

Finansieringsanalyser
för banker och skogsbolag

Andreas Berggren
Niclas Carlenius
Gustav Pantzar



Avdelning, Institution
Division, Department

Ekonomiska institutionen

Datum
Date

1999-06-14

Språk

Language

- Svenska/Swedish
 Engelska/English

Rapporttyp

Report category

- Licentiatavhandling
 Examensarbete
 C-uppsats
 D-uppsats
 Övrig rapport

ISBN

ISRN

LIU-EKIFEK-D--1999:EP:D/15--SE

Serietitel och serienummer

Title of series, numbering

ISSN

URL för elektronisk version

<http://www.ep.liu.se/exjobb/EKI/1999/015>

Titel

Title

Finansieringsanalyser för banker och skogsbolag

Författare

Author

Andreas Berggren, Niclas Carlenius och Gustav Pantzar

Sammanfattning

Abstract

Bakgrund: Penningflöden är, till skillnad från redovisat resultat, svåra att manipulera och därmed relevanta att redovisa. Redovisningsrådet har inför 1999 kommit med en ny rekommendation, RR 7:98, beträffande kassaflödesanalyser.

Syfte: Syftet med denna uppsats är att öka förståelsen för kassaflödesanalyser och traditionella finansieringsanalyser genom att studera deras framtagande, informationsinnehåll och användningsområde.

Genomförande: Vi behandlar teorier, principer, tekniker och regler om finansieringsanalyser. Vi har även undersökt attityder till finansieringsanalyser hos svenska börsnoterade banker och skogsbolag samt analytikens åsikter om finansieringsanalyser i dessa branscher.

Resultat: I skogsbranschen är finansieringsanalysen av central betydelse. Däremot är de flesta intressenter eniga om att finansieringsanalyser inte är relevanta för banker. Bankerna är dock tvungna att börja upprätta finansieringsanalys p g a en lagändring. Nästan alla bolag kommer att följa RR 7:98, vilket ökar jämförbarheten mellan bolag nationellt och internationellt, eftersom RR 7:98 ansluter till ett internationellt synsätt.

Nyckelord

Keyword

Finansieringsanalys, kassaflöde, kassaflödesanalys, likvida medel, rörelsekapital



Avdelning, Institution
Division, Department

Department of Management and Economics

Datum
Date

14/6/99

Språk

Language

- Svenska/Swedish
 Engelska/English

Rapporttyp

Report category

- Licentiatavhandling
 Examensarbete
 C-uppsats
 D-uppsats
 Övrig rapport

ISBN

ISRN

LIU-EKIFEK-D--1999:EP:D/15--SE

Serietitel och serienummer

Title of series, numbering

ISSN

URL för elektronisk version

<http://www.ep.liu.se/exjobb/EKI/1999/015>

Titel

Title

Funds Flow Statements for Banks and Forest Product Companies

Författare
Author

Andreas Berggren, Niclas Carlenius and Gustav Pantzar

Sammanfattning

Abstract

Background: Cash flows are, unlike accounting income, difficult to manipulate and for that reason relevant to show. Redovisningsrådet has published a new recommendation, RR 7:98, concerning cash flow statements. This recommendation is to be used from 1999.

Purpose: The purpose of this thesis is to increase the understanding of cash flow statements and traditional funds flow statements by studying how they are constructed, what information they contain, and how this information can be used.

Realization: We discuss theories, principles, techniques and rules concerning funds flow statements. We have also examined attitudes towards funds flow statements in Swedish banks and forest product companies whose shares are quoted on the stock market. In addition to this, we examined the views of analysts.

Results: The funds flow statement is of great importance to forest product companies. For banks, on the other hand, the funds flow statement is of no relevance. However, banks are forced to produce funds flow statements because of a recent change in Swedish legislation. Almost every company will comply with RR 7:98, which will increase the comparability between companies both nationally and internationally. This is due to the international considerations Redovisningsrådet made when deciding the contents of RR 7:98.

Nyckelord

Keyword

Cash, cash flow, cash flow statement, funds flow statement, working capital

Förord

För fyra år sedan påbörjade vi vår ekonomutbildning på universitetet. Nu är vi inte bara fyra år äldre utan förhoppningsvis också fyra år klokare. Den här tiden har givit oss oerhört många erfarenheter och ett annat sätt att se på tillvaron. Det har inte bara varit arbetsamt utan också kul.

Genom att skriva den här uppsatsen har vi fått möjlighet att fördjupa oss inom ett område som intresserar oss. Vi har alla tre ett stort intresse för redovisningsfrågor, och när Redovisningsrådet förra året fastställde en ny rekommendation angående finansieringsanalyser väcktes vårt intresse för detta ämnesområde. Vår förhoppning är att vi i någon mån har bidragit till kunskapsutvecklingen på området. Uppsatsens målgrupp är främst redovisningsintresserade personer, såväl praktiker som teoretiker.

Vi vill tacka alla kurskamrater och lärare, som har gjort vår utbildningstid minnesvärd. Ett särskilt tack går till vår uppsatshandledare, Peter Jederström, för hans entusiastiska stöd under arbetets gång. Peter har under denna period ställt oss frågan "Kan detta bli något?". Vi har väl inte varit helt tvärsäkra i vårt svar, varför frågan ofta har återkommit. Därför hoppas vi att de kommande sidorna skall ge både Peter och övriga ett fullgott svar.

Linköping i maj 1999

Andreas Berggren

Niclas Carlenius

Gustav Pantzar

Innehåll

1	INLEDNING	1
1.1	Problembakgrund	1
1.2	Problemformulering	4
1.3	Syfte	5
1.3.1	Avgränsningar	5
2	METOD	7
2.1	Vetenskapssyn och förhållningssätt	7
2.2	Tillvägagångssätt	8
2.2.1	Internperspektivet	10
2.2.2	Externperspektivet	12
2.2.3	Kommunikation	14
2.2.4	Metodkritik	17
3	REFERENSRAM	20
3.1	Finansieringsanalysens användbarhet	20
3.2	Finansieringsanalysens historia	25
3.3	Normgivande organ	27
3.4	Lagar och avtal	28
3.4.1	Aktiebolag	28
3.4.2	Bankaktiebolag	29
3.4.3	Försäkringsaktiebolag	30
3.4.4	Innehållet i finansieringsanalysen enligt lag	30
3.4.5	Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt	30
3.5	Tekniker för finansieringsanalys	31
3.5.1	En grundmodell	31
3.5.2	Principen om dubbel bokföring	35
3.5.3	Vidareutveckling av modellen	36
3.5.4	Brutto- eller nettoredovisning	39

3.5.5	Medelsbegrepp	40
3.5.6	Sektorindelning	44
3.5.7	Operativt kassaflöde	47
3.6	Rekommendationer	49
3.6.1	FAR 10	49
3.6.2	RR 7:98	52
3.6.3	IAS 7	63
3.6.4	Finansanalytikernas rekommendation	63
3.7	Interna användningsområden	64
3.8	Extern analys	67
3.8.1	Finansiell styrka	68
3.8.2	Resultatets kassaflödeskvalitet	69
3.8.3	Investeringar	70
3.8.4	Kassaflödesavkastning	70
4	EMPIRI OCH ANALYS	72
4.1	Årsredovisningar	72
4.1.1	Finansieringsanalyser	72
4.1.2	Nyckeltal	75
4.2	Handelsbankens delårsrapport	76
4.3	Åsikter om RR 7:98 och FAR 10	78
4.4	Finansieringsanalysens relevans	81
4.4.1	Banker	81
4.4.2	Skogsbolag	81
4.4.3	Analytiker	82
4.5	Företagsstyrning	83
4.5.1	SCA:s CVA-modell	83
4.6	Extern företagsvärdering	85
5	SLUTSATSER	87
5.1	Uppställningsformer	87
5.2	Olika branscher	89

5.3	Praktisk nytta	89
5.4	Personliga reflektioner	90

KÄLLOR

BILAGA

Figurer

Figur 1a:	Uppsatsens terminologi	2
Figur 1b:	Terminologi ur annat perspektiv	2
Figur 3a:	Betalningsflödet genom ett företag	21
Figur 3b:	Balansräkning för A den 31/12 år 1	32
Figur 3c:	Balansräkning för A den 31/12 år 2	32
Figur 3d:	Finansieringsanalys för A år 2	34
Figur 3e:	Finansieringsanalys med hänsyn till avskrivningar för A år 2, variant 1	35
Figur 3f:	Finansieringsanalys med hänsyn till avskrivningar för A år 2, variant 2	37
Figur 3g:	Finansieringsanalys med funktionsindelning och likvida medel som medelsbegrepp	39
Figur 3h:	Kassaflödesanalys med operativt kassaflöde	48
Figur 3i:	FAR:s finansieringsanalys med rörelsekapital som medelsbegrepp	50
Figur 3j:	FAR:s finansieringsanalys med likvida medel som medelsbegrepp	51
Figur 3k:	Kassaflödesanalys enligt direkt metod	55
Figur 3l:	Kassaflöde från den löpande verksamheten enligt indirekt metod	57
Figur 3m:	Kassaflödesanalys för ett finansiellt företag (bank)	60
Figur 3n:	Kritik mot rubriken ”Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital”	62
Figur 4a:	Handelsbankens finansieringsanalys	77
Figur 4b:	SCA:s CVA-modell	84

1 Inledning

1.1 Problembakgrund

Vid bedömningen av ett företags framtida betalningsförmåga och finansiella utveckling räcker det inte att enbart undersöka det redovisade resultatet, beroende på att det till stor del styrs av de redovisningsprinciper som tillämpats. Detta innebär att företaget mycket väl kan ha likviditetsproblem trots att resultatet inte tyder på problem. Därför är det viktigt att även använda någon form av flödesanalys som visar företagets finansiella flöden. I en sådan analys framgår det bl a varifrån företagets *likvida medel* kommer och hur de används. (Elmgren-Warberg & Ingblad, 1980)

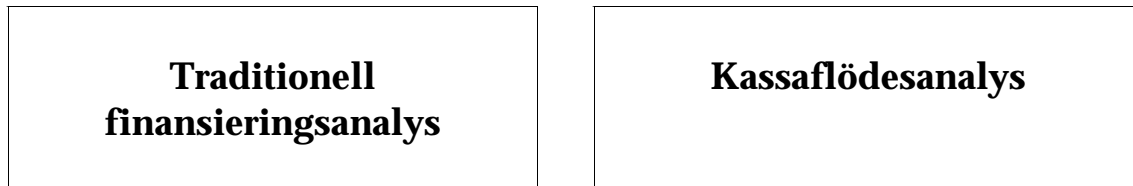
Penningflöden är, till skillnad från redovisat resultat, svåra att manipulera och därmed relevanta att redovisa. Resultatet kan påverkas relativt godtyckligt i viss utsträckning, t ex genom periodiseringar och bokslutsdispositioner. En krona är dock alltid en krona, varför de likvida medlen ej påverkas av kreativ redovisning. (Hendriksen & van Breda, 1992) Därför kan man, genom att betrakta årliga analyser av kassaflödena, förutspå framtida utveckling och framtidsutsikter (Most, 1977).

Enligt årsredovisningslagen är vissa större företag skyldiga att visa bolagets finansiering och kapitalinvesteringar under räkenskapsåret i sin årsredovisning. De olika typer av flödesanalyser som beskriver detta kan ha olika namn och utformas på olika sätt. Men gemensamt benämns de ofta för *finansieringsanalyser*, vilket är benämningen i lagen (se avsnitt 3.4). Terminologin i litteraturen är dock inte enhetlig. För att resonemanget i resterande del av detta avsnitt, och uppsatsen i övrigt, skall kunna förstås, tar vi redan här ställning till terminologin.

Vi avser med begreppet finansieringsanalys en samlingsbenämning för samtliga finansiella flödesanalyser inom området. Detta begrepp används när vi diskuterar generellt om analyserna. Inom begreppet rymms dels den *traditionella finansieringsanalysen*, dels *kassaflödesana-*

lysen. Dessa analyser ser vi alltså endast som varianter att ställa upp en finansieringsanalys, och endast när vi fokuserar på skillnader i uppställningssätt kommer vi att nyttja de skilda benämningarna. Figur 1a åskådliggör vårt synsätt.

Finansieringsanalyser

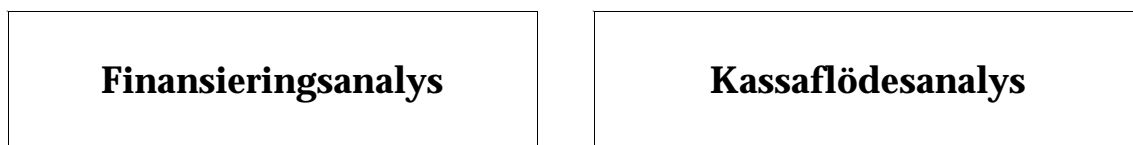


Figur 1a: Uppsatsens terminologi

Källa: egen

Ur andra perspektiv kan lagstiftarens terminologi ses som ej adekvat, varför somliga benämner den traditionella finansieringsanalysen som "finansieringsanalys" och därmed *inte* ser kassaflödesanalysen som en sorts finansieringsanalys utan som ett alternativ till finansieringsanalys. Detta alternativa synsätt tillämpar vi ej i denna uppsats, men vi presenterar det i figur 1b.

Finansiella flödesanalyser



Figur 1b: Terminologi ur annat perspektiv

Källa: egen

Vi tillämpar således samma *benämning* på finansieringsanalysen som lagstiftaren. Detta innebär dock *inte* att vi *endast* betraktar finansieringsanalysen som en lagstadgad externredovisningshandling. Vi ser istället finansieringsanalys som ett vidare begrepp, vilket omfattar samtliga finansiella flödesanalyser. Därmed inkluderas även interna analyser av likviditetsbudgetkaraktär.

I början av 1960-talet framställdes de första finansieringsanalyserna i Sverige, och en rekommendation blev för första gången utgiven 1969 av Näringslivets Börskommitté. Finansieringsanalyser har hittills intagit en underordnad roll i förhållande till resultat- och balansräkningar. (Falkman & Pauli, 1995)

Bland svenska företag är intresset för finansieringsanalyser ofta begränsat, och de analyser som produceras håller ibland en alltför låg kvalitet. Den kritik som förekommer från företagen är att de har svårt att se behovet av en finansieringsanalys. Uppfattningen är ofta att den information som framkommer i den vanliga resultat- och balansräkningen med tillhörande noter skulle räcka för att upprätta en finansieringsanalys. Detta är emellertid inte sant, utan för att upprätta en finansieringsanalys krävs internt räkenskapsmaterial. (Rundfelt, 1997)

De finansieringsanalyser som använts under många år är förhållandevis enkla analyser som visar skillnaden mellan företagets tillförda och använda medel. Intresset har dock under senare år vuxit för redovisning av kassaflöden. Detta har lett till att kassaflödesanalyser har börjat användas som ett alternativ till de traditionella finansieringsanalyserna. (Rundfelt)

Den största skillnaden mellan den traditionella finansieringsanalysen och kassaflödesanalysen är att företagets rörelsekapital delas upp i kassaflödesanalysen. Det får effekten att förändringen i höglikvida medel såsom kassa, bank och kortfristiga fordringar bättre belyses än i den traditionella finansieringsanalysen. På detta sätt kan företagets intressenter, enligt den amerikanska normgivarorganisationen FASB, få en bättre inblick i t ex följande (Kam, 1990):

- Anledning till skillnader mellan vinst och kassaflöde
- Företagets förmåga att producera framtida positiva kassaflöden
- Företagets förmåga att betala skulder och utdelningar
- Företagets behov av extern finansiering
- Utfallet av investerings- och finansieringsaktiviteter
- Långsiktig strategi och utveckling

1.2 Problemformulering

Redovisningsrådet har inför 1999 kommit med en ny rekommendation, RR 7:98, beträffande kassaflödesanalyser. Syftet med denna rekommendation är bl a att få de företag som idag använder den traditionella finansieringsanalysen att istället övergå till kassaflödesanalysen. Redovisningsrådet anser kassaflödesanalysen vara mer informativ. Dessutom är rekommendationen en anpassning till International Accounting Standards Committees (IASC:s) rekommendation IAS 7. Redovisningsrådet har uttalat att det skall följa IASC:s rekommendationer. (Rundfelt, 1997) En frågeställning i anslutning till detta är hur en sådan förändring upplevs av såväl bolaget som dess intressenter, d v s både interna och externa aktörer. Dessa olika aktörers synsätt betraktar vi som två skilda perspektiv – det *interna* och det *externa*.

Oavsett perspektiv är det av intresse att utreda om en förändring enligt rådets rekommendation innebär någon reell skillnad i bolagets redovisning. IAS 7 har tidigare kunnat tillämpas av svenska bolag, och då denna rekommendation i stort sett återfinns, översatt till svenska, i RR 7:98, blir kanske effekterna av rekommendationen inte så stora. Det blir därmed också av intresse att se vilka finansieringsanalyser som idag är mest förekommande i årsredovisningarna. Används kassaflödesanalysen redan nu i stor utsträckning, eller vilka andra modeller av finansieringsanalysen förekommer? Dessutom bör det klargöras huruvida kassaflödesanalysen innehåller information utöver den traditionella finansieringsanalysen eller inte, och om denna eventuella information har någon viktig funktion för bolagen och deras intressenter.

En annan frågeställning, som också bör granskas, är hur olika rekommendationer om finansieringsanalyser skiljer sig från varandra samt vilken lagstiftning som finns på området. Denna granskning behövs för att komplettera bilden av finansieringsanalysens problematik och för att ge den juridiska ram som behövs för att beslutsfattare skall kunna ta välgrundade beslut.

Finansieringsanalysen existerar av någon anledning, och vilken denna anledning är kan vara intressant att utreda. Är anledningen inte godtagbar, skulle kravet på finansieringsanalys kunna avskaff-

as. Är förståelsen för analysens syften å andra sidan ej tillräckligt utbredd, borde utbildningar och information förbättras. Kanske kan finansieringsanalysen användas för styrningsändamål i företagets verksamheter i större utsträckning än nu sker.

Detta resonemang kan sammanfattas i följande huvudfrågor:

- Vilken information kan erhållas ur finansieringsanalysen? Hur kan den informationen användas?
- Vilka för- och nackdelar finns med de olika uppställningsformerna för finansieringsanalys? Kan någon uppställningsform utvecklas och bli bättre?
- Hur och i vilken omfattning kommer RR 7:98 påverka bolagen och deras intressenter?

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att öka förståelsen för kassaflödesanalyser och traditionella finansieringsanalyser genom att studera deras framtagande, informationsinnehåll och användningsområde.

Detta syfte innebär bl a att våra problemfrågor i föregående avsnitt skall besvaras.

1.3.1 Avgränsningar

Vi behandlar endast förhållanden i Sverige. Detta beror främst på att olika länder har skilda redovisningslagar och -normer samt att tids-, kostnads- och språkskäl skulle försvåra en studie av utländska förhållanden. Vidare är vår bakgrund och verklighetsbild färgad av svenska studier och förhållanden, vilket gör oss mer lämpade för en svensk studie.

Vårt intresseområde sträcker sig således inte utanför landets gränser. Dock utesluter detta inte att utländsk litteratur på området används, eftersom den behandlar principer som är relevanta även i Sverige.

Inom vårt undersökningsområde har vi genomfört urval av vissa

branscher och företag av en viss storlek och typ. Vårt intresse för finansieringsanalyser är dock inte begränsat till dessa branscher, utan vi ser urvalen som metodologiska frågor, vars behandling syftar till att på bästa sätt belysa vårt område. Metoden diskuteras mer ingående i nästa kapitel.

2 Metod

I detta kapitel beskriver vi hur vi har gått tillväga för att uppnå vårt syfte.

2.1 Vetenskapssyn och förhållningssätt

De två forskningsinriktningar som är mest aktuella vid den typ av undersökning som vi gör är positivism och hermeneutik, vilka vi nedan behandlar och gör ett eget ställningstagande till.

Positivism är enligt Nordenfelt (1982) en forskningsmetod som innebär objektivitet och fokus på empiri och observerbara fenomen. Vidare menar Tebelius (1987) att positivistisk forskning skall generera positiv kunskap, d v s kunskap som är nyttig, säker, exakt och organiserad. Forskningen måste dock inte *nödvändigtvis* vara empiriskt grundad, men åtminstone rationellt argumenterande, vilket Egidius (1986) påpekar.

Hermeneutisk forskning betonar vikten av helheter (Tebeilius, 1987). För att se en helhet krävs att forskaren ser på sitt forskningsobjekt genom ett filter bestående av förförståelse och erfarenhet. Denna erfarenhet påverkas även av det studerade, vilket får som effekt att betraktelsesättet och upplevelsen successivt förändras. Detta fenomen kallas enligt Tebeilius *den hermeneutiska spiralen*. Hermeneutiker försöker att kvalitativt tolka och förstå verkligheten, till skillnad från att med hjälp av statistisk databehandling rent matematiskt beskriva och förklara verkligheten (Gummesson, 1985).

Vårt vetenskapliga förhållningssätt är i grunden positivistiskt, eftersom vi anser att objektivitet och värderingsfrihet är viktiga forskningsförutsättningar. Vi vill alltså beskriva verkligheten utan alltför mycket egna värderingar. För att denna uppsats skall vara trovärdig, är det för oss självklart att återge befintlig företagspraxis och liknande så objektivt som möjligt. Det är dock inte möjligt att uppnå någon fullständig objektivitet, då vårt sätt att undersöka och sammanställa information påverkas av våra olika bakgrunder och referensramar. Vidare tar vi i vissa avsnitt av uppsatsen ställning till

vissa fenomen. Detta krävs för att inte uppsatsen endast skall vara en upprepning av redan befintligt material. I dessa delar lyser våra personliga åsikter igenom samt genomsyrar framställningen i en mer hermeneutisk anda. Det är således svårt att göra en rent positivistisk eller hermeneutisk studie, och vi anser detta inte heller önskvärt, varför vår uppsats ligger någonstans emellan samt växlar mellan perspektiven.

Vi nyttjar oss emellanåt av en deduktiv metod, d v s vi använder teorier om finansieringsanalyser m m för att härleda förbättringar av modeller. Framförallt gör vi det i referensramen och analysen, när vi kritiserar begrepp, definitioner och uppställningsformer för finansieringsanalyser. Detta finner vi mest ändamålsenligt, eftersom det är enda sättet att komma fram till hållbara slutsatser (Molander, 1988), vilket överensstämmer med vår positivistiska grundsyn. Vidare utvecklar vi induktivt teori med utgångspunkt från empirin, d v s vi utnyttjar i årsredovisningar förekommande finansieringsanalyser till granskning och sammanställning. Detta anser vi är önskvärt, då vi vill ha viss verklighetsförankring i vår uppsats. Denna metod är enligt Molander mer resonerande och ger därmed intressanta, men mindre säkra, resultat.

2.2 Tillvägagångssätt

Inom redovisningen läggs ofta stor vikt vid resultat- och balansräkningar. Utseendet på dessa är formaliserat, och användningsområdena är många och välkända. För finansieringsanalyser, som för vissa större företag måste ingå i årsredovisningarna, finns däremot flera varianter. För att reda ut eventuell begreppsförvirring, inledde vi vår studie med att granska befintlig litteratur, lagar och rekommendationer. Särskild vikt lades här på studiet av RR 7:98, eftersom den nyligen har utgivits. För att förstå lagarna, och hur dessa skall tolkas, har vi ibland tagit hjälp av lagförarbeten.

Eftersom detta är en uppsats inom företagsekonomi, sökte vi dessutom den befintliga synen på analyserna i den företagsekonomiska litteraturen och forskningen. Genom detta arbete hoppas vi kunna klargöra de möjliga uppställningsformerna och användningsområdena.

Till en början använde vi litteratur från tidigare kurser i vår utbildning. Därefter sökte vi ytterligare litteratur i Linköpings universitetsbibliotek, där vi använde oss av databaserna Helecon International och ProQuest Direct. Vi använde oss av sökorden "Cash flow", "Cash flow statement", "Cash flow analysis" och "Working capital". Antalet träffar var mycket stort. Vi läste sammanfattningarna av de artiklar vars rubriker vi bedömde som intressanta. Denna bedömning gjorde vi på subjektiv grund, där vår förförståelse av ämnet hjälpte oss på ett hermeneutiskt sätt. Därigenom valde vi ut de artiklar som har använts i uppsatsen. Utöver dessa sökningar utnyttjade vi referenserna i vår kurslitteratur.

Den största delen av uppsatsen består av litteraturgenomgången. Med denna genomgång anser vi att förståelsen för finansieringsanalyser ökar, vilket är syftet med uppsatsen. Därutöver finns en empirisk del, vilken är avsedd att ge en djupare förståelse av finansieringsanalysens *branschspecifika* problem. Den empiriska delen är således inte avgörande för att uppfylla uppsatsens syfte, utan den är till för att komplettera helhetsbilden av finansieringsanalysens dimensioner.

Till största delen anlägger vi en kvalitativ ansats. På detta sätt anser vi att vi kan uppnå vårt mål, vilket vi gör genom att problematisera och fundera. Kvantitativa metoder är ofta användbara och skall inte förkastas, men vi är mer intresserade av *hur* och *varför*, inte *hur mycket*. Vi är medvetna om att vår empiriska beskrivning inte är generaliserbar i statistisk mening, d v s den beskriver inte hur *alla* företag, inte ens ett *genomsnitt*, gör. Detta är inte heller vår målsättning, utan vi vill undersöka vissa fall djupare för att skapa kvalitativ kunskap. Den kvalitativa kunskapen erhåller vi genom tolkning, till skillnad från den mätning som används i kvantitativa metoder.

Två vanliga undersökningsansatser är enligt Lekvall & Wahlbin (1993) fallstudieansatsen och tvärsnittsansatsen. Vår ansats ligger någonstans mellan dessa ansatser. Vi vill inte begränsa oss till det som är specifikt för *ett* företag, men vi har inte heller för avsikt att uttala oss om någon bakomliggande population. Vår ansats ger oss således både viss bredd och visst djup. Enligt denna terminologi är varje undersökt företag ett fall. Alternativt kan finansieringsanalysproblematiken i sig ses som ett enda fall, och i så fall kan vår upp-

sats sägas vara mycket fallstudieliknande.

Vår empiriska undersökning har två huvudperspektiv – det interna, där vi undersöker synen på finansieringsanalyser inom företagen, och det externa, där vi behandlar externa användares synsätt.

2.2.1 Internperspektivet

Då det inte är fråga om någon statistisk undersökning, blir formella definitioner av populationer och urval av mindre betydelse. Målgruppen i internperspektivet definierar vi som börsnoterade bolag, vilka alla enligt lag eller avtal (se avsnitt 3.4) måste ha finansieringsanalys i årsredovisning eller delårsrapporter. De minsta företagen är därmed inte aktuella i vår undersökning, oavsett om de av fri vilja framställer finansieringsanalyser eller ej. Vi är medvetna om att vi kan gå miste om vissa synpunkter på finansieringsanalyser genom detta val, men eftersom finansieringsanalyser torde vara mest betydelsefulla i större företag, har vi valt att undersöka dessa.

Inom vår målgrupp har vi valt ut två olika branscher – **banker och försäkringsbolag** samt **skogsbolag**. Dessa branscher har vi valt, därför att den förstnämnda har stora finansiella tillgångar och den senare stora reala tillgångar. Att vi har valt dessa två branscher beror på att de kan ses som två extremlägen i sina tillgångssammansättningar. Anledningen till att vi valt två ytterligheter är att vi vill, om möjligt, få olika synvinklar på finansieringsanalysen. Extremurvalet är enligt Lekvall & Wahlbin (1993) en form av bedömningsurval som möjliggör en belysning av vissa frågeställningar.

I RR 7:98 rekommenderas en speciell typ av finansieringsanalys för finansiella företag (se avsnitt 3.6.2), vilket gör det särskilt intressant för oss att belysa de här företagens speciella problematik närmare. Vidare gör vi jämförelser mellan dessa företag och skogsbolagen, med avseende på finansieringsanalyserna. Att vi har valt endast skogsbolag, och inte t ex fastighetsbolag, som också har stora reala tillgångar, beror på att vi vill jämföra *en* bransch med stora reala tillgångar med *en* bransch med stora finansiella tillgångar. Vi är således inte intresserade av att göra någon generell bedömning för alla bolag med stora reala tillgångar, utan vi vill endast belysa problematiken som kan förekomma i de olika typerna av företag.

Antalet svenska banker, försäkringsbolag och skogsbolag på Stockholms Fondbörs är relativt litet. Därför har vi valt att undersöka samtliga dessa, utom Handelsbanken Hypotek som är dotterbolag till Handelsbanken (Handelsbankens årsredovisning 1998). Dotterbolaget undersöker vi inte, därför att det domineras av moderbolaget och inte självt bestämmer hur deras finansieringsanalyser skall utformas eller användas. För att komma fram till vilka bolag som är noterade på börsen utgick vi från listor i Aktieindikatorn (1999) och Börsguiden (1999).

Bankerna och försäkringsbolagen är följande:

- FöreningsSparbanken
- Handelsbanken
- JP Bank
- S-E-Banken (SEB)
- Skandia
- Svenska Brand

Nordbanken Holding är noterat på Stockholms Fondbörs, men detta är ingen bank utan endast ett ägarbolag, vilket har 50 % av rösterna i MeritaNordbanken, som har sitt säte i Finland och är noterat på börsen i Finland. MeritaNordbanken är alltså koncernens moderbolag, där bankverksamheten utövas och koncernredovisningen framställs. (MeritaNordbankengruppen, 1999) Därmed hamnar Nordbanken Holding utanför vår undersökning, som endast omfattar svenska bolag.

Skogsbolagen är följande:

- AssiDomän
- C F Berg
- Fagerlid
- Klippan
- MoDo
- Munksjö
- Rottneros
- Rörvik Timber
- SCA

Vi har inte tagit med Stora Enso, vilket beror på att detta är ett finländskt bolag (Articles of Association, 1999).

Det första vi gjorde i vår empiriska undersökning var att studera bolagens årsredovisningar. Vi använde 1998 års årsredovisningar i de fall som dessa fanns tillgängliga, men på grund av tidpunkten för undersökningen har vi i de flesta fall varit tvungna att använda oss av årsredovisningar för 1997. Genom årsredovisningarna fick vi kunskap om vad som förekommer i praktiken.

När vi granskade årsredovisningarna, märkte vi att bankerna inte har tagit med finansieringsanalyser i dessa. Däremot har de börjat ta fram finansieringsanalyser till delårsrapporterna för 1999. Därför granskade vi även en sådan, nämligen Handelsbankens kvartalsrapport för januari – mars 1999. Denna var den första som presenterades, och därför fanns det inga andra banker att välja bland.

När vi hade använt oss av informationen i sekundärdatan, gick vi vidare med primärdata. Årsredovisningar innehåller endast de färdiga produkterna, och vi är även intresserade av vad som ligger bakom dessa. Därför kontaktade vi de företag, vars årsredovisningar vi har granskat. Detta gjorde vi för att de som upprättar analyserna och de som använder dem skulle få bidra med sina åsikter. En viktig fråga till dessa personer var om de anser att analyserna är användbara, eller om de främst framställs för att uppfylla krav i lagar och rekommendationer. När vi märkte att det senare är fallet i viss omfattning, gick vi tillbaka till lagförarbeten och försökte se vad som var syftet och varför detta inte uppfylls. Tyvärr var dock lagförarbetena för allmänt skrivna och gav inte de svar vi sökte. Ursprungligen hade vi dock anledning att tro på en viss användbarhet hos analyserna, så vi frågade även hur de används. En del av vår undersökning behandlar huruvida analyserna utgör ett användbart instrument i företagets interna styrning. Vi har även sammanställt åsikter om RR 7:98.

2.2.2 Externperspektivet

Vi går som vi tidigare nämnt även utanför internperspektivet och undersöker inställningen till finansieringsanalyser hos *ägare* och *kreditgivare*. Övriga externa intressenter, som t ex kunder och anställda,

har vi valt att inte ta med i undersökningen. Vi upplever att denna typ av intressenter inte har samma intresse av finansieringsanalysen som ägare och kreditgivare. Här lyser vår förförståelse således igenom och färgar uppsatsen hermeneutiskt.

För att belysa synen på finansieringsanalyser ur ett ägarperspektiv hade vi tänkt intervjua en analytiker hos Hagströmer & Qviberg. Detta bolag är lämpligt, då det är ett av de större i Sverige, som agerar både som fondkommissionär och fondförvaltare. Det avböjde dock att medverka beroende på bristande djup i kompetensen rörande våra utvalda branscher. Som en följd av detta valde vi ett nytt analytikerbolag, nämligen Robur, som bedriver en liknande verksamhet. Inte heller Robur kunde medverka, p g a tidsbrist, så det slutliga valet blev istället Aragon. Eftersom vi endast vill få insikt i problematiken, är valet av kapitalförvaltare inte särskilt betydelsefullt. Vid vår typ av bedömningsurval finns enligt Lekvall & Wahlbin (1993) inte heller några regler för urvalsstorlek, och vi valde endast *ett* analytikerbolag för att belysa våra frågeställningar.

Ovan nämnda analytikerbolag utövar endast ett passivt ägande (förvaltning av sparkapital). Därför ansåg vi att även en aktiv ägare borde undersökas. Med aktivt ägande avser vi att ägaren utövar sin rösträtt i de ägda bolagen. Genom ett bedömningsurval utsågs Investor som lämpligt att bidra till vår undersökning.

När vi hade fått svar från Aragon och Investor, insåg vi att ytterligare synpunkter från analytiker behövdes för att komplettera bilden av analytikernas syn på finansieringsanalyser. Detta blev följden av att vi funderade över huruvida de erhållna svaren var specifika för de svarande respondenterna eller ej. Därför utsåg vi även följande bolag att ingå i vår undersökning:

- Alfred Berg
- Erik Penser Fondkommission
- Matteus
- Nordiska
- Ratos

Av dessa bolag är Ratos en aktiv ägare och de övriga passiva. Vi kontaktade ett efter ett av bolagen, tills vi bedömde att informa-

tionsmängden var mättad, d v s ytterligare information hade inte tillfört något. Vår avsikt var inte att ta med alla fem bolagen i undersökningen utan endast att komplettera bilden av svaren från Aragon och Investor.

Kreditgivare, inklusive leverantörer, anlitar ofta kreditupplysningsföretag för att värdera företagen som önskar kredit (Upplysningar om UC, 1999). Upplysningsföretagens syn på finansieringsanalysernas informationsinnehåll och användbarhet i värderingen undersökte vi därför. Det största kreditupplysningsföretaget är UC, som vi därför har valt att ta med i vår undersökning.

2.2.3 Kommunikation

Antalet frågor till varje respondent är relativt litet, varför telefonintervjuer och frågor via e-post är lämpliga metoder. Till en början använde vi endast e-post i vår kommunikation. Fördelarna med detta är följande:

- Tidsbesparing
- Låg kostnad (ingen alls)
- Möjlighet för respondenterna att svara när det passar dem. Detta minskar risken för bortfall.
- Möjlighet för respondenterna att undersöka problemen närmare innan de svarar. Även detta minskar risken för bortfall. Dessutom ökar tillförlitligheten i de svar vi får.

Vi anser att dessa fördelar väger tyngre än nackdelarna, men vi är medvetna om att det finns nackdelar. Bland nackdelarna kan nämnas följande:

- Dålig kontroll över vem som verkligen svarar
- Låg flexibilitet i utfrågningen. Dock finns möjligheten att återkomma med uppföljningsfrågor.
- Frågorna måste vara självförklarande, så respondenterna verkligen förstår vad som efterfrågas.
- Risken finns att bortfallet ökar, eftersom det tar längre tid för respondenterna att skriva in sina svar på en dator än att förklara på telefon. Därför godtog vi även svar via telefon.

Problemen liknar till viss del dem som nämns av Lekvall & Wahlbin (1993) för brevenkäter. Fördelarna med e-post är dock (se ovan) samma som för brevenkäter samt flera ytterligare fördelar, som är teknikrelaterade.

Innan vi ställde frågor till företagen, kontaktade vi dem för att fråga ifall de ville medverka. Den första förfrågan e-postade vi till de adresser som finns på företagens hemsidor på Internet och i årsredovisningarna. I förfrågan beskrev vi vår undersökning. Vi bad varje företag om att få e-postadresser till de personer som företagen ansåg mest lämpade att svara på våra frågor. Internperspektivets företag bad vi om e-postadress dels till den som ansvarar för redovisningsfrågor, dels till den som ansvarar för företagsstyrningsfrågor. Externperspektivets företag bad vi om e-postadresser till analytiker insatta i våra utvalda branscher. Till de få företag, vars e-postadress vi inte hittade, ringde vi och bad om e-postadress till berörda personer. I samband med att vi besökte företagens hemsidor fann vi, på några av dessa, viss information som vi använde oss av.

Efter en vecka e-postade vi påminnelser till de företag som inte hade svarat på vår förfrågan. Efter ytterligare en vecka ringde vi till resterande företag. Alla företag utom JP Bank och C F Berg valde att medverka (se även avsnitt 2.2.2 angående externperspektivets företag och ersättningsurvalet för dem av dessa som inte kunde medverka). Av de medverkande företagen önskade AssiDomän och Fagerlid kommunicera via traditionell post, vilket vi accepterade.

Frågorna till företagen konstruerade vi så att svaren skulle hjälpa oss att uppnå vårt syfte. Samtliga frågor bifogas i bilaga till uppsatsen. I frågorna skrev vi "finansierings-/kassaflödesanalys" när vi menar finansieringsanalys. På detta sätt går det att förstå våra frågor även för den som tillämpar en alternativ terminologi (se avsnitt 1.1).

Vi e-postade frågorna till de berörda personerna dels som text i ett e-brev, dels som bifogad Word 6.0-fil. Det förra underlättade för dem som eventuellt inte har programmet Word samt för dem som vill skydda sig mot datavirus genom att inte öppna bifogade filer, och det senare underlättade för dem som vill ta hjälp av programmet Words stavningskontroll och andra mer avancerade funktioner. I e-brevet redogjorde vi även för bakgrunden till undersökningen

och problemområdets relevans, vilket syftade till att minska bortfallet. Vi skrev även att vi accepterade svar via telefon och traditionell post från dem som föredrog detta, men ingen av dem som fick frågorna via e-post utnyttjade denna möjlighet.

Efter två veckor e-postade vi påminnelser till de personer som inte hade svarat. Vid detta tillfälle bifogade vi våra undersökningsfrågor ännu en gång, så att de som slängt vårt tidigare e-brev skulle ha möjlighet att svara. Denna gång fanns frågorna även i en Word 2.0-fil för att möjliggöra svar skrivna i de flesta ordbehandlingsprogram. Efter denna påminnelse meddelade Skandias respondent att han p g a tidsbrist inte hade möjlighet att medverka.

Ytterligare en vecka senare ringde vi till de personer som ännu inte hade svarat. I samband med detta ringde vi även till de analytikerbolag som valdes i andra omgången (se avsnitt 2.2.2). Vår erfarenhet vid detta tillfälle sade oss att respondenterna har en tendens att ignorera våra e-brev tills vi påminner dem. Därför valde vi att kommunicera med dessa via telefon, då vi behövde få in svaren snabbt. När vi ringde upp dem direkt, fick vi svaren utan väntetid. Vårt att påpeka är dock att inte alla valde telefonintervju, utan några ville även nu svara via e-post. Av de tillfrågade bolagen valde Erik Penser Fondkommission och Matteus att svara via e-post, medan resterande valde telefonintervju, förutom Alfred Berg som inte hade möjlighet att medverka. De som telefonintervjuades var något stressade, och svaren var av lägre kvalitet och mindre utförliga än svaren vi fick via e-post.

För tydlighets skull presenterar vi nedan en sammanställning över de bolag som *svarade* på våra undersökningsfrågor.

- FöreningsSparbanken
- Handelsbanken
- S-E-Banken

- AssiDomän
- Klippan
- Rörvik Timber
- SCA

- Aragon
- Investor
- Nordiska
- Ratos

- UC

Det var således flera bolag som lovade att medverka men senare inte gjorde detta.

Sammanfattningsvis är vårt intryck att i en undersökning som denna kan en bra teknik vara att kombinera telefon och e-post. Telefon bör användas i den första kontakten med respondenten för att få en personlig kontakt, vilket klart ökar svarsfrekvensen. Själva korrespondensen av frågor och svar är dock mest praktiskt att sköta via e-post.

2.2.4 Metodkritik

Syftet med denna uppsats är tämligen brett, och för att uppfylla detta kan olika metoder tillämpas.

Valet av litteratur är i viss mening subjektivt. Våra databassökningar gav ett stort antal träffar, och bland dessa har vi gallrat genom att läsa sammanfattningar av artiklar och böcker med relevanta titlar. En ytterligare gallring har skett genom att endast vissa delar av den lästa litteraturen har behandlats i uppsatsen.

Ju längre vårt arbete fortskred, desto mindre tillförde den ytterligare litteratur vi läste. Detta tyder på att vi har behandlat en stor del av den relevanta litteraturen. Många av författarna hänvisar till varandra och behandlar samma problem. Därför hade vårt slutresultat förmodligen blivit i stort sett detsamma om arbetet hade påbörjats annorlunda.

Två möjliga kriterier på en god forskningsmetod är enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul (1997) reliabilitet och validitet.

Reliabilitet innebär att resultaten är oberoende av vem som genomför undersökningen och oberoende av när den genomförs. Vi har

fördjupat oss i och lyft fram de problem som vi har ansett relevanta, varvid vår förförståelse har varit betydelsefull för valet av problem. Förförståelsen är unik för varje individ och tidpunkt, vilket medför en låg reliabilitet i vår metod. Dock är kravet på reliabilitet enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul beroende på vetenskapssyn, och graden av positivism är så pass låg i vår undersökning att vi anser att den låga reliabiliteten är godtagbar.

Empirins reliabilitet är måhända viktigare. Eftersom vi har undersökt samtliga bolag inom de utvalda branscherna, uppstår ingen urvalsproblematik på bolagsnivå. Däremot kan urvalet av branscher möjligen ifrågasättas. Vi har emellertid ingen ambition att uppnå statistisk generaliserbarhet över alla branscher, utan vi vill belysa problem som är förekommande i, men inte begränsade till, de utvalda branscherna.

Bortfallet i den empiriska undersökningen kan vara ett problem. Inget av de två försäkringsbolagen svarade på våra frågor, vilket gör att vi inte kan uttala oss om dessa bolags åsikter. Svarsfrekvensen var lägre än väntat bland skogsbolagen, trots att vi ansträngde oss för att öka mängden svar. Vi ser dock inte bortfallet som något problem, eftersom vår ansats inte är kvantitativ beträffande frågorna till bolagen. Visserligen kan bortfallet ha en systematiskt avvikande uppfattning, vilket skulle tyda på lägre reliabilitet, men anledningen till bortfallet är i de flesta fall tidsbrist och inte t ex bristande intresse för finansieringsanalyser.

Bland analytikerna kan möjligen urvalet ifrågasättas. Dock var deras åsikter enhetliga, och vi bedömde att ytterligare intervjuer inte skulle ha tillfört något. I ett fall (Aragon) var det endast en IT-analytiker som hade möjlighet att svara på våra frågor. Detta var kanske mindre lämpligt men låg utanför vår kontroll. För övrigt kan telefonintervjuerna med analytikerna ha påverkats av att analytikerna var stressade eller att våra hastigt påkomna följdfrågor eventuellt blev ledande. Dessa problem undvek vi genom att använda e-post i största möjliga utsträckning.

Validitet innebär att metoden resulterar i det som den är avsedd att göra. Validitet är enligt Eriksson & Wiedersheim-Paul viktigt, oavsett vetenskapssyn. Vi avsåg att öka förståelsen för finansierings-

analyser, och detta tror vi att vi har gjort. Även om vår undersökningsmetod skulle tillämpas av någon annan, skulle den leda till ökad förståelse för finansieringsanalyser. Därmed anser vi att vår metod är valid.

3 Referensram

Vi redogör här för teorier, regler, principer och tekniker om finansieringsanalyser. Detta behövs för att förstå vår empiri och för att kunna genomföra en analys samt för att inse relevansen av de undersökta områdena.

Vissa delar av detta kapitel kan även betecknas som *empiri*. Dessa delar är placerade i referensramen för att passa sammanhanget bättre. Dessutom innehåller kapitlet viss *analys* av rekommendationer och begrepp.

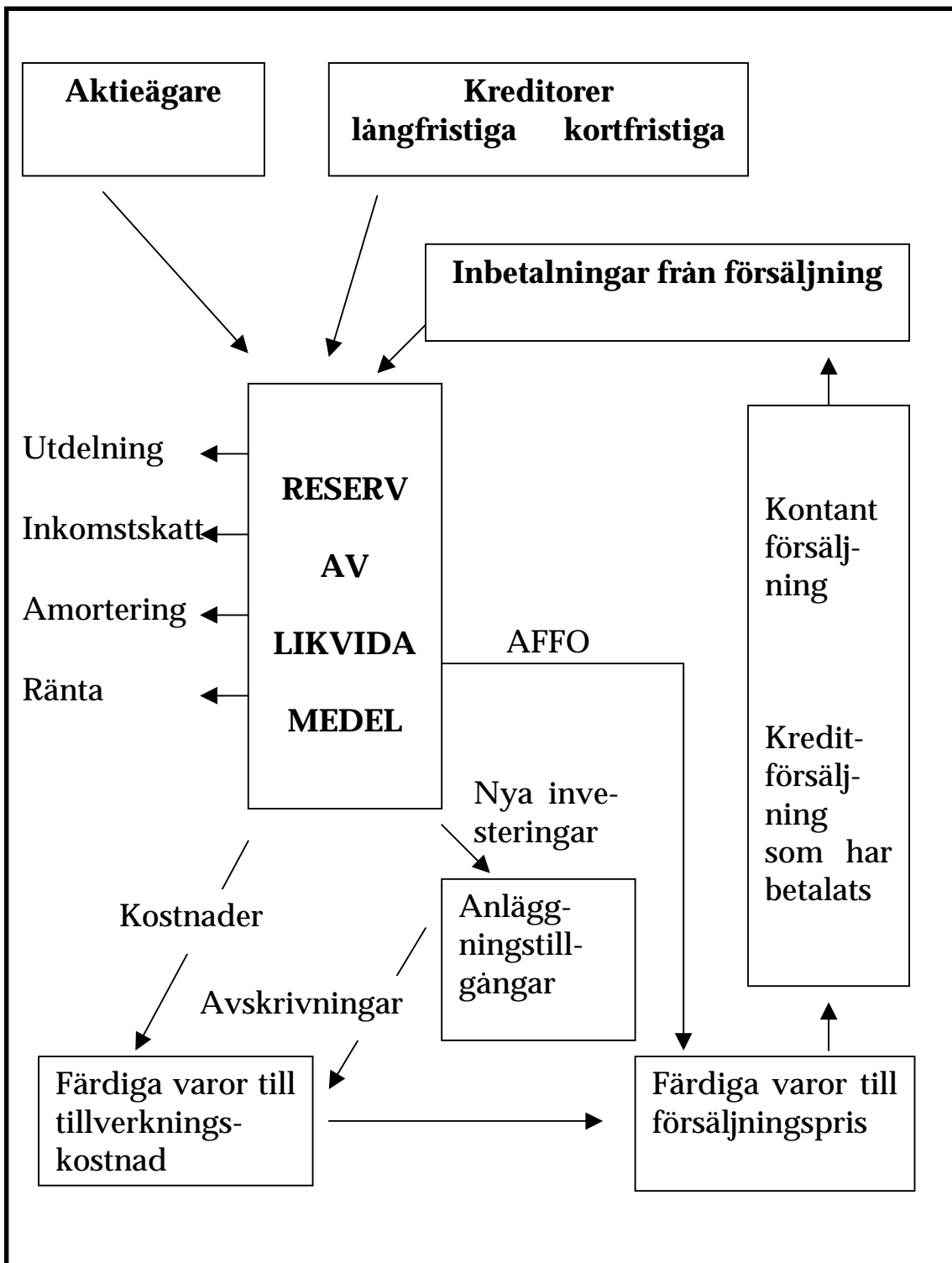
3.1 Finansieringsanalysens användbarhet

I detta avsnitt skall vi se om, och i så fall hur, finansieringsanalysen skiljer sig från resultaträkningen, främst beträffande dess användningsområden. Detta gör vi för att se i vilka situationer finansieringsanalysen kan ge mer information än den traditionella redovisningen.

Griswold (1955), ur Most (1977), har tagit fram en modell över företagets betalningsflöden. Most för en diskussion omkring modellen, och vi presenterar den i figur 3a.

Figuren visar den koppling som finns mellan likviditet och redovisningsmässiga begrepp som intäkter och kostnader. Most påpekar att den inte skall tolkas bokstavligen som att avskrivningar och andra kostnader *är* utbetalningar, utan en mer korrekt tolkning är att figuren visar vilka begrepp som har ett visst *samband* med betalningar. (Most)

Vi låter figuren tjänstgöra som inledning till vårt resonemang om finansieringsanalysens användbarhet. Figuren visar hur likvida medel flyter genom företaget. Det är dessa flöden som finansieringsanalysen skall beskriva.



Figur 3a: Betalningsflödet genom ett företag
 Källa: Griswold (1955), ur Most (1977), bearbetad

Kam (1990) nämner åtta variabler som indikerar ett företags finansiella kondition:

- Lönsamhet
- Finansiell position
- Solvens (skuldåterbetalningsförmåga)
- Likviditet
- Risk i kapitalstrukturen
- Operativ förmåga
- Förmåga att anpassa sig till omgivningen
- Finansiell flexibilitet

Listan är inte uttömmande, och variablerna har enligt Kam oklar innebörd och är inte ömsesidigt uteslutande. Kam diskuterar hur variablerna skall mätas, och han kommer fram till att informationen i finansieringsanalysen behövs för detta, kombinerad med information från resultat- och balansräkningar. För att bedöma skuldåterbetalningsförmågan måste balansräkningens och finansieringsanalysens poster studeras.

På lång sikt är lönsamhet och solvens i stort sett samma sak, men på kort sikt är korrelationen lägre. För att ett företag skall överleva på lång sikt krävs att det överlever på kort sikt. Detta ger upphov till ett behov av solvensbedömning på annat sätt än att studera lönsamheten, och det är här finansieringsanalysen kommer in i bilden. Finansiell position, solvens och likviditet är näraliggande begrepp, som alla indikerar skuldåterbetalningsförmåga. (Kam)

Finansiell flexibilitet är ett företags förmåga att anskaffa likvida medel i det korta perspektivet för att möta oförutsedda behov eller dra fördel av gynnsamma möjligheter. Finansiell flexibilitet omfattar solvens men är ett vidare begrepp än detta, som i sin tur är ett vidare begrepp än likviditet. (Hendriksen & van Breda, 1992)

Vad är en finansieringsanalys? En finansieringsanalys kan sägas vara en sammanställning av ett företags investeringar under en viss period, och hur dessa investeringar har finansierats. Summa förändring av balansräkningens aktivsida skall vara lika med summa förändring av balansräkningens passivsida. Förändringen skall uttryckas i "medel". Med medel avses i detta sammanhang "betal-

ningsmedel”. Betalningsmedel är ett stort begrepp och kan avse t ex kassa eller rörelsekapital. Alla resurser som kan vara föremål för investerings- och finansieringsaktiviteter kan inkluderas i begreppet ”betalningsmedel”, alltså även icke-monetära medel, som exempelvis inventarier, vilka kan användas för byteshandel. En finansieringsanalys kan således uttryckas i ett flertal olika medelsbegrepp (se avsnitt 3.5.5). (Most, 1977)

Vad är en kassaflödesanalys? Av ovanstående resonemang följer att kassaflöden är en del av begreppet finansieringsanalys och inte en ersättning för densamma. Kassaflöden är bara ett av många olika värden som flyter genom ett företag. Ett företags ekonomiska livscykel är visserligen en likviditetscykel som uttrycker hur likvida medel (kassamedel) anskaffas och hur de används, men likvida medel är för den skull ingen oberoende variabel för ett företags framställande av varor och tjänster. (Most)

Mosts grundläggande teorier stämmer väl överens med vårt ställningstagande till terminologin avseende finansieringsanalyser (se avsnitt 1.1).

Vi har tidigare nämnt att det redovisade resultat som erhålls i företagets resultaträkning till viss del är manipulerbart. Men detta innebär inte att resultaträkningen är oviktig. Även om det kan vara missvisande att endast studera företagets resultat, kan det vara lika missvisande att endast förlita sig på en finansieringsanalys. Detta innebär att lika gärna som ett positivt resultat inte alltid innebär en fullgod likviditet, innebär inte heller alltid ett positivt nettovärde i finansieringsanalysen ett positivt resultat.

Finansieringsanalysen bör därmed ses mer som ett komplement till den traditionella redovisningen (Ashton, 1976). Syftet med finansieringsanalysen är att få en tydligare bild över hur företaget anskaffar, binder och frigör kapital. Finansieringsanalysen brukar därför också ofta ses som en brygga mellan resultat, likviditet och balansräkning (Hallgren, 1996). Enligt Gandemo & Asztély (1983) kan man genom att kombinera information från finansieringsanalysen med information från resultat- och balansräkningen få bättre grepp om likviditeten.

Vilka är då de väsentligaste skillnaderna mellan resultaträkningen och finansieringsanalysens informationsinnehåll? Den generella skillnaden, som bl a Lee (1992) nämner, kan sägas vara att man i resultaträkningen eftersträvar att återge en så jämn bild som möjligt av den finansiella ställningen. Detta uppnås genom att använda tex avskrivningar och andra periodiseringar för att jämna ut "ojämnheter" i de finansiella flödena, vilket tex en stor investering kan innebära. Att använda sig av utjämnade resultat kan bland annat vara fördelaktigt vid trendberäkningar och liknande. Finansieringsanalysen däremot visar de exakta finansiella in- och utflödena i företaget, för den aktuella perioden. Genom detta ges företaget bättre möjlighet att se den finansiella rörligheten. Dock bör observeras att totalt kassaflöde och totalt redovisat resultat är lika över ett företags hela livstid (Lee).

Vi skall nedan visa några exempel som tydliggör vad den merinformation som finansieringsanalysen ger kan användas till.

Det primära i ett företags överlevnadsförmåga är inte att endast producera ett positivt resultat, utan frågan blir istället hur pass väl företaget kan förvandla resultatet till likvida medel. Jämförelser mellan finansieringsanalysen och resultatet kan då hjälpa företaget att se hur väl de lyckats med att konvertera intäkter till likvida medel. Av stor vikt är dock att påpeka att en sådan jämförelse inte skall göras för enstaka perioder, eftersom de likvida medlen ofta fluktuerar från period till period, och några generella slutsatser är därmed svåra att dra. (Lee)

Ett annat exempel är när företagets amorteringsförmåga av ett lån skall beräknas. För att bestämma återbetalningstiden måste en prognos av förändringarna i rörelsekapitalet upprättas. Att då endast utgå från resultaträkningen kan vara missvisande, eftersom den även innehåller poster som inte ingår i rörelsekapitalet. Detta kan leda till att företaget inte kan betala sina skulder när de förfaller, trots att verksamheten i sig kanske är mycket vinstgivande. Här behövs istället en analys som bättre visar rörelsekapitalförändringarna. (Jaedicke & Sprouse, 1969)

Genom att då studera finansieringsanalyser kan företaget få en uppfattning av det kapital som rörelsen dels drar in, dels använder sig

av, under normala år. Med utgångspunkt ifrån detta kan företaget sedan lättare göra en framtidsprognos, så att rörelsekapitalet inte riskerar att försämrans på sikt. Om resultaträkningen istället används, måste korrigeringar ständigt göras för poster som inte ingår i rörelsekapitalet som t ex avskrivningar.

Ytterligare ett exempel på användbarheten av analyser som visar förändringarna i rörelsekapitalet är jämförelsen mellan divisioner inom företaget för att se vilka divisioner företaget skall satsa på i framtiden. Att här endast jämföra divisionernas resultat- och balansräkningar är inte lämpligt. Kanske är det så att den division som här visar sig mest räntabel på sikt inte förmår infria sina skulder. Men genom att då även studera divisionernas finansieringsanalyser kan företaget få en bättre bild över divisionernas förmåga att producera ett *framtida* positivt rörelsekapital, vilket i detta fall är högst väsentligt att undersöka. (Jaedicke & Sprouse)

Det är alltså av största vikt att företagen tar hänsyn även till sina *verkliga* finansiella flöden när kalkyleringar och prognostiseringar om framtiden skall göras, och här kan finansieringsanalyser vara till stor hjälp.

Även företagets externa intressenter, som t ex ägare och kreditgivare, kan få stor hjälp av finansieringsanalyser vid bedömningen av företaget (se vidare avsnitt 3.8). En statistisk undersökning från 1996 visar också att många analytiker anser att finansieringsanalysen är ett mycket användbart verktyg vid företagsvärderingar. Även här påpekas dock vikten av att inte enbart förlita sig på finansieringsanalyser utan att istället se den enbart som komplement till resultaträkningen, vilken fortfarande ses som ett mycket viktigt värderingsverktyg. (Yap, 1996)

3.2 Finansieringsanalysens historia

Finansieringsanalysen är som tidigare nämnts ett relativt nytt fenomen. De första uppställningar som dagens finansieringsanalys bär spår av började komma i England och Amerika runt 1860-talet. Ett fåtal företag började då komplettera sina årsredovisningar med enklare analyser som visade förändringen i posten kassa och hur förändringen uppstått. (Falkman & Pauli, 1995)

Inom vårt avgränsade område, Sverige, dröjde det ytterligare 100 år (1960-talet) innan finansieringsanalyser började användas inom näringslivet. Det var också först nu som den svenska utvecklingen av finansieringsanalyser började, och 1969 gav Näringslivets Börskommitté ut den första rekommendationen inom området. År 1975 fastslogs det i aktiebolagslagen att vissa företag var tvungna att upprätta finansieringsanalys i samband med sin årsredovisning. (Falkman & Pauli)

Under den tid som finansieringsanalysen använts av svenska företag har en rad förändringar diskuterats, och en del genomförts, i finansieringsanalysens begreppsapparat. Utformningen av analysen har ofta varit utsatt för debatt, och många olika förslag finns. Falkman & Pauli menar också att det även idag råder föga enighet inom området. Men den svenska utvecklingen av finansieringsanalyser har i stor utsträckning följt internationellt rådande praxis. Därmed har de internationellt ledande normgivningsorganens synsätt ofta haft stor betydelse för de svenska rekommendationer som producerats.

Utformningen av finansieringsanalysen har ständigt varit föremål för diskussion under tiden den existerat. Vi ger därför nedan en kort redogörelse för de tre huvudfaktorer som styr finansieringsanalysens utformning för att se hur dessa ändrats över åren. Detta gör vi för att öka förståelsen och ge en överblick över den historiska utvecklingen. De tre huvudfaktorerna är följande:

Utgångsdata: Vilka grunddata skall finansieringsanalysen upprättas efter, bokföringsmässiga uppgifter eller företagets verkliga in- och utbetalningar? De första rapporterna som visade förändringen i kassa och banktillgodohavanden var förhållandevis enkla och baserade på de verkliga in- och utbetalningarna.

I början av 1900-talet började man istället att basera finansieringsanalysen på resultaträkningens nettoresultat, och detta sätt har också blivit det mest rådande under resterande del av århundradet. Under senare år har dock de verkliga in- och utbetalningarna återigen börjat förespråkas som utgångsdata, bland annat av det amerikanska normgivningsorganet FASB. Det hävdar att detta sätt mer pedagogiskt visar de verkliga flödena. (Falkman & Pauli, 1995) Men

fortfarande är det få företag som använder verkliga in- och utbetalningar som utgångsdata, framförallt för att denna metod är mer tidskrävande och kostsam (Olson, Falkman & Pauli, 1998).

Medelsbegrepp: För att beskriva företagets medelsförändring och hur denna uppkommit har olika medelsbegrepp använts under finansieringsanalysens historia. Runt 1900-talets början fanns tre olika förslag på medelsbegrepp, nämligen likvida medel, omsättningstillgångar och rörelsekapital. Men vartefter utvecklingen av analyserna fortskred, blev medelsbegreppet omsättningstillgångar allt mindre använt. Detta beror på att förändringarna i omsättningstillgångar inte gav den bild av företagets likviditetsförändring som eftersträvas. (Falkman & Pauli, 1995)

Det är således medelsbegreppen likvida medel och rörelsekapital som blivit de mest använda. Rörelsekapital är det begrepp som varit mest använt bland svenska företag under senare år. Men medelsbegreppet likvida medel börjar få allt större stöd, eftersom det anses ge en direkt koppling till företagets likviditet. I Sverige har detta visat sig i bland annat Redovisningsrådets nya rekommendation RR 7:98 (se avsnitt 3.6.2).

Indelning: Ända fram till 1970-talet användes i stort sett bara ett indelningssätt av finansieringsanalysen. Detta bestod endast av uppdelning mellan företagets tillförda och använda medel. Under 70- och 80-talet började dock sektorindelade analyser att förespråkas för att få en fokusering på likviditetsflödena inom de enskilda aktiviteterna i företaget. Men det är först under de senaste åren som en sådan indelning i t ex löpande verksamhet, investerings- och finansieringsverksamhet börjat få genomslagskraft. Även detta visar sig i RR 7:98. (Falkman & Pauli, 1995)

3.3 Normgivande organ

Inom redovisningsområdet finns ett flertal normgivande organ. Dessa organ har även en uppfattning när det gäller finansieringsanalyser. Vi refererar därför ofta i våra resonemang till dessa organisationer. Därför skall vi i detta stycke kort beskriva de viktigaste organen för att öka förståelsen för kommande resonemang.

International Accounting Standards Committee (IASC) är det internationellt ledande normgivningsorganet, som är sammansatt av flera tunga normgivningsorgan ifrån olika länder, t ex kan nämnas den amerikanska organisationen Financial Accounting Standards Board (FASB), vilken har en betydelsefull påverkan på IASC. IASC:s rekommendationer är ofta centrala när enskilda länder utformar sina egna rekommendationer. Detta gäller även Sverige, och enligt Rundfelt (1997) kommer IASC att i framtiden få ett allt större inflytande, bl a beroende på den internationella harmonisering som håller på att äga rum inom redovisningen.

Bland de svenska normgivningsorganen finns Bokföringsnämnden (BFN) och Föreningen Auktoriserade Revisorer (FAR). Vad som kännetecknar dessa organisationer är främst att BFN representerar staten, medan FAR är en näringslivsorganisation. FAR och BFN har sedan tillsammans med Sveriges Industriförbund stiftat Redovisningsrådet (RR), vilket också består av representanter från dessa organisationer. Redovisningsrådets syfte är att utfärda rekommendationer och sprida information om redovisningsfrågor av intresse för publika bolag i Sverige. (Eriksson, 1998)

Vid sidan av Redovisningsrådet finns även Akutgruppen (som organisatoriskt tillhör Redovisningsrådet), vilken bildats för att reda ut och göra uttalanden om redovisningsfrågor som inte behandlas i någon rekommendation från Redovisningsrådet. Detta gäller frågor från företag och revisorer, när det uppstår någon oklarhet inom något redovisningsområde. (Rundfelt, 1997)

3.4 Lagar och avtal

Alla företag i Sverige behöver inte upprätta en finansieringsanalys. Det är framförallt storleken på företaget som avgör om finansieringsanalys måste göras, men det beror även på vilken associationsform företaget har. I detta avsnitt skall vi redogöra för de lagar som reglerar de svenska företagens finansieringsanalyser.

3.4.1 Aktiebolag

För aktiebolag, samt även bl a handelsbolag som är dotterföretag till aktiebolag, är det årsredovisningslagen (1995:1554), ÅRL, som är

tillämplig. Enligt 2 kap 1 § 3 st skall de bolag som avses i 10 kap 3 § 2 st aktiebolagslagen (1975:1385), ABL, upprätta en finansieringsanalys som skall ingå i årsredovisningen. De bolag som avses är de som uppfyller något av följande kriterier:

- Bolagets nettotillgångar enligt de två senaste fastställda balansräkningarna överstiger 1 000 basbelopp.
- Antalet anställda hos bolaget de två senaste räkenskapsåren har i genomsnitt överstigit 200.
- Bolagets aktier eller skuldebrev är noterade på börs eller liknande.

På koncernnivå gäller, enligt 7 kap 3 § 2 st ÅRL, med hänvisning till 10 kap 3 § 4 st ABL, att det skall ingå en finansieringsanalys i koncernredovisningen om något av följande kriterier är uppfyllt:

- Nettovärdet av koncernens tillgångar de två senaste räkenskapsåren överstiger 1 000 basbelopp.
- Antalet anställda i koncernen de två senaste räkenskapsåren har i genomsnitt överstigit 200.

3.4.2 Bankaktiebolag

För bankaktiebolag, värdepappersbolag och vissa andra hypoteksinrättningar gäller inte ÅRL, vilket följer av 1 kap 2 § 1 st ÅRL. Istället finns bestämmelser för dessa bolag i lagen (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag. Enligt dess 2 kap 1 § 2 st, med hänvisning till 10 kap 3 § 2 st ABL, gäller samma krav på att bifoga finansieringsanalys i årsredovisningen som för vanliga aktiebolag. Beträffande finansieringsanalys i koncernredovisningen gäller också samma regler som för aktiebolag.

Reglerna om att bankaktiebolag måste upprätta finansieringsanalys är nya. Tidigare var inte ABL, utan istället bankaktiebolagslagen (1987:618), tillämplig för bankaktiebolagen. Detta medförde motsatsvis att bankaktiebolagen inte behövde upprätta finansieringsanalys i årsredovisningen. Men från och med 1999-01-01 är ABL tillämplig även för bankaktiebolagen, vilket framgår indirekt av ändringarna i 18 kap 1 § 1 – 2 st ABL. Detta innebär att lagen ställer krav på finansieringsanalys i bankaktiebolagens årsredovisningar fr o m

1999.

Lagändringarna grundar sig på prop 1997/98:166, men denna proposition är allmänt hållen, och varken denna eller äldre propositioner för någon diskussion om relevansen av finansieringsanalyser i banker utan nämner endast att finansieringsanalyser *kan* vara lämpliga även för banker.

3.4.3 Försäkringsaktiebolag

När det gäller försäkringsbolag, är inte ÅRL tillämplig, vilket följer av 1 kap 2 § 1 st ÅRL. För dessa företag gäller istället lagen (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag. I denna lag finns inget krav på att upprätta finansieringsanalys.

3.4.4 Innehållet i finansieringsanalysen enligt lag

I den lagstiftning som berör vårt undersökningsområde definieras endast på ett ställe vad en finansieringsanalys skall innehålla. Det är i 6 kap 3 § ÅRL. När det gäller bankaktiebolag, hänvisas direkt till denna paragraf i ÅRL. Det som skall redovisas i finansieringsanalysen är *företagets finansiering och kapitalinvesteringar under räkenskapsåret*. Lagtexten är således mycket allmänt hållen. Vad detta krav i praktiken innebär är bl a upp till normgivande organ att rekommendera.

Vad som också måste iakttas av företagen som upprättar finansieringsanalys är reglerna om överskådlighet och god redovisningssed (2 kap 2 § ÅRL, 2 kap 2 § lagen om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag). God redovisningssed är den redovisningspraxis som förekommer hos en krets kvalitativt representativa redovisare. De rekommendationer som ges ut av Redovisningsrådet, FAR och Bokföringsnämnden syftar till att påverka den goda redovisningsseden.

3.4.5 Stockholms Fondbörs inregistreringskontrakt

Alla bolag som noteras på Stockholms Fondbörs är tvungna att underteckna ett inregistreringskontrakt (noteringsavtal) med börsen. I detta avtal förbinder sig bolaget att följa vissa angivna regler rör-

ande informationsinnehållet i sin rapportering. Skulle bolaget inte följa noteringsavtalet, har börsen ett påföljdssystem att använda sig av. Är överträdelsen allvarlig, kan börsen besluta om att antingen vitesförelägga bolaget eller avnotera dess värdepapper. Är överträdelsen mindre allvarlig, kan bolaget tilldelas en varning.

När det gäller årsredovisningens upprättande, säger noteringsavtalet att tillämplig lag och god redovisningssed skall iakttagas. Svensk lagstiftning på området anger inte *hur* finansieringsanalysen skall uppställas (se avsnitt 3.4.4), och den goda redovisningsseden vad gäller finansieringsanalyser har varit att upprätta analysen i enlighet med FAR:s rekommendation nr 10, eftersom RR 7:98 inte kommit ut förrän 1998. FAR 10 anger sitt sätt att ställa upp analysen men anser även att redovisning enligt IAS 7 uppfyller kraven på god redovisningssed (se avsnitt 3.6.1). Detta har fått till följd att valfriheten hos börsbolagen vid val av uppställningsform har varit mycket stor. Undersökningar av de svenska börsbolagen på A-listan har också visat att uppställningssätten av finansieringsanalyserna varit många. (Olson, Falkman & Pauli, 1998)

Det finns inget krav i noteringsavtalet på att följa Redovisningsrådets rekommendationer. Bolagen är däremot skyldiga att motivera när man avviker från dessa rekommendationer, såvida avviken inte är av oväsentlig betydelse. (Rundfelt, 1997)

Vidare anger noteringsavtalet att bokslutskommunikéer och delårsrapporter måste innehålla finansieringsanalys. Detta gäller för alla företag, alltså även försäkringsaktiebolagen för vilka det inte finns lagstadgat krav på finansieringsanalys.

3.5 Tekniker för finansieringsanalys

Vi kommer i de följande avsnitten att utveckla vad en finansieringsanalys är och hur den kan framställas. Inledningsvis beskriver vi kraftigt förenklade exempel för att förklara principerna, vilket syftar till att lägga en grund för vår efterföljande diskussion.

3.5.1 En grundmodell

Vi presenterar här en grundmodell, som bygger på Malm (1997).

Diskussionen är dock vår egen, och den är inspirerad av vår förståelse. Anledningen till att vi utgår från Malm är endast att hans exempel är pedagogiskt och utgör en lämplig grund för att beskriva och analysera finansieringsanalysen.

Ett hypotetiskt företag, som vi kallar A, har i sammandrag uppställt följande balansräkningar för år 1 och år 2.

31 december år 1			
Anläggningstillgångar	12	Eget kapital	8
Omsättningstillgångar	10	Långfristiga skulder	9
		Kortfristiga skulder	5
	22		22

Figur 3b: Balansräkning för A den 31/12 år 1
Källa: Malm (1997), bearbetad

31 december år 2			
Anläggningstillgångar	14	Eget kapital	13
Omsättningstillgångar	15	Långfristiga skulder	10
		Kortfristiga skulder	6
	29		29

Figur 3c: Balansräkning för A den 31/12 år 2
Källa: Malm (1997), bearbetad

Vad har nu hänt mellan dessa två statiska ögonblicksbilder? Ett sätt att besvara frågan är att framställa och betrakta en resultaträkning. Denna visar vad som har hänt i bokföringsmässiga termer, d v s intäkter och kostnader. Som vi har nämnt i avsnitt 1.1 finns vissa nackdelar med resultaträkningen, främst att den är manipulerbar. Vi skall därför ta fram en enkel finansieringsanalys för A. Finansieringsanalysen syftar till att visa varifrån det har kommit kapital under år 2 och hur detta kapital har använts. Med kapital (medel) kan avses olika saker, bl a rörelsekapital och likvida medel. Detta kommer vi att behandla närmare i avsnitt 3.5.5.

Genom att betrakta balansräkningarna ser vi på vilka sätt kapital

har tillförts A. De långfristiga skulderna har ökat med $10 - 9 = 1$. Detta kan även uttryckas som att *förändringen av de långfristiga skulderna* (ΔLS) är 1. En förändring definieras vi som ”värde vid den senare tidpunkten minskat med värde vid den tidigare tidpunkten”. Den här aktuella förändringen innebär en kapitalanskaffning, d v s A har lånat ytterligare 1 långfristigt.

Under det aktuella året har det egna kapitalet ökat med $13 - 8 = 5$. Denna ökning kan vara internt eller externt tillförd. I ett aktiebolag kan det handla om en extern transaktion i form av nyemission, men antar vi att en sådan inte har ägt rum under året, uppgår alltså *internt tillförda medel* (ITM) till 5. Detta påstående bygger på ett antagande om att årets resultat motsvarar internt tillförda medel. Mer realistiska förutsättningar kommer att införas senare i detta avsnitt. Även dessa tillförda medel innebär en kapitalanskaffning.

Likaledes kan vi ta reda på hur kapitalet (medlen) har använts, och vi använder inledningsvis rörelsekapital som medelsbegrepp. Rörelsekapital definieras som värde på omsättningstillgångar minskat med värde på kortfristiga skulder. Rörelsekapitalet har ökat från $10 - 5 = 5$ till $15 - 6 = 9$, vilket medför att *förändringen av rörelsekapitalet* ($\Delta RÖK$) uppgår till $9 - 5 = 4$. Denna förändring betraktas (tills vidare) som en kapitalanvändning, d v s det anskaffade kapitalet har delvis använts till att öka rörelsekapitalet.

Samtidigt har värdet på anläggningstillgångarna (AT) ökat. Om vi antar att inga avskrivningar har gjorts under året (vilket t ex är fallet om anläggningstillgångarna består av mark), är *nettoinvesteringarna* (NI) $14 - 12 = 2$. Även dessa investeringar innebär en kapitalanvändning. Medel har alltså betalats ut för att anskaffa anläggningstillgångar. Ifall gamla anläggningstillgångar sålts under året, har medel tillförts företaget A genom försäljningen. Nettoinvesteringar innebär i så fall skillnaden mellan betalningen för nya AT minskad med erhållen betalning för sålda AT. Skulle erhållen betalning för sålda AT vara större än betalning för nya AT, kallas detta desinvestering, vilket netto blir att betrakta som en kapitalanskaffning. Alternativt kan förändringen bruttoredovisas, varvid försäljningen upptas som kapitalanskaffning och inköpet som kapitalanvändning. Detta val mellan brutto- och nettoredovisning måste göras även beträffande andra transaktioner (se vidare avsnitt 3.5.4).

Sammantaget kan en finansieringsanalys med hjälp av ovanstående beräkningar i sin enklaste form uppställas på följande sätt:

Kapitalanvändning		Kapitalanskaffning	
$\Delta RÖK$	4	ΔLS	1
NI	2	ITM	5
	6		6

Figur 3d: Finansieringsanalys för A år 2

Källa: Malm (1997), bearbetad

Detta exempel visar vad en finansieringsanalys går ut på. Kapitalanskaffningen är alltid lika stor som kapitalanvändningen (här: $6 = 6$).

Nu skall vi införa något mer realistiska förutsättningar. ITM är ett begrepp som, till skillnad från resultatbegreppet, inte påverkas av exempelvis avskrivningar (Jaedicke & Sprouse, 1969). Antag, för att åskådliggöra skillnaden, att företaget A har skrivit av 3 under året. ITM är då inte längre 5, utan de är $5 + 3 = 8$. Detta beror på att resultatet, dvs intäkter minskade med kostnader, har påverkats av en kostnad på 3 för avskrivningar. Avskrivningar innebär inga utbetalningar och skall inte ingå i beräkningen av ITM. ITM erhålls således genom att "återlägga" avskrivningarna. ΔLS och $\Delta RÖK$ påverkas inte av de ändrade förutsättningarna. Nettoinvesteringarna, däremot, får räknas om. Ingående balans på kontot för anläggningstillgångar var 12. Av dessa 12 har 3 skrivits av under året, varför utgående balans skulle ha blivit $12 - 3 = 9$ om inga nya investeringar genomförts. Därav följer att NI är $14 - 9 = 5$.

Med dessa nya förutsättningar ställer vi återigen upp en finansieringsanalys:

Kapitalanvändning	Kapitalanskaffning		
ΔRÖK	4	ΔLS	1
NI	5	ITM	8
	9		9

Figur 3e: Finansieringsanalys med hänsyn till avskrivningar för A år 2, variant 1
Källa: egen

Själva analysen ger i sig intressant information, men den kan även användas till att framtaga nyckeltal för utvärdering. Ett centralt begrepp är självfinansieringsgrad, som kan användas till planering. Självfinansieringsgrad definieras vanligen (Hallgren, 1996) som

$\frac{ITM}{\text{summa kapitalanskaffning}}$. Företaget A har en självfinansieringsgrad

på $\frac{8}{9} \approx 0,889 = 88,9 \%$. Tyvärr är dock inte terminologin enhetlig, utan alternativa definitioner på självfinansieringsgrad förekommer.

Hansson (1996) nämner bl a $\frac{ITM}{NI}$, vilket innebär $\frac{8}{5} = 1,6 = 160 \%$ för

företaget A. Följaktligen blir det av största vikt att granska definitionen innan ett företags finansiella strategi värderas utifrån uppgifter om självfinansieringsgrad i exempelvis en årsredovisning.

Andra typer av nyckeltal kommer vi att beskriva i avsnitt 3.8.

3.5.2 Principen om dubbel bokföring

Idag tillämpas alltid dubbel bokföring, d v s en affärstransaktion bokförs på två konton. Detta grundar sig på att samtidigt som exempelvis en tillgång ökar, måste en annan tillgång minska eller skulder/eget kapital öka. Sambandet är logiskt, eftersom en värdeökning måste tillhöra antingen företagets borgenärer (vid upptagning av nytt lån) eller dess ägare, såvida inte värdeökningen åtföljs av en korresponderande värdeminskning.

Den dubbla bokföringen får konsekvenser även på finansieringsanalysen. Enligt betraktelsesättet i figur 3d och 3e används alltid kapital när det tillförs. Detta inses genom några affärshändelser som exempel:

- En ökning av de långfristiga skulderna ökar omedelbart omsättningstillgångarna, t ex med ett tillgodohavande på bankkonto, och därmed rörelsekapitalet. Så sker även vid kontant nyemission och med internt tillförda medel, d v s de tillförda medlen är tillgångar i form av kassa och bank.
- Om rörelsekapital används till att investera, d v s öka anläggningsskapitalet, blir konsekvensen på finansieringsanalysen att kapitalanvändningen sker genom investeringar istället för ökning av rörelsekapital.

3.5.3 Vidareutveckling av modellen

Modellen av finansieringsanalys i figur 3d och 3e kan tyckas likna ett T-konto med tillförda medel på kreditsidan och använda medel på debetsidan. Detta kan vara pedagogiskt i ett inledningsskede, men vi ställer oss något tveksamma till att betrakta förändringen av rörelsekapitalet som en kapitalanvändning. Med en liknande terminologi förefaller *kapitalförändring* vara en mer välbeskrivande term, anser vi. Denna åsikt grundar vi på följande resonemang.

De olika formerna av kapitalanskaffning i figur 3d och 3e samt t ex nyemission är olika möjligheter för ett företag att anskaffa kapital. Vid alla dessa former ökar rörelsekapitalet vanligtvis.

Kapitalanvändning i form av nettoinvesteringar i anläggningsskapital innebär en förbrukning av rörelsekapital, d v s det anskaffade kapitalet används. Detta ser vi som den primära formen av kapitalanvändning. Därtill kommer användning i form av de poster som traditionellt tillhör kapitalanskaffning, t ex att skulderna amorteras (med mer än eventuella nya lån som upptagits under året) och därmed förbrukar företagets uppsamlade kapital.

En transaktion som innebär att köp av anläggningstillgångar finansieras samtidigt som köpet sker, med lån från säljaren eller an-

nan finansiär, påverkar till synes inte rörelsekapitalet, utan ΔLS påverkar direkt NI. Transaktionen kan dock ses som två händelser, dels en kapitalanskaffning och dels en kapitalanvändning.

En ökning av rörelsekapitalet ser vi med andra ord inte som en förbrukning, eftersom rörelsekapitalet ökar när kapital anskaffas och minskar när kapital används. Därmed utfaller rörelsekapitalet lämpligen som en saldopost på finansieringsanalysens sista rad. Enligt detta synsätt kan vi omarbete figur 3e till följande finansieringsanalys:

ΔLS	1		
ITM	8		
Kapitalanskaffning	9		9
NI	5		
Kapitalanvändning	5		5
Kapitalförändring			4

*Figur 3f: Finansieringsanalys med hänsyn till avskrivningar för A år 2,
variant 2
Källa: egen*

Synsättet i figur 3f bygger på att man ser företaget som en helhet, där kapitalanskaffningen och kapitalanvändningen avser allt som hänt i företaget oavsett vilken aktivitet betalningsströmmen kommer från. En ytterligare vidareutveckling av finansieringsanalysen i figur 3f kan vara den som visar betalningsströmmar med avseende på företagets olika sektorer (aktiviteter, funktioner). De sektorer som indelningen görs i kan varieras, men det i praktiken vanligaste är en uppdelning med avseende på företagets drifts-, investerings- och finansieringsverksamheter.

Till driftsverksamheten hör de betalningar som avser företagets huvudsakliga verksamhet. Till investeringsverksamheten hänförs investeringar företaget gjort i anläggningstillgångar under perioden. Finansieringsverksamheten visar de förändringar som skett i företagets egna kapital och upplåning.

Den kapitalförändring som framkommer på sista raden i analysen när vi använder detta synsätt kan vara "förändringen av likvida medel". Detta får till följd att "rörelsekapitalförändringen exklusive likvida medel" måste placeras på annat lämpligt ställe i analysen. Eftersom rörelsekapitalet till största del består av poster hänförliga till företagets drift (t ex kundfordringar, lager och leverantörsskulder), placerar vi "rörelsekapitalets förändring exklusive likvida medel" i sin helhet i företagets driftsverksamhet. En uppdelning av rörelsekapitalet på övriga sektorer kan vara lämplig att göra om det finns stora poster som rätteligen bör hänföras till investerings- eller finansieringsverksamheten.

Vi antar att av hela rörelsekapitalökningen på 4 utgör 3 en ökning av likvida medel. Övriga rörelsekapitalet har således ökat med 1, vilket innebär ett utflöde av kapital (likvida medel) i denna analys som utmynnar i "förändring av likvida medel". Att detta innebär ett utflöde av likvida medel kan förklaras med följande exempel: Företaget har kontant köpt in varor för ytterligare 1 som vid periodens slut finns i lagret. ITM (som utgår från intäkter och kostnader) påverkas inte av denna transaktion eftersom lagret inte är förbrukat vid periodens slut. Utgiften för varuinköpet "tas ut" av inkomstsökningen som det förhöjda lagervärdet ger. En periodisering har således skett. Lagerökningen har dock betalats kontant, vilket innebär ett utflöde av likvida medel. Av skäl som detta är ITM ett begrepp som inte helt motsvaras av reella betalningsflöden.

Utifrån detta kan vi nu konstruera en ny sorts finansieringsanalys som visas nedan i figur 3g:

ITM	8	
Förändring av rörelsekapitalet exklusive likvida medel ($\Delta[\text{RÖK} - \text{LM}]$)	1	
Betalningar från företagets driftsverksamhet	7	7
NI	5	
Betalningar från företagets investeringsverksamhet	-5	-5
ΔLS	1	
Betalningar från företagets finansieringsverksamhet	1	1
ΔLM		3

*Figur 3g: Finansieringsanalys med funktionsindelning och likvida medel
som medelsbegrepp
Källa: egen*

Denna uppställningsprincip av finansieringsanalysen är den som numera rekommenderas av ledande normgivningsorgan som FASB och IASC. Den kallas för kassaflödesanalys eller på engelska "cash flow statement". Även Redovisningsrådet (se avsnitt 3.6.2) rekommenderar denna typ av modell. Utvecklingen går därmed från rörelsekapital mot likvida medel som medelsbegrepp. För- och nackdelar med dessa medelsbegrepp diskuteras vidare i avsnitt 3.5.5. Indelningen i sektorer behandlas i avsnitt 3.5.6.

3.5.4 Brutto- eller nettoredovisning

Varje post i finansieringsanalysen kan uttryckas i antingen brutto- eller nettotermer. Bruttoredovisning innebär att både tillförda och använda medel presenteras under de olika rubrikerna. Exempelvis medför detta för ITM att både intäkter och kostnader redovisas.

Principiellt finns det inget som hindrar att vissa poster netto-redovisas samtidigt som andra poster bruttoredovisas. (Falkman & Pauli, 1995)

Bruttoredovisning är i allmänhet att föredra, därför att den uppfyller redovisningens krav på öppenhet. Genom bruttoredovisning ökas därmed möjligheterna att se förklaringar till den ekonomiska utvecklingen i företaget. (Falkman & Pauli) Även en mindre redovisningskunnig person får ökad förståelse vid denna typ av redovisning (Elmgren-Warberg & Ingblad, 1980). Vi anser dock, i likhet med Most (1977), att informationens värde måste vara större än framtagningkostnaden för att informationen skall vara berättigad.

3.5.5 Medelsbegrepp

Syftet med finansieringsanalyser är att se hur företagets medel förändras under en viss tid. En relevant fråga att utreda är då vad de olika medelsbegreppen innebär och vilka för- och nackdelar de har. Vi skall därför i detta avsnitt beskriva innebörden av rörelsekapital, likvida medel och nettolåneskuld, vilka är de mest förekommande medelsbegreppen.

Rörelsekapital är ett begrepp som per definition skall omfatta ett företags mest likvida tillgångar, d v s de tillgångar som tämligen omgående kan omvandlas till kontanter, med avdrag för de skulder som inom en snar framtid måste betalas. Tidshorisonten är dock så pass lång som ett år, varför likviditetsproblem kan tänkas uppstå innan omsättningstillgångarna hinner omsättas, trots att likviditeten förefaller tillfredsställande. Å andra sidan kan anläggningstillgångar vara möjliga att sälja på väl fungerande andrahandsmarknader och därmed mer likvida än omsättningstillgångarna. (Kam, 1990) Därmed bygger begreppen omsättningstillgångar och rörelsekapital på en relativt godtycklig indelning, varför vi ser ett problem med att nyttja medelsbegreppet rörelsekapital. Just därför har också rörelsekapitalbegreppet kritiserats flitigt i forskningen (Falkman & Pauli, 1996).

Likvida medel är ett alternativt medelsbegrepp. Det är enklare att inse betydelsen av detta begrepp, som även ligger närmare den ursprungliga finansieringsanalysen från 1860-talet, då amerikanska

företag började rapportera förändringen av balansposten kassa. Konsekvensen blir att alla poster i finansieringsanalysen visar hur de likvida medlen påverkas. Därav följer att en ökning av kortfristiga skulder skall upptas som kapitalanskaffning, även om den motsvaras av en lika stor kassaökning, d v s att förändringen ligger inom rörelsekapitalets sammansättning.

Larsson (1995) menar att finansieringsanalyser med likvida medel som medelsbegrepp bättre kan användas till likviditetsplanering än finansieringsanalyser med medelsbegreppet rörelsekapital. Kam (1990) är en annan av förespråkarna för att använda likvida medel som medelsbegrepp. För detta anför han flera argument:

- Syftet med externredovisning är att skapa en rättvisande bild av företaget och dess verksamhet, och verksamhetens mål är att skapa vinst eller likvida medel. De senare begreppen är starkt sammankopplade, vilket inses vid en betraktelse ur ägarnas perspektiv. Kortsiktigt kan ägarna verka för vinstmaximering, men på lång sikt saknar vinsten betydelse om inga likvida medel finns tillgängliga för utdelning. Detta stämmer väl överens med det finansieringsteoretiska perspektivet i Brealey & Myers (1996), som innebär att ett bolags aktiekurs bestäms av det diskonterade nuvärdet av förväntade framtida utdelningar. Ur detta inses att en aktie är värdelös om bolaget inte kan förväntas prestera utdelningar. Likvida medel blir därmed det ultimata medelsbegreppet, åtminstone i externperspektivet för företagets externa intressenter. Rörelsekapital är endast en redovisningsteknisk konstruktion, som inte korrelerar med utdelningskapaciteten.
- Likvida medel ökar företagets finansiella flexibilitet, som behövs för att kunna lösa oväntade operativa problem och för att kunna dra nytta av plötsligt uppdykande investeringsmöjligheter.
- Likvida medel är nödvändiga för att finansiera ersättningsinvesteringar, tillväxt och utdelningar.
- Rörelsekapitalet erhålls ur balansräkningen, som bygger på subjektiva uppskattningar och schabloniseringar i t ex lagervärdering. Ett schabloniserat lagervärde speglar inte lagrets kassaflödespotential och är därför enligt Wolk & Tearney (1997) inte rele-

vant i en finansieringsanalys. Likvida medel är mer objektiva och mindre manipulerbara, eftersom de är verkliga resurser och inte endast ett abstrakt begrepp. Endast likvida medel kan därför kompensera de brister som finns i resultat- och balansräkningarna. Likvida medel som medelsbegrepp ökar därmed även enhetligheten och jämförbarheten mellan olika företag (Wolk & Tearney).

- Rörelsekapital är ett oprecist begrepp, eftersom det är godtyckligt vad som räknas som kort sikt för de ingående tillgångs- och skuldkomponenterna. Om en anläggningstillgång exempelvis skall säljas det kommande året, är innehavet kortsiktigt, men normalt klassificeras det alltså som långsiktigt.

Det finns även några fördelar med att använda rörelsekapital som medelsbegrepp (Kam, 1990):

- Rörelsekapital har länge använts i finansieringsanalyser, och förståelsen för begreppet är väl utbredd. Ursprungligen kommer begreppet rörelsekapital från nationalekonomisk teori på 1700-talet.
- Godtyckligheten i definition är inte unik för rörelsekapitalet, utan de flesta begrepp inom redovisning innefattar viss godtycklighet. Detta är inget stort problem, eftersom ett ungefärligt värde är bättre än inget alls. Rörelsekapitalet är väl lämpat för målstyrning (se vidare avsnitt 3.7).
- Likvida medel är inte helt rättvisande. Hur likvida skall medlen vara? Ett lager med hög omsättningshastighet kan ofta omvandlas till kontanter lika snabbt som finansiella tillgångar och bidrar därmed till den likviditet som medlen är avsedda att spegla.
- Godtyckligheten i rörelsekapitalbegreppet ligger inte i själva begreppet, utan den är orsakad av inkompetenta redovisare. Detta argument ställer vi oss dock tveksamma till, eftersom varken redovisningschefer eller revisorer torde kunna förutsäga framtiden, hur skickliga de än är i sina yrken.

Järlebro (1998) framför viss kritik mot att *endast* använda kassaflö-

desanalysen som analysinstrument. Han anser att rörelsekapitalets förändring och dess relation till omsättningen är minst lika viktigt att analysera som en kassaflödesanalys. Han varnar för att en fokusering på förändringen av likvida medel, för att t ex fastställa ett företags återbetalningsförmåga av ett lån, är ett synnerligen kortsiktigt analysinstrument. För detta ändamål menar han att förändringen av rörelsekapitalets komponenter är mer lämpat för långsiktiga analyser.

Som exempel på en felkälla i kassaflödesanalysen nämner Järlebro ett företag som omsätter 100 Mkr både år 1 och 2. Företagets normala rörelsekapitalbehov är 20 % av omsättningen. År 1 är rörelsekapitalet 20 Mkr (alltså normalt), men år 2 är det faktiska rörelsekapitalet bara 10 Mkr. Denna förändring kommer i finansieringsanalysen upp som tillförda medel och bidrar till att öka kassaflödet. Glädjen i detta riskerar dock bli kortvarig. Verkligheten är vanligtvis, enligt Järlebro, att företaget drar på betalningarna av sina kortfristiga skulder och då företrädesvis på leverantörsskulderna. Om denna utveckling fortsätter, blir rörelsekapitalet till slut för litet eller rent av negativt med konkursrisk som följd. Detaljerad fakta av denna typ framkommer varken i finansieringsanalysen eller balansräkningen. Järlebro menar att en separat analys av rörelsekapitalet, där även förskjutningar inom rörelsekapitalet framgår, är det som bäst analyserar de verkliga förhållandena.

Under senare år har vissa börsbolag börjat använda sig av ytterligare ett medelsbegrepp som kallas **nettolåneskuld** (Rundfelt, 1997). Detta medelsbegrepp rekommenderas inte uttryckligen i någon av de svenska rekommendationerna om finansieringsanalyser. RR 7:98 nämner det dock som en lämplig upplysning som kan utgöra en värdefull komplettering till kassaflödesanalysen. Den avgörande anledningen till att Redovisningsrådet inte tog in nettolåneskulden som ett alternativt medelsbegrepp till likvida medel var att nettolåneskuld inte rekommenderas i IAS 7.

Med nettolåneskuld avses oftast skillnaden mellan räntebärande tillgångar och skulder. AssiDomän är ett börsbolag som har nettolåneskuld som medelsbegrepp i sin kassaflödesanalys. Det menar med nettolåneskuld "likvida medel samt kort- och långfristiga räntebärande placeringar *minus* räntebärande kort- och långfristiga

skulder samt avsättningar för pensioner”. Detta medför att i en kassaflödesanalys upprättad med nettolåneskuld som medelsbegrepp förändras innehållet i det som normalt (RR 7:98) skulle ingått i de olika verksamheterna. Exempelvis hamnar förändringen av räntebärande långfristiga skulder och fordringar istället i medelsbegreppet ”nettolåneskuld”.

Benämningen nettolåneskuld anser vi är något förvillande, eftersom den vanligen definieras som tillgångsposter minskade med skuldposter. En mer välbeskrivande och därmed teoretiskt korrekt term tycker vi är *räntebärande nettotillgång*. Ifall begreppet nettolåneskuld skall behållas, bör det istället definieras som räntebärande skulder minskade med räntebärande tillgångar.

3.5.6 Sektorindelning

Traditionella finansieringsanalyser är principiellt uppställda enligt figur 3f, men i verkligheten förekommer detaljerade delposter. Ett av kännetecknen för den traditionella analysen är att *all* kapitalanskaffning (alla tillförda medel) summeras separat och att *all* kapitalanvändning (alla använda medel) summeras separat. Först därefter ställs anskaffning mot användning och mynnar ut i företagets medelsförändring, uttryckt med hjälp av det medelsbegrepp som används i den aktuella analysen.

Ett alternativ till att beräkna medelsförändringen först på sista raden, för företaget som helhet, är att dela in finansieringsanalysen i olika sektorer, vilket vi introducerade i avsnitt 3.5.3. En vanligt förekommande indelning är *drift (löpande verksamhet)*, *investeringsverksamhet* och *finansieringsverksamhet*. Denna indelning tillämpade vi i figur 3g. I varje sektor presenteras hur företagets medel har påverkats av just denna sektors verksamhet. I slutet av finansieringsanalysen summeras de olika sektorernas påverkan på medlen, varför summan på sista raden är identisk med summan i en icke sektorindelad analys, om samma medelsbegrepp används.

Syftet med en indelning i sektorer, eller kategorier, är enligt Redovisningsrådet (RR 7:98 p 8) att information om de olika sektorernas betydelse för företagets finansiella ställning och likviditetssituation skall erhållas. Dessutom framgår kassaflödenas inbördes samband.

En indelning i sektorer kräver, för att vara meningsfull, klara och väl underbyggda definitioner av vad som omfattas av de olika sektorerna. Redovisningsrådets definitioner kommer vi att beskriva i avsnitt 3.6.2. I de följande avsnitten avser vi att utreda klassificeringen av vissa särskilda poster. I diskussionen antar vi att det handlar om en kassaflödesanalys med likvida medel som medelsbegrepp. Detta gör vi för att underlätta diskussionen, men själva principerna påverkas ej av medelsbegreppet.

Ränta

Redovisningsrådet tar i RR 7:98 p 28 ställning till placeringen av räntor såtillvida att det rekommenderar att utbetalda och erhållna räntor i finansiella företag hänförs till den löpande verksamheten. Detta ter sig naturligt, då bankers och övriga liknande företags huvudverksamhet är att låna in och låna ut pengar. För de övriga företagen tar inte Redovisningsrådet ställning, utan det ger följande alternativ:

- Räntorna kan hänföras till den löpande verksamheten, eftersom de påverkar det redovisade resultatet, i likhet med inbetalningar från kunder och utbetalningar till leverantörer.
- Räntorna kan hänföras till olika sektorer, så att varje betalning tas upp där den passar bäst. I så fall kan t ex ränteutbetalningar ses som utgifter orsakade av finansieringen, d v s ersättning till dem som finansierar företaget, och därmed hänföras till finansieringsverksamheten, vilket enligt Nurnberg & Largay (1998) stämmer med betraktelsesättet inom den finansiella styrningen. På samma sätt kan erhållen ränta ses som en avkastning på investeringar och därmed hänföras till investeringsverksamheten.

Enligt Wolk & Tearney (1997) förekommer skilda meningar om vilket av alternativen som är att föredra, och bl a förekommer meningsskiljaktigheter inom FASB. En smidig lösning tycker vi är att göra som Redovisningsrådets motsvarighet i Storbritannien, ASB, föreskriver, nämligen att låta räntor utgöra en egen kategori. På så sätt undviks klassificeringsproblemen, och tydligheten ökar. Rundfelt (1997) uttalar sig positivt om ASB:s lösning, men han påpekar att Redovisningsrådet är bundet av sin arbetsordning med innebörd att

innehållet i IASC:s rekommendationer skall bli innehåll i Redovisningsrådets rekommendationer när det inte finns *starka* skäl för avvikelser.

Utdelning

Erhållen utdelning behandlas på samma sätt som erhållen ränta, d v s samma val får göras som i avsnittet ovan. Detta är relativt okontroversiellt, eftersom den erhållna utdelningen, liksom erhållen ränta, är avkastning på placerade pengar.

Utbetald utdelning kan hänföras till antingen löpande verksamhet eller finansieringsverksamhet, och båda möjligheterna nämns i RR 7:98 p 29. Eftersom en inbetalning från kontant nyemission och andra kapitalinsatser från aktieägare hänförs till finansieringsverksamheten, torde även motsatsen, d v s en utbetalning till aktieägare, vara lämplig att klassificera som finansieringsverksamhet. På så sätt kan inte finansieringsanalysen manipuleras genom en riktad nyemission till befintliga aktieägare, följt av en motsvarande utdelning. Redovisningsrådets motivering till möjligheten att hänföra utbetald utdelning till löpande verksamhet är att det anser att läsarens möjlighet att bedöma företagets förmåga att betala utdelning inom ramen för den löpande verksamhetens kassaflöde ökar (RR 7:98 p 29). Nurnberg & Largay (1998) ser utbetald utdelning som en ersättning för det egna kapitalet och utbetald ränta som en ersättning till det främmande kapitalet. Ersättningen för dessa två finansieringsformer anser de skall behandlas på samma sätt, d v s hänföras till finansieringsverksamheten.

Inkomstskatt

Inkomstskatter vill Redovisningsrådet genom RR 7:98 p 31 få företagen att hänföra till den löpande verksamheten, om inte betalningarna kan identifieras specifikt som relaterade till finansiering eller investering. Enligt RR 7:98 p 32 är det svårt att koppla en skattebetalning till den bakomliggande transaktionen, trots att det anses lätt att koppla en skattekostnad till samma transaktion. Detta beror bl a på att skatten ibland betalas en annan redovisningsperiod än då transaktionen äger rum. I de fall då konsekvensen blir att den betalda skatten splittras mellan de olika sektorerna, vill Redovisnings-

rådet att en upplysning lämnas om summan av den betalda skatten.

Redovisningsrådet vill alltså att företagen skall utföra en i praktiken svår uppgift, så långt det går. En bättre lösning anser vi att ASB har kommit fram till, vilken innebär att skatten, i likhet med ränta, utgör en egen sektor i kassaflödesanalysen. Inte heller i detta fall ser Redovisningsrådet tillräckligt starka skäl att avvika från IASC:s förslag (Rundfelt, 1997).

Även Lawson (1971), ur Ashton (1976), förespråkar fler sektorer i finansieringsanalysen än dem som nämns i svenska rekommendationer. Lawsons modell är dock ännu mer detaljerad, och exempelvis utgör desinvesteringar en egen sektor. Denna detaljrikedom anser vi inte vara nödvändig, eftersom vi anser att en finansieringsanalys skall sammanföra likartade betalningsflöden till gemensamma sektorer. Något fler sektorer än i RR 7:98 finner vi dock önskvärda.

3.5.7 Operativt kassaflöde

Det s k operativa kassaflödet framgår ej som någon delpost i en kassaflödesanalys upprättad enligt exemplet i RR 7:98. Redovisningsrådet anser ändå att detta begrepp kan vara av värde för vissa intressenter, och det har därför angivits att en upplysning om det operativa kassaflödet kan tas in som en komplettering till den ordinarie kassaflödesanalysen.

Med operativt kassaflöde menas, enligt Redovisningsrådet, kassaflöde från den löpande verksamheten, exklusive eventuella däri ingående räntor, skatter och utdelningar, och kassaflöde hänförligt till investeringar i produktionsresurser (löpande investeringar).

Nedan följer ett exempel på hur en kassaflödesanalys kan se ut om det operativa kassaflödet och förändringen av nettolåneskuld skall framgå. Exemplet är en omarbetning av AssiDomäns kassaflödesanalys för 1997.

Rörelseresultat	x
Justering för ej likviditetspåverkande poster	x
Förändring av icke räntebärande rörelsekapital exklusive likvida medel	<u>x</u>
Kassaflöde före investeringar	X
Löpande investeringar i anläggningstillgångar	x
Försäljning av anläggningstillgångar	<u>x</u>
Operativt kassaflöde	X
Strategiska investeringar i anläggningstillgångar	x
Företagsförvärv	x
Försäljning av anläggningstillgångar	<u>x</u>
Kassaflöde efter investeringar	X
Finansnetto	x
Betald skatt	x
Utdelning	<u>x</u>
Förändring av nettolåneskuld	<u>X</u>

*Figur 3h: Kassaflödesanalys med operativt kassaflöde
Källa: AssiDomäns årsredovisning 1997, bearbetad*

Ett närliggande begrepp till "operativt kassaflöde" är "fritt kassaflöde". Med detta menas operativt kassaflöde med avdrag för betald skatt. Eventuellt kan även strategiska investeringar och finansnetto dras ifrån för att erhålla det fria kassaflödet. Görs detta, erhålls det belopp som återstår att utdela. I teorin skall dock inte de strategiska investeringarna dras ifrån för att erhålla det fria kassaflödet (Rundfelt, 1997). De utdelningsbara medlen är ofta det som styr hur ett företag värderas på aktiemarknaden (Brealey & Myers, 1996). Empiriska studier gjorda i USA 1986 – 1987 visar att kassaflödet har ett högt förklaringsvärde avseende aktiers kursutveckling (Olson, Falkman & Pauli, 1995). Ju mer utdelningsbara medel ett företag presterar, desto högre värdering får det. Operativa och fria kassa-

flöden bör därmed vara relevanta att redovisa.

3.6 Rekommendationer

Utformningen av finansieringsanalysen i årsredovisningen styrs i hög grad av de rekommendationer som förekommer på området. Olika rekommendationer berör olika typer av företag. Nedan skall redogöras för de rekommendationer som reglerar de svenska företagens finansieringsanalyser.

3.6.1 FAR 10

FAR:s rekommendation nr 10 "Finansieringsanalyser" är den rekommendation som varit vägledande under lång tid för alla de svenska företag som varit skyldiga att upprätta finansieringsanalys. De flesta berörda företag, oberoende av storlek, har använt den uppställning av finansieringsanalysen som förespråkas, med undantag för vissa börsnoterade företag som sedan några år tillbaka har rättat sig efter internationell praxis och upprättat kassaflödesanalyser som nära anknyter till synsättet i IAS 7.

Detta agerande har inte stått i strid med gällande rekommendation, eftersom FAR anser att även dessa finansieringsanalyser uppfyller kravet på god redovisningssed. FAR anser dessutom att IAS 7 är att rekommendera för bolag med mycket internationell verksamhet. (FARs Samlingsvolym 1998, 1998)

I FAR 10 finns valfrihet att använda antingen rörelsekapital eller likvida medel som medelsbegrepp i finansieringsanalysen. Ursprungligen fanns i rekommendationen endast medelsbegreppet rörelsekapital, men 1984 införde FAR en förändring av rekommendationen, och det blev då tillåtet att använda även likvida medel som medelsbegrepp (Falkman & Pauli, 1995). I figur 3i och 3j visas de båda möjliga uppställningsformerna enligt FAR 10.

TILLFÖRDA MEDEL	
Från årets verksamhet internt tillförda medel	x
Försäljning av anläggningstillgångar	x
Minskning av långfristiga fordringar	x
Nyemission (och andra kapitaltillskott från ägarna)	x
Ökning av långfristiga skulder	<u>x</u>
Summa tillförda medel	<u>X</u>
ANVÄNDA MEDEL	
Investeringar i mark, byggnader, maskiner och inventarier	x
Investeringar i aktier och andelar	x
Ökning av långfristiga fordringar	x
Minskning av långfristiga skulder	x
Utdelning till aktieägare (andelsägare)	<u>x</u>
Summa använda medel	<u>X</u>
FÖRÄNDRING AV RÖRELSEKAPITAL	
(= summa tillförda medel minus summa använda medel)	<u>X</u>
SPECIFIKATION AV RÖRELSEKAPITALFÖRÄNDRING	
Ökning (+)/minskning (-) av varulager	x
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga fordringar	x
Ökning (-)/minskning (+) av kortfristiga skulder	x
Ökning (+)/minskning (-) av likvida medel	<u>x</u>
Summa rörelsekapitalförändring	<u>X</u>

Figur 3i: FAR:s finansieringsanalys med rörelsekapital som medelsbegrepp

Källa: FAR:s rekommendation nr 10

TILLFÖRDA MEDEL		
Från årets verksamhet internt tillförda medel		x
Förändring av rörelsekapital (exklusive likvida medel)		
Ökning (-)/minskning (+) av varulager	x	
Ökning (-)/minskning (+) av kortfristiga fordringar	x	
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder	<u>x</u>	<u>x</u>
		X
Försäljning av anläggningstillgångar		x
Minskning av långfristiga fordringar		x
Nyemission (och andra kapitaltillskott från ägarna)		x
Ökning av långfristiga skulder		<u>x</u>
Summa tillförda medel		<u>X</u>
ANVÄNDA MEDEL		
Investeringar i mark, byggnader, maskiner och inventarier		x
Investeringar i aktier och andelar		x
Ökning av långfristiga fordringar		x
Minskning av långfristiga skulder		x
Utdelning till aktieägare (andelsägare)		<u>x</u>
Summa använda medel		<u>X</u>
FÖRÄNDRING AV LIKVIDA MEDEL		
(= summa tillförda medel minus summa använda medel)		<u>X</u>

*Figur 3j: FAR:s finansieringsanalys med likvida medel som medelsbegrepp
Källa: FAR:s rekommendation nr 10*

Oavsett om man använder likvida medel eller rörelsekapital som medelsbegrepp, skall analysen av företagets kassaflöden inte delas upp i sektorer, utan tillförda och använda medel redovisas för före-

taget som helhet. En summering av kassaflödena görs således inte inom företagets olika sektorer. Den enda posten där nettoflödet för en viss sektor skulle kunna sägas framgå är det som i analysen kallas för "från årets verksamhet internt tillförda medel" (ITM), vilken skall specificeras eller presenteras i not till finansieringsanalysen.

ITM kan beräknas på två olika sätt. Beräkning kan ske med utgångspunkt från "resultat före bokslutsdispositioner och skatt" justerat med icke likviditetspåverkande poster och skatt. Detta är en sorts nettoredovisning. ITM kan även beräknas genom att ställa upp hela resultaträkningen och endast inkludera sådana resultaträkningsposter som motsvarar verkliga betalningsflöden. Detta är en bruttoberäkning. FAR tar inte ställning till vilket av de två sätten man bör använda i finansieringsanalysen. ITM är, som tidigare påpekats (se avsnitt 3.5.3), inte ett begrepp som helt motsvaras av verkliga betalningsflöden. Detta beror på att justering för "förändring av rörelsekapital exklusive likvida medel" ej görs.

3.6.2 RR 7:98

Under hösten 1998 har Redovisningsrådet givit ut en ny rekommendation kallad Redovisning av kassaflöden (RR 7:98). Den skall börja tillämpas för räkenskapsår som påbörjas tidigast den 1 januari 1999. Namnet till trots rör det sig om en finansieringsanalys i lagens mening, men Redovisningsrådet ansåg att Redovisning av kassaflöden var ett mer adekvat begrepp (Rundfelt, 1997). Namnet är även en anpassning till den av IASC 1992 utgivna rekommendationen IAS 7 "Cash Flow Statements". Benämningen i årsredovisningen kommer troligen även i fortsättningen att vara finansieringsanalys beroende på att benämningen i ÅRL är finansieringsanalys (Järlebro, 1998).

Det medelsbegrepp som rekommenderas i RR 7:98 är likvida medel. Kassaflödesanalysen skall alltså utmynna i förändringen av likvida medel. Med likvida medel menas, enligt Redovisningsrådet, kassa, bank samt kortfristiga likvida placeringar (max tre månaders löptid) som inte är utsatta för någon nämnvärd risk för värdefluktuationer och som lätt kan omvandlas till ett känt belopp.

RR 7:98 anger att kassaflödesanalysen skall innehålla information

om in- och utbetalningar med avseende på företagets *löpande verksamhet, investeringsverksamhet och finansieringsverksamhet*. Det är alltså en sektorindelad finansieringsanalys som rekommenderas av Redovisningsrådet. Redovisningsrådet lämnar stor frihet till företagen att själva utforma analysen. I rekommendationen ges ingen "mall" till uppställningsform, utan den behandlar istället vilka poster som skall ingå i de ovannämnda verksamheterna, hur de får redovisas (t ex netto eller brutto) samt vissa anvisningar om beräkningssätten.

I bilaga till rekommendationen ger Redovisningsrådet exempel på två olika uppställningsformer av kassaflödesanalysen. Exempelen kallas för den *direkta* och den *indirekta* metoden. Det som skiljer de två metoderna åt är hur kassaflöde från den löpande verksamheten skall redovisas. Detta kan, enligt rekommendationen, ske antingen med hjälp av en direkt eller indirekt metod, vilket därmed har givit namn åt de två metoderna i bilagan. Exempelen i bilagan är inte bindande men torde enligt Järlebro (1998) ändå få karaktären av "mall" för flertalet företag.

Kassaflöden från investerings- och finansieringsverksamheterna skall redovisas på likartat sätt oberoende av om den direkta eller indirekta metoden används.

Den löpande verksamheten

I den löpande verksamheten skall de in- och utbetalningar redovisas som är hänförliga till företagets huvudsakliga verksamhet. Detta flöde skall redovisas antingen genom direkt eller indirekt metod. Man kommer fram till samma resultat oberoende av vilken metod man använder. Nedan skall redogöras för de två metoderna.

Den direkta metoden för beräkning av kassaflöde från den löpande verksamheten innefattar två olika beräkningssätt. Båda sätten innebär bruttoredovisning. Beräkningarna kan ske antingen genom att:

1. in- och utbetalningar härleds direkt från företagets räkenskaper *eller att*
2. omsättning, kostnad för sålda varor o s v används som utgångspunkt. Nödvändiga justeringar görs sedan för "rörelsekapitalförändring exklusive likvida medel" för respektive resultaträk-

ningsposter så att de motsvarar det verkliga flödet av likvida medel. Justering skall även ske för resultaträkningsposter som istället bör hänföras till investerings- eller finansieringsverksamheterna.

I figur 3k visas ett exempel på kassaflödesanalys upprättad enligt Redovisningsrådets direkta metod (kassaflöde från den löpande verksamheten enligt alternativ 1 ovan).

DEN LÖPANDE VERKSAMHETEN	
Inbetalningar från kunder	x
Utbetalningar till leverantörer och anställda	<u>x</u>
Kassaflöde från den löpande verksamheten före	
betalda räntor och inkomstskatter	X
Erhållen ränta*	x
Erlagd ränta*	x
Betald inkomstskatt*	<u>x</u>
Kassaflöde från den löpande verksamheten	<u>X</u>
INVESTERINGSVERKSAMHETEN	
Förvärv av dotterföretag	x
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	x
Försäljning av inventarier	x
Erhållen utdelning*	<u>x</u>
Kassaflöde från investeringsverksamheten	<u>X</u>
FINANSIERINGSVERKSAMHETEN	
Nyemission	x
Upptagna lån	x
Amortering av skuld	x
Utbetald utdelning*	<u>x</u>
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	<u>X</u>
Årets kassaflöde	X
Likvida medel vid årets början	X
Kursdifferens i likvida medel	<u>X</u>
Likvida medel vid årets slut	<u>X</u>

* kan även placeras i någon annan sektor beroende på synsätt (se avsnitt 3.5.6).

Figur 3k: Kassaflödesanalys enligt direkt metod

Källa: Bilaga 1 till Redovisningsrådets Rekommendation nr 7, bearbetad

Den indirekta metoden för beräkning av kassaflöde från den löpande verksamheten utgår ifrån nettoresultatet. Justeringar måste göras för att ”omvandla” detta resultatbegrepp till verkligt kassaflöde med avseende på medelsbegreppet *likvida medel*. Netto-redovisning tilläts i den indirekta metoden. De justeringar som kan bli nödvändiga att göra är följande:

- Förändringar av rörelsekapitalet exklusive likvida medel
- Poster som inte innebär något kassaflöde, exempelvis avskrivningar, reavinst/förlust vid försäljning av anläggningstillgång eller orealiserad valutakursvinst/förlust
- Poster som istället bör hänföras till investerings- eller finansieringsverksamheten

Nedan visas ett exempel på kassaflöde från den löpande verksamheten upprättad enligt Redovisningsrådets indirekta metod.

DEN LÖPANDE VERKSAMHETEN

Resultat efter finansiella poster*	x
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet t ex avskrivningar och reavinster/förluster vid försäljning av anläggningstillgångar	<u>x</u>
	X
Betald inkomstskatt**	<u>x</u>
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital	X
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	
Ökning (-)/minskning (+) av varulager	x
Ökning (-)/minskning (+) av kortfristiga fordringar*	x
Ökning (+)/minskning (-) av kortfristiga skulder*	<u>x</u>
Kassaflöde från den löpande verksamheten	<u>X</u>

* i dessa poster ingående räntor kan även placeras i investerings- eller finansieringsverksamheten beroende på synsätt (se avsnitt 3.5.6).

** kan även placeras i någon annan sektor beroende på synsätt (se avsnitt 3.5.6).

*Figur 31: Kassaflöde från den löpande verksamheten enligt indirekt metod
Källa: Bilaga 1 till Redovisningsrådets Rekommendation nr 7, bearbetad*

Definitionen av direkt och indirekt metod är långt ifrån enhetlig. Begreppen kan i litteratur och rekommendationer avse olika saker. (Falkman & Pauli, 1995) Ett belysande exempel på olika definitioner av begreppen kan kopplas till avsnittet ovan. Den indirekta metoden som redogjorts för påminner mycket om den direkta metoden alternativ 2. Båda utgår från resultatbegrepp och inte från verkliga betalningsflöden. Skillnaden är att i den direkta metoden skall posterna bruttoredovisas, vilket inte görs i den indirekta metoden. Detta medför även att justeringar för avskrivningar och andra ej likviditetspåverkande poster inte behöver göras i den direkta metoden alternativ 2. Falkman & Pauli klassificerar Redovisningsrådets direkta

metod alternativ 2 som en indirekt metod, beroende på att justeringar måste göras för att erhålla verkligt betalningsflöde från den löpande verksamheten. Redovisningsrådet benämner som sagt denna metod för direkt.

Den direkta metoden förespråkades ursprungligen av FASB (FAS 95). Denna metod medförde dock ofta betydande kostnader för företagen avseende nya dataprogram m m. Därför tog FASB fram den ur framställningssynpunkt betydligt enklare indirekta metoden. FASB rekommenderar dock den direkta metoden framför den indirekta. Detsamma gäller IASC (IAS 7). Redovisningsrådet tar däremot inte ställning i denna fråga. Ett av skälen till att de två första normgivarna rekommenderar den direkta metoden är att den anses vara tydligare och mer pedagogisk. De menar att kassaflödesanalysen skall kunna läsas med behållning av både redovisningsexperter och av sådana som har mindre goda redovisningskunskaper (Olson, Falkman & Pauli, 1998).

Vår uppfattning är att den direkta metoden möjligen skulle kunna vara enklare att förstå för en novis på redovisningsområdet, men för den insatte är metoderna likvärdiga i svårighetsgrad. Förstår man inte den indirekta metoden, förstår man troligen inte heller den direkta. Redovisningsinformation från framförallt börsbolag är alltid komplicerad. Den som inte har några kunskaper på området kan aldrig tillgodogöra sig informationen hur mycket förenklingar som än görs. Enligt undersökningar använder sig svenska börsbolag nästan uteslutande av den indirekta metoden (Olson, Falkman & Pauli). Skälen till detta är troligen att den är enklare att upprätta och att ett nytt datasystem för att införa den direkta metoden skulle kosta mycket pengar. Mot bakgrund av detta tror vi att nyttan av att införa den direkta metoden knappast skulle överstiga dess kostnader. Redovisningsrådets ståndpunkt att inte förespråka den direkta metoden tycker vi därmed är riktig.

Investeringsverksamheten

Investeringsverksamheten visar de in- och utbetalningar som under perioden varit att hänföra antingen till anläggningstillgångar eller till placeringar som inte ingår i begreppet likvida medel (se figur 3k). Dessa betalningar kan enligt RR 7:98 exempelvis vara:

- *Utbetalningar* för förvärv av anläggningstillgångar, investeringar i aktier och andelar, investeringar i skuldebrev utgivna av andra företag eller lån till utomstående
- *Inbetalningar* från försäljning av anläggningstillgångar, avyttring av aktier och andelar, försäljning av skuldebrev utgivna av andra företag eller återbetalning från utomstående av lån
- Eventuellt inkomstskatt, erhållna utdelningar och räntor (beror på synsätt, se avsnitt 3.5.6)

Brutto-redovisning skall ske i investeringsverksamheten. Vissa undantag finns dock för t ex in- och utbetalningar av stora belopp som avser poster som omsätts snabbt (moms, omsättning av kortfristig upplåning m m).

Finansieringsverksamheten

Finansieringsverksamheten skall visa förändringen i företagets egna kapital och upplåning (se figur 3k). Exempel på betalningar som skall ingå i finansieringsverksamheten enligt RR 7:98 är:

- *Inbetalningar* avseende emission av nya aktier
- *In- och utbetalningar* avseende lån
- Eventuellt skatt, utbetalda utdelningar och räntor (beror på synsätt, se avsnitt 3.5.6)

Speciell uppställningsform för finansiella företag

Enligt RR 7:98 p 1 anser Redovisningsrådet att finansieringsanalyser är användbara vid bedömning av företags förmåga att generera likvida medel, oavsett verksamhetens art och därmed även i finansiella företag.

I RR 7:98 finns vissa särskilda anvisningar för hur ett finansiellt företag skall utforma sin kassaflödesanalys. Detta beror på att dessa företags verksamheter skiljer sig markant från "vanliga" varu- och tjänstproducerande företags verksamheter.

Den grundläggande principen för kassaflödesanalysen är densamma för finansiella företag som för övriga företag. Det kassaflöde

som avser företagets huvudsakliga verksamhet skall redovisas i den löpande verksamheten o s v. Detta får till följd att i ett finansiellt företag som bedriver bankverksamhet kommer in- och utbetalningar som avser inlåning från och utlåning till allmänheten att hänföras till den löpande verksamheten. I ett varu- eller tjänsteproducerande företag hänförs oftast denna typ av finansiella poster till investerings- eller finansieringsverksamheterna. Det avgörande för placeringen av en post i kassaflödesanalysen är således inte vad betalningen avser utan med vilken företagsaktivitet den hör samman. Nedan visas ett exempel på hur en kassaflödesanalys för ett finansiellt företag (bank) kan se ut.

DEN LÖPANDE VERKSAMHETEN	
Erhållna räntor och provisioner	x
Betalda räntor	x
Erhållna utdelningar	x
Utbetalningar till leverantörer och anställda	x
Betalda inkomstskatter	<u>x</u>
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar i den löpande verksamhetens tillgångar och skulder	X
<i>Ökning/minskning av den löpande verksamhetens tillgångar:</i>	
Ökning av kortfristiga placeringar	x
Minskning av tillgodohavanden som är myndighetsreglerade	x
Ökning av utlåning till allmänheten	x
Ökning av värdepapper som är omsättnings-tillgångar	x
<i>Ökning/minskning av den löpande verksamhetens skulder:</i>	
Ökning av in- och upplåning från allmänheten	x
Minskning av skulder till kreditinstitut	<u>x</u>
Kassaflöde från den löpande verksamheten	<u>X</u>

INVESTERINGSVERKSAMHETEN	
Försäljning av dotterbolag, aktier, obligationer som är anläggningstillgångar	x
Inköp av aktier och obligationer som är anläggningstillgångar	x
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	<u>x</u>
Kassaflöde från investeringsverksamheten	<u>X</u>
FINANSIERINGSVERKSAMHETEN	
Emission av räntebärande värdepapper	x
Återbetalning av räntebärande värdepapper	x
Minskning av övrig kortfristig upplåning	x
Utbetald utdelning	x
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	<u>X</u>
Årets kassaflöde	X
Likvida medel vid periodens början	X
Kursdifferens i likvida medel	<u>X</u>
Likvida medel vid periodens slut	<u>X</u>

*Figur 3m: Kassaflödesanalys för ett finansiellt företag (bank)
Källa: Bilaga 1 till Redovisningsrådets Rekommendation nr 7, bearbetad*

Kritik mot RR 7:98

En brist i de uppställningsexempel som ges i bilagan till RR 7:98 är att det operativa kassaflödet inte kommer att framgå. Detta är ett begrepp som många analytiker jobbar med idag. De bolag som tänker följa exemplet i bilagan till RR 7:98 och som även vill redovisa det operativa kassaflödet blir hänvisade till att antingen redovisa det operativa kassaflödet i en upplysning till kassaflödesanalysen (blir i princip två analyser) eller alternativt förändra exemplet så att det operativa kassaflödet framgår. Det senare tillvägagångssättet torde vara förenligt med RR 7:98, eftersom den inte innehåller någon "mall" för hur analysen skall se ut. (Rundfelt, 1997)

Olson, Falkman & Pauli (1998) och Järlebro (1998) anser att rubriken

”kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital” vid tillämpning av den indirekta metoden kan vara missvisande. Järlebro visar ett tydligt exempel på detta, som visar ett företag som under en period endast haft en kreditförsäljning på 100.

Avser	Belopp	Kommentar
Rörelseresultat	<u>100</u>	Kreditförsäljningen
Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital	100	<i>Motsvarar inte någon kassapost eller kassaflöde</i>
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	<u>-100</u>	Ökning av fordringarna
Kassaflöde från den löpande verksamheten	0	På denna nivå blir det rätt

Figur 3n: Kritik mot rubriken ”Kassaflöde från den löpande verksamheten före förändringar av rörelsekapital”
Källa: Järlebro (1998), bearbetad

Av figur 3n framgår klart och tydligt att kritiken är befogad. Olson, Falkman & Pauli (1998) anser att rubriken ifråga istället borde benämnas ”förändring i rörelsekapitalet relaterat till den löpande verksamheten exklusive likvida medel”. Vi anser att varken andra eller tredje raden i figur 3n bör betecknas som kassaflöde. Andra raden innebär ”den löpande verksamhetens totala påverkan på rörelsekapitalet”, som med hjälp av den tredje raden justeras, med poster som inte påverkar de likvida medlen, för att resultera i den löpande verksamhetens påverkan på likvida medel (kassaflöde) på fjärde raden. En teoretiskt korrekt benämning på den *tredje* raden (justeringsposten) anser vi därför är ”den löpande verksamhetens påverkan på rörelsekapitalet exklusive likvida medel”. Denna benämning innebär samma sak som Falkman & Pauli föreslår som benämning på *andra* raden, vilket får oss att bli något tveksamma till Falkman & Paulis resonemang. Vår uppfattning är för övrigt att andra raden är överflödigt och kan tas bort helt utan att inkräkta på förståelsen av kassaflödesanalysen enligt den indirekta metoden.

Olson, Falkman & Pauli riktar även viss kritik mot hur långt i förfluten tid som kassaflödesanalyser bör redovisas. De anser att analysen bör omfatta tre till fem år och inte två år som är ett indirekt krav i RR 7:98. Vidare anser de att Redovisningsrådet borde gjort som IASC och tagit ställning för den direkta metoden. De hänvisar till en undersökning bland ekonomicheferna hos Sveriges börsnoterade företag, där det framgår att ungefär hälften av dem anser att upprättandet av kassaflödesanalys enligt den direkta metoden inte skulle medföra alltför betungande kostnader. Vi delar, som tidigare nämnts, inte Olson, Falkman & Paulis ståndpunkt vad gäller detta.

3.6.3 IAS 7

IAS 7 gavs ut 1992 av IASC. Den baseras till stora delar på den av FASB 1987 utgivna rekommendationen FAS 95 om kassaflödesanalyser. (Olson, Falkman & Pauli, 1998)

IAS 7 har i sin tur varit inspirationskälla till RR 7:98. RR 7:98 överensstämmer i stort med IAS 7, eftersom Redovisningsrådet inte fann starka skäl till många avvikelser från denna. (Rundfelt, 1997)

Vissa skillnader av mindre betydelse förekommer dock. IASC förordar den direkta metoden före den indirekta vid beräkning av kassaflöde från den löpande verksamheten. Redovisningsrådet förordar ingen av dem framför den andra (se avsnitt 3.6.2). En annan skillnad är klassificering av löptid på kortfristig upplåning (vid omsättning), vilket styr om den kan netto redovisas eller ej. Redovisningsrådet anger tolv månader som maximal löptid på dessa lån medan IASC anger tre månader. RR 7:98 anger dessutom att en upplysning i anslutning till kassaflödesanalysen om det operativa kassaflödet och förändringen av räntebärande nettoskuld/tillgång kan vara av värde. I IAS 7 finns ingen motsvarighet till detta.

3.6.4 Finansanalytikernas rekommendation

Sveriges Finansanalytikers Förening är en intresseförening för de finansanalytiker som verkar på den svenska kapitalmarknaden. Föreningen har sedan 1972 givit ut rekommendationer i redovisnings- och informationsfrågor. Fram till idag har nio olika rekommendationer framlagts. Rekommendationerna är ej bindande för någon

utan visar istället vilken information som analytikerkräsen sätter värde på. (Finansanalytikernas rekommendationer 1996, 1996)

Finansanalytikernas förening gav ut en rekommendation om finansieringsanalyser 1979. Rekommendationen är mycket lik Redovisningsrådets. Ett företags kassaflöden hänförs således till antingen löpande verksamhet, investeringsverksamhet eller finansieringsverksamhet. Kassaflödet från den löpande verksamheten kan beräknas antingen genom direkt eller indirekt metod. Rekommendationen anser båda sätten vara godtagbara.

Finansanalytikernas Förening var alltså tidigt ute med finansieringsanalys i formen av kassaflödesanalys. Rekommendationen har enligt föreningen fullgjort ett behov för börsbolagen när de upprättat sina analyser trots att den ej är bindande. Detta beror på att RR 7:98 inte utkommit förrän nu.

3.7 Interna användningsområden

Ett intressant perspektiv är att se hur finansieringsanalyser kan användas internt i företagen. Vi skall här försöka klargöra i vilka avseenden den information som erhålls från finansieringsanalyser kan vara användbar internt i företagen.

Kassaflödesanalysen mynnar ut i likvida medel, som ofta anses att föredra framför rörelsekapital (se avsnitt 3.5.5). De likvida medlen kan utnyttjas i likviditetsstyrning, vilket Hallgren (1996) kort berör.

Givet att företaget har formulerat en finansiell strategi, skall denna implementeras genom styrning. Styrningen har skilda aspekter, nämligen lönsamhetsstyrning och likviditetsstyrning. Dessa två moment är sammankopplade, men här skall endast likviditetsstyrningen behandlas.

Två viktiga metodproblem måste lösas för likviditetsstyrningen. Det första är vilken periodindelning som skall tillämpas, d v s vecka, månad eller år. Det andra gäller tidshorisonten, alltså hur många perioder som skall tas med i planeringen. Det första problemet skall enligt Hallgren lösas så att företag med svag likviditet eller kraftiga säsongsvariationer använder alla tre periodindelningarna, medan

mer stabila företag kan välja enbart månadsplanering för den löpande budgeten och framåtriktade finansieringsanalyser på årsbasis. Vad gäller det andra problemet, tidshorisonten, rekommenderar Hallgren att åtminstone tre år tas med. För större företag, av den typ som ingår i vår empiriska undersökning, är en ännu längre tidshorisont lämplig. Vid en expansion av verksamheten förlängs tidshorisonten, för att en uppfattning skall kunna bildas om expansionens finansiella konsekvenser.

Hallgren anser att rörelsekapital är lämpligt att dela upp i dess komponenter. Kopplingen mellan den föreslagna modellen och själva finansieringsanalysen är inte stor, men vi skall här redogöra kort för Hallgrens resonemang. Han har även sammanställt rekommendationer om vilka värden, i procent av omsättningen, som är lämpliga. Tyvärr behandlar dock rekommendationerna endast mindre företag än dem som vi behandlar, men principen är densamma.

- *Betalningsmedel* (kassa och bank) skall finnas i tillräcklig utsträckning för att utjämna marknadsmässiga och finansiella fluktuationer och som säkerhetskapital för oväntade händelser samt som strategiskt kapital till uppdykande möjligheter.
- *Kundfordringar* bör motsvara erbjuden genomsnittlig kredittid med tillägg av mellan 15 och 20 dagar. För vår undersöknings del är det främst i skogsbolagen som traditionella kundfordringar, avseende varor, förekommer.
- *Lager* är förknippat med stordriftsfördelar. Inom ramen för lagerstyrning förekommer mycket teoribildning, som det skulle föra för långt att behandla närmare här, då detta inte berör redovisning av kassaflöden. Vidare är lager inget meningsfullt begrepp för banker och försäkringsbolag.
- *Leverantörsskulder* har mycket liten betydelse för banker och försäkringsbolag, eftersom dessa inte bedriver någon varuhandel. Leverantörsskulderna skall hållas så stora som möjligt, genom att förhandla fram långa kredittider, för att minska behovet av räntebärande skulder och hålla nere finansieringskostnaden (Bennet, 1996).

- *Avräkningsskulder* (semesterersättning, källskatter och avgifter) uppgår till ungefär två månadslöner för de anställda.

Med denna metod, som Hallgren kallar procentmetoden, kan börvärden för de olika komponenterna framtagas. Börvärdena skall sedan jämföras med aktuella värden, varigenom problemområden kan identifieras. För dessa problemområden får uppskattas hur många år det kommer att ta att uppnå börvärdena. Mellanskillnaden delas upp på de mellanliggande åren i budgetprocessen. I varje årsbudget summeras den budgeterade rörelsekapitalökningen, som används för att framställa prognostiserade finansieringsanalyser, där det framgår hur stort det framtida kapitalbehovet är.

När kapitalbehovet är fastställt, kvarstår frågan hur detta skall finansieras. Arnold (1998) delar in företagets tillgångar i följande tre kategorier:

- Anläggningstillgångar
- Permanenta omsättningstillgångar (kassa, minimilager m m)
- Fluktuerande omsättningstillgångar

Anläggningstillgångar finansieras enligt Arnold lämpligen långsiktigt, dvs med eget kapital eller långfristiga skulder. Om Arnolds matchningsprincip tillämpas, finansieras även permanenta omsättningstillgångar långsiktigt. Därmed erhålls samma löptider på balansräkningens passivsida som på aktivsidan. Ett, enligt Arnold, mer aggressivt alternativ är att finansiera de permanenta omsättningstillgångarna kortsiktigt, vilket innebär att rörelsekapitalet uppgår till 0. Arnold nämner även ett lågriskalternativ, som innebär att alla tre typerna av tillgångar finansieras långsiktigt. Nackdelen med detta är det kassaöverskott som uppstår när behovet av fluktuerande omsättningstillgångar sjunker. Kassaöverskottet bör placeras kortfristigt, men avkastningen blir förmodligen lägre än finansieringskostnaden.

Arnold tar inte ställning till vilket av hans alternativ som är bäst, men han konstaterar att matchningsprincipen är vanligast i praktiken, vilket ger en medelhög lönsamhet och medelhög risk.

Oavsett vilken finansieringsmetod ett företag väljer, kan det med

denna som grund framställa prognostiserade finansieringsanalyser.

3.8 Extern analys

Ett företags externa intressenter kan använda informationen i finansieringsanalyser på olika sätt. I detta avsnitt kommer vi att beskriva olika möjligheter till analys.

Analytiker använder ofta nyckeltal för att värdera och bedöma bolag. Dessa nyckeltal uttrycker ofta förhållanden mellan olika poster i resultat- och balansräkningar. Då externredovisningen de senaste decennierna berikats med finansieringsanalyser, kan även nyckeltal framtagas utifrån den nya informationen. Nyckeltal beräknade på information ur finansieringsanalysen har en större mening än traditionella nyckeltal (Carlsson, 1978). De nya nyckeltalen kan enligt Carslaw & Mills (1991) tillsammans med de traditionella nyckeltalen öka insikten i, och förståelsen för, det bakomliggande företags finansiella styrkor och svagheter. Däremot är det, enligt Bergman & Granath (1996), inte möjligt att styra ett företag enbart med hjälp av nyckeltal.

Carslaw & Mills (1991) behandlar endast kassaflödesanalyser och inte de traditionella finansieringsanalyserna. Tyngdpunkten läggs vid kassaflödet från den löpande verksamheten, vars sammansättning dock bör granskas för att upptäcka påverkan från jämförelsestörande händelser. För analysändamål är det lämpligt att helt rensa kassaflödet från jämförelsestörande in- och utbetalningar, vilket förutsätts i nyckeltalens formler. (Carslaw & Mills)

De olika nyckeltal som föreslås av Carslaw & Mills är av följande typer:

- Finansiell styrka
- Resultatets kassaflödeskvalitet
- Investeringar
- Kassaflödesavkastning

De olika sorternas nyckeltal kommer att beskrivas i de följande avsnitten. Nyckeltalen är endast förslag från Carslaw & Mills, och nyckeltalen i sig saknar värde tills det finns klara normer eller

värden att jämföra med. Dessutom behövs klara definitioner innan nyckeltal beräknade av olika personer kan jämföras med varandra.

3.8.1 Finansiell styrka

Kassaflödets räntetäckningsgrad visar hur många gånger ränteutbetalningsflödet täcks av kassaflödet från den löpande verksamheten. Kvoten kan jämföras med branschens normer och genomsnitt och indikerar förmågan att uppfylla ränteåtaganden.

- *Kassaflödets räntetäckningsgrad=*

$$= \frac{\text{kassaflöde från den löpande verksamheten före ränta och skatt}}{\text{ränteutbetalningar}}$$

Kassaflödets skuldtäckningsgrad visar hur många perioder (räkenskapsår eller andra analysperioder) det tar att återbetala företagets lån vid nuvarande nivå på kassaflödet. De två olika definitionerna nedan kan modifieras ytterligare genom att olika poster läggs till eller dras ifrån, men för att kunna jämföra nyckeltal från olika företag krävs en gemensam definition. Kassaflödets skuldtäckningsgrad är enligt Bergman & Granath (1996) ett av de allra viktigaste nyckeltalen vid konkursprognostisering, och en negativ trend ses som en allvarlig varningssignal.

- *Kassaflödets skuldtäckningsgrad=*

$$= \frac{\text{kassaflöde från den löpande verksamheten} - \text{utdelning}}{\text{långfristiga skulder} + \text{kortfristig del av långfristiga skulder}}$$

eller

- *Kassaflödets skuldtäckningsgrad=*

$$= \frac{\text{kassaflöde från den löpande verksamheten} - \text{utdelning}}{\text{kortfristig del av långfristiga skulder}}$$

Kassaflödets utdelningstäckningsgrad är ett mått på företagets utdelningskapacitet.

- *Kassaflödets utdelningstäckningsgrad=*

$$= \frac{\textit{kassaflöde från den löpande verksamheten}}{\textit{utdelning}}$$

3.8.2 Resultatets kassaflödeskvalitet

Intäkternas kassaflödeskvalitet visar intäkternas likvida kvalitet, men det kan vara svårt att uppskatta för en extern analytiker om den indirekta metoden har använts i årsredovisningens kassaflödesanalys.

- *Intäkternas kassaflödeskvalitet=*

$$= \frac{\textit{inbetalningar i den löpande verksamheten}}{\textit{rörelsens intäkter}}$$

Genom att betrakta kassaflödeskvaliteten i resultatet erhålles en bild av skillnaden mellan kassaflödet och den traditionella redovisningens resultat. I den andra definitionen nedan är resultatets största ej kassaflödespåverkande post eliminerad, varför nyckeltalets utveckling över tiden bör vara mer stabil. Kraftiga fluktuationer bör således granskas närmare.

- *Resultatets kassaflödeskvalitet=*

$$= \frac{\textit{kassaflöde från den löpande verksamheten}}{\textit{rörelseresultat efter avskrivningar}}$$

eller

- *Resultatets kassaflödeskvalitet=*

$$= \frac{\textit{kassaflöde från den löpande verksamheten före ränta och skatt}}{\textit{rörelseresultat före avskrivningar}}$$

3.8.3 Investeringar

För att ett företag skall vara konkurrenskraftigt räcker det inte att kunna betala sina lån och utdelningar, utan medel måste även finnas till investeringar som kan ge avkastning. Därför föreslår Carslaw & Mills (1991) nyckeltal även på detta område.

- *Investeringskvot*=

$$= \frac{\text{kassaflöde från löpande verksamheten} + \text{desinvesteringar} - \text{utdelning}}{\text{bruttoinvesteringar}}$$

Detta är en form av självfinansieringsgrad, som visar hur stor andel av investeringarna som finansieras genom löpande verksamhet. Desinvesteringarna inkluderas i täljaren, eftersom Carslaw & Mills anser att de gamla anläggningstillgångarna säljs i avkastningshöjande syfte. Utdelningen är avdragen av det skälet att aktieägarna förväntar sig utdelning, när de har fått det tidigare.

- *I/F-kvot*= $\frac{\text{kassaflöde från investeringsverksamheten}}{\text{kassaflöde från finansieringsverksamheten}}$

Denna kvot relaterar investeringsverksamheten till finansieringsverksamheten. Eftersom den tenderar att variera kraftigt över tiden, blir någon form av medelvärde för ett antal år mer meningsfullt.

3.8.4 Kassaflödesavkastning

Kassaflöde per aktie bör, liksom övriga kassaflödesavkastningsmått, tolkas försiktigt, eftersom det inte tar hänsyn till skulder och investeringsbehov. Enligt Carslaw & Mills är detta nyckeltal dock det kassaflödesrelaterade nyckeltal som används oftast av analytiker. Rundfelt (1997) tycker illa om definitionen nedan. Enligt hans mening blir nyckeltalet mer användbart i värderingsmodeller om kassaflödet från den löpande verksamheten *och kassaflödet från investeringsverksamheten* summeras och beräknas per aktie.

- $Kassaflöde\ per\ aktie = \frac{kassaflöde\ från\ den\ löpande\ verksamheten}{genomsnittligt\ antal\ aktier}$

Avkastningsmättet kassaflödes- R_T anses minst lika viktigt som det traditionella R_T , vilket beräknas med resultat istället för kassaflöde.

- $Kassaflödes-R_T =$
 $= \frac{kassaflöde\ från\ den\ löpande\ verksamheten\ före\ ränta\ och\ skatt}{totalt\ kapital}$

Med hjälp av kassaflödes- R_E framgår företagets förmåga att generera kassaflöde med hjälp av det satsade kapitalet.

- $Kassaflödes-R_E = \frac{kassaflöde\ från\ den\ löpande\ verksamheten}{ eget\ kapital}$

4 Empiri och analys

Här presenterar vi de resultat som vi har kommit fram till i vår empiriska undersökning. Vi inleder med den information som erhållits ur årsredovisningarna och Handelsbankens delårsrapport och fortsätter med resultatet av våra frågor till respondenterna. Därutöver kan vissa delar av kapitel 3 betecknas som empiri. Dessa delar är placerade i referensramen för att passa sammanhanget bättre. Vi avser särskilt diskussionen om AssiDomäns årsredovisning i avsnitt 3.5.5 och 3.5.7, men även börsbolags åsikter hämtade ur Rundfelt (1997) och liknande uppgifter kan klassificeras som empiri. Beträffande empirins relativa betydelse för uppsatsen hänvisas till avsnitt 2.2.

I detta kapitel analyserar vi även empirin. Som utgångspunkt för analysen har vi använt delar av referensramen. Analysen presenteras i direkt anslutning till empirin på så sätt att efter ett stycke empiri följer vår analys av detta stycke. För att skilja analysen från empirin är analysen skriven med samma typsnitt som detta stycke. Utöver denna analys innehåller kapitel 3 viss analys av rekommendationer och begrepp.

4.1 Årsredovisningar

4.1.1 Finansieringsanalyser

Ingen av bankernas årsredovisningar innehåller finansieringsanalys. Av försäkringsbolagen har Skandia, men inte Svenska Brand, en finansieringsanalys. Rörvik Timber är det enda skogsbolag som saknar finansieringsanalys. Detta motiveras med att bolaget bildats under det aktuella räkenskapsåret (1997). Totalt finns således finansieringsanalyser i 9 av de 15 årsredovisningar som vi har granskat.

Att bankerna inte har finansieringsanalys beror på att ABL inte har varit tillämplig förrän fr o m 1999 för dem. Det kommer att innebära ett merarbete för bankerna att framställa finansieringsanalyser, som numera krävs i årsredovisningen enligt lag. Arbetet har redan börjat,

eftersom finansieringsanalyser framställs till delårsrapporterna. Det är anmärkningsvärt att finansieringsanalyser inte har funnits i delårsrapporter och bokslutskommunikéer tidigare, eftersom fondbörsens inregistreringskontrakt kräver detta. Dock är det märkligt att fondbörsens kontrakt redan tidigare innehållit ett krav på finansieringsanalyser för banker i delårsrapporter och bokslutskommunikéer, när inget krav på finansieringsanalys har funnits i kontrakt eller lag beträffande årsredovisningarna.

Skandia har gjort finansieringsanalys trots att det ej finns lagstadgat krav på detta. Anledningen till detta är troligen att tillgodose analytikernas intresse. Svenska Brand får fortsätta att utge årsredovisningar utan finansieringsanalys. Dock bryter det mot fondbörsens inregistreringskontrakt om inte finansieringsanalyser tas med i delårsrapporterna.

Rörvik Timber kommer att redovisa en finansieringsanalys för räkenskapsåret 1998 och följer då det lagstadgade kravet. Motiveringen till att utelämna finansieringsanalys för 1997 anser vi något tveksam, eftersom lagen inte medger sådana undantag.

I årsredovisningarna benämns finansieringsanalyserna "Finansieringsanalys" i sex fall och "Kassaflödesanalys" i tre fall. Benämningen är inte enhetlig för de olika uppställningsformerna, utan exempelvis kallas uppställningar som ansluter till synsättet i RR 7:98 finansieringsanalys ibland och kassaflödesanalys ibland.

Detta visar att terminologin beträffande finansieringsanalyser inte är enhetlig. Enligt vår terminologi är kassaflödesanalys en sorts finansieringsanalys. Benämningen i sig är inte avgörande för huruvida lagen följs eller ej, utan analysernas informationsinnehåll bör istället betraktas, och då framgår klart att lagens krav följs.

C F Berg är det enda företag som redan ställer upp finansieringsanalysen enligt RR 7:98. Klippan och Rottneros tillämpar FAR 10 med likvida medel som medelsbegrepp. Dock har Rottneros modifierat modellen något. Den största modifieringen är att justeringen för "förändring av rörelsekapital exklusive likvida medel" har brutits ut ifrån de tillförda medlen. Därmed uttrycker "tillförda medel" summan av totalt tillfört rörelsekapital. Först därefter upptas justerings-

posten, och det som FAR 10 kallar tillförda medel (likvida) benämns här ”nettofinansiering från årets verksamhet”.

Rottneros modifiering resulterar i en kombination av FAR:s rekommenderade uppställningsformer. Tillförda medel uttrycks *både* som tillfört rörelsekapital och tillförda likvida medel. Detta medför endast en tilläggsupplysning i form av en extra delsumma, vilket kan underlätta för en läsare av finansieringsanalysen. Däremot är det mindre lämpligt att byta namn på finansieringsanalysens poster, eftersom en jämförelse mellan bolag försvåras.

De övriga sex bolagen redovisar egna finansieringsanalysmodeller. I samtliga fall utom Skandia används medelsbegreppet nettolåneskuld. Endast i MoDos finansieringsanalys är nettolåneskulden definierad som skulder (vissa) minus tillgångar (vissa). I de övriga bolagen definieras nettolåneskuld tvärtom, d v s tillgångar minus skulder. Tre av de sex bolagen har finansieringsanalyser där operativt eller fritt kassaflöde framgår.

MoDos definition av nettolåneskuld anser vi vara föredömlig. De övriga bolagen kan på ett enkelt sätt justera definitionen så att den blir teoretiskt korrekt och intuitivt begriplig (se avsnitt 3.5.5). Det enda som krävs är att plocka bort ett minustecken eller byta benämning till nettotillgång.

RR 7:98 gäller fr o m räkenskapsår som påbörjas tidigast den 1 januari 1999. Tidigare tillämpning uppmuntras dock, vilket C F Berg verkar ha tagit fasta på. Våra svar visar också att den sedan länge rådande rekommendationen FAR 10 nu börjar ha spelat ut sin roll. Endast två bolag använder FAR 10, vilket tyder på att företagen tycker att bättre uppställningsformer finns.

Även medelsbegreppet nettolåneskuld visar att företagen inte längre följer FAR 10:s uppställningsform utan att de föredrar en egen uppställning. I RR 7:98 föreslås inte heller nettolåneskuld som medelsbegrepp, men i rekommendationen tas i alla fall nettolåneskuld upp som en lämplig upplysningspost.

Skandias finansieringsanalys har inget medelsbegrepp, d v s den mynnar inte ut i något. Den är istället indelad i ”Från verksamheten

tillförda medel” och ”Använda och externt tillförda medel”, och dessa delar summeras var för sig till samma summa.

Skandias sätt att ställa upp finansieringsanalysen liknar vår grundmodell i avsnitt 3.5.1, där själva uppställningen liknar en balansräkning. Samma delposter kan förekomma i en finansieringsanalys av Skandias typ som i en finansieringsanalys *med* medelsbegrepp, men det är något egendomligt att klassificera alla poster som använda eller tillförda. Analytiker och övriga i ämnet insatta läsare av finansieringsanalysen förstår vad som har hänt under året, men den ovane läsaren leds inte in på rätt spår av de förvillande rubrikerna.

I likhet med finansieringsanalysernas rubriker och delsummor varierar indelningen i sektorer i stor utsträckning. I vissa fall börjar uträkningarna om på noll efter delsummorna, medan de i andra fall fortsätter med att lägga till och dra ifrån poster efter att en delsumma har passerats.

De bolag som kommer att övergå till redovisning enligt RR 7:98 måste anpassa sektorindelningen. Dock är det inget som hindrar att tilläggsupplysningar lämnas.

Sätten bolagen redovisar finansieringsanalysen på i årsredovisningen skiljer sig mycket åt. Inget av bolagen avviker dock från god redovisningssed. Den goda redovisningsseden bjuder på alla dessa uppställningsformer.

4.1.2 Nyckeltal

Av de nyckeltal som presenteras i bolagens årsredovisningar, är kassaflöde per aktie och kassaflöde per affärsområde de enda förekommande som har anknytning till finansieringsanalysen. Dock är det endast två bolag som har redovisat något av dessa nyckeltal. SCA har valt att redovisa tre olika former av kassaflöde per aktie. Dessa är *fritt* kassaflöde per aktie, *rörelsens* kassaflöde per aktie och kassaflöde *före utdelning* per aktie. Även AssiDomän presenterar kassaflöde per aktie. Detta bolag presenterar dessutom, som enda bolag, kassaflöde per affärsområde, med kassaflöde definierat som kassaflöde från den löpande verksamheten.

AssiDomäns definition av kassaflöde per aktie är *rörelseresultat före avskrivningar och resultatandelar ± finansiella poster – betald skatt, beräknat per aktie*. Detta nyckeltal borde enligt vår uppfattning inte benämnas kassaflöde, då det inte avser ett reellt betalningsflöde. Årsredovisningsläsaren kan förvillas. ITM per aktie vore en mer korrekt beskrivning av nyckeltalet.

Årsredovisningarna visar att nyckeltal från resultat- och balansräkningar fortfarande är de dominerande. Det kan tyckas något märkligt att inte fler bolag redovisar fler kassaflödesrelaterade nyckeltal, då det finns ett antal sådana, och då kassaflöden av analytiker beskrivs som relevanta, åtminstone för skogsbranschen. Dock finns det inget värde i nyckeltal förrän de kan jämföras med branschnormer och tidsserier över ett flertal år. Därför kan det kännas svårt för ett enskilt bolag att introducera nya nyckeltal. Dessutom beräknar analytikerna egna nyckeltal efter sina önskemål, vilket gör att nyckeltal inte behövs i årsredovisningar. Även definitionerna av befintliga nyckeltal är idag varierande. Med tiden kan nog detta förbättras, så även dessa nyckeltal kan ge värdefull information.

4.2 Handelsbankens delårsrapport

Handelsbanken presenterade sin delårsrapport för 1999 års första kvartal 1999-04-26. I delårsrapporten finns en finansieringsanalys. Detta är första gången som någon av våra undersökta banker offentliggör en finansieringsanalys. Finansieringsanalysens utseende framgår av figur 4a.

(Mkr)	Januari – mars	
	1999	1998
Kassaflöde av löpande verksamhet	2 657	-1 381
Kassaflöde av investeringsverksamhet	-134	3
Kassaflöde av finansieringsverksamhet	-3 534	-229
Periodens kassaflöde	-1 011	-1 607
Likvida medel vid periodens början	4 053	3 025
Periodens kassaflöde	-1 011	-1 607
Kursdifferens i likvida medel	-109	-11
Likvida medel vid periodens slut	2 933	1 407

Figur 4a: Handelsbankens finansieringsanalys

Källa: Handelsbankens delårsrapport januari – mars 1999 (1999)

Finansieringsanalysen i delårsrapporten är mycket kortfattad och visar inga detaljer. Denna finansieringsanalys är inte upprättad enligt kraven i RR 7:98, vilket främst märks av att ingen särredovisning är gjord av de ingående posterna. Däremot tillämpas samma sektorindelning som i RR 7:98.

Det är svårt att dra några slutsatser av en enda finansieringsanalys, men den tyder på några förhållanden som vi har misstänkt. Kassaflödet från investeringsverksamheten är mycket litet i förhållande till de övriga sektorernas kassaflöden. Detta beror på den finansiella verksamhetens speciella karaktär, där investeringar inte har någon framträdande roll. Kassaflödet från den löpande verksamheten beror till stor del på kundernas beteende. Det är en konstig blandning av påverkbara poster, som utbetalningar till leverantörer och anställda, och icke påverkbara poster, som förändring av inlåning från allmänheten.

Enligt exemplet i RR 7:98 skall förändringen av vissa tillgångar och skulder i en banks balansräkning redovisas som kassaflöde från den löpande verksamheten. Bland dessa märks bl a förändringen av inlåning från, och utlåning till, allmänheten och kreditinstitut. Vi ställer oss något tveksamma till placeringen av dessa poster. Låter man dessa poster tillhöra den löpande verksamheten, tenderar detta

kassaflöde att bli ett meningslöst, eller rent av missvisande, mått. Det mäter ej det som avses, nämligen kärnverksamhetens förmåga att generera likvida medel för att säkerställa företagets fortlevnad. Posternas karaktär gör att de förvisso kan tyckas vara att hänföra till den löpande verksamheten, men i detta sammanhang skulle det kunna vara lämpligare att betrakta posterna som en form av finansiering och investering för banken.

4.3 Åsikter om RR 7:98 och FAR 10

De flesta analytikerbolag känner inte till RR 7:98 och FAR 10, och de få analytikerbolag som gör det har ingen nämnvärd kunskap om rekommendationerna och kan därmed inte uttala sig om dem. Alla skogsbolag och banker känner däremot till rekommendationerna.

Analytikerna påverkas inte direkt av redovisningsrekommendationer på samma sätt som bolags redovisningsansvariga, utan de gör egna analyser för bedömning av bolagen. Dessa analyser grundar sig på dels information från bolagens finansieringsanalyser, dels information från resultat- och balansräkningar. Specifika poster hämtas ur dessa externredovisningshandlingar, och därmed påverkas inte analytikerna nämnvärt av detaljer som sektorindelning och medelsbegrepp. Det är därför naturligt att analytikerna inte känner till RR 7:98 och FAR 10.

Bankerna tycker inte att finansieringsanalyser är särskilt givande för branschen, och de menar att t ex likvida medel måste ges egen definition för banker. Vidare anser de att RR 7:98 är för generellt skriven, varför ett flertal omtolkningar måste göras vid dess tillämpning i banker. De anser också att Redovisningsrådet i rekommendationen borde gjort fler specifika ställningstaganden vad gäller finansiella företag.

Likvida medel är ej manipulerbara, och en krona är en krona även i en bank. Därför ser vi inget problem med definitionen av likvida medel. Vad gäller övriga omtolkningar, bör påpekas att exemplet i bilaga 1 till RR 7:98 inte är en del av rekommendationen. Själva rekommendationstexten är, som bankerna påpekar, generellt skriven. Därmed finns en stor möjlighet till variationer i tillämpningen *utan* att avvika från rekommendationen.

Skogsbolagen är inte heller helt nöjda med RR 7:98. Motiveringarna till detta varierar dock. Bland åsikterna förekommer dels att nettolåneskuld föredras som medelsbegrepp framför likvida medel av somliga företag, dels att RR 7:98 anses för omfattande och ambitiös.

Enligt RR 7:98 p 40 är det av värde att lämna tilläggsupplysning om förändringen av räntebärande nettolåneskuld. Bolagen kan således ge den informationen även om de följer RR 7:98.

Trots de negativa synpunkterna på RR 7:98 kommer alla banker och de flesta skogsbolag försöka att följa rekommendationen. Bland skogsbolagen förekommer dock bolag som kommer att avvika fullständigt från den. Flera av de bolag som avser att följa rekommendationen motiverar detta med att börskontraktet kräver en fullständig anpassning till Redovisningsrådets rekommendationer.

I bankernas fall är det första gången som finansieringsanalyser upprättas, och därför ter det sig naturligt att följa den senast utgivna rekommendationen.

Anpassningen till RR 7:98 kräver ett visst arbete med att sammanställa finansieringsanalysen på ett nytt sätt, men jämförbarheten mellan bolagen ökar när redovisningen blir mer enhetlig, vilket vi ser som positivt. För resultat- och balansräkningarna finns klart angivna uppställningsformer, och detta borde gälla för finansieringsanalysen också.

Det är anmärkningsvärt att fondbörsens inregistreringskontrakt har tolkats som att RR 7:98 *måste* följas. Avvikelse är tillåtna, och det enda som krävs är en motivering till avvikelserna. Det torde vara en tillräcklig motivering att hänvisa till kostnadsskäl eller att hänvisa till att informationen blir mer relevant genom en avvikelse.

De flesta bankerna saknar åsikter om FAR 10 p g a att de inte har någon erfarenhet av traditionella finansieringsanalyser. De få svar som framkom i undersökningen visar dock att RR 7:98 är att föredra framför FAR 10. Detta motiverar de med att kassaflödesanalyser anses innebära mer bruttoredovisning, som ger en bättre bild av verksamheten.

Endast om den direkta metoden i RR 7:98 tillämpas, innebär det mer bruttoredovisning än FAR 10. Vid den vanligare indirekta metoden nettoredovisas rörelseresultatet som en del i beräkningen av kassaflödet från den löpande verksamheten.

Bland skogsbolagen varierar preferenserna mellan RR 7:98 och FAR 10. Andelen skogsbolag som föredrar RR 7:98 överväger något. Dock är inget skogsbolag positivt till den direkta metoden i RR 7:98, som anses omöjlig att sammanställa eftersom kontantredovisning inte tillämpas. En positiv egenskap hos FAR 10 anses vara att den är väletablerad och enklare. Positiva egenskaper hos RR 7:98 är att den är internationellt förankrad, p g a överensstämmelsen med IAS 7, och medför finansieringsanalyser som är lättare att förstå p g a likheten med plånbokstänkande – pengar in och pengar ut. En nackdel med RR 7:98 som nämns är att finansieringsanalysen blir svår att stämma av med resultat- och balansräkningarna.

Likheten med plånbokstänkande beror på att likvida medel används som medelsbegrepp. Detta medelsbegrepp rekommenderas även som ett av de två alternativen i FAR 10, som därmed innebär plånbokstänkande i lika hög grad som RR 7:98. Största skillnaden mellan rekommendationerna är sektorindelningen, som inte påverkar graden av plånbokstänkande.

Vi ser det inte som någon nackdel att finansieringsanalysen enligt RR 7:98 kan bli svår att stämma av mot resultat- och balansräkning. Snarare tyder detta på att finansieringsanalysen innehåller information utöver de traditionella redovisningshandlingarna, vilket berättigar dess existens.

Det är inte lämpligt att hålla fast vid en gammal rekommendation som FAR 10 endast för att den är väletablerad. Ett sådant kortsiktigt tänkande leder lätt till suboptimering genom att bara det första årets fördelar och nackdelar beaktas. Finns en bättre uppställningsform, bör den tillämpas. Vid en förändring uppstår visserligen initiala nackdelar i form av omställningskostnader, både för omläggning av datasystem och i form av finansieringsanalysens läsares omställning till den nya informationen, men ifall förändringen är lämplig på lång sikt bör den genomföras.

4.4 Finansieringsanalysens relevans

4.4.1 Banker

Bankerna hoppas att finansieringsanalysen skall ge viss merinformation utöver resultat- och balansräkningen. Särskilt intressanta poster som påpekas är in- och utlåningsförändring samt förvärv och avyttring av aktier i dotterbolag och intressebolag. Dock finns en risk för desinformation i slutposten "förändring av likvida medel".

Finansieringsanalysen anses trots detta ha så liten relevans i banker att den aldrig skulle ha framställts om inget krav på detta hade funnits.

Finansieringsanalysens poster bör aldrig betraktas isolerat utan att sättas in i sitt sammanhang. Läsare som betraktar de olika delposterna tillsammans förstår vad de likvida medlen består av och kommer ifrån. Något som är specifikt för banker är bristen på kontroll över de likvida medlen. Bristen på kontroll beror på att de likvida medlens storlek i hög grad påverkas av kundernas beteende, som banken har svårt att påverka. När t ex en bankkund gör ett kontantuttag i en bankomat, minskar bankens likvida medel. Därmed kan det bli svårt att bedöma hur väl banken har bedrivit sin verksamhet med utgångspunkt från förändringen av likvida medel.

4.4.2 Skogsbolag

I skogsbolagen anses finansieringsanalysen mycket mer relevant än i bankerna. Den information som enligt skogsbolagen är värdefull är bl a den som visar strategiska respektive icke strategiska investeringar samt informationen om huruvida de strategiska investeringarna självfinansieras eller ej.

Skogsbolagen tror att finansieringsanalysen har ett stort värde för analytiker och övriga, genom att den sammanfattar verksamheten, knyter ihop resultat- och balansräkningen och kompletterar övrig information. De redovisar finansieringsanalyser för att informera, och detta skulle göras även om det inte hade krävts i lagen.

Det står av vår undersökning helt klart att finansieringsanalysen är av central betydelse i skogsbranschen och av underordnad betydelse i finansiella företag. Ett praktiskt exempel på relevansen inom skogsbranschen är att SCA placerar finansieringsanalysen före resultat- och balansräkningarna i årsredovisningen, vilket tyder på att kassaflöden anses relevanta att redovisa. Anledningen till skillnad i relevans mellan branscherna är troligen hur de båda branschernas investeringarna ser ut. I skogsbolag, vilka har en stor andel reala investeringar, är det av stor vikt att en uppdelning av analysen görs i löpande och strategiska investeringar. Därmed blir det relevant att redovisa operativt eller fritt kassaflöde. Det är de strategiska investeringarna som gör att bolaget kan överleva på sikt (se vidare CVA-modellen i avsnitt 4.5.1), och därmed är kassaflöden som visar förmågan att göra strategiska investeringar relevanta att redovisa. I finansiella företag styrs ej överlevnadsförmågan av detta. De har nästan bara finansiella tillgångar på balansräkningens aktivsida, och den problematik som reala investeringar ger upphov till blir aldrig aktuell i finansiella företag.

4.4.3 Analytiker

UC använder sig inte av finansieringsanalyser i sitt arbete. Det gör däremot de analytiker som svarade på våra frågor. De anser bl a att finansieringsanalysen är särskilt värdefull för att utläsa investeringsintensiteten, vilket anses vara viktigt eftersom värdet på ett företag, enligt värderingsmodeller, beror på var i investeringscykeln företaget befinner sig. Finansieringsanalysen anses vara ett viktigt hjälpmedel vid prognoser av framtida kassaflöden.

Finansieringsanalysen anses helt nödvändig för skogsbolag och livförsäkringsbolag, men i traditionell bankverksamhet och sakförsäkringsbranschen är den, enligt analytikerna, meningslös.

Analytikernas ställningstagande till finansieringsanalyser i banker visar att bankernas motstånd mot att upprätta finansieringsanalyser inte endast är ett motstånd mot förändring utan ett ställningstagande med substans. Lagen tvingar således bankerna att ta fram information som anses tämligen meningslös.

4.5 Företagsstyrning

I bankerna används inte själva finansieringsanalysen i den interna styrningen. Däremot utnyttjas vissa poster som kan förekomma i en finansieringsanalys, t ex in- och utlåningsförändring, till bl a likviditetsstyrning. Inga nyckeltal beräknas dock med dessa poster.

Även detta visar att finansieringsanalysen är mindre relevant för banker. Om den vore relevant, skulle finansieringsanalysen åtminstone användas internt. De delar av finansieringsanalysen som används har använts av bankerna redan tidigare. Företagsstyrningen förbättras inte av att en finansieringsanalys framställs.

Skogsbolagen, däremot, utnyttjar finansieringsanalysen i sin styrning. Detta sker både på koncernnivå och bruksnivå. De olika skogsbolagens styrning skiljer sig dock åt relativt kraftigt. På vissa håll används den externa finansieringsanalysen även internt, medan den interna analysen i andra fall är betydligt mer detaljerad. Exakt hur detaljerad den är, och analysens konkreta utseende, avslöjades dock inte för oss. Ett bolag antydde att målsättningar för operativt kassaflöde förekommer. De enda egentliga nyckeltal som någon beräknar är kassaflöde per aktie och självfinansieringsgrad. För investerings- och lagernivåerna förekommer fastställda målsättningar, men dessa saknar koppling till finansieringsanalysen.

Inom skogsbranschen används finansieringsanalysen således i viss omfattning internt, dock inte i den utsträckning vi trodde i uppsatsens inledningsskede.

4.5.1 SCA:s CVA-modell

SCA använder en modell kallad CVA-modellen (Cash Value Added). Modellen går ut på att företagets värde för aktieägarna (Total Shareholder Value) består av en kombination av värdet av *den befintliga verksamheten* (Pre-strategy Value) och nuvärdet av *framtida strategiska investeringar* (Strategy Value) enligt figur 4b.



Figur 4b: SCA:s CVA-modell

Källa: CVA (1999)

Värdet av den befintliga verksamheten bestäms av historiska strategiska investeringar och upprätthålls genom icke strategiska investeringar, d v s löpande investeringar (ersättningsinvesteringar).

Dessa investeringar ökar inte företagets värde, vilket däremot strategiska investeringar gör. Storleken på värdeökningen (CVA) beror på investeringarnas anskaffningspris och förväntade kassaflöde, som nuvärdesberäknas med hjälp av ekonomisk livslängd och avkastningskrav.

CVA är storleken på det faktiska operativa kassaflödet minskat med det operativa kassaflöde som krävs för att nettonuvärdet av investeringarna skall vara noll.

Syftet med CVA-modellen är att maximera företagets värde med hjälp av strategiska investeringar.

En investeringskalkyl enligt CVA-modellen är således en kassaflödesanalys i mindre skala som utmynnar i operativt kassaflöde. Summeras årets alla investeringskalkyler för de genomförda investeringarna, erhålls i princip en prognostiserad kassaflödesanalys som slutar med operativt kassaflöde.

Utöver investeringskalkyler torde likviditetsstyrning vara betydelsefull för företagen, och denna styrning kan utformas med stor koppling till finansieringsanalysen. Vi hade väntat oss mycket utförliga redogörelser för styrningsmodeller, men detta är tydligen ingen information som bolagen vill lämna ut.

4.6 Extern företagsvärdering

I analytikernas företagsvärdering används bl a modeller med diskonterat kassaflöde. Därvid sker diskonteringen med avkastningskravet, som beräknas som en viktning av genomsnittlig skuldränta och aktiemarknadens avkastningskrav i den aktuella riskklassen. Detta avkastningskrav kallas WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Övriga modeller som används, t ex EVA (Economic Value Added), är kopplade till den traditionella redovisningen.

Nyckeltal som utnyttjas är följande, uttryckta med den terminologi som vi tillämpar i avsnitt 3.8:

- Kassaflödes- R_E
- Inverterad kassaflödes- R_E (baserad på börsvärdet istället för eget kapital)
- Kassaflöde per aktie

Finansieringsanalysens uppställningsform tillmäts ingen större betydelse. En enhetlig sådan skulle vara något bättre, men det viktigaste anses vara att resultaträkning, balansräkning och finansieringsanalys tillsammans ger all relevant information, oavsett var den är placerad och hur den presenteras. Informationen läggs in i analytikernas egna värderingsmodeller, som är mycket detaljerade. Analytikernas arbetssätt präglas av en helhetsbild, där kassaflödet endast är en komponent i en mycket omfattande analys, som omfattar även information ur resultat- och balansräkningar.

Analytikernas nyckeltal, baserade på finansieringsanalysen, är inte många. Av de nyckeltal som förekommer i litteraturen är det ett mycket litet antal som kommer till nytta bland analytikerna. Hur många nyckeltal som helst kan konstrueras och beräknas, men det är ganska meningslöst så länge som de inte uttrycker något användbart.

Kassaflöde per aktie är det enda nyckeltal som både presenteras i bolagens årsredovisningar och används av analytikerna. Analytikerna beräknar dock själva sina nyckeltal enligt egna definitioner, så

det saknar betydelse huruvida nyckeltalen finns i årsredovisningarna eller ej.

5 Slutsatser

Vi sammanställer här de viktigaste slutsatser som vi har kommit fram till i vårt arbete. Tyngdpunkten i detta kapitel ligger på de frågor som ställdes i avsnitt 1.2. Kapitlet baseras på diskussionen i kapitel 3 och 4.

5.1 Uppställningsformer

I praxis förekommer många olika uppställningsformer för finansieringsanalyser, och ett litet antal företag har analyser som uppfyller de önskemål som Redovisningsrådet presenterar i RR 7:98. Dock kommer nästan alla bolag att följa RR 7:98 fr o m 1999 års årsredovisningar.

Kassaflödesanalysen enligt synsättet i RR 7:98 innehåller i stort sett samma information som den traditionella finansieringsanalysen (med likvida medel som medelsbegrepp). Skillnaden består främst i att den traditionella finansieringsanalysen fokuserar på företaget som helhet, medan kassaflödesanalysen delar in företaget i sektorer. Indelningen i sektorer anser vi medför finansieringsanalyser som ger läsaren mer information om företaget än vad den traditionella finansieringsanalysen gör.

Olika typer av bolag kommer att påverkas av RR 7:98 på olika sätt. När det gäller banker, är det nya för dem att de för första gången blir tvungna att upprätta en finansieringsanalys. Eftersom de aldrig tidigare gjort detta, kommer de inte att påverkas i särskilt hög grad av att RR 7:98 har trätt i kraft.

Skogsbolag kommer att påverkas på ett annat sätt av den nya rekommendationen. De avser att följa RR 7:98, vilket medför att deras nuvarande sätt att ställa upp finansieringsanalyser kommer att modifieras något för att uppfylla Redovisningsrådets krav. Att förändringen inte blir så stor för skogsbolagen beror på att de redan nu gör kassaflödesanalyser som påminner om synsättet i RR 7:98.

Flera bolag tror felaktigt att de måste följa RR 7:98 enligt Stockholms

Fondbörs inregistreringskontrakt. Kontraktet kräver endast en motivering till avvikelser.

När finansieringsanalysen anpassas till RR 7:98, ökar enhetligheten och jämförbarheten mellan bolag. Detta gäller både nationellt och internationellt, eftersom RR 7:98 är i det närmaste identisk med den internationella rekommendationen IAS 7.

Den internationella harmoniseringen är positiv, varför det kan vara svårt att kritisera RR 7:98. Vissa detaljer i RR 7:98 kan kritiseras, men detta bör även ses som kritik mot IAS 7.

Operativt kassaflöde är ett väsentligt begrepp, som inte finns med i förslagen till uppställning i exemplen i bilagorna till RR 7:98. Begreppet nämns istället som en relevant tilläggsupplysning till finansieringsanalysen. Vi anser att operativt kassaflöde borde lyftas fram ytterligare i rekommendationstexten som en delpost i finansieringsanalysen. Det borde finnas en gemensam klar definition av operativt kassaflöde, vars definition nu varierar från bolag till bolag. Definitionen i RR 7:98 skulle kunna tjäna som vägledare. Denna definition är "kassaflöde från den löpande verksamheten, exklusive eventuella däri ingående räntor, skatter och utdelningar, och kassaflöde hänförligt till investeringar i produktionsresurser (löpande investeringar)".

Sektorindelningen i RR 7:98 är lämplig för de flesta företag. I praktiken uppstår problem, t ex när ränta och skatt skall fördelas på olika sektorer. Detta kan lösas genom att låta dessa poster utgöra egna sektorer.

Nettolåneskuld är ett medelsbegrepp som är vanligt i praxis, men detta finns inte som medelsbegrepp i någon rekommendation. Det är dock möjligt att upplysa om förändringen av nettolåneskuld samtidigt som RR 7:98 följs. Vi anser att nettolåneskuld skall definieras som namnet antyder, d v s *nettolåneskuld*. Nettolåneskuld definieras i praxis ofta som en *nettotillgång*, men om denna definition skall behållas, bör begreppet även *benämnas* nettotillgång.

5.2 Olika branscher

I skogsbranschen, vars verksamhet består av hantering av fysiska flöden (i form av bl a timmer, pappersmassa och slutprodukter), är finansieringsanalysen mycket relevant. Detta är alla överens om, både de som framställer analysen och de som använder den.

När det gäller banker, vars verksamhet består av hantering av finansiella flöden, är situationen annorlunda. Analytiker och bankernas redovisningsansvariga är eniga om att finansieringsanalyser inte är relevanta för banker. Bankerna tvingas trots detta att framställa finansieringsanalyser fr o m räkenskapsår som börjar 1999 p g a en lagändring, som stöds av Redovisningsrådet.

Ett av de viktigare syftena med finansieringsanalysen är att visa hur investeringarna är uppdelade i strategiska respektive icke strategiska och i hur hög grad de strategiska investeringarna är självfinansierade. Då skogsbolagens affärsverksamhet ofta bygger på stora investeringar, får det till följd att finansieringsanalysen får en mycket större relevans här än i bankerna som har en mycket liten investeringsverksamhet.

Möjligen kan finansieringsanalyser i framtiden bli relevanta för banker, men detta kräver i så fall en omfattande omarbetning av befintliga uppställningsformer. Redovisningsrådets försök till uppställningsform för finansiella företag framstår som mindre lyckat. Dess sektorindelning är irrelevant för den här typen av bolag. De i övriga företag naturliga sektorerna tenderar att gå in i varandra i finansiella företag.

5.3 Praktisk nytta

Finansieringsanalyser har en nära koppling till investeringskalkyler och likviditetsstyrning. Därför används finansieringsanalyser internt i företagsstyrning, dock inte i finansiella företag

Analytiker använder finansieringsanalyser i kombination med annan information för att prognostisera framtida kassaflöden. Därigenom värderas företag och därmed deras aktier. Analytikerna är likgiltiga till variationer i uppställningsform och redovisningsrekom-

mendationer om finansieringsanalyser. Detta tyder på att marknaden är effektiv och ser till den ekonomiska substansen istället för redovisningens form.

Analytiker är en viktig grupp av årsredovisningens användare. När ingen av analytikerna vi har frågat fäster någon vikt vid finansieringsanalysens uppställningsform, finner vi debatten om denna något märklig. Det finns dock fler synsätt än analytikernas, och därför kan debatten vara berättigad.

Olika typer av uppställningsform torde således kunna accepteras, men enhetlig redovisning ökar jämförbarheten. Därmed borde alla aktörer kunna enas om en enda uppställningsform. Dock gäller detta ännu inte finansiella företag. Tills vidare borde lagens krav på finansieringsanalyser för dessa företag avskaffas. Utseendet på deras eventuella finansieringsanalyser är ett lämpligt framtida forskningsområde.

5.4 Personliga reflektioner

Vi trodde inte att lagar och rekommendationer möjliggjorde så många olika sätt att göra finansieringsanalys utan att det, likt resultat- och balansräkningarna, var en mer formaliserad del av årsredovisningen. En anledning till att finansieringsanalysen inte är formaliserad i samma utsträckning som resultat- och balansräkningarna är sannolikt att ÅRL innehåller en "mall" för de senare handlingarna men ej för den tidigare.

Vidare hade vi inte räknat med att synsättet på finansieringsanalysen kunde skilja sig så markant mellan två olika branscher, från att i skogsbolag betraktas som en högst betydelsefull handling till att i banker ses som i det närmaste meningslös.

Vårt intryck av den empiriska delen av vår undersökning är att e-post inte är lämpligt att använda i den *initiala* kontakten med respondenter. Telefon bör användas i den första kontakten med respondenten för att få en personlig kontakt, vilket klart ökar svarsfrekvensen. Själva korrespondensen av frågor och svar är dock mest praktiskt att sköta via e-post. Med andra ord skulle vi ha börjat på ett annat sätt om vi skulle ha gjort undersökningen på nytt.

Avsikten med uppsatsen var att den skulle öka förståelsen för finansieringsanalyser. Har vi lyckats med detta? Helt klart har vår egen förståelse ökat betydligt under arbetets gång. Vår förhoppning var även att öka förståelsen hos andra. Vi är dock inte de första som behandlar ämnet, och därför är det svårt att bidra till den samlade kunskapen när vi inte har tagit del av allt som är skrivet på området. Inom vissa delar av uppsatsen, särskilt de delar som behandlar de branschspecifika problemen för banker, hoppas vi att vi har bidragit med ny information till ett område som inte har undersökts så väl tidigare. Vidare är merparten av den insamlade informationen tolkad med hjälp av vår unika förförståelse, vilket medför att vi kan ha tolkat befintlig information på ett nytt sätt och därigenom bidragit med något nytt till den samlade kunskapen.

Våra tankegångar angående finansieringsanalysens sektorindelning, d v s att ett större antal sektorer vore lämpligt, liknar till viss del tankarna som uttrycktes av Lawson (1971), ur Ashton (1976). Därmed är inte alla våra slutsatser nyheter på området, utan liknande resonemang fanns redan på 1970-talet.

Något som kan ha haft en negativ inverkan på vårt arbete är det faktum att en mycket kort tid har förflutit sedan flera intressanta förändringar angående finansieringsanalyser ägde rum. Först år 2000, i 1999 års årsredovisningar, kommer bankernas första lagstadgade finansieringsanalyser att finnas *i årsredovisningar*. Det är även vid den tidpunkten som RR 7:98 har varit ikraft ett helt räkenskapsår för de flesta bolag. Därmed är det möjligt att förändringarnas största effekter uppkommer år 2000. Vi rekommenderar därför att en uppföljning sker i den framtida forskningen.

Källor

Böcker

- Arnold, G (1998): *Corporate Financial Management*. Financial Times Management, London.
- Bennet, S (1996): *Finansarbetet i företaget – Från likviditetsstyrning till riskhantering*, 2 uppl. Förlags AB Industrilitteratur, Stockholm.
- Bergman, C & Granath, J (1996): *Styrning av rörelsekapital i Controllerhandboken*, 5 uppl, red: Samuelson, L A. Förlags AB Industrilitteratur, Stockholm.
- Brealey, R A & Myers, S C (1996): *Principles of Corporate Finance*, 5 uppl. The McGraw-Hill Companies Inc, New York.
- Egidius, H (1986): *Positivism – fenomenologi – hermeneutik*. Studentlitteratur, Lund.
- Elmgren-Warberg, J & Ingblad, S-E (1980): *Finansieringsanalys*. Studentlitteratur, Lund.
- Eriksson, L (1998): *Koncernredovisning*, 9 uppl. Studentlitteratur, Lund.
- Eriksson, L T & Wiedersheim-Paul, F (1997): *Att utreda, forska och rapportera*, 5 uppl. Liber Ekonomi, Malmö.
- Falkman, P & Pauli, S (1995): *Finansieringsanalysens dimensioner – Teori och kostnader*. CEFOS, Göteborg.
- *FARs Samlingsvolym 1998* (1998). FAR Förlag AB, Stockholm.
- *Finansanalytikernas rekommendationer 1996* (1996). Sveriges Finansanalytikers Förening, Stockholm.

- Gandemo, B & Asztély, S (1983): *Finansiell planering*, 7 uppl. P A Norstedt & Söners förlag, Stockholm.
- Gummesson, E (1985): *Forskare och konsult – om aktionsforskning och fallstudier i företagsekonomin – En analys av forskarens resp konsultens roller och metoder med särskild tonvikt på besluts- och förändringsprocesser i företag och andra organisationer*. Studentlitteratur, Lund.
- Hallgren, Ö (1996): *Finansiell Strategi och Styrning*, 6 uppl. Ekonomibok Förlag AB, Helsingborg.
- Hansson, S (1996): *Företags- och räkenskapsanalys*, 8 uppl. Studentlitteratur, Lund.
- Hendriksen, E S & van Breda, M F (1992): *Accounting Theory*, 5 uppl. Richard D Irwin Inc, Homewood.
- Jaedicke, R K & Sprouse, R T (1969): *Betalning, vinst och rörelsekapital*. Wahlström & Widstrand, Stockholm.
- Kam, V (1990): *Accounting Theory*, 2 uppl. John Wiley & Sons Inc, New York.
- Larsson, C-G (1995): *Cash management för företag*, 7 uppl. Studentlitteratur, Lund.
- Lekvall, P & Wahlbin, C (1993): *Information för marknadsföringsbeslut*, 3 uppl. IHM Förlag AB, Göteborg.
- Molander, B (1988): *Vetenskapsfilosofi – En bok om vetenskapen och den vetenskapande människan*, 2 uppl. Bokförlaget Thales, Stockholm.
- Most, K S (1977): *Accounting Theory*. Grid Inc, Columbus.
- Nordenfelt, L (1982): *Kunskap Värdering Förståelse – Introduktion till humanvetenskapernas teori och metod*, 2 uppl. Liber, Malmö.

- Olson, O, Falkman, P & Pauli, S (1995): *Betalningsflödesrapportering – om konsten att rapportera fakta i redovisningen*. Nerenius & Santérus Förlag AB, Stockholm.
- Rundfelt, R (1997): *Tendenser i börsbolagens årsredovisningar 1997*. Stockholms Fondbörs AB, Stockholm.
- Tebelius, U (1987): *Om vetenskapliga förhållningssätt* i Grundbok i forskningsmetodik – Kvalitativt och kvantitativt, red: Patel, R & Tebelius, U. Studentlitteratur, Lund.
- Wolk, H I & Tearney, M G (1997): *Accounting Theory – A Conceptual and Institutional Approach*, 4 uppl. South-Western College Publishing, Cincinnati.

Artiklar

- *Aktieindikatorn* (1999). Affärsvärlden, årgång 98, nr 5, sid 57 – 61.
- Ashton, R (1976): *Cash Flow Accounting: a Review and Critique*. Journal of Business Finance & Accounting, vol 4, nr 3, sid 63 – 81.
- *Börsguiden* (1999). Veckans Affärer, nr 7/99, sid 60 – 66.
- Carlsson, B (1978): *Pengar in – pengar ut, effekter i ett årsbokslut*. Balans, nr 1/78, sid 21 – 23.
- Carslaw, C A & Mills, J R (1991): *Developing Ratios for Effective Cash Flow Statement Analysis*. Journal of Accountancy, vol 172, nr 5, sid 63 – 70.
- Falkman, P & Pauli, S (1996): *Finansieringsanalysens dimensioner*. Balans, nr 4/96, sid 44 – 49.
- Järlebro, U (1998): *Rörelsekapitalet minst lika viktigt för analysen som kassaflöden*. Balans, nr 10/98, sid 22 – 27.
- Lee, T (1992): *Making Cash Flow Statements Useful*. Accountancy, vol 109, nr 1184, sid 35.

- Nurnberg, H & Largay, J A III (1998): *Interest payments in the cash flow statement*. Accounting Horizons, vol 12, nr 4, sid 407 – 418.
- Olson, O, Falkman, P & Pauli, S (1998): *Redovisning av kassaflöden – en kommentar till Redovisningsrådets utkast till rekommendation*. Balans, nr 1/98, sid 39 – 43.
- Yap, C (1996): *Cash flow statements: How useful?* Australian Accountant, vol 66, nr 11, sid 36 – 37.

Årsredovisningar

- AB C F Berg & Co (publ), 1997 – 98.
- AssiDomän AB (publ), 1997.
- Fagerlid Industrier AB (publ), 1997.
- FöreningsSparbanken AB (publ), 1997.
- Försäkringsaktiebolaget Skandia (publ), 1998.
- Försäkringsaktiebolaget Svenska Brand (publ), 1997.
- JP Bank AB (publ), 1998.
- Klippan AB (publ), 1997.
- Mo och Domsjö AB (publ), 1998.
- Munksjö AB (publ), 1997.
- Rottneros AB (publ), 1997.
- Rörvik Timber AB (publ), 1997.
- Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), 1997.
- Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ), 1998.

- Svenska Handelsbanken AB (publ), 1998.

Lagar och lagförarbeten

- Aktiebolagslag (1975:1385).
- Bankaktiebolagslag (1987:618).
- Lag (1995:1559) om årsredovisning i kreditinstitut och värdepappersbolag.
- Lag (1995:1560) om årsredovisning i försäkringsföretag.
- Regeringens proposition 1997/98:166, *Ny associationsrätt för bankaktiebolag, m m.*
- Årsredovisningslag (1995:1554).

Rekommendationer

- Föreningen Auktoriserade Revisorers redovisningsrekommendation nr 10, *Finansieringsanalys*, december 1996.
- Redovisningsrådets Rekommendation nr 7, *Redovisning av kassaflöden*, september 1998.

Brev

- Wolgast, C, koncernredovisningschef på AssiDomän: svar på intervjufrågor, emottagna 1999-03-24.

Muntliga källor

- Brännlund, S, analytiker på Nordiska Fondkommission: telefonintervju 1999-04-16.
- Malm, C-I (1997-02-27): Föreläsning, Finansiell planering, Ekonomiprogrammet, Linköpings universitet, Linköping.

- Solvin, P, aktiechef på Ratos: telefonintervju 1999-04-16.

Internet

- *Articles of Association* (1999). Stora Enso, Helsingfors.
<<http://www.storaenso.com/investors/ff0300.asp>>, 1999-03-09.
- CVA (1999-02-17). SCA, Stockholm.
<<http://www.sca.se/Financial/cva/cash-value1.htm>>, 1999-04-20.
- *CVA's advantages at different levels* (1999-02-17). SCA, Stockholm.
<<http://www.sca.se/Financial/cva/cash-value7.htm>>, 1999-04-20.
- Hamrin, U, koncerncontroller på Handelsbanken (1999-04-17): *Svar på frågor till Ulf Hamrin*. Personlig e-post.
- *Handelsbankens delårsrapport januari – mars 1999* (1999-04-26). Handelsbanken, Stockholm.
<<http://193.71.196.115/hugin/756900.pdf>>, 1999-04-26.
- Hemberg, E, redovisningschef på Handelsbanken (1999-03-29): *Re: Peminne*. Personlig e-post.
- *How does CVA work?* (1999-02-17). SCA, Stockholm.
<<http://www.sca.se/Financial/cva/cash-value5.htm>>, 1999-04-20.
- Klint, T, projektledare koncernekonomi på FöreningsSparbanken (1999-03-19): *Intervjusvar*. Personlig e-post.
- Marklund, G, ansvarig för manuella kreditupplysningar på UC (1999-03-03): *SV: Akademisk undersökning angående fina*. Personlig e-post.
- *MeritaNordbankengruppen* (1999). MeritaNordbanken, Helsingfors.
<<http://www.meritanordbanken.com/swe/company/VAL-group.ASP>>, 1999-03-09.

- Ohlsson, A, C F Berg (1999-03-05): *Magisteruppsats*. Personlig e-post.
- Persson, L, ekonomichef på Rörvik Timber (1999-05-18): *Intervjufrågor*. Personlig e-post.
- Rudmer, S, vice president finance på Klippan (1999-03-30): *SV: Påminnelse*. Personlig e-post.
- Rönnkvist, S, Robur Kapitalförvaltning (1999-03-11): *SV: Akademisk undersökning angående finansieringsanalyser*. Personlig e-post.
- Rönnqvist, B, analyschef på Hagströmer & Qviberg (1999-02-25): *Uppsats arbete*. Personlig e-post.
- Siling, J, chef koncernekonomi på S-E-Banken (1999-04-06): *SV: Påminnelse*. Personlig e-post.
- *Stockholms Fondbörs, Noteringsavtal* (1998). Stockholms Fondbörs AB, Stockholm.
<[http://www.xsse.se/www/handel.nsf/\(Docs\)/Noteringsavtal?OpenDocument](http://www.xsse.se/www/handel.nsf/(Docs)/Noteringsavtal?OpenDocument)>, 1999-03-01.
- *Strategic Investments and the Operating Cash Flow Demand* (1999-02-17). SCA, Stockholm.
<<http://www.sca.se/Financial/cva/cash-value3.htm>>, 1999-04-20.
- *The Operating Cash Flow* (1999-02-17). SCA, Stockholm.
<<http://www.sca.se/Financial/cva/cash-value4.htm>>, 1999-04-20.
- Thorstensson, S, IT-analytiker på Aragon (1999-04-16): *RE: Påminnelse*. Personlig e-post.
- Toll, H, investment manager på Investor (1999-03-18): *RE: Undersökningsfrågor*. Personlig e-post.

- *Upplysningar om UC* (1999). UC AB, Stockholm.
<http://www.uc.se/uc/h_uc/hm_uc.htm>, 1999-04-19.
- Wallén, P, redovisningschef på SCA (1999-04-23): *Svar på enkät*.
Personlig e-post.
- *What does the use of CVA lead to?* (1999-02-17). SCA, Stockholm.
<<http://www.sca.se/Financial/cva/cash-value6.htm>>,
1999-04-20.
- *What is CVA* (1999-02-17). SCA, Stockholm.
<<http://www.sca.se/Financial/cva/cash-value2.htm>>,
1999-04-20.

Undersökningsfrågor

Internt perspektiv

Frågor om redovisning

1. Känner Ni till innehållet i Redovisningsrådets rekommendation RR 7:98 beträffande redovisning av kassaflöden? Om så är fallet, vad anser Ni om denna? (Vilka punkter är bra respektive dåliga?)

Kommer Ni att tillämpa RR 7:98 fullt ut, eller på vilka punkter kommer Ni att avvika och i så fall varför?

2. Vad ser Ni för nackdelar respektive fördelar med kassaflödesanalyser (RR 7:98) i jämförelse med traditionella finansieringsanalyser (FAR 10) i den externa rapporteringen?
3. Anser Ni att finansierings-/kassaflödesanalysen ger ett mervärde (utöver resultat- och balansräkning) i Er redovisningsinformation, och vad består i så fall detta mervärde av?
4. Vilka syften har Ni när Ni redovisar den externa finansierings-/kassaflödesanalysen? (Är det exempelvis endast för att uppfylla rekommendationerna eller finns ett upplysningssyfte?) Om flera syften finns, vilket eller vilka är viktigast?
5. Anser Ni att finansierings-/kassaflödesanalyser ger mer eller mindre relevant information för företag i Er bransch jämfört med andra branscher, och vari ligger i så fall skillnaden?
6. Redogör för Era övriga synpunkter på området.

Frågor om företagsstyrning

1. Använder Ni finansierings-/kassaflödesanalysen inom den interna styrningen, och i så fall på vilket sätt? Skiljer sig i så fall den

Bilaga

interna finansierings-/kassaflödesanalysen från den externa, och vad består i så fall skillnaden av?

2. På vilka olika nivåer i företaget använder Ni finansierings-/kassaflödesanalyser?
3. Använder Ni nyckeltal baserade på information ur finansierings-/kassaflödesanalysen (t ex självfinansieringsgrad eller kassaflödets räntetäckningsgrad) i företagets interna styrning? (Vi avser ej traditionella mått baserade på information ur resultat- och balansräkningar.)

Om ja: vilka använder Ni, hur beräknar Ni dem och på vilket sätt utnyttjas de?

Om nej: vilka skulle Ni kunna tänka Er att använda?

4. Ser Ni några nackdelar respektive fördelar med kassaflödesanalyser (RR 7:98) i jämförelse med finansieringsanalyser (FAR 10) i den interna styrningen, och i så fall vilka?
5. Redogör för Era övriga synpunkter på området.

Externt perspektiv

1. Vilka eventuella företagsvärderingsmodeller med anknytning till finansierings-/kassaflödesanalyser använder Ni Er av? Beskriv kort hur modellerna är uppbyggda.
2. Använder Ni Er av nyckeltal baserade på information ur finansierings-/kassaflödesanalysen vid värdering och bedömning av företag? Vilka är i så fall dessa, hur beräknar Ni dem och hur använder Ni dem?
3. Känner Ni till innehållet i RR 7:98 och FAR 10 (beträffande kassa-/finansieringsanalyser)? Om så är fallet, vad ser Ni för nackdelar respektive fördelar med kassaflödesanalyser (RR 7:98) i jämförelse med traditionella finansieringsanalyser (FAR 10)?
4. I vilken utsträckning anser Ni att nuvarande skiftande sätt att

ställa upp finansierings-/kassaflödesanalyser påverkar Ert sätt att göra företagsvärderingar? Önskar Ni en generell gemensam modell eller branschspecifika modeller, eller saknar uppställningsformerna betydelse för Er värdering?

5. Vilken information anser Ni att finansierings-/kassaflödesanalysen ger i jämförelse med resultaträkningen? Förbättras företagsvärderingen, och i så fall på vilket sätt?
6. Anser Ni att företagens finansierings-/kassaflödesanalyser innehåller de upplysningar Ni önskar, eller vad saknar Ni? Ge gärna förslag på förbättringar.
7. På vilket sätt tycker Ni att finansierings-/kassaflödesanalyser är bra eller dåliga analysverktyg när det gäller att värdera bolag i:
 - Skogsbranschen?
 - Bank- och försäkringsbranschen?
8. Redogör för Era övriga synpunkter på området.