkluderats i aktiepriset. När betyget publiceras kan ytterligare justeringar av aktiepriset ske, till följd av den bedömning och betygsättning som ratinginstitutet gjort. Både Hand et al. (1992) och Ederington och Goh (1998) visar i sina undersökningar att aktiepriset faller mer vid en negativ förändring av kreditbetyget jämfört med ökningen av en motsvarande positiv bedömning. Nandkumar och Rozeff (1994) menar dock att inget samband kan påvisas mellan en uppgradering av kreditbetyg och en ökning i aktiepriset.

Eftersom studier visar på svårigheter att direkt mäta effekter i förändringar av ratingbetyg och aktiepris anser Goh och Ederington (1993) att resultaten inte kan generaliseras. Detta beror framförallt på att förändringar gällande kreditbetyg förutses av marknadsaktörer då dessa är så väl informerade att ratinginstitutens bedömningar redan är inkluderat i aktiepriset. Wakeman (i Smith, 1990) menar att ratinginstitutet inte tillför något nytt, utan bara summerar redan offentlig data. Ratinginstitutet har också information som kan klassas som konfidentiell, information som de använder för att ge en korrekt kreditvärdering av företagen. Även om denna information inte avslöjas specifikt finns den som del i den helhet som ratingbetyget grundar sig på. (Wakeman i Smith, 1990) Därmed anser Ederington och Goh (1998) att ny information presenteras för marknaden.

### ***4.6 Ratingens dynamik***

Sannolikheten att ratinginstitutet skulle ändra sina kreditbetyg på obligationer har stor påverkan på marknadsprissättning. En förändring har en omedelbar effekt på obligationspriset och innebär att vissa obligationer blir mer attraktiva än andra, medan andra säljs tillbaka till andrahandsmarknaden då de inte längre är attraktiva för innehavaren. I många fall har investerare liknande reglementen som styr vilka betyg som obligationerna i portföljen skall inneha. En nedgradering kan därmed betyda att den enskilda obligationen hamnar utanför flertalet investerares mandat.

---

## RATING

---

Ratingförändringen kan i och med detta ha en stor effekt både för investerarna och för emittenternas agerande på obligationsmarknaden. (Duffie & Singleton, 2003)

Det finns framförallt två faktorer som bestämmer vilket kreditbetyg företaget i framtiden beräknas få. Undersökningar visar att ju längre ett företag haft ett och samma betyg desto större sannolikhet är det att kreditbetyget förändras. Samtidigt påverkar nuvarande kreditbetyg sannolikheten för förändring. Ju högre kreditbetyg, desto högre sannolikhet är det att betyget förändras. Exempelvis har *speculative bonds* visat sig vara mindre volatila i sin betygsförändring än *investment bonds*. En förklaring till detta är att emittenter som har fått sina obligationer betygsatta som *investment bond*, har hårdare krav på sig för att behålla betyget och att dessa företag inte alltid klarar kraven vid varje given tidpunkt. Undersökningar visar att de flesta nedgraderingar från *investment bond* till *speculative bond* sker inom ett år från ursprunglig betygssättning, medan ingen prognos kan ställas angående uppgraderingar av obligationer. (Duffie & Singleton, 2003)

Löffler (2004) hävdar att vissa ratingförändringar är lättare att prognostisera än andra. För de företag som ständigt investerar i riskfyllda projekt, ökar sannolikheten för att de ska gå i konkurs. Kreditbetygen för dessa företag har en högre sannolikhet att vara fel av den anledningen att ratinginstitutens tidshorisont ofta inte är synkroniserad med den *pay-off* tid som de riskfyllda investeringarna förväntas ha. Trots detta visar sig ratingbetyg vara relativt stabila. Detta kan bero på att ratinginstituten underreagerar på ny information. (Löffler, 2004) Cantor och Packer (1994) menar att investerare främst är intresserade av den relativa risken, snarare än den absoluta, med avseende på rating. Den relativa risken visade sig också vara lättare att mäta bland *speculative bonds*. (Cantor & Packer, 1994) Rating skall inte bara vara en kreditbedömning på företags nuvarande finansiella ställning, utan betyget skall också kunna gälla för en period i framtiden. S&P menar att ratingen inte ska ta hänsyn till tillfälliga ned- eller uppgångar för företag, så länge det finns en god anledning att en vändning är förestående inom en snar framtid. (S&P, 2003) Många författare (se exempelvis Zhou, 2001; Löffler, 2004) menar dock att det är svårt analysera makroekonomiska effekter för det enskilda företaget eller kunna avgöra om ett företag närmar sig konkurs eller inte. Kreditbetyg riskerar av denna anledning att i vissa fall vara felaktiga, men detta är en risk som marknaden måste acceptera. Aktörer kan inte kräva

att kreditbetygen alltid ska visa rätt av den anledningen att rating primärt handlar om prognoser.

### ***4.7 Multiple ratings och split ratings***

*Multiple ratings* uppkommer när olika ratinginstitut bedömer samma företag samt dess emission. I de fall ratinginstituten sätter olika betyg kallas det *split ratings* (se exempelvis Jewell och Livingstone, 2000). Ederington och Yawitz (i Altman, 1987) listar några anledningar som kan vara orsaken till förekomsten. En anledning kan vara att instituten har olika standarder för kreditbedömning. En annan anledning är att instituten tar hänsyn till olika faktorer eller väger faktorerna olika. En tredje anledning är förekomsten av slumpmässig variation beroende på att bedömningen alltid är mer eller mindre subjektiv. S&P och Moody's har också visat sig ge olika betyg i 10-15 procent av nyemissionerna. (Ederington & Yawitz, i Altman 1987) Även Jewell och Livingstons (1998) undersökning visar på liknande siffror. Enligt dem har 17 procent av emissionerna fått olika betyg (avser S&P samt Moody's).

Ederington (1986 i Jewell & Livingston, 1998) menar att split ratings inträffar som en följd av slumpmässig felprissättning av ratinginstituten. Ederington menar att marknaden borde antingen prissätta obligationerna ifråga som ett medelvärde beroende på kreditbetygen, eller slumpmässigt efter det högre eller lägre betyget. (Ederington, 1986 i Jewell & Livingston, 1998) Det finns emellertid en uppsjö av undersökningar som visar på olika resultat. Billingsley, Lamy, Marr och Thompson (1985, i Jewell & Livingston, 1998) menar att det lägre betyget i en split ratings sätter marknadspriset. Reiter och Ziebart (1991, i Jewell & Livingston, 1998) presenterar i sin undersökning bevis på att det högre kreditbetyget sätter marknadspriset. Argumenten indikerar att skillnaden inte skulle vara någon slumpmässig variabel utan spegla institutens olika åsikter. Därmed skulle marknadsens val av bakomliggande betyg för prissättning avgöras av vilket institut marknaden har störst förtroende för. (Jewell & Livingston, 1998)

Emittenter kan medvetet välja att bli kreditbedömd av flera institut. Detta för att erhålla en så korrekt kreditvärdering som möjligt. Investerarna däremot tenderar snarare till att låta bedömningen från det ratinginstitut de har mest förtroende för vara avgörande. S&P följt av Moody's är de institut som har störst förtroende både av emittenter och investerare. (Jewell & Livingston, 1998) Andra undersökningar visar att flera kreditbetyg, i detta

fall ett tredje betyg, har betydelse. Generellt sätt kommer den tredje ratingen från institut annat än S&P och Moody's, i de flesta fall Fitch. Företagen kan välja att låta ett tredje institut kreditbedöma företaget för att de anser att S&P och Moody's inte har gjort en korrekt bedömning. Företag som erhållit betyget BBB och BB av S&P respektive Moody's har visat sig mycket mer angelägna att låta ett tredje ratinginstitut göra en bedömning, jämfört om de innehar ett eller flera betyg som ligger längre ifrån betygen BBB/BB. Detta eftersom de ligger nära gränsen för att prissättas som *speculative grade*, alternativt är klassificerade som *speculative grade* (med betyget BB). Beroende på marknadens bedömning löper företaget risken att klassificeras som *speculative grade*, även då ett av ratinginstituten har bedömt dem som *investment grade*. Risken för detta scenario minskar om ett tredje ratinginstitut ger ett högre betyg (BBB). (Cantor & Packer, 1994)

### 4.7.1 Rate shopping

Cantor och Packer (1994) menar att om antalet ratinginstitut som bedömer samma företag ökar, ökar sannolikheten för att något av ratinginstituten ger ett högre (alternativt lägre) betyg. Dock måste företaget vara försiktigt så att de inte misstänks för *rate shopping*. För marknaden den uppfattningen har ytterligare betyg ingen inverkan, alternativt negativ inverkan, på företaget ifråga. *Rate shopping* innebär att det emitterande företaget låter flera ratinginstitut bedöma företaget för att sedan endast offentliggöra betyget och utlåtandet från det institut som kommit med det högsta ratingbetyget. Detta kan dock få negativa konsekvenser om marknaden misstänker att så är fallet. (Jewell & Livingston, 2000) Även ratinginstituten har incitament till att ge en korrekt bedömning trots att det kan ge extra förtjänster att ge högre betyg än motiverat. Om ratinginstituten trots allt ger ett för högt betyg och investerarna genomskådar detta kommer marknaden att reagera därefter. Konsekvensen kan bli att företaget inte längre kan dra nytta av fördelarna med att vara ratade, exempelvis lägre obligationsränta. (Wilson, 1994 i Cantor & Packer, 1994).

### 4.8 Oombedd rating

Oombedd kreditbedömning förekommer då företag på ett eller annat sätt blir bedömt utan sitt eget samtycke eller vetskap. 90 procent av de företag som blivit oombett kreditbedömda är medvetna om att så är fallet och 10 procent är det inte. Oavsett om ett företag uttryckligen valt att bli kreditbedömda eller inte är det ratinginstitutens uppgift att göra en kreditbedömning för att tillfredsställa sina kunder, företrädesvis investerare.



Ratinginstitutens uppgift är att vara oberoende. Oavsett om kreditbedömning sker oombett eller inte, skall några större skillnader i kvaliteten i analysen inte uppstå. Finns det skillnader hävdar ratinginstituten att detta beror på att det emitterande företaget inte tillkännagivit tillräckligt information och att detta kan resultera i felaktigt kreditbetyg. Diskussionen huruvida ratinginstituten medvetet ger lägre kreditbetyg till de företag som inte valt att bli kreditbedömda, besvaras av instituten med motivet att de skulle tappa marknadsförtroende och så småningom försvinna från marknaden om de medvetet gav inkorrekta betyg. (Ellis, 1998) Samtidigt är det ett tydligt incitament för ratinginstituten att få dessa företag att begära en rating för att få ett bättre betyg i utbyte mot en avgift (Fight, 2001). Trots detta så svarar 90 procent av de oombett kreditbedömda företagen att bedömningen är ungefär lika noggrann som den de fått då de valt att kreditbedöma företaget. (Ellis, 1998)

S&P menar att oombedd rating i Sverige kan förekomma i mindre utsträckning, företrädesvis inom försäkringsmarknaden och på *emerging markets*. (Renstad, 2004-02-23)

### **4.9 Ratinginstitutens intressen**

För att ratinginstituten skall kunna upprätthålla ett bra rykte gentemot investerare krävs att ratingbetygen som de publicerar är av hög kvalitet. Ratingindustrin är en vinstdrivande verksamhet och de intäkter de genererar kommer primärt från emittenterna genom de avgifter de måste betala för att erhålla en granskning av företaget, samt att få sitt kreditbetyg publicerat i ratinginstitutens press. För ratinginstituten är det därmed av stor vikt att upprätthålla en god affärsrelation med båda aktörerna. En uppenbar intressekonflikt som föreligger är att emittenterna vill ha så högt ratingbetyg som möjligt för att kunna attrahera investerare, medan investerarna enbart vill ha ett tillförlitligt kreditbetyg. (Ellis, 1998) Cantwell (1998) menar att det finns ett signifikant samband mellan huruvida emittenten betalar för att erhålla rating och vilket ratingbetyg denne erhåller. Denna slutsats grundar de på att ett signifikant antal emittenter som inte betalade för sin rating erhöll BB eller BBB. Jewell och Livingstons (2000) undersökning visar att de företag som betalar för ratingen har en bättre förutsättning att få ett högre kreditbetyg av den anledningen att de på detta sätt bättre kan visa sin finansiella position. De emittenter som inte betalar för en rating, erhåller om efterfrågan är stor hos investerare, en oombedd rating.

### ***4.10 Ratingens olika risker***

Risk är ett centralt begrepp inom kreditbedömning. Risk kan inom finansiering definieras som sannolikheten för en negativ eller positiv avvikelse från ett förväntat värde (Damodaran, 2002).

#### **4.10.1 Kreditrisk**

Kreditrisk definieras av Duffie och Singleton (2003) som risken för förändringar i värde (exempelvis obligationspris) associerat med icke förväntade förändringar i kreditkvalitet. Därmed beskriver denna risk sannolikheten att låntagaren inte kan fullfölja sina finansiella åtaganden. Enligt Hässel et al. (2001) inkluderar de finansiella åtagandena risken att investerare går miste om hela beloppet som investerats, delar av beloppet som investerats, eller att räntan som investeringen skett till inte tillfullo eller delvis utbetalas. Caouette et al. (1998) menar att ratinginstitut kreditbedömer företag och skuldinstrument i olika kategorier för att attrahera så många investerare som möjligt, de riskaverta såväl som de riskvilliga. Rating kan således ses som ett mått på hur hög kreditrisk ett företag eller skuldinstrument har. (Caouette et al., 1998) Saunders (i Altman, 2002) menar att kreditrisk blir allt viktigare ur ledningsperspektiv. Det som driver denna utveckling är bland annat en ökad konkurrens på kreditmarknaden genom flera aktörer och lägre lånemarginaler.

#### **4.10.2 Konkursrisk**

Konkursrisk är sannolikheten för att det emitterande företaget går i konkurs. Konkursrisk kan därför sägas vara en extrem form av kreditrisk. (Duffie & Singleton, 2003) Enligt Caouette et al. (1998) mäter rating sannolikheten för konkurs och därför blir denna risk mycket viktig i samband med rating. Dock menar Duffie och Singleton (2003) att ratingen, till skillnad från konkursrisken, inte mäter den absoluta utan den relativa risken mellan företag eller skuldinstrument. Konkursrisken mäts på kort sikt, medan rating beskriver sannolikhet för konkurs över en längre tidshorisont. (Duffie & Singleton, 2003) Två företag med samma konkursrisk kan erhålla olika rating av den anledningen att det ena företaget har en högre återhämtningsränta, det vill säga har mycket tillgångar som lätt kan säljas vid händelse av likvidation eller betalningssvårigheter. (Hässel et al., 2001)

#### **4.10.3 Fördröjningsrisk**

När ratinginstituten väl har satt sina betyg, avser inte ratingen att vara konstant i all evighet. Kreditbetyget skall mäta kreditvärdighet i nutid, såväl

som i framtiden och måste därför uppdateras till de förutsättningar som gäller för tillfället. (Fight, 2001) Detta kan ibland ställa till problem för ratinginstituten. Förändringar sker hela tiden på marknaden och det gäller för kreditbedömare att kunna sortera ut den information som skulle kunna påverka ratingbetygen, i rätt tid. Investerare måste kunna lita på att den rating som anges är den riktiga vid ett investeringsbeslut. Om ratinginstituten skulle dröja med betygsjustering, skulle detta kunna leda till att investerare tar beslut baserat på icke uppdaterad information, återspeglar i ratingbetyget. Därmed riskerar ratinginstituten att investerare tappar förtroende för dem. Ratinginstituten har visat sig ha problem med just detta, då uppdateringen av ratingen ibland dröjer längre än vad investerarna kräver. (Ellis, 1998)

#### **4.10.4 Övriga risker**

Övergångsrisk är risken för att ett givet ratingbetyg kommer att ändras (Duffie & Singleton, 2003). I de fall det handlar om en nedgradering av rating kallas det migrationsrisk (Hässel et al., 2001). Risken att marknadspriser i form av aktiepris eller obligationspris förändras vid en ändrad rating, kallas *gapping risk* (Duffie & Singleton, 2003).

#### **4.11 Bankerna som mellanhand**

Då företag skall emittera obligationer, använder de sig vanligtvis av investmentbanker, vars uppgift är att sammanföra emittenter med investerare för att hitta de bästa villkoren. Fördelen med att använda banker som mellanhand är att företagen får tillgång till investmentbankernas breda investerarbas. Investmentbankerna ingår ofta i ett syndikat, för att kunna erbjuda så stor investerarbas som möjligt. Ofta agerar investmentbankerna som garant för upplåningen genom att köpa på sig emittentens hela emission, för att sedan sälja detta vidare till investerarna. Investmentbankerna gör då en så kallad *underwriting* och tar på sig emittentens risk. Genom att de tar på sig risk, får de köpa emissionen till ett lägre pris och därmed uppstår en *underwriting spread*, som speglar differensen mellan köpesumman och försäljningspris. Hur stor denna spread förväntas bli beror bland annat på volym, företagets kreditvärdighet och marknadsförhållanden. För att spreaden ska bli så liten som möjligt skall det emitterande företaget ha god kreditvärdighet, marknaden skall vara gynnsam för företagsobligationer samt att emissionen skall ha låg volym. (Jewell & Livingston, 1998) Altinkihc och Hansen (2000) menar att denna spread

---

## RATING

---

ständigt ökar eftersom investmentbankerna tar ut högre och högre priser för sina tjänster (Altinkihc & Hansen, 2000).

Det finns tre principiella tillvägagångssätt för *underwriting*. Den första är att investmentbankerna garanterar att lånet kommer att placeras på marknaden, *firm commitment*. *Best effort* innebär att de placerar ut emittentens obligationer så gott det går och lämnar tillbaka de som inte blev sålda till emittenten. Den tredje metoden kallas *best effort all or none* och innebär att investmentbankerna placerar obligationerna tills de har fått in ett visst belopp. I det sistnämnda alternativet har dock investmentbankerna ingen skyldighet att placera tills emittenten har fått in den mängd pengar denne behöver. Investmentbankerna marknadsför sedan den emitterande obligationen samt sig själva i finansiell dagspress. Syndikatets medlemmar får sedan inte undanhålla högt efterfrågade obligationer för egen räkning, dock kan de tillåtas att stödköpa obligationer som har en dålig efterfrågan för att stabilisera priset. (Hässel et al., 2001)

### 5. FÖRETAGSPRESENTATIONER

	Assa Abloy			Atlas Copco		Sandvik
	<i>S&amp;P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	<i>S&amp;P</i>	<i>Moody's</i>	<i>S&amp;P</i>
Long-term rating	A-			A-	A3	A+
Outlook	Stable	Stable		Stable	Stable	Stable
Short-term rating	A-2	P-2	F2	A-2	P-2	A-1
Swedish short-term rating	K-1			K-1		K-1

Figur 11: Ratingbetyg, 2004-03-20. (Källa: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.moodys.com](http://www.moodys.com) samt [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com))

#### 5.1 Assa Abloy

Assa Abloy är ett av världens största låsföretag. Koncernen är världsledande tillverkare och leverantör av lås med tillhörande produkter avsedda för säkerhet, utrymning och bekvämlighet. Koncernen bildades 1994 efter att Assa avyttrats från Securitas samt genom förvärvet av finska Abloy. Sedan dess har koncernen expanderat genom en kombination av organisk tillväxt och förvärv. Idag består koncernen av 100 bolag med 30 000 anställda i 40 länder. ([www.assaabloy.se](http://www.assaabloy.se), 2004-04-18)

Bruttoresultatet för 2003 uppgick till 9,467 Mdr SEK. Företagets nettoskuld<sup>13</sup> för 2003 uppgick till 11,871 Mdr SEK. Skulden utgörs till största delen av obligations och certifikatsprogram, samtliga ratade. (Assa Abloy årsredovisning, 2003)

#### 5.2 Atlas Copco

Atlas Copco verkar inom industrisektorn. Bolaget bildades under namnet Atlas 1873 då företaget tillverkade och sålde järnvägsutrustning. Numera utvecklar, tillverkar och marknadsför koncernen pneumatiska verktyg samt produkter för luft- och gaskompression, bergbrytning, lätt entreprenad och demolering, monteringsystem och relaterad service samt maskinuthyrning. Idag bedrivs verksamhet uppdelat på fyra affärsområden; Kompressorteknik, Anläggnings- och Gruvteknik, Industriteknik och Rental Service. Idag är bolaget en global koncern med 26 000 anställda i 14 länder på fyra kontinenter. ([www.atlascopco-group.com](http://www.atlascopco-group.com), 2004-04-19)

---

<sup>13</sup> Räntebärande skulder - likvida medel

---

## FÖRETAGSPRESENTATIONER

---

År 2003 uppgick bruttoresultatet för koncernen till 13,979 Mdr SEK. Företagets nettoskuld 2003 uppgick till 6,352 Mdr SEK. Större delen av skulden består av obligations eller certifikatsprogram, samtliga ratade. (Atlas Copco årsredovisning, 2003)

### **5.3 Sandvik**

Sandvik är en högteknologisk världsledande verkstadskoncern inom framförallt materialteknik. Verksamheten delas upp inom tre områden; verktyg i hårdmetall och snabbstål för metallbearbetning, maskiner och verktyg för bergavverkning respektive rostfria och höglegerade stål, specialmetaller, motståndsmaterial samt processsystem. Bolaget grundades 1862 och har idag 37 000 anställda med representation i 130 länder. (www.sandvik.se, 2004-04-20)

Bruttoresultatet för 2003 uppgick till 15,313 Mdr SEK. Nettoskulden uppgick 2003 till 8,469 Mdr SEK. Merparten av Sandviks skuld består av långfristiga skulder via obligations och certifikatsmarknaden. Samtliga program är ratade. (Sandvik årsredovisning, 2003)

### **5.4 BT Industries**

Företaget är världsledande leverantör av lagertruckar med tillhörande tjänster, med en marknadsandel på cirka 20 % och är helägda av och ingår i Toyota Industries Corporation. Tillhörande tjänster som erbjuds är bland annat olika uthyrningsalternativ samt finansiering av truckar. BT-koncernen innefattas av 64 dotterbolag och 16 intresseföretag med spridning över hela världen. De huvudsakliga kunderna är konsumentorienterade företag. Företaget har 8000 anställda. (BT Industries årsredovisning, 2003)

Bruttoresultatet uppgick 2003 till 3,247 Mdr SEK, nettoskulden till 2,798 Mdr SEK. Huvuddelen av finansiering sker via syndikerade banklån<sup>14</sup>. (BT Industries årsredovisning, 2003) BT Industries har en oratad utomstående obligation sedan 2000 (Reuters, 2004-04-27).

### **5.5 Trelleborg**

Trelleborg, grundat 1905, är en global industrikoncern med verksamhet i cirka 40 länder och huvudkontor i Sverige. Företaget arbetar med

---

<sup>14</sup> Flertalet banker agerar långgivare med samma villkor, under ett gemensamt kontrakt

---

## FÖRETAGSPRESENTATIONER

---

polymerteknologi och erbjuder produkter såsom olika flödessystem, solida industridäck och antivibrationsprodukter samt kringliggande tjänster. Trelleborg är idag ledande leverantör av AVS i Europa. Företaget har i dag omkring 21 600 anställda (Trelleborg årsredovisning, 2003)

Företagets bruttoresultat 2003 uppgick till 4,288 Mdr SEK, nettoskulden till 8,806 Mdr SEK. 2003 gjorde företaget stora strategiska förvärv, som innebar stora upplåningar. Företagets skulder är i huvudsak långfristiga. Dessa består till största del av syndikerade banklån. (Trelleborg årsredovisning, 2003)

### **5.6 Swedbank Markets**

Swedbank Markets är koncernen Föreningssparbankens investmentbank och har bland annat värdepappershandel, *corporate finance*, *merchant banking*, samt ränte- och valutahandel som arbetsområden. (Föreningssparbanken årsredovisning, 2003)

Koncernens styrelse ger riktlinjer för hanteringen av finansiella risker. Dessa riktlinjer bevakas av en central kreditkommitté som de lokala affärsenheterna rapporterar till. Dessutom finns också en finanskommitté som fördelar och övervakar de riskmandat som är utdelade av styrelsen. Tradingkommittén fördelar sedan riskmandaten inom Swedbank. (Föreningssparbanken årsredovisning, 2003)

### **5.7 Nordea**

Företaget är den ledande finansiella servicegruppen i Norden. På den nordiska finansmarknaden verkar de inom kapitalförvaltning med en kapitalbas på 113 Mdr EUR. *Group Treasury* ansvarar för investeringsportföljen som har ungefär lika delar av räntebärande instrument, aktier och *group funding*.

År 2003 dominerades av investeringar i räntebärande instrument (97%). Avdelningen ansvarar också för Nordeas pensionsfonders riskhantering och strävar efter att investerandet ska vara kostnadseffektivt samt ska skall innehålla flera marknader, flera emittenter och flera valutor. (Nordea årsredovisning, 2003)

### ***5.8 Fjärde AP-fonden***

Denna fond är en av sju oberoende statliga myndigheter som har till uppdrag att förvalta fondmedel till nytta för försäkringen för inkomstgrundande ålderspension. Risknivån i fondens placeringar skall vara låg. Portföljen bestod 2003 av 42.5% globala aktier, 37.5% räntebärande tillgångar samt 20% svenska aktier. Det sammanlagda fondkapitalet uppgick samma år till 135,5 Mdr SEK. ([www.ap4.se](http://www.ap4.se))

Placeringsreglerna, som fastställs av riskdagen trädde i kraft 1 januari 2001, innebär bland annat att minst 30% av fondens tillgångar skall placeras i räntebärande papper med låg kredit- och likviditetsrisk samt att maximalt 5% av fondens tillgångar får placeras i onoterade värdepapper. ([www.ap4.se](http://www.ap4.se))



## 6. EMPIRI

Nedan följer en reproduktion av vad respondenterna inom respektive undersökningsgrupp svarat. För att visa på vilka företag som svarat vad utan att utsätta dem för direkt exponering ersätts företagets namn med en grekisk bokstav. Alfa, Beta och Gamma används för företag inom kategorin ratade företag, Delta och Epsilon för de oratade företagen samt Zeta, Eta och Theta för investerarna/mellanhänderna.

### 6.1 *Ratade företag*

#### 6.1.1 **Rating och dess betydelse på olika marknader**

Beroende på vilka marknader som företagen ämnar utfärda obligationer på har ratingen olika betydelse. Framförallt är ratingen viktig eller ett krav från investerare i USA. Detta menar respondenterna beror på att obligationsmarknaden i USA är större och mer utvecklad. Ratingen har därmed kommit att bli en del i processen med att utfärda obligationer. Alfa och Gamma menar att svenska företag inte är lika kända utomlands varvid ratingen hjälper dem att få en nödvändig kvalitetsstämpel.

Då kreditmarknaden är internationell får betygen som de internationella ratinginstituten ger stor vikt även i Sverige. Ur svenskt investeringsperspektiv tror dock respondenterna att ratingen har mindre betydelse då många av de företag med svenskanknytning som emitterar, är välkända hos svenska investerare. K-skalan menar Alfa alltmer spelat ut sin roll i och med att det finns en internationell skala som fyller samma funktion. Gamma ser skalan som tämligen värdelös på det sättet som den används i Sverige eftersom endast företagen med betyget K-1 har tillgång till företagscertifikatsmarknaden.

Företagen finner rating nödvändigt när företaget har ett upplåningsbehov som enbart kan tillfredställas på den publika marknaden. Inom ramen för upplåningen på de internationella marknaderna finns det dock olika krav för hur respektive företags rating ska se ut. Alfa och Beta menar att främst investerare på den amerikanska marknaden kräver rating av flera ratinginstitut. Gällande den europeiska och svenska marknaden menar Alfa att det i vissa fall kan gå bra utan dessa ratings, eller att kravet på att vara ratat av flera ratinginstitut inte är lika strikt som på den amerikanska marknaden. Typen av skuldinstrument är också avgörande för vilka krav

marknaden ställer på låntagaren gällande rating. Beta har obligationsprogram utfärdade på både den amerikanska och europeiska marknaden. Samtliga obligationsprogram är ratade av både S&P och Moody's. Gamma som har obligationsprogram utfärdade på den svenska och europeiska marknaden har dock endast en rating. Skillnader som upplevs mellan de olika marknaderna är bland annat att den amerikanska marknaden är mer sifferstyrd än den svenska.

Den generella uppfattningen bland respondenterna är att den europeiska och svenska marknaden för obligationer kommer att växa, därmed också ratingens betydelse. Respondenterna tror även att dessa marknader kommer att närma sig den amerikanska.

### **6.1.2 Ratingens inverkan vid emission**

För samtliga respondenter är den absolut mest centrala anledningen till att skaffa rating möjligheten att tillgå obligationsmarknaden, vilket medför att en större investerarbas kan nås. Därmed kan även större volymer kapital emitteras. För att få tillgång till dessa fungerar affärsbanker som mellanhand och kvoterar ett visst antal räntepunkter beroende på typ och storlek av emission. Alfa menar att kostnaderna för att anskaffa rating och bankernas avgifter därmed blir legitima. Alfa pekar på att den publika marknaden ofta kräver en eller flera ratings för att överhuvudtaget ta investeringsmöjligheten i beaktande. Därför är det svårt att direkt mäta skillnader i de räntor som marknaden prissätter till (med eller utan rating), eftersom investerarna enbart prissätter det förstnämnda alternativet. Alfas uppfattning är att ratingen ger marginellt billigare upplåningskostnader, men medger att de inte räknat ingående på detta. Beta säger sig fått ner upplåningskostnaderna genom att anskaffa en rating, samt att det är enkelt att räkna på detta. För Gammas del blir upplåningskostnaden lägre vid ett starkt betyg, jämfört med ett svagt samtidigt som ratingen medför att emittering sker enklare. Alfa understryker att ett visst betyg per automatik inte innebär att emission sker till en viss ränta. Detta betyder också att företagen inte fullt ut kan förutsäga till vilken ränta de kan emittera, då investerarna prissätter obligationerna var för sig. Företag med samma rating kan således möta olika krav från marknaden. Ratingen får därmed funktionen som en vägledning till emittenterna inom vilket spann marknaden troligen väljer att prissätta obligationen eller certifikatet, påpekar Alfa.

### **Emission ej förestående**

Företagen menar att ratingen kan ha en viss nytta i andra sammanhang än vid emittering. Enligt Gamma kan ratingen exempelvis förmedlas när företaget kommunicerar med omvärlden och fungera som en extern och intern kvalitetsstämpel. Företag ser inte att ratingen har någon större effekt i marknadsföringssyfte, annat som en del i en helhet menar Gamma. Enligt denne finns det egentligen ingen anledning att skaffa rating om det inte görs i anslutning till emission. Undantaget från detta skulle möjligen vara om företaget innehar en rating sedan tidigare och att det kan vara enklare att behålla denna tills vidare. Samtliga respondenter menar att ratingens eventuella påverkan på aktiepriset inte ses som anledning att rata sig.

Alfa menar att det kan finnas en anledning att inneha en så kallad *issuer credit rating*, även om de inte har några obligationsprogram utfärdade. Anledningen till detta skulle vara att företaget vid snabb affär lättare skulle kunna anskaffa önskat kapital på kapitalmarknaden. Detta eftersom investerarna har inblick i företagets finansiella status samtidigt som ratingprocessen ej behöver genomföras grundligt igen, utan enbart med avseende på det kommande programmet. Alfa beskriver att eventuella skillnader mellan *issuer credit rating* och rating på respektive obligation eller obligationsprogram är mycket sällsynt. Detta medför att en *issuer credit rating* bör avspegla ratingen på kommande emission.

### **6.1.3 Finansieringsformer**

Val av finansieringsform tror de ratade företagen är anledningen till att andra företag väljer att inte köpa en rating. Respondenterna anser att det inte finns någon anledning att anskaffa rating om inte finansieringsformen kräver detta.

Gamma och Beta använder flertalet finansieringsformer för att uppnå önskade diversifieringseffekter. Lägst finansieringskostnad har normalt sätt företagscertifikaten menar Gamma. Vid finansiering via bank och företagsobligationer är löptiden och räntebindningstiden avgörande för räntekostnaden. Kostnaderna för de båda alternativen är enligt Gamma inte dramatiskt olika. En skillnad är dock att bankerna vanligtvis inte erbjuder banklån med längre löptider än ett år, varför andra finansieringsformer tas i beaktande om företaget önskar finansiering med längre löptid. Gällande kreditmarginaler menar Gamma att finansierarna grovt sätt ökar den med

0,1 procent per år, det vill säga ett femårigt lån har 0,5 procent högre kreditmarginal än ett ettårigt lån.

Alternativ till finansiering som företagen använder sig av utöver emittering på den publika marknaden är *private placement*. Företagets affärsbanker fungerar då som en mellanhand mot specifika investerare som kan tänkas vara intresserade. Utifrån investerarbasen som bankerna tillhandahåller söker emittenten upp potentiella investerare för att ”sälja” emissionen. Här kan företagen komma undan ratingen, eftersom en tätare kontakt knyts med långgivaren. *Private placement* förekommer då volymen på det emitterade beloppet är mindre. Beta ser det som troligt att även finansiering via denna finansieringsform kan vara billigare än att vända sig till den publika marknaden.

I Gammas fall innebär *private placement* lån hos finansiella institutioner utanför banksektorn, utan inblandning av mellanhänder. Gammas motiv till att finansiera sig genom *private placement* är att uppnå diversifieringseffekter. Upplåningsformen möjliggör också att lånevillkoren och amorteringsplanen kan skräddarsys efter parternas behov. Även lindrigare dokumentationskrav som en följd av etablerad direktkontakt med finansiären är en viktig aspekt som *private placement* medför enligt Gamma.

### 6.1.4 Ratingens dynamik

Gamma betonar att det för dem är viktigt att inneha ett starkt kreditbetyg för att främja den finansiella flexibiliteten. Denne pekar på att betyget skall vara satt på sådana grunder att normala konjunkturcykler inrymmes. Betyget skall alltså inte förändras alltför lättvindigt. Beta påpekar att de själva styr över sitt eget ratingbetyg. Deras betyg förändras inte om de själva inte har gjort något som motiverar detta. En förändring av betyget kommer därför aldrig som en överraskning. En hypotetisk förändring som sker utan företagets vetskap skulle bero på dålig kommunikation mellan företaget och ratinginstituten hävdar Beta. Sådana förändringar kan få stora konsekvenser. Alfa och Beta framhåller också att de historiskt sett har haft bra och stabila betyg, varför detta aldrig utgjort något problem.

### De enskilda betygens innebörder

Gränsen för huruvida en obligation klassas som *investment grade* eller *speculative grade* är viktig för de tillfrågade företagen. Samtliga respondenter innehar och har haft bra och stabila betyg, A- till A+, vilket klassas som *investment grade*.

En hypotetisk sänkning av respektive bolags betyg till *speculative grade* ser samtliga företag som allvarligt, eftersom tillgången till de publika kapitalmarknaderna försvinner eller begränsas mycket starkt samt ger dramatiskt högre räntekostnad. Gamma poängterar att en sådan dramatisk förändring förutsätter stora förändringar i företaget eller omvärlden, vilket skulle medföra helt andra förutsättningar för företaget och dess konkurrenter. För Alfas del skulle följden bli att tillgången till den amerikanska certifikatmarknaden försvinner, vilket kan ge allvarliga konsekvenser. Denne ser också att det spelar stor roll vilket betyg företaget har inom spannet *investment grade*. Små förändringar inom respektive betyg har dock ingen större betydelse, exempelvis från A till A-. Att däremot bli nedgraderad från A- till BBB ses som mycket negativt då företaget närmar sig spannet *speculative grade*. Alfa förklarar att ratingen inte får hindra företaget från att inta nya strategiska positioner. Vid exempelvis ett större förvärv har förväntad förändring av ratingbetyget tagits med i beräkningen. Betygsförändring accepteras om affären som helhet ger såna positiva effekter trots att upplåningskostnaderna ökar som en följd av nedgradering. Dock skulle affären aldrig genomföras om betyget nedgraderas från *investment grade* till *speculative grade* poängterar Alfa. Rating ses inte som en enskild variabel. I stället ses ratingen som en del i en större helhet i företagets affärsverksamhet. Eventuell förändring av ratingbetyget betraktas som en effekt av affärsverksamhet, ratingen som sådan styr alltså inte affärsverksamheten.

Alfa påpekar att förändringar i ratingbetyget även kan få inverkan på investerare. En uppgradering kan innebära att företaget hamnar i en ny eller flera kategorier hos investerare som har rating som ett urvalskriterium. Det finns även en hypotetisk risk att företag kan ägna sig åt *rate shopping*. Enligt Alfa skulle dock marknaden avslöja detta och inte låta det påverka prissättningen.

### **6.1.5 Affärsrelation med ratinginstituten**

De ratade företagen är i stort sätt nöjda med ratinginstituten. De finner servicen ratinginstituten ger som mycket god. Samtliga respondenter ser ratinginstituten som oberoende med en god bedömningsförmåga. Gällande ratinginstitutens kännedom och kunskap i respektive företag, bransch och marknad tycker de ratade företagen att ratinginstituten är väl insatta. Ratinginstituten anses uppdatera betygen acceptabelt snabbt även om det alltid kan göras fortare menar Alfa och Gamma. Betygen som företagen

erhållit är de nöjda med, de speglar företagets finansiella ställning, och de finner ingen anledning att ifrågasätta dessa. Företagen menar att ratinginstituten i stort är duktiga analytiker som har förståelse för konjunktur- och affärsutveckling. Ett underbetyg ges åt instituten i de fall företagens kreditbetyg sänks flera steg på en gång, då betyget inte till fullo inkluderat framtidsscenario menar Gamma. Analysen har då inte fullt ut inkluderat bolagsspecifika och konjunkturmässiga framtida risker. Bolagen beskriver kontakten med ratinginstituten som nära, god och relativt ingående. I genomsnitt två gånger per år möts representanter från ratinginstituten och bolagen. Utöver detta finns en kontinuerlig kontakt där båda parter underrättar varandra gällande nuvarande och kommande händelser. Företagen menar att en god kontakt med ratinginstituten är av ömsesidiga intressen för båda parter. Alfa ser en fördel i att S&P har kontor i Stockholm och menar att de har något större förtroende för dem. Anledningen till detta är faktorer som att kommunikationen sker på svenska samt att de har bättre insikt gällande de svenskrelaterade företagen och den svenska marknaden.

## **6.2 Oratade företag**

### **6.2.1 Rating och dess betydelse på olika marknader**

Anledningen till att företagen inte innehar någon rating är att de klarar sina upplåningsbehov utan rating. Upplåningen sker utanför obligationsmarknaden, där extern rating inte är något krav från långivarna. Ratingen är ofta ett krav för att emittera obligationer främst på de globala obligationsmarknaderna förklarar Delta och Epsilon. Utöver kraven anser sig bolagen ha tillräcklig information angående rating för att fatta ett korrekt beslut ifall en rating skall införskaffas eller ej.

Bolagen ser det som troligt att marknaden för obligationer kommer att bibehållas på nuvarande nivå eller växa. Epsilon ser det naturligt att både den svenska och europeiska marknaden kommer att följa den amerikanska utvecklingen där marknaden vuxit och blivit allt större. Epsilon tror att en anledning till detta är att finansiering via bank kommer att bli dyrare, eftersom bankerna i större utsträckning vill fokusera på intjäning via förmedling i stället för att agera långgivare och påpekar att det i USA förhåller sig på detta vis. Epsilon menar också att de rådande låga ränteläget kan innebära att fler ränteinvestorer vänder sig till obligationsmarknaderna för att söka högre avkastning. En mer likvid marknad, menar Epsilon, leder till

en bättre prissättning även på obligationer med mycket höga samt låga betyg då fler aktörer innebär att handeln ökar utmed hela ratingskalan.

### 6.2.2 Företagens upplåning

Företagen framhåller att det inte finns någon anledning att låna på obligationsmarknaden om finansiering kan ske via bankmarknaden. Då företagen kan låna via bank utan rating finns heller ingen anledning för dem att anskaffa en sådan. Delta och Epsilon förklarar att deras upplåning via bankmarknaden är billigare än upplåning via obligationsmarknaden. Att företag trots allt väljer finansiering via obligationsmarknaden menar de beror på att bankerna inte kan tillfredställa lånebehovet. Bolagen är medvetna om att de skulle bli tvungna att emittera på obligationsmarknaden om det skulle bli nödvändigt att göra en större upplåning. Delta pekar också på att obligationsmarknaden erbjuder fördelar som bankmarknaden inte har. Exempelvis menar denne att det är enklare att göra upplåning med speciella löptider. Epsilon säger att obligationsmarknaden är att föredra då företag snabbt vill emittera stora volymer med udda löptider. Obligationsmarknaden erbjuder också en större investerarbass, vilket kan vara motiv för företag som vill ha flertalet investerare för att uppnå diversifieringseffekt. Epsilon påpekar att de är mycket flexibla mot investerarna gällande löptider. Efterfrågar en investerare exempelvis en specifik löptid på ett skuldinstrument är de villiga att tillmötesgå detta. För Epsilon är det kostnaden, snarare än löptiden som är det centrala vid upplåning. Vill de justera sina finansiella åtaganden, exempelvis löptiden, regleras detta på andra marknader, bland annat swapmarknaden.

Epsilon ser ratingen som en del i att utfärda obligationer. Skall företaget utfärda exempelvis ett *ECP*<sup>15</sup> innebär det i stort sätt per automatik att en rating anskaffas. På samma sätt behövs ingen rating om företaget beslutar sig för att emittera särskilda certifikatsprogram i ett enskilt land, så kallade domestika certifikatsprogram. Anskaffandet av rating ser Epsilon som en del av processen att emittera. Val huruvida rating skall skaffas eller ej, görs efter att företaget bestämt vilken typ av skuldinstrument som skall utfärdas och på vilken marknad. Delta ser också att rating kan köpas om det billigaste och mest förmånliga finansieringsalternativet kräver det. Delta och Epsilon ser ratingen som en del i en affärsrelation. Kapitalbehov, relation till potentiella investerare, tillgång till marknad samt kontakt med bankrelationer kan många gånger vara av större vikt än en rating påpekar Epsilon.

---

<sup>15</sup> European Commercial Paper

Att ge sig utanför bankmarknaden innebär inte per automatik att rating inhandlas tror Delta och Epsilon. Delta menar att *private placement* nödvändigtvis inte kräver en rating. Att göra upplåning genom denna metod kan många gånger vara ett bättre alternativ, då det inte ses som alltför positivt att låna upp stora volymer på den publika obligationsmarknaden poängterar Delta. Dessutom finns det möjligheter att låna upp kapital på *private placement* marknaden utan rating, såväl lokalt som globalt.

### **Emission ej förestående**

Huruvida en rating skulle medföra andra effekter, förutom tillgång till obligationsmarknad, anser Delta att dessa effekter skulle vara marginella och endast fungera som signaleffekt. En bra rating kan utgöra en kvalitetsstämpel och möjligen ha viss betydelse för övriga intressenter som kunder och leverantörer. Delta har däremot svårt att bedöma hur stor denna betydelse skulle kunna vara. Även Epsilon ser att ratingen kan medföra att företagets synlighet på marknaden ökar. Samtidigt menar Delta och Epsilon att innehav av rating innebär att tid och resurser tas ifrån företagsledning.

### **Ägarstrukturens inverkan vid finansiering**

Epsilon har vid finansiering kunnat få mycket bra lånevillkor trots att de inte varit ratade i och med att moderbolaget har en mycket bra rating, och att de står som garant. Även andra aspekter såsom ägarförhållanden, ledning och historia kan vara av stor betydelse ur kreditvärderingsperspektiv betonar Epsilon.

### **6.2.3 Rating och investerare**

De tillfrågade företagen tror sig se att ratingen har betydelse för investerare. Epsilon gör skillnad på små och stora investerare. De stora investerarna gör egna bedömningar för att mäta risk, men samtidigt har de också mandat de måste förhålla sig till. Små investerare däremot har inte lika stora resurser, är känsligare för risk och litar mer på sin bank. Samtidigt menar Epsilon att svenska placerare är dåliga på att bedöma risk. Bankerna försöker alltmer lära placerarna att mäta risk för att dessa ska få bättre avkastning.

Epsilon uppfattar att bankernas resonemang tyder på att investerare ofta likställer oratade företag med hög risk. Om en investerare har mandat eller mål att högst inneha 10 % i högriskobligationer, inkluderar dessa 10 % ratade företag med hög risk men också oratade företag, oavsett risk. Risken



för Epsilon är att investerare kan missa deras obligationer på grund av att de inte är ratade, eftersom de befinner sig i den senare kategorin.

### **6.2.4 Affärsrelation med ratinginstituten**

Epsilon erbjuds tämligen ofta av ratinginstituten att köpa deras tjänster, det vill säga en rating. Även bankerna vill att Epsilon skall anskaffa en rating. Bankernas motiv skulle enligt Epsilon vara att de slutgiltiga investerarna via banken efterfrågar det. Delta däremot erbjuds sällan ratinginstitutens tjänster. Däremot erbjuder bankerna ofta att förmedla företaget till ratinginstituten för att förstärka affärsrelationen. Delta menar att ratinginstituten inte kan ses som oberoende. Enligt denne lever ratinginstituten i en symbiotisk relation med investerarna och bankerna eftersom dessa drar nytta av ratingen i riskbedömnings syfte samtidigt som de emitterande företagen betalar för betyget. I stället borde investerarna och bankerna betala ratinginstituten, eftersom det är de som efterfrågar ratingen. Samtidigt anser Delta att ratinginstituten har mycket bra förmåga att bedöma företagen, bransch och marknad. Det är mycket viktigt att bedömningen är korrekt eftersom ratingbetyget har mycket stor betydelse vid prissättning på obligationsmarknaden menar Delta. Epsilon har svårt att avgöra huruvida analytiker på ratinginstituten är duktiga eller ej.

Epsilon påpekar att ratinginstituten har uppsatta krav för de olika ratingbetygen. Epsilon resonerar i termer av att det är viktigt att dessa krav kompletteras med analys av mjukare faktorer som exempelvis varumärke, distributionskanaler, konkurrenter och produktutveckling. Detta eftersom balansräkningar kan friseras på många olika sätt. Båda företagen exemplifierar fall som Enron där ratinginstituten har misslyckats i sin bedömning.

Bolagen har ej varit oombett ratade så vitt de vet. Epsilon förklarar att om så vore fallet skulle företagens banker med största sannolikhet veta om det och därmed informera företaget.

## **6.3 Investerare samt mellanhänder**

### **6.3.1 Rating och dess betydelse på olika marknader**

Zeta poängterar att ratingen blir mer betydelsefull då företag ska emittera internationellt. Detta eftersom internationella investerare tenderar att veta mindre om svenskrelaterade företag än de nationella aktörerna. Samtidigt

anses det fullt rimligt att skaffa en rating även om syftet är att enbart låna nationellt. Att företagen vänder sig internationellt beror ofta på att de behöver låna stora mängder kapital, som inte kan täckas på den nationella marknaden. En annan orsak till internationell upplåning är möjlighet till diversifiering.

I de fall företag har ett väldigt känt varumärke ser Theta att det nödvändigtvis inte behövs rating för upplåning på obligationsmarknaden. Detta eftersom många investerare redan har blivit bekväma med att investera i detta företag och att förtroende redan finns på marknaden. Det som då drabbar företag utan rating är att många investerare inte kan placera i dessa instrument på grund av sina mandat. Zeta anser att om ett stort företag inte har en rating indikerar det ofta att de är *speculative* och att det prissätts som sådant.

Samtliga respondenter tror att såväl marknaden för obligationer samt ratinginstitutens inverkan och utbredning kommer att bibehållas eller tillta i framtiden. Enligt Eta beror detta på flertalet anledningar. En av dessa är att ratingen får allt större betydelse i placerares mandat alternativt i föreskrifter och lagar. Zeta pekar istället på betydelsen av EMU samt att företag allt mindre finansierar sig via aktiemarknaden. Den stora volatilitet som under de senare åren visat sig på aktiemarknaden har lett till att investerare söker mer säkra placeringar och placerar då i räntemarknaden. Zeta menar att trenden är att vilja investera i instrument som är mindre riskfyllda än aktier samtidigt som de ger högre avkastning än statsobligationer. Därför blir företagsobligationer ett bra alternativ. Theta betonar derivatmarknadens betydelse för obligationsmarknaden, eftersom denna bland annat verkar för att sprida risker. Theta ser att marknaden är på väg in i en mognadsfas. Indicier som stödjer detta är att marknaden inte längre är beroende av fåtalet större aktörer. Både emittenter och investerare har blivit mer bekväma med att arbeta med de obligationer som marknaden erbjuder.

Marknaden för *speculative bonds* i Europa anser Theta och Eta vara i sitt barndomsstadium. Detta innebär att det ännu inte är någon större handel med dessa instrument. Samtliga respondenter finner att aktörerna kommer att bli alltmer bekanta med dessa instrument i framtiden. Eta anser att en av anledningarna till detta är att investerare fortsätter att placera i instrument hos företag som har blivit nedgraderade eftersom de har blivit bekväma med detta. Theta påpekar dock att det tar tid för investerare att bli bekanta med

volatiliteten som *junk bonds* innebär. Samtidigt drivs utvecklingen mot att allt fler företag initialt ratar sig som *speculative*, för att senare köpa tillbaka dessa instrument och emittera på nytt, till en lägre ränta.

### 6.3.2 Ratingens betydelse för emittenter

Det största incitamentet för emittent att bli ratad anser Theta och Eta är tillgången till en stor kapitalmarknad, medan Zeta anser att en billigare upplåning är den viktigaste faktorn. Andra effekter som Theta och Eta menar har samband med rating är eventuellt bättre villkor för banklån. Eta betonar också den diversifieringseffekt som kan uppnås via tillgången till obligationsmarknaden. Denne pekar även på bättre förhandlingsposition med leverantörer och kunder. Zeta och Eta anser också att företagets synlighet på marknaden påverkas positivt samt att det snabbt går att få tillgång till kapital via obligationsmarknaden som kan vara betydelsefullt vid exempelvis fusioner. Respondenterna tror inte att ratingen har någon påverkan på aktiepriset, samt att denna aspekt inte utgör ett incitament till att anskaffa rating.

### 6.3.3 Ratingens inverkan vid investering

Då Eta och Zeta primärt agerar som mellanhänder tas inte egna positioner i större utsträckning. För de positioner som dock tas finns det klara limiter och det är via dessa som ratingen direkt eller indirekt påverkar investeringsbesluten. För Theta och Zeta finns ett direkt samband mellan högre rating och det belopp som kan investeras i detta skuldinstrument. Eta och Theta menar att det framförallt är gränsen mellan *investment grade* och *speculative grade* som är viktigt, då de flesta investerarna har mandat som enbart tillåter att investera i obligationer betygssatta såsom *investment grade*. För Zeta blir ratingen framförallt viktig i avseendet att kunderna lägger stor vikt vid den. Den egna analysen är av stor vikt när investeringsbeslutet tas, även om analysen många gånger är i linje med den analys som ratinginstitutet gjort, som föranledde obligationens betyg. Detta innebär att ratingen får en indirekt men stor påverkan vid investeringsbeslut, eftersom analyserna ofta överensstämmer med varandra. Viktigt för samtliga respondenter är också att det inte investeras för mycket i ett och samma instrument, alternativt företag, eftersom riskerna måste spridas för att uppnå god diversifieringseffekt. Theta påpekar också löptidens betydelse. Ju kortare löptid, allt annat lika, desto större placeringar kan göras.

För Theta finns ett direkt samband mellan rating och placering eftersom deras mandat enbart tillåter investeringar i betyget A och högre. Om en nedgradering inträffar, till *speculative bond*, måste innehavet reduceras eller säljas. Tidsperioden då skuldinstrumentet ska säljas, alternativt minskas i innehav, efter nedgradering är inte definierat vilket innebär att det egna omdömet får påverka för att minimera förlusterna. Samma respondent har också som mandat att enbart investera i de skuldinstrument som har stabila utsikter samt är ratat av två av de tre största ratinginstituten<sup>16</sup>. Theta är den enda respondenten med direkta mandat som enbart tillåter placeringar inom delar av *investment grade*, medan Eta och Zeta inte har sådana specifika placeringsregler. Eta poängterar att det inte handlar om traditionell investeringsbedömning i det avseendet att de ska hålla obligationen till förfall. Målet är istället att få hög likviditet på de papper som ingår i portföljen och att därmed investera i likvida instrument som snabbt kan omsättas på marknaden. En högre rating tillåter generellt sett en högre limit men att detta nödvändigtvis inte innebär att större placeringar kommer att göras i detta instrument.

### 6.3.4 Ratingens betydelse för den egna kreditbedömningen

Alla respondenter gör någon sorts kreditbedömning, men de skiljer sig åt i omfattning och tillvägagångssätt. Eta och Zeta poängterar att det görs en mer omfattande kreditbedömning vid de tillfällena då emittenten är oratad samt om den tilltänkta affären är av större omfattning. De anser att egen analys är viktigt i flera avseenden. Dels för att se hur deras uppfattning stämmer överens med ratinginstitutens, dels för att deras kunder ska kunna jämföra deras betyg med ratinginstitutens samt i allmänhet för att få en uppfattning om det emitterande bolaget. Theta gör ingen kreditbedömning i det avseendet att de sätter ett eget betyg, dock bildas en egen uppfattning genom att studera företaget. De litar på att ratinginstituten har gjort en bra bedömning och gör av denna anledning ingen egen djupare analys.

Den betygsskala som Eta och Zeta använder vid kreditvärdering är samma som den ratinginstituten använder. Eta menar att det inte finns någon anledning att använda egen skala. På samma sätt skiljer sig inte den process eller metod som Eta och Zeta använder då de kreditbedömer företag nämnvärt från ratinginstitutens. Zeta belyser dock att lokala avvikelser mellan olika kreditanalytiker är vanliga. Dessutom poängteras att kreditvärderingen varierar beroende på vilket företag som analyseras, samt i

---

<sup>16</sup> S&P, Moody's samt Fitch

vilken bransch denne verkar. Eta och Zeta menar att metod och analysvariabler är viktiga att efterlikna för att kunna förutse ratinginstitutens betygsförändringar, då dessa har en avgörande betydelse för prissättningen av obligationer. Den största skillnaden mellan deras och ratinginstitutens kreditvärdering, menar Zeta är att de enbart får tillgång till publik information och att detta talar för att ratinginstitutens analyser borde vara bättre. Zeta anser även att de mjuka variablerna är svårast att efterlikna. Nyckeltal är enklare att tolka, medan det är svårare att bedöma ledningens prestation, strategi et cetera. Theta menar att en mycket viktig variabel är hur ledningen prioriterar ratingen. Om dessa medvetet väljer att genomgå en stor affär som kommer att påverka ratingen negativt, ses detta som en negativ aspekt.

Någon statistisk bedömning har inte Eta och Zeta gjort med avseende på huruvida deras bedömning korrelerar med ratinginstitutens. Eta pekar på att ingen systematisk avvikelse förekommer och att avvikelserna inte är ovanligare än att det skiljer sig åt mellan S&P och Moody's. Både Eta och Zeta säger att betygen väldigt sällan skiljer sig åt. Inte heller Theta kan estimeras korrelationer då de inte utför en egen betygssättning.

### **6.3.5 Ratingens dynamik**

Alla respondenter ser frekventa förändringar hos ett kreditbetyg som en negativ egenskap då detta visar en osäkerhet i de framtida betalningsflödena. Eta och Theta menar att ofta förekommande förändringar är negativt på grund av att de oftast sker i fel riktning, det vill säga nedgradering. Theta påpekar att sådana nedgraderingar ofta innebär att investerarna måste avyttra eller minska andelen av instrumentet i sin portfölj. Eta och Theta pekar på att ofta förekommande och/eller stora förändringar enbart har betydelse om de icke är förväntade. Om betygsförändringen är förväntad har redan marknadspriserna justerats efter detta vilket innebär att när ratingförändringen väl kommer, sker ingen större förändring av priset. Enligt Eta innebär detta att priset på skuldinstrumentet är en bättre indikator på emittentens kreditvärdighet än själva kreditbetyget. Det bör dock betonas att icke förväntade förändringar är sällsynta. Theta gör gällande att det emitterande företags namn är väldigt viktigt i detta avseende. Om företaget har ett etablerat namn som investerare är bekväma att investera i, spelar en nedgradering en mindre roll för prissättningen.

Stabilitet ses av samtliga respondenter som en positiv egenskap hos ett kreditbetyg. Zeta påstår att ett stabilt kreditbetyg innebär att företaget inte påverkas starkt av cykliska variationer, vilket är mycket positivt. Samma respondent gör gällande att ägare av obligationer inte kan dra samma nytta av topparna av intjäning på samma sätt som exempelvis aktieägare, då obligationspris till skillnad från aktiepris primärt ändras vid förändringar i kreditbetyg. Eta ser ett stabilt BBB+ som bättre kreditvärdighet än ett betyg som pendlar mellan A och BBB. Ett stabilt betyg i vissa fall kan ses som negativt då det kan minska den finansiella flexibiliteten. Theta tillägger att obligationer med stabila betyg, så kallade *bond friendly* är mycket viktiga i investerarens portföljer eftersom stabiliteten är ett tecken på att emittenten har fokus på att reducera och vårda skulden, det vill säga att obligationsinnehavaren prioriteras i företagets strategi.

### **Kreditbetygens enskilda vikt**

För Zetas del finns det inte något uppenbart syfte med att initialt erhålla betyg inom kategorin *speculative grade*, eftersom bolaget då skulle få betala samma ränta som om de vore oratade. Vidare menar Zeta att de flesta företag har avsikten att erhålla minst betyget BBB på grund av att BBB-prissätts av marknaden som *speculative bond* trots att de är inom *investment grade*. De företag som verkar på den svenska marknaden och har *speculative grade*, menar Zeta har fått sina betyg nedgraderade.

Theta anser att de enskilda betygen inom respektive kategori är av mycket stor betydelse både för emittent och investerare. För emittenten kan de olika betygen ha en stor betydelse för utlåningsräntan medan betydelsen för investerarna framförallt handlar om investeringen inrymmes under det mandat de måste placera efter. Theta poängterar att det inte räcker att enbart erhålla *investment grade* eftersom investerarna gör komparativa analyser mellan de olika företagen som delvis baseras på de enskilda betygen. Samtliga respondenter betonar att den största räntedifferensen gäller för steget mellan *investment grade* och *speculative grade*. Dessutom förekommer även skillnader i räntedifferenser inom de olika betygen. Exempel beskriver Theta att räntedifferensen är större inom betyget BBB än A, på grund av den högre heterogenitet som råder mellan företagen inom BBB kategorin.

Enligt Eta är hela ratingskalan intressant för investerare eftersom investeringen baseras på en avvägning mellan risk och avkastning. Denna

avvägning gäller främst för företag inom *investment grade* eftersom de andra faller bort i många placeringsreglementen.

Följd av att placering hamnar i *creditwatch* är att instrumentets pris direkt justeras efter vad riktningen visar, såvida inte placeringen i *creditwatch* redan är diskonterad menar Zeta. Utsikterna beskriver en långsiktig prognos över ratingens riktning. Det finns fall där företag har haft positiva eller negativa utsikter flera år, så det behöver inte indikera en förändring. Gällande prissättningen kan utsikterna ha en viss betydelse i det avseendet att om en obligation har BBB+ med negativ utsikt, så prissätts instrumentet snarare som BBB än A-.

### 6.3.6 Affärsrelation med ratinginstituten

För Zeta och Theta är oberoende är en mycket viktig faktor gällande förtroendet till ratinginstituten. Theta anser att förtroendekapitalet är avgörande för ratinginstitutens existens. Zeta och Theta finner att det är av yttersta vikt att investerarna kan lita på det betyg som ratinginstituten sätter, vilket förutsätter oberoende. Ett lågt förtroende medför att ratinginstituten inte fyller någon funktion på de finansiella marknaderna. Theta märker även att ratinginstituten starkt agerar för att upprätthålla förtroendet genom att hellre sätta ett för lågt betyg än för högt. Zeta och Theta beskriver ratinginstituten som oberoende och att de besitter en bra bedömningsförmåga. Dock ger inte Zeta ratinginstituten det högsta betyget i den sistnämnda kategorin av den anledningen att *split ratings* ibland uppstår. Eta menar att oberoendet har på senare tiden allt mer ifrågasatts på grund av olika skandaler. Enligt Theta är inte det viktigaste att ratinginstituten gör bra bedömningar. Viktigare är att marknaden justerar prissättningen efter ratingbetygen

Respondenterna tycker att ratinginstituten uppdaterar ratingbetygen tillfredställande fort efter förändringar i företagens omvärld. Zeta och Eta tillägger att det finns en risk att ratinginstituten reagerar för snabbt på ny information och att betygen ändras på basis av spekulationer, då inte tillräckligt genomförda beräkningar har gjorts.

Gällande den K-skala som S&P använder för företagscertifikatmarknaden i Sverige ser Zeta att den har minskat i betydelse. Bakgrunden till detta är enligt Zeta en följd av att K-skalan är kopplad till skalan för företagsobligationer och att dessa inte alltid korrelerar. Därför fyller skalan

inte sin funktion. Samtidigt är K-skalan mycket väl använd i den svenska marknaden poängterar Theta och Eta. Eta pekar på att skalan är inskriven i samtliga placeringspolicys på gott och ont. Det goda kommer av att den är relevant på den svenska marknaden eftersom den är anpassad efter sådana förhållanden, medan det onda kommer av samma kritik som framfördes av Zeta, nämligen att den baseras på en skala som S&P redan har, den internationella skalan för företagsobligationer.

Respondenterna beskriver att förtroendet för ratinginstituten generellt sätt är tämligen lika. Det faktum att S&P är det institut som ratar mest bolag i Sverige resulterar, enligt Eta, i att dess betygsättning har en större påverkan på prissättningen men att detta inte påverkar förtroendet. Zeta ser en fördel i att S&P har kontor i Sverige vilket innebär svenska analytiker, som torde ha bättre insikt i de förhållandena svenskrelaterade företag verkar inom, vilket påverkar förtroendet marginellt.

### 6.3.7 Olika varianter av rating

Samtliga respondenter har erfarit *split ratings*. Eta och Zeta menar också att den egna kreditbedömningen ökar i värde när sådan förekommer. Enligt Eta beror *split ratings* på att ratinginstituten har en skild åsikt i någon speciell kärnfråga, medan Zeta menar att en sådan kan uppstå då något av instituten gjort en felaktig bedömning. Theta anser att betygsskillnaden framförallt beror på att ratinginstituten har skilda uppfattningar angående den bransch det emitterande företaget verkar inom.

Gällande prissättningen anser alla respondenter att de vid en *split ratings* agerar efter det lägre betyget. Eta betonar dock att det är fråga om trend och att marknaden för tillfället prissätter efter det högre. Ett sämre affärsklimat skulle dock innebära att prissättningen går efter det lägsta betyget. Att prissättningen generellt sätt tenderar att följa det lägre betyget, menar Eta beror på att *split ratings* resulterar i att investerare blir misstänksamma och vill vara på den säkra sidan. Av de ratinginstitut som finns är det enligt Zeta framförallt S&P samt Moody's som påverkar prissättningen på den svenska marknaden. Betyg som Fitch utfärdar blir därmed av underordnad betydelse. Eta pekar dock på att efterfråge- och utbudsaspekter är minst lika viktiga för prissättningen.

Då emittenten är ute efter att få tillgång till en stor lånemarknad är det generellt sätt bättre att inneha två ratings än en, oavsett om det ena betyget



---

## EMPIRI

---

är lägre än det andra, anser Theta. Detta eftersom det lägre betyget senare kan uppdateras, vilket inte skulle ha varit en möjlighet om de initialt inte blev ratade av två institut.

Zeta och Eta gör gällande att *rate shopping* inte förekommer i Sverige på grund av att det finns för få ratinginstitut. Dessa poängterar dock att information kring *rate shopping* inte presenteras offentligt av ratinginstituten, varför det är svårt att få bilda sig en uppfattning kring frågan. Samma respondenter menar att eftersom *split ratings* är en förutsättning för *rate shopping*, och att *split ratings* är ovanligt bland företag på den svenska marknaden, torde *rate shopping* vara obefintligt. Ponerat att det förekommer, påverkas inte prissättningen då marknaden genomskådar detta. Theta menar att *rate shopping* förekommer, men att det är synnerligen ovanligt.

Eta hävdar att oombedd rating numera inte förekommer. Anledningen är att detta blev impopulärt bland emittenterna. Denne anser dock att oombedd rating skulle vara uppskattat hos investerare om detta förekom i större utsträckning, då ett sådant betyg skulle tolkas och användas till prissättningen på samma sätt som om emittenten skulle vara ratad av egen vilja. Eta och Zeta anser att i de fallen som oombedd rating förekommer, skulle kreditanalysen från ratinginstituten inte vara mer korrekt än de analyserna som redan görs på bankerna. Detta enligt Zeta eftersom ratinginstituten då skulle ha samma information att underbygga betyget som alla investerare, nämligen publik information.

### 7. ANALYS

Varje del i detta kapitel börjar med en redogörelse för de resultat som studien givit inom respektive delområde. Efter den inledande delen analyseras resultaten med stöd av teori, empiri och vår egen kunskap för att bidra till ytterligare kunskap om ratingens betydelse och värden.

#### ***7.1 Ratingens betydelse på olika marknader***

Vår studie visar att efterfrågan på *multiple ratings* är störst på den amerikanska obligationsmarknaden, följt av den europeiska och minst på den svenska. På den amerikanska marknaden är innehav av rating (eller *multiple ratings*) ett krav. Dessa krav finns också på den europeiska marknaden, dock i mindre utsträckning, medan den svenska marknaden är betydligt lindrigare. På de marknader där rating är ett krav, är detta krav strikt, varför investerare inte tar investeringsmöjligheten i beaktande om rating ej finns. Den främsta anledningen till att svenskrelaterade företag väljer att emittera internationellt är möjligheten att tillgå fler investerare och därmed kunna emittera större mängd kapital.

##### **7.1.1 Följder av ratingkrav**

Undersökningen visar att det föreligger andra förutsättningar på de internationella än den svenska marknaden. Emittenter på den svenska marknaden är vanligtvis större företag som är välkända av nationella investerare. Därför kräver den svenska obligationsmarknaden inte nödvändigtvis rating för investeringsbeslut. Utifrån detta resonemang menar vi att på mindre marknader, såsom den svenska, torde incitament för företag att anskaffa rating vara mindre. Detta är enligt oss en anledning till skillnader i krav på rating på de olika marknaderna. En annan skillnad som uppstår mellan större och mindre marknader är att det på de större marknaderna finns fler emittenter och investerare, vilket innebär att investerare inte har möjlighet att evaluera lika många investeringsalternativ i lika stor utsträckning. Marknadsstrukturen torde därmed leda till ökat incitament för emittenterna att införskaffa rating, för att kunna attrahera investerare på dessa marknader. Detta gäller generellt för emittenter, men i synnerhet för svenskrelaterade företag då de är mindre kända än nationella företag på de globala marknaderna, exempelvis amerikanska emittenter som emitterar på den amerikanska marknaden.

Eftersom utvecklingen på de globala marknaderna, driven av USA, går mot att ratingen blir ett krav för att överhuvudtaget ta investeringsmöjligheten i beaktande, har anskaffandet av rating alltmer blivit en del i processen med att emittera obligationer. Då ratingen har kommit att bli ett krav ser vi att ytterligare möjligheter öppnas för mindre kreditvärdiga företag. Väljer dessa företag att rata sig ökar synligheten, samtidigt som investerare får en bedömning som de kan relatera till och på så sätt kategorisera investeringsalternativet i riskskalan. Därmed ser vi att rating medför att mindre kreditvärdiga företag lättare kan finna riskvilliga investerare och vice versa. I dessa fall torde betyget bli av mindre betydelse då den främsta anledningen till anskaffandet av rating är att tillgå det kapital som obligationsmarknaden erbjuder.

### **7.1.2 Marknadens struktur nu och i framtiden**

Den utförda undersökningen påvisar att marknaden för obligationer sannolikt kommer att bibehållas på nuvarande nivå eller växa. Inget tyder på nedgång. Samtidigt som detta sker torde också ratinginstitutens betydelse öka. Anledningar till detta är flera, bland annat visar studien att den svenska och europeiska marknaden torde närma sig den amerikanska, eftersom utvecklingen på de finansiella marknaderna tidigare tenderat till att följa den amerikanska utvecklingen. De drivande faktorerna bakom detta skulle vara bankernas strävan efter att i större utsträckning verka som mellanhand i stället för långgivare, efterfrågan på mer kapital och företagens strävan till riskspridning. Hässel et al. (2001) menar att makroekonomiska variabler också skulle motivera tillväxten på marknaden då utbudet på statsobligationer minskar i och med industri ländernas minskade statsskuld.

Andra indicier vi tycker oss se är att investerare vill öka avkastningen på räntebärande instrument utan att ta den större risk som placering på aktiemarknaden innebär, vilket bidrar till obligationsmarknadens tillväxt. Då antalet aktörer på obligationsmarknaden ökar, ökar också sannolikheten att fler instrument efterfrågas. Därför finner vi att förekomsten av *junk bonds* torde öka, vilket möjliggör kapitalanskaffning för mindre kreditvärdiga företag. Det största hotet mot denna marknads tillväxt är investerarens mandat, som i många fall förhindrar eller begränsar placeringar i *junk bonds*. Vi ser inga problem med marknads tillväxt så länge som ratinginstituten har förmågan att göra korrekta bedömningar, eftersom ratinginstituten har en stor indirekt verkan på prissättningen. Det vi ser som en framtida risk är att marknaden växer så pass mycket att de verksamma ratinginstituten får

alltför stort inflytande. Fight (2001) beskriver marknaden för instituten som duopolistisk. Marknadsformen medför att ratinginstituten kan göra betydande vinster på lång sikt. Detta kan få negativa konsekvenser på lång sikt om ratinginstituten sätter intjäningsförmåga framför precision vid bedömning, som en följd av ökad efterfrågan på ratingbetyg. Vi ser därför att ratinginstituten bör vara övervakade av myndigheter för att marknaden skall vara väl fungerande.

### **7.2 Rating och upplåning**

Vår utredning visar att tillgången till obligationsmarknaden är den överordnade anledningen till att företag väljer att rata sig. Rating anskaffas aldrig om inte tillgång till obligationsmarknaden är önskvärd. Den näst viktigaste anledningen till anskaffandet av rating är tron om minskade upplåningskostnader. Respondenterna i vår undersökning menar dock att upplåningskostnaderna vid emittering av obligation inte nödvändigtvis är lägre än upplåning via andra finansieringsformer, exempelvis banklån. En sekundär effekt, snarare än ett incitament, till att införskaffa rating är större synlighet på marknaden. Detta innefattar en inre och en yttre kvalitetsstämpel vilket bland annat medför enklare affärer med kunder och leverantörer.

#### **7.2.1 Tillgång till kapitalmarknad**

Att tillgång till obligationsmarknaden tas fram som den enskilt största effekten ratingen medför, innebär att Ederington och Yawitzs (i Altman, 1987) resonemang om att upplåningsräntan skulle vara viktigast, inte direkt kan appliceras på svenskrelaterade företag inom industrisektorn. Detta kan bero på att marknaden i USA är mycket större och att ratingen har större betydelse på denna marknad. Vi ser en möjlighet i att ratingen har blivit en norm och att författarna till den teoretiska litteraturen förutsätter att företagen redan har tillgången till obligationsmarknaden, därav beskrivningen. Istället sätts andra effekter såsom minskad upplåningsränta i fokus.

Vår empiriska studie visar att företagens främsta mål är att upplåning sker till lägsta möjliga kostnad, förutsatt att upplånad volym, önskad löptid samt önskad diversifiering är uppfyllt. Därmed får finansieringsform och anskaffande av rating eller inte en underordnad betydelse.

### 7.2.2 Upplåningskostnad

Bland de tillfrågade företagen råder delade meningar gällande hur stor påverkan en rating skulle ha på upplåningsräntan. Problemet är att på ett tillförlitligt sätt beräkna skillnader i upplåningskostnader för företag som är ratade kontra oratade, eftersom investerare på många marknader inte kvoterar priser för oratade företag.

Ytterligare problem som uppstår då ratingens påverkan på upplåningsräntan skall beräknas är att det inte finns några entydiga undersökningar som visar på samband mellan dessa variabler. Detta framhålls också av bland annat Ederington och Yawitz (i Altman, 1987) samt Weinstein (i Krabbe & Post, 1994). Alltså kan företag som ämnar emittera inte jämföra sin uppskattade rating med andra företags och till fullo prognostisera upplåningskostnader. Vi menar att detta är fullt rimligt, eftersom inget företag är det andra likt och att marknaden prissätter individuellt. Däremot kan företagen uppskatta upplåningskostnaden genom jämförande analys och därmed skaffa sig en uppfattning i syfte att kunna evaluera olika finansieringsalternativ.

När ett företag väl valt att ackvirera rating har det enskilda betyget en stor betydelse eftersom det till stor grad styr till vilken ränta emitteringen kommer att ske till. Som figur 10 (kapitel 4) visar finns det tydliga skillnader i prissättning med avseende på betyg. Därmed inte sagt att ett enskilt företag emitterar till en specifik ränta vid ett specifikt betyg. Betyget vägleder snarare investerare angående företagets kreditvärdighet och emissionen prissätts inom ett intervall för varje betyg. Detta torde medföra att företag som är mycket kända av investerare (god insikt i emitterande företags finansiella kondition) är mindre beroende av det enskilda betyget för en korrekt prissättning av deras skuld eftersom de redan innehar företagsspecifik information. I extremfall innebär detta att mycket välkända företag kan emittera utan rating på marknader där rating normalt sätt krävs. Huruvida den ena finansieringsformen innebär lägre upplåningskostnader än den andra, analyseras under rubrik 7.3.1.

### 7.2.3 Andra effekter och incitament

Då rating aldrig skulle anskaffas om inte tillgång till marknaden är önskvärd, kan andra effekter och därmed incitament till anskaffande av rating ses som underordnade. Fight (2001) belyser att ratingen kan ha vissa marknadsföringseffekter. Då dessa ses som effekter snarare än incitament till rating kan de betraktas som sekundära. Att respondenterna talar om dessa

effekter i positiv bemärkelse torde bero på att samtliga ratade företag innehar ett betyg som är relativt högt. Underförstått i debatten är att ett sämre betyg ger negativa effekter. Ett sämre betyg kan enligt oss tolkas som en anledning att inte rata sig, såsom Poon (2003) beskriver. Att de sekundära effekterna inte kan ses som enskilt incitament till rating beror också på att rating kräver resurser både i form av kostnad och i form av merarbete för företagsledning. Nyttan av de sekundära effekterna kan därmed inte enskilt anses motsvara den kostnad som ratingen medför.

Möjlighet att påverka aktiepriset ses inte som en anledning att anskaffa rating anser företagen. De menar även att denna aspekt kring rating inte har diskuterats. Detta ser vi inte som egendomligt eftersom även teoretiker (se exempelvis Hand et al., 1992; Ederington & Goh, 1998) inte har samstämmiga uppfattningar huruvida ett samband föreligger mellan rating och aktiepris.

### **7.3 Finansieringsformer**

I dag finns ett stort utbud av möjliga finansieringsformer. Valet av finansieringsform beror i mycket stor utsträckning till vilken upplåningskostnad upplåningen kan ske till. Långivarna på de olika marknaderna sätter krav för huruvida rating (eller *multiple ratings*) krävs för de olika finansieringsformerna. Företagen i kategorin oratade företag kan tillfredställa sina lånebehov genom upplåning via banklån, billigare än på obligationsmarknaden. Eftersom finansiering via banklån inte kräver rating, innehar de inte heller en sådan. De oratade företagen ser att ett större lånebehov skulle innebära att de måste söka detta kapitalbehov på andra sätt. Om denna finansieringsform kräver rating kommer de att införskaffa en sådan. De ratade företagen framhåller också att finansiering via bankmarknaden inte är betydligt billigare än via obligationsmarknaden. Dessutom kan upplåning via *private placement* göras utan rating, även om långivarna ser en rating av låntagaren som positiv.

#### **7.3.1 Upplåningskostnad som styrmedel**

Val av finansieringsform kan ske utifrån flertalet utgångspunkter. Bland dessa återfinns; upplåningskostnad, önskad löptid och önskad diversifiering. Då obligationsmarknaden idag erbjuder ett stort utbud av olika finansieringsformer, blir upplåningskostnaden det särskilt viktigaste faktorn till valet.

---

## ANALYS

---

Vi menar att anledningen till att de oratade företagen kan anskaffa önskat kapital via bankmarknaden till önskade villkor är ett resultat av deras relativt småskaliga behov av externt kapital. De företag som önskar låna större mängd kapital tenderar att vända sig till andra finansieringskällor, däribland obligationsmarknaden. Detta stämmer också väl överens med respondenternas tankar om att bankerna allt mindre vill agera som direkta långgivare, eftersom dessa finner det mer lönsamt att agera som mellanhand. Det faktum att de oratade företagen påpekar att de vid större kapitalbehov skulle vara tvungna att vända sig mot den publika obligationsmarknaden tycker vi stödjer detta resonemang. Vi kan därmed se att företag med mindre behov av externt kapital så långt som möjligt väljer att finansiera sig via banklån. Eftersom bankerna generellt sätt inte kräver rating som underlag vid beslutsfattande, minskar därmed företagets incitament till att anskaffa en sådan. Därmed förstås att behov av externt kapital indirekt avgör huruvida rating anskaffas eller ej.

Det förfaller rimligt att företag med rating torde ha högre nettoskuld än företag som inte har rating. Detta grundar sig i resonemanget ovan. Bland de studerade företagen finner vi dock att ett av de oratade företagen har nettoskuld i nivå med de företag som innehar rating. Någon tydlig gräns för hur mycket kapital som kan lånas genom de olika finansieringsformerna kan vi därmed inte uttala oss om, eftersom alla företag arbetar utifrån olika positioner med olika möjliga finansieringsalternativ. Vi kan däremot se är att större mängder kapital anskaffas på obligationsmarknaden, men att också detta är företagsspecifikt.

Något som vi ser indikationer på och reflekterar över är huruvida företag med behov av större mängd kapital lägger något större vikt vid upplåningens diversifiering och önskad löptid på skuldinstrumenten. En av respondenterna medger att det ses som negativt att alltför stor del av det upplånade kapital i en och samma finansieringskälla. Anledningen till detta skulle kunna vara en indirekt följd av investerarnas och emittenters mål om diversifiering. Således ser vi att detta kan vara en av anledningarna till att dessa företag finansierar sig på flertalet olika sätt, däribland via företagsobligation, företagscertifikat, banklån och *private placement*.

Något som vi noterat är att de ratade företagen inte framhåller att finansiering via banklån är avsevärt billigare, utan snarare likställer denna form med finansiering via obligationsmarknaden, med marginella skillnader.

Detta skulle enligt oss kunna bero på att företagen i vår studie har så god kreditvärdighet att emittering på obligationsmarknaden sker till mycket låg kostnad.

Vi menar att de oratade företagen på ett eller annat sätt måste vara medvetna om dess kreditvärdighet för att kunna avgöra huruvida finansiering via obligationsmarknaden är billigare eller inte, jämfört med andra upplåningsalternativ. Problemet med att beräkna jämförande upplåningskostnader uppkommer även här. Vi ser det som troligt att företagen och dess affärsbanker ständigt gör egna bedömningar gällande kreditvärdigheten, för att jämföra dessa med ratade företag, för att sedan avgöra vilken finansieringsform som är mest förmånlig. Detta resonemang stöds också av de oratade företagen då de anser att de har goda kunskaper om vad en rating kan innebära för företaget. Dock kan marknadsmässiga priser aldrig beräknas förrän företag emitterat eftersom inget företag är det andra likt och därmed prissätts individuellt.

Väljer ett företag att finansiera sin verksamhet utanför den publika marknaden för obligationer får ratingen en annan betydelse. Upplåning via *private placement* är av karaktären att låntagare och långivare direkt kommunicerar med varandra och på så sätt får aktörerna direkt en helhetssyn gällande kostnadsbilden. Därmed är det upp till dessa aktörer att genomföra affären på ett sådant sätt att båda parterna är nöjda, med eller utan rating. Att rating inte ses som ett måste för denna finansieringsform torde vara på grund av den nära relation som uppstår mellan emittent och investerare. Detta jämfört med emittering via den publika marknaden där det råder relativt stort avstånd mellan aktörerna, framförallt då banker agerar som mellanhand. Investerarna borde då behöva mer information gällande emittenten som kan fås via exempelvis en rating, alternativt kräva en högre ränta på grund av det informationsövertag som emittenten har.

### **7.4 Rating vid investering**

Vilken betydelse ratingen har för investerarnas egna analyser och därmed investeringsbeslutet beror på vilket förtroende investerarna har för ratinginstitutet. Då förtroendet har visat sig vara högt får ratinginstitutet stor påverkan gällande prissättningen på obligationer. Ratingen har en direkt såsom en indirekt påverkan vid investeringsbeslutet. Den direkta påverkan kommer av att investerarna har ratingen inskriven i sina placeringsreglementen. Den indirekta påverkan är att investerarna söker att



efterlikna ratinginstitutens bedömningar för att förutse betygsförändringar i syfte att sälja skuldinstrumentet på andrahandsmarknaden när det är som mest lönsamt.

### 7.4.1 Vikt vid investeringsbeslut

När vi benämner respondenterna under denna rubrik avser vi de två som representerar investerarekollektivet samt direktinvesteraren, om inget annat anges.

Caouette et al. (1998) undersökning om att investeringsmandaten generellt sätt enbart tillåter investeringar i *investment grade* visade sig även gälla för våra respondenters tankar om investeringskollektivet samt för den respondent som agerar som direkt investerare. Investerarnas analys influeras mycket av det ratingbetyg som företagen har genom att kreditbedömare efterliknar ratinginstitutens analysvariabler och process i hög utsträckning, för att kunna komma fram till en liknande bedömning som ratinginstituten. Detta ser vi som intressant i avseendet att respondenterna menar att en viktig innebörd med den egna bedömningen är att kunna förutse ratinginstitutens betygsförändringar. Dessa förändringar påverkar prissättningen på obligationsmarknaden till hög grad. Resonemanget torde leda till att den indirekta påverkan snarare kan behandlas som ett faktum på det sättet att den egna betygssättningen egentligen inte skiljer sig från den ratinginstitutens redan gjort. Därmed menar vi att analysen inte får något egenvärde i de fall investerarna avser att hålla obligationen till förfall. Att hålla obligationen till förfall är dock inget självändamål med investeringen påpekar flertalet av respondenterna. Då investeraren istället planerar att omsätta instrumentet på andrahandsmarknaden blir resonemanget enligt oss annorlunda då den indirekta påverkan istället blir viktig. Genom att söka förutse ratinginstitutens betygsförändringar planeras när skuldinstrumentet skall säljas på andrahandsmarknaden för att maximal avkastning skall uppnås. En investering är en avvägning mellan risk och avkastning. Denna avvägning görs längs hela ratingskalan. Därmed kan även de obligationer som har *speculative grade* bli intressanta, trots att de i många fall utesluts ur placeringsreglementet. Den största anledningen till att likviditeten i detta instrument är låg, beror enligt respondenterna på att investerare inte är bekanta med tillgångsslaget, vilket också är i linje med Barnhills et al. (1999) resonemang.

Ett problem som de oratade företagen upplever är att investerare likställer oratade företag med företag som har ett betyg inom *speculative grade*. Detta bekräftas också av flertalet investerare som tillfrågats. Om vi ställer detta i relation till att företag anskaffar rating främst då de behöver ha tillgång till en större kapitalmarknad uppstår en paradox. Företag som inte har behov av en större mängd kapital ser vi utifrån föregående resonemang nödvändigtvis inte har dåliga finanser som motsvarar ett sämre ratingbetyg. Poons (2003) tes om att oratade företag inte ratar sig på grund av att de har sämre finanser menar vi därmed inte kan ses som en fullständig sanning bland svenskrelaterade företag inom industrisektorn. Resultatet av detta resonemang torde innebära att investerare med mandat att enbart investera i *investment grade* missar potentiella investeringsobjekt som befinner sig inom kategorin oratade företag. Investerarna tror vi nödvändigtvis inte gör detta för att investeringen innehar en hög risk, utan snarare att de har mandat som de måste följa och därmed inte har möjlighet att investera i dessa instrument. Resonemanget vederläggs också av en respondent som menar att det är frustrerande att inte kunna investera i attraktiva, oratade företag.

En faktor som en av respondenterna framhöll gällande investeringar i obligationer, är utbudet av löptider. Ju längre löptid, desto högre risk innehar skuldinstrumentet. Olika löptider är även intressant av den anledningen att matcha kassaflöden och justera duration. Resultatet av detta torde innebära att även utbud av löptider hos emitterande företag kan vara av stor betydelse vid investeringsbeslut. För de företag som kan erbjuda attraktiva och varierande löptider torde sannolikheten öka för att investeringar sker i dessa instrument. I detta sammanhang spelar även diversifieringseffekten en stor roll. Enligt respondenterna innebär inte ett högre ratingbetyg per automatik att större investering görs i instrumentet på grund av att riskerna måste spridas med avseende på löptid och låntagare.

### **7.5 Ratingens dynamik**

Vår empiriska undersökning visar att det är av stor betydelse att vara ratad inom *investment grade*. En nedgradering från denna kategori innebär för investerarna att innehavet i instrumentet måste minskas drastiskt alternativt elimineras. För emittenterna innebär nedgradering minskat förtroende och minskad tillgång till obligationsmarknaden. Vilket betyg som företaget erhåller inom *investment grade* har också visat sig ha stor betydelse. För investerarna är inbördes betyg viktiga för komparativa analyser och därmed blir de även viktiga för emittenter då olika betyg innebär olika

upplåningsränta. En nedgradering blir allt känsligare ju närmare kategorin *speculative grade* obligationen kommer. Detta har visat sig genom att betyget BBB- tenderar att prissättas som *speculative grade* trots att det befinner sig inom spannet för *investment grade*. Företagen ser ratingen som en mindre del i företagets verksamhet, det vill säga de kan acceptera en betygssänkning om de strategiska fördelarna av de drivande faktorerna till förändringen leder till tillräckligt positiva värden.

### 7.5.1 Betygens innebörder

Utifrån resonemanget ovan skulle acceptansen av betygsnedgraderingen kunna vara ett resultat av att företag med goda finanser är optimistiska och accepterar betygsförändring i högre utsträckning än de företag som har lägre betyg. Detta eftersom en nedgradering från exempelvis AAA till AA inte har någon större betydelse jämfört ett företag som innan handling har A och riskerar att erhålla BBB.

Vår studie visar att samtliga företag som innehar rating anser att det är av yttersta vikt att vara ratad inom kategorin *investment grade*. Inställningen stämmer väl överens med befintliga teorier (se exempelvis Poon, 2003). Betydelsen av de betyg som kan erhållas inom spannet blir däremot olika beroende på vilka aktörer som tillfrågas.

Två av de intervjuade företagen menar att de indirekt styr över det egna betyget eftersom betyget återspeglar företagets finansiella ställning, medan den tredje påpekar att en förändring av ratingbetyget endast uppkommer som resultat av dramatiska förändringar i företaget eller dess omvärld. Företagen ser det som mycket allvarligt om betyget blir alltför lågt, *speculative grade* eller BBB-. För investerare anser vi att innebörden blir en annan, eftersom de vill hålla nere migrationrisken, då detta kan skada innehavet i portföljen. Detta speciellt för investeringar i företag vars ratingbetyg ligger nära att hamna utanför investerarnas mandat. Detta framkom särskilt under en intervju då respondenten uttryckte att denne avser att endast placera i obligationer där betyget prognostiseras att vara stabilt en lång tid framöver.

En av de tillfrågade investerarna menar också att företagsledningen bör prioritera ratingen högt i affärsverksamheten. De intressekonflikter som uppstår mellan emittent och investerare finner vi helt naturlig. Detta torde uppstå på grund av att företagen har fler intressenter att ta hänsyn till än investerarna. Om företaget tar för stor hänsyn till ratingen, kan de gå miste

om viktiga strategiska möjligheter. Vi finner att företag med lågt betyg inom *investment grade* hamnar i ett dilemma då de både vill upprätthålla ett bra betyg för att tillfredställa investerarna samtidigt som företaget vill utföra strategiska handlingar, som kan medföra sänkt kreditbetyg. I dessa situationer finner vi det särskilt viktigt att ratinginstituten noga analyserar företaget för att samtliga aktörer skall få bästa möjliga förutsättningar att agera utifrån ett korrekt betyg.

Enligt Duffie och Singleton (2003) har företag med hög rating svårare att bibehålla sina betyg. Detta är inte något problem som någon av våra respondenter inom kategorin ratade företag erfarit. De har upplevt låg övergångsrisk i och med att ratingbetygen länge har varit stabila. Detta överensstämmer med Löfflers (2004) undersökning som visar att ratingbetyg generellt sätt tenderar att vara stabila.

### **7.5.2 Rating och prissättning**

Obligationer som innehar vissa betyg har visat sig vara mer problematiska att prissätta än andra. En respondent menar att detta gäller primärt obligationer med betyget BBB. Detta beror på den stora heterogenitet som råder bland företagen med detta betyg. Problematik i prissättning anser vi skulle kunna resultera i en större inbördes räntedifferens (med avseende på upplåningsränta) mellan dessa företag.

### **7.5.3 Initial betygssättning med speculative grade**

Jewell och Livingston (2000) menar att de företag som väljer att avstå från att rata sig, gör detta på grund av att de skulle erhålla ett sämre betyg, *speculative grade*. Bland respondenterna råder det skilda åsikter i detta ämne. Vissa resonerar liknande som teorin medan andra inom kategorin investerare menar att det finns anledningar att initialt gradera sig som *speculative grade*. På detta sätt finns en chans att senare kunna erhålla ett högre betyg och därmed en möjlighet att köpa tillbaka obligationerna som initialt emitterades till ett lägre pris, för att senare emittera på nytt till en lägre ränta. Dessa skillnader i åsikter kan bero på att perspektiven är olika och att investerarna inte behöver uppleva de värden som *speculative grade* innebär för emittenterna.

## **7.6 Ratinginstituten**

Vår empiriska undersökning har visat att ratinginstitutens förtroende på marknaden är högt. Undersökningen visar även att bedömningsförmågan ses som god, samtidigt som det råder meningsskiljaktigheter angående

oberoendet. Gällande ratinginstitutens uppdatering av betyg upplevs inte fördröjningsrisken som stor.

### **7.6.1 Ratinganvändarnas bedömning av ratinginstituten**

Ederington och Yawitz (i Altman, 1987) samt Caouette (et al., 1998) menar att ratinginstitutens trovärdighet är hög, eftersom marknaden i mycket stor utsträckning prissätter efter de olika betygen som ratinginstituten utfärdar. Att bedömningsförmågan ses som bra av respondenterna torde vara positivt då investerare kan använda ratingen som grund till investeringsbeslut. Samtidigt får obligationen en rättvisande prissättning, vilket är positivt för såväl emittenter som investerare.

Skilda uppfattningar råder huruvida ratinginstituten är oberoende. Medan de ratade företagen och investerarna/mellanhänderna såsom stora delar av den teoretiska litteraturen (se exempelvis Ederington & Yawitz, i Altman, 1987) menar att ratinginstituten uppfyller detta, är de oratade företagen mer tveksamma. Rent hypotetiskt anser vi att detta skulle kunna vara en anledning till att de inte har ratat sig ännu. Vi ser också en risk i att investerarna/mellanhänderna och de ratade företagen inte vill kritisera ratinginstituten eftersom de har affärsrelationer med varandra. Därför bör deras bedömning av ratinginstituten tolkas på ett försiktigt sätt.

Ratinginstituten torde sträva efter att i största möjliga utsträckning publicera exakta betyg så snabbt som möjligt, eftersom prissättningen på obligationer styrs av betygen. Enligt Fight (2001) och Ellis (1998) har ratinginstituten ibland problem med att uppdateringen av kreditbetyg tar för lång tid. Det finns alltså en risk att investerare placerar på basis av icke aktuell information. Vissa respondenter i vår undersökning är nöjda med uppdateringen, medan andra anser att det skulle kunna göras snabbare. Två av respondenterna påpekade risken med att ratinginstituten reagerar för snabbt på ny information, det vill säga betygen ändras utan att tillräckligt underlag finns för detta. För snabba och ogrundade betygsförändringar tror vi kan vara ett resultat av den kritik ratinginstituten tidigare fått, det vill säga att de inte uppdaterar betygen tillfredställande fort efter investerarnas efterfrågan.

### **7.6.2 K-skalans användningsområde**

Skilda uppfattningar råder angående K-skalan, den skala som S&P använder på den svenska marknaden för företagscertifikat. De flesta respondenterna

anser att den har spelat ut sin roll i och med att den är kopplad till *long-term rating* skalan, och därmed förlorat sitt egenvärde. Skalan används ändå av många investerare på den svenska marknaden. Detta torde bero på att investerare har en tradition av detta, och att skalan förlorar mer och mer av sin funktion ju mer internationell användningsområdet av rating blir.

### **7.7 Olika varianter av rating**

*Multiple ratings* förekommer i första hand på grund av att investerare på olika marknader har detta som krav för investering. *Multiple ratings* kan också vara ett resultat av emittentens vilja att attrahera fler investerare och/eller att erhålla bättre betyg. För investerare är *multiple ratings* positivt då detta medför minskad osäkerhet vid analys av potentiella investeringsobjekt. *Split ratings* är mycket ovanligt i Sverige. Då detta förekommer använder investerare sig av olika riktlinjer vid prissättning. Prissättning vid *split ratings* sker efter det lägre betyget, eftersom investerarnas osäkerhet ökar.

#### **7.7.1 Multiple ratings**

Förutom kravet från investerarna att emittenten skall inneha *multiple ratings* finns det även incitament för låntagare att införskaffa detta. En av investerarna ser en möjlighet i att den första ratingen ger tillgång till marknaden, medan den andra förvärvas för att minska upplåningskostnaden. Detta anser vi går i linje med att investerarnas osäkerhet minskar med *multiple ratings* och att upplåningsräntan därmed blir lägre. Enligt Jewell och Livingston (1998) medför *multiple ratings* att sannolikheten ökar för en korrekt bedömning eftersom emissionen granskats av fler institut. Vi menar att *multiple ratings* bör användas av de företag som har stort behov att externt kapital eftersom detta gör fler investerare medvetna om företaget och investeringsmöjligheten, framförallt på de globala marknaderna.

Vi uppfattar förekomsten av *multiple ratings* som både negativt och positivt. Den negativa sidan är att *multiple ratings* medför ökade kostnader för de emitterande företagen. Samtidigt menar vi att kravet på *multiple ratings* är ett resultat av att investerare inte har tillräckligt bra förtroende för instituten, eftersom de inte kan förlita sig på endast ett betyg. Den positiva sidan är att större volymer kan emitteras. Andra aspekter vi finner viktiga är att ökad konkurrens bland ratinginstitutet är bra för marknaden och att incitamenten för ratinginstitutet att göra exakta bedömningar ökar. En naturlig följd av en växande marknad för obligationer borde leda till ökad förekomst av *multiple ratings*.

### 7.7.2 Split ratings

Vid förekomsten av *split ratings* lägger den enskilde investeraren till ytterligare en värdering, eftersom betygen inte överensstämmer mellan ratinginstituten. Ederington och Yawitz (i Altman, 1987) tar upp flertalet anledningar till förekomsten. Bland dessa återfinns; olika standarder hos ratinginstituten, skillnad i viktning av bedömningsfaktorerna samt slumpmässig variation som en följd av att bedömningen är subjektiv. I vår undersökning utläses att investerare ser skillnaden som ett resultat av att ratinginstituten har skilda åsikter gällande en specifik bransch och/eller kärnfråga. En av respondenterna menar att skillnaden beror på att någon instituten gjort en felaktig bedömning. Då *split ratings* uppstår, ökar osäkerheten menar två av respondenterna. Följden blir att den egna bedömningen får större betydelse.

Flera undersökningar visar att *split ratings* sker systematiskt, exempelvis i Jewell och Livingstons (1998) undersökning som visar att så är fallet i 17 procent av emissionerna. Trots detta är förtroendet för ratinginstituten är högt, vilket kan anses anmärkningsvärt eftersom flertalet teorier och vissa respondenter menar att *split ratings* uppkommer på grund av felaktiga analyser av instituten. Samtidigt finner vi att marknaden inte alltid gynnas av fullständigt korrelerade bedömningar, eftersom misstanke om institutens oberoende sinsemellan då kan ifrågasättas. Att problemet med *split ratings* undkommes genom att olika riktlinjer används bekräftas genom flertalet författare i Jewell och Livingstons undersökning (1998). Bland teoretikerna råder dock skilda uppfattningar om hur prissättning vid *split ratings* sker. Att såväl prissättning sker efter det lägre som det högre betyget har visats i flera olika undersökningar. Teorier om att prissättningen sker utifrån ett medelvärde och utifrån slump förekommer också. Att marknaden enligt respondenterna generellt sätt prissätter efter det lägre betyget, menar vi också har att göra med att förtroendet inte skiljer sig nämnvärt mellan ratinginstituten. Om skillnader i förtroende skulle föreligga, skulle detta resultera i att prissättningen skulle följa betyget utfärdat av ratinginstitutet med högst förtroende.

Andra drivande faktorer till prissättning är bland annat utbuds och efterfrågeaspekter, eventuell förekomst av ett tredje betyg och bekvämlighet att investera i instrument som tidigare investerats i. Variablerna bekräftas också ha viss betydelse av flertalet teoretiker samt investerare. Faktorernas vikt finner vi svåra att bedöma, eftersom vi anser att detta varierar från tid till annan, bland annat beroende på konjunktur och typ av obligation.

### 7.7.3 Rate shopping

Företagen måste vara medvetna om att *multiple ratings* kan leda till *split ratings* och därmed uppstår risken att marknaden kan misstänka *rate shopping*. Av de svar vi erhållit menar respondenterna att *rate shopping* inte förekommer, alternativt i mycket liten omfattning. Detta eftersom *split ratings*, som är en förutsättning *rate shopping*, är synnerligen ovanligt på den svenska marknaden. Enligt vår mening bör företag inte låta sig kreditbedömas av flera ratinginstitut för att senare publicera det/de bästa betygen eftersom detta missleder investerarna. Detta skapar missnöje hos såväl ratinginstituten som investerarna och därmed endast ligger det egna företaget till last. Enligt Wilson (1994, i Cantor & Packer, 1994) kan misstanke eller upptäckt av *rate shopping* medföra att det emitterande företaget inte längre kan dra nytta av de fördelar som rating ger. Detta bekräftar vår uppfattning om vikten av marknadsförtroende.



### 8. SLUTSATSER

Syftet med studien var att identifiera och beskriva de värden som företagsrating från ratinginstitut medför. Syftet uppfylls genom att besvara undersökningsfrågorna.

- ❶ Vilka är, och hur upplevs effekter av rating hos de företag som innehar detta?

De effekter som emitterande företag upplever av rating är viktiga för att beskriva de värden som rating medför. Företag som valt att anskaffa rating har gjort detta för att få tillgång de marknader som kräver detta för att beakta investeringsmöjligheten, företrädevis de internationella obligationsmarknaderna. Tillgång till fler marknader har inneburit att fler investerare haft möjligheten att investera i företagen och därmed har större volymer kunnat emitteras. Incitament till att anskaffa rating minskar då nationella företag emitterar nationellt eftersom de är mer välkända på respektive marknad. Det omvända gäller då svenskrelaterade företag emitterar internationellt. Valet att emittera på obligationsmarknaden är gjort på basis att företag finner att de utifrån givna önskade behov kunnat emittera till lägsta kostnad. Dessa behov är skiftande beroende på företag. De viktigaste behoven som anses vara förutsättningar för emittering skall ske är att önskemål om löptid, finansieringsdiversifiering och volym är uppfyllda. Den erhållna ratingen har också medfört att sidoeffekter har uppnåtts. Bland dessa återfinns; ökad synlighet, kvalitetsstämpel gentemot kunder, leverantörer och andra långgivare. Handlingar som medför att betygsförändringar sker, exempelvis uppköp av företag, accepteras så länge betyget inte hamnar utanför spannet *investment grade*. Ratingen ses som en viktig, men inte avgörande del i företagets affärsverksamhet. Vidare följer av rating är att upprätthållandet kräver resurser både i form av kostnader, men också i form av arbetstid för ledningen.

- ❷ Vilka är motiven till att en del företag väljer att inte köpa en rating?

Det faktum att en del företag väljer att inte rata sig, innebär indirekt att de avfärdar de värden som rating kan medföra. Valet att inte införskaffa rating är gjort på basis av att det inte medför tillräckligt mervärde för att täcka de kostnader som rating medför. Tänkbara värden överskuggas av att upplåningsbehovet kan täckas genom finansieringskällor som inte kräver rating, till en lägre kostnad. Företagen medger att rating ger tillgång till fler

---

## SLUTSATSER

---

marknader, större investerarbaser och möjlighet att tillgå mer kapital. Indirekt styr kapitalbehovet huruvida rating införskaffas eller inte, eftersom de marknader som kräver rating för ta investeringsmöjligheten i beaktande ofta är de som har mest kapital att erbjuda. Om framtiden kräver större kapitalbehov kommer rating att införskaffas om billigaste möjliga upplåning, till önskade krav, kräver detta för att tillgå finansieringskällan. Ett ratat moderbolag som ställer garantier samt välkänt varumärke kan medföra att stora mängder kapital kan införskaffas till förmånliga villkor utan rating. Kapital kan även tillgås genom finansiering via *private placement*, där rating inte nödvändigtvis är något krav, eftersom upplåningskostnaden avgörs direkt mellan investerare och emittenter.

### ③ Vilken betydelse har rating för investerare vid investeringsbeslut?

Vilka värden som ratingen medför har i högsta grad att göra med hur investerarna på obligationsmarknaden väljer att ta sina investeringsbeslut. Detta eftersom investerarna har en avgörande roll gällande prissättningen av obligationer. Vilken betydelse ratingen har för prissättningen beror på vilket förtroende investerarna har för ratinginstitutet. Förtroendet har visat sig vara högt vilket resulterar i att ratingen är av avgörande betydelse för prissättningen. Ratingen får en direkt och en indirekt påverkan på investeringsbeslutet. Den direkta effekten kommer av att de flesta investerarna har mandat att enbart placera i obligationer med *investment grade*. Ju högre betyg desto större volymer kan placeras i detta instrument. Detta innebär dock nödvändigtvis inte att större placeringar kommer att göras på grund av att investerarna måste ta hänsyn till andra variabler, exempelvis diversifiering. Den indirekta påverkan kommer av att ratingen starkt påverkar den egna investeringsbedömningen, som i förlängningen leder till investeringsbeslut. Vår studie visar att ratingens betydelse för investerare och därmed prissättningen också beror på hur betyget rör sig, vilka former, samt vilket betyg ratingen antar. Ett stabilt betyg premieras eftersom övergångsrisken då minskar. *Multiple ratings* har visat sig positivt då detta medför minskad osäkerhet vid analys av potentiella investeringsobjekt. Studien har också visat att prissättningen sker vid det lägre betyget då *split ratings* uppstår, eftersom osäkerheten för investerarna ökar. Angående de enskilda betygen har BBB visat sig svårare att prissätta än andra på grund av den heterogenitet som råder bland företagen med detta betyg.

---

## SLUTSATSER

---

### **Kontenta**

Trots att rating som företeelse är komplex och att den har olika betydelse för olika aktörer på olika marknader finns en viktig innebörd:

Rating medför att företag kan låna större mängder kapital på fler marknader.

### KÄLLFÖRTECKNING

#### *Böcker*

Arbner, I. & Bjerke, B., 1994, **”Företagsekonomisk metodlära”**, 2:a upplagan, Studentlitteratur, Lund

Altman, E.I., 1987, **”Handbook of Financial Markets and Institutions”**, 6:e upplagan, John Wiley & Sons, New York

Altman, E.I., 2002, **”Bankruptcy, credit risk, and high yield junk bonds”**, Blackwell, Oxford.

Barnhill, T.M., Maxwell, W.F. & Shenkman, M.R., 1999, **”High Yield Bonds – Market Structure, Portfolio Management and Credit Risk Modeling”**, McGraw-Hill, New York

Brealey, R.A. & Myers, S.T., 2003, **”Principles of Corporate Finance”**, 7:e upplagan, McGraw-Hill Irwin, New York

Caouette, J.B., Altman, E.I. & Narayanan, P., 1998, **”Managing Credit Risk – The Next Great Financial Challenge”**, John Wiley & Sons, New York

Damodaran, A., 2002, **”Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset”**, 2:a upplagan, John Wiley & Sons, New York

Duffie, D. & Singleton, K.J., 2003, **”Credit risk: pricing, measurement, and management”**, Princeton University Press, New Jersey

Ficht, A., 2001, **”The Ratings Game”**, John Wiley & Sons, Chichester.

Funerud, U.E., 1994, **”Bankernas Risktagande”**, Nerenius & Santérus Förlag, Stockholm

Hallgren, Ö., 2001, **”Finansiell Strategi och Styrning”**, 7:e upplagan, Ekonomibok Förlag AB, Helsingborg

---

## KÄLLFÖRTECKNING

---

Haugen, R.A., 2001, "**Modern Investment Theory**", 5:e upplagan, Prentice Hall, New Jersey

Holme, I.M., Solvang, B.K. & Nilsson, B., 1991, "**Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder**", Studentlitteratur, Lund

Hässel, L., Norman, M. & Andersson, C., 2001, "**De finansiella marknaderna i ett internationellt perspektiv**", 3:e upplagan, SNS Förlag, Stockholm

Jacobsen, D.I., 2002, "**Vad, hur och varför?**", Studentlitteratur, Lund

Lantz, A., 1993, "**Intervjumetodik: Den professionellt genomförda intervjun**", Studentlitteratur, Lund.

Lekvall, P. & Wahlbin, C., 1993, "**Information för marknadsföringsbeslut**", 3:e upplagan, IHM, Göteborg

Levich, R.M., 2001, "**International Financial Markets: Prices and Policies**", 2:a upplagan, McGraw-Hill, New York

Pindyck, R.S. & Rubinfeld, D.L., 2001, "**Microeconomics**", 5:e upplagan, Prentice Hall, New Jersey

Smith, C.W., 1990, "**Modern Theory of Corporate Finance**", 2:a upplagan, McGraw-Hill, New York

Viotti, S. & Wissén, P., 1991, "**Penningmarknaden**", 4:e upplagan, SNS Förlag, Stockholm

### *Artiklar*

Altinkihc, O. & Hansen, R.S., 2000, Are There Economies of Scale in Underwriting Fees? Evidence of Rising External Financing Costs, **Review of Financial Studies**, Vol. 13, No. 1, s 191-218

Askman, T., Finansmarknadens dolda makthavare, **Affärsvärlden nr. 18** , 2003-04-30

---

## KÄLLFÖRTECKNING

---

Cantor, R. & Packer, F., 1994, The Credit Rating Industry, **Quarterly Review (Federal Reserve Bank of New York)**, Vol. 19, No. 2, s 1-26

Cantwell, J., 1998, Managing Credit Ratings and Rating Agency Relationships, **TMA Journal**, Vol. 18, No. 6, s 14-19

Crabbe, L. & Post, M.A., 1994, The Effect of a Rating Downgrade on Outstanding Commercial Paper, **Journal of Finance**, Vol. 49, No. 1, s 39-56

Diamond, D.W. & Verrecchia, R.E., 1991, Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, **Journal of Finance**, Vol. 46, No. 4, s 1325-1359

Ederington, L.H. & Goh, J.C., 1998, Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When?, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 33, No. 4, s 569-585

Ellis, D.M., 1998, Different Sides of the Same Story: Investors' and Issuers' Views of Rating Agencies, **Journal of Fixed Income**, Vol. 7, No. 4, s 35-46

Goh, J.C. & Ederington, L.H., 1993, Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?, **Journal of Finance**, Vol. 48, No. 5, s 2001-2008

Hand, J.R.M., Holthausen, R.W. & Leftwich, R.W., 1992, The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices, **Journal of Finance**, Vol. 47, No. 2, s 733-752

Jewell, J. & Livingston, M., 1998, Split ratings, Bond Yields, and Underwriter Spreads, **Journal of Financial Research**, Vol. 21, No. 2, s 185-204

Jewell, J. & Livingston, M., 2000, The Impact of a Third Credit Rating on the Pricing of Bonds, **Journal of Fixed Income**, Vol. 10, No. 3, s 69-86

Kose, J., Lynch, A.W. & Manju, R., 2003, Credit Ratings, Collateral, and Loan Characteristics: Implications for Yield, **Journal of Business**, Vol. 76, No. 3, s 371-410

---

## KÄLLFÖRTECKNING

---

Löffler, G., 2004, An Anatomy of Rating Through the Cycle, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 28, No. 3, s 695-720

Millon, M.H. & Thakor, A.V., 1985, Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies, **Journal of Finance**, Vol. 40, No. 5, s 1403-1422

Nandkumar, N. & Rozeff, M.S., 1994., Ratings, Commercial Paper, and Equity Returns., **Journal of Finance**, Vol. 49, No. 4, s 1431-1449

Poon, W.P.H., 2003, Are Unsolicited Credit Ratings Biased Downward?, **Journal of Banking and Finance**, Vol. 27, No. 4, s 596-614

Zhou, C., 2001, Credit Ratings and Corporate Defaults, **Journal of Fixed Income**, Vol. 11, No. 3, s 30-41

### *Övriga skriftliga publikationer*

Assa Abloy, Årsredovisning 2002

Atlas Copco, Årsredovisning 2003

BT-industries, Årsredovisning 2003

Föreningssparbanken, Årsredovisning 2002

Nordea, Årsredovisning 2003

Sandvik, Årsredovisning 2003

Standard and Poor's., 2003, "Corporate Ratings Criteria"

Trelleborg, Årsredovisning 2003

### *Elektroniska källor*

Assa Abloy, URL: <http://www.assaabloy.com>, 2004-04-18

---

## KÄLLFÖRTECKNING

---

Altas Copco, URL: <http://www.atlascopco-group.com>, 2004-04-19

EU Webbportal, URL:

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/sv/lvb/n26026.htm>, 2004-03-15

Fitch Ratings, URL: <http://www.fitchratings.com>

Fjärde AP-Fonden, URL: <http://www.ap4.se>, 2004-03-18

Moody's Investors Service, URL: <http://www.moodys.com>

Sandvik, URL: <http://www.sandvik.se>, 2004-04-20

Standard and Poor's, URL: <http://www.standardandpoors.com>

U.S Securities and Exchange Commission, URL:

<http://www.sec.gov/news/extra/credrate/standardpoors.htm>, 2004-03-12

### ***Realtidssystem***

Reuters 3000 Xtra

### ***Intervjuer***

Batelsson, G., Sandvik, 2004-03-20

Cleasson, P., Trelleborg, 2004-03-30

Fransson, E., Assa Abloy, 2004-03-17

Grandin, T., Nordea Markets, 2004-03-25

Hansen, J., Swedbank Markets, 2004-03-18

Rundle, S., Fjärde AP-Fonden, 2004-03-30

Sagent, R., BT Industries, 2004-04-05



---

## KÄLLFÖRTECKNING

---

Sahlström, J., Nordea Markets, 2004-03-25

Tesdorpf, J., Atlas Copco, 2004-03-25

### *Övriga informationskällor*

Renstad, U. Standard and Poor's, 2004-02-23

Ahlberg, M. Den Danske Bank, 2004-04-06

### **BILAGA 1- INTERVJUUNDERLAG**

#### **Ratade företag**

Vilka var anledningarna till att ni valde att bli kreditbedömda av ett ratinginstitut? Vilka är anledningarna till att ni idag väljer att köpa deras tjänster?

Kreditbetygets vikt; stabilitet över tiden, förändring av betyg

Vilka är effekterna som förekomsten av rating innebär, alt. effekter som uppkommer vid bra eller mindre bra betyg. (exempelvis obligationsräntan som ni emitterar till, företagets synlighet)

Vilka är effekternas relevans samt vikt (försök gärna rangordna)

Andra aktörer: Ratinginstitutens bedömningsförmåga, oberoende och objektivitet. Ratingens vikt för potentiella investerare och kunder

#### **Oratade företag**

Har ni varit ratade? Innehar ni någon form av rating idag? Om nej; Vilka är anledningarna till att ni valt att inte vara kreditbedömda av något av de större kreditinstituten?

Vilka anser ni vara de positiva respektive negativa effekterna som en kreditrating medför?

Vilka är effekternas relevans samt vikt (försök gärna rangordna)

Andra aktörer: Ratinginstitutens bedömningsförmåga, oberoende och objektivitet. Ratingens vikt för potentiella investerare och kunder

#### **Investerare/mellanhänder**

Gör ni egna kreditbedömningar av potentiella investeringsobjekt?

Vilken vikt har externa kreditinstituts bedömningar vid investeringsbeslut?

---

## BILAGOR

---

Hur ser ni på ratinginstitutens bedömningsförmåga, oberoende och objektivitet?

Vad anser ni vara de viktigaste faktorerna vid bedömning av företagens kreditvärdighet?

Har ni mandat gällande era investeringar i företagsobligationer? Hur ser dessa ut?

Hur styrda är ni av era kunder vid investeringar, då ni agerar som en mellanhand?

Vilka är effekterna som förekomsten av rating innebär, alt. effekter som uppkommer vid bra eller mindre bra betyg. (exempelvis obligationsräntan som ni emitterar till, företagets synlighet)