

KAPITALSTRUKTUR OCH AFFÄRSRISK

MARC ECKERHALL & MÅRTEN KARLSSON

**Avdelning, Institution**

Division, Department

Ekonomiska Institutionen
581 83 LINKÖPING**Datum**

Date

2001-02-16

Språk

Language

 Svenska/Swedish
 Engelska/English**Rapporttyp**

Report category

 Licentiatavhandling
 Examensarbete C-uppsats D-uppsats Övrig rapport
_____**ISBN****ISRN** Internationella ekonomprogrammet
2001/24**Serietitel och serienummer**

Title of series, numbering

ISSN**URL för elektronisk version**<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2001/iep/024/>**Titel**

Kapitalstruktur och Affärsrisk

Title

Capital Structure and Business Risk

Författare

Eckerhall, Marc Karlsson, Mårten

Author

Sammanfattning

Abstract

Den senaste tiden har återköp av aktier aktualiserats. Detta för att förändra kapitalstrukturen mot en mindre andel eget kapital. En förändrad kapitalstruktur innebär förändrade kapitalkostnader för företaget och därmed ett förändrat värde för aktieägarna. Uppsatsen studerar förhållandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk. Kapitalstruktur operationaliseras genom studie av soliditet i företaget. Affärsrisken operationaliseras genom studie av variationen i räntabilitet på totalt kapital över tiden. Vidare studeras vilka faktorer som påverkar affärsrisken i den dagliga verksamheten.

Genom att studera skogsbranschen och dess nio marknadsnoterade företag erhålls en bild av vilka faktorer som påverkar sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk. Affärsrisken påverkas i stor utsträckning av faktorer som konjunkturläge för produkten, råvarupris, antal produktgrupper och vilka segment av produkter som företaget verkar inom. Ett positivt samband mellan kapitalstruktur och affärsrisk har kunnat bekräftas. Studien visar också att andra faktorer än bara affärsrisken har en inverkan på ett företags kapitalstruktur.

Nyckelord

Keyword

Kapitalstruktur, Affärsrisk, Soliditet, Rt, Återköp, Ekdal



Avdelning, Institution
Division, Department

Ekonomiska Institutionen
581 83 LINKÖPING

Datum
Date
2001-02-16

Språk

Language

X Svenska/Swedish
Engelska/English

Rapporttyp

Report category

Licentiatavhandling
Examensarbete

C-uppsats
X D-uppsats

Övrig rapport

ISBN

ISRN Internationella ekonomprogrammet
2001/24

Serietitel och serienummer

Title of series, numbering

ISSN

URL för elektronisk version

<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2001/iep/024/>

Titel

Kapitalstruktur och Affärsrisk

Title

Capital Structure and Business Risk

Författare

Eckerhall, Marc Karlsson, Mårten

Author

Sammanfattning

Abstract

During the past year it has been made possible to buy back a company's outstanding stock. This is done in order to change the capital structure towards a situation with less equity. A change in capital structure means a change in the cost of capital for a company and by that a change in the value for the stockholder. This Master Thesis studies the relation between capital structure and business risk. Studying the debt to equity ratio in a company captures capital structure. Studying the volatility in return on assets over a certain time period captures business risk. The Master Thesis also includes a study of what factors have an impact on the business risk when looking at the day-to-day business.

By conducting a study of the pulp and paper industry and its nine listed companies a picture is created of what factors have an impact on the relation between capital structure and business risk. The business risk is in a very high degree dependant on factors like economic development for the product, raw material prices, number of product groups and what segments the company penetrates. A positive relation between capital structure and business risk has been identified. The study also indicates that other factors than just the business risk should be hold responsible for a company's capital structure.

Nyckelord

Keyword

Capital Structure, Business Risk, Debt to Equity, Buy - back, Ekdal

Innehållsförteckning

<u>1.</u>	<u>Inledning</u>	1
<u>1.1</u>	<u>Bakgrund</u>	1
<u>1.2</u>	<u>Problemdiskussion</u>	3
<u>1.3</u>	<u>Syfte</u>	5
<u>1.4</u>	<u>Avgränsningar</u>	5
<u>1.5</u>	<u>Disposition</u>	6
<u>2</u>	<u>Metod</u>	7
<u>2.1</u>	<u>Praktiskt tillvägagångssätt</u>	7
<u>2.1.1</u>	<u>Kapitalstruktur</u>	7
<u>2.1.2</u>	<u>Affärsrisk</u>	8
<u>2.1.3</u>	<u>Företagen och informationen</u>	9
<u>2.1.4</u>	<u>Sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk</u>	9
<u>2.1.5</u>	<u>Korrelationskoefficienten</u>	11
<u>2.1.6</u>	<u>Rangkorrelation</u>	11
<u>2.2</u>	<u>Författarnas inställning</u>	12
<u>2.3</u>	<u>Metod- och källkritik</u>	12
<u>3</u>	<u>Teoretisk bakgrund</u>	15
<u>3.1</u>	<u>Tillväxt i företagens balansräkning</u>	15
<u>3.2</u>	<u>Millers och Modiglianis hypoteser</u>	16
<u>3.2.1</u>	<u>Kapitalstruktur utan hänsyn till skatt</u>	16
<u>3.2.2</u>	<u>Kapitalstruktur med hänsyn till skatt</u>	19
<u>3.3</u>	<u>Bedömning av riskklass</u>	20
<u>3.4</u>	<u>Affärsrisk</u>	21
<u>3.4.1</u>	<u>Leverantörsberoende</u>	21
<u>3.4.2</u>	<u>Kundstruktur</u>	22
<u>3.4.3</u>	<u>Marknadsbild</u>	22
<u>3.4.4</u>	<u>Kapitalintensitet</u>	22
<u>3.4.5</u>	<u>Anpassningsförmåga till teknisk utveckling</u>	23
<u>3.4.6</u>	<u>Produkternas komplexitet</u>	23
<u>3.4.7</u>	<u>Personal</u>	24
<u>3.4.8</u>	<u>Politiska beslut och begränsande lagar</u>	24
<u>3.4.9</u>	<u>Konjunkturkänslighet</u>	25

<u>4</u>	<u>Diskussion</u>	27
<u>4.1</u>	<u>Företagens soliditet och variation i Rt</u>	27
<u>4.1.1</u>	<u>Rangkorrelation mellan variation i Rt och soliditet</u>	28
<u>4.2</u>	<u>Låg affärsrisk och hög soliditet</u>	28
<u>4.2.1</u>	<u>Leverantörsberoende</u>	29
<u>4.2.2</u>	<u>Kundstruktur</u>	29
<u>4.2.3</u>	<u>Marknadsbild</u>	29
<u>4.2.4</u>	<u>Kapitalintensitet</u>	30
<u>4.2.5</u>	<u>Anpassningsförmåga till den tekniska utvecklingen</u>	31
<u>4.2.6</u>	<u>Produkternas komplexitet</u>	32
<u>4.2.7</u>	<u>Personal</u>	32
<u>4.2.8</u>	<u>Politiska beslut och begränsande lagar</u>	33
<u>4.2.9</u>	<u>Konjunkturkänslighet</u>	33
<u>4.3</u>	<u>Hög affärsrisk och låg soliditet</u>	34
<u>4.3.1</u>	<u>Leverantörsberoende</u>	34
<u>4.3.2</u>	<u>Kundstruktur</u>	35
<u>4.3.3</u>	<u>Marknadsbild</u>	35
<u>4.3.4</u>	<u>Kapitalintensitet</u>	35
<u>4.3.5</u>	<u>Anpassningsförmåga till den tekniska utvecklingen</u>	36
<u>4.3.6</u>	<u>Produkternas komplexitet</u>	37
<u>4.3.7</u>	<u>Personal</u>	37
<u>4.3.8</u>	<u>Politiska beslut</u>	37
<u>4.3.9</u>	<u>Konjunkturkänslighet</u>	38
<u>4.4</u>	<u>Kommentarer kring identifierade avvikande företags affärsrisk</u>	38
<u>4.4.1</u>	<u>SCA</u>	38
<u>4.4.2</u>	<u>Holmen</u>	39
<u>4.4.3</u>	<u>Klippan</u>	39
<u>4.4.4</u>	<u>Rörvik</u>	40
<u>4.5</u>	<u>Förändring av kapitalstrukturen</u>	41
<u>5</u>	<u>Avslutande kommentar</u>	43
<u>5.1</u>	<u>Slutsats</u>	43
<u>5.2</u>	<u>Förslag till fortsatta studier</u>	45
	<u>Referenslista</u>	47

Figurförteckning

<u><i>Figur 1: Korrelationskoefficienten</i></u>	11
<u><i>Figur 3: Soliditet och variation i Rt för skogbolagen</i></u>	27
<u><i>Figur 4: Rangordning av skogbolagen</i></u>	27
<u><i>Figur 5: Rangkorrelation mellan soliditet och variation i Rt</i></u>	28

1. Inledning

Nedan följer en presentation av bakgrund, problemdiskussion, syfte, avgränsning samt disposition av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Om kapitalkostnaden i ett företag ändras berör detta aktieägarna. Nuvärdet på aktierna beror på diskonterade värden av framtida kassaflöden. När dessa diskonteras så används den ränta som motsvarar företagets genomsnittliga kapitalkostnad. Ju lägre denna kostnad är desto högre blir värdet på aktierna. Kapitalkostnaden beror i sin tur på vilken *kapitalstruktur* ett företag uppvisar, med andra ord fördelningen mellan lånat och eget kapital. Denna fördelning kan bero på olika saker, bland annat på den *affärsrisk* som är förknippad med den verksamhet som företaget sysslar med. På detta sätt berörs aktieägarna både av hur kapitalstrukturen ser ut och vilken affärsrisk som råder i företaget för att deras aktier ska få det ”rätta” värdet på marknaden.

Från början var det Miller & Modigliani som presenterade sina hypoteser I och II (1958, 1963) om frågeställningarna kring beslut rörande kapitalstruktur i ett företag. En viktig del av deras arbete var att när hänsyn måste tas till skatter så blir kapitalstrukturen relevant. Ökad användning av lånekapital resulterar i en skattefördel. Detta leder till att företag borde finansiera sin verksamhet med så mycket lånat kapital som möjligt utan att företaget riskerar att hamna i betalningsproblem. Redan innan Millers & Modiglianis hypoteser fick gehör hade Schumpeter (1946) uttalat sig att:

”Talent in economic life rides to success on it’s debts”.

Trots den inställning som Miller & Modigliani visar verkar det enligt svenska affärstidningar t.ex. Dagens Industri (2000-10-10) som om företag inte har samma inställning till lånefinansierat kapital.

Efter flera år med god tillväxt i den svenska ekonomin (1994 och framåt) finns det företag inom den traditionella industrin (s.k. gamla ekonomin) som uppvisar en hög likviditet (Välfärdsbulletinen nr.3, 1999). Detta beror bland annat på de senaste årens goda kassaflöde. Att likviditeten har förblivit god beror på att företagen inte har investerat i den takt som kassaflödet tillåtit. Företagen har heller inte valt att dela ut en stor andel av vinsten utan har istället valt att

balansera vinsten till nästa räkenskapsår. Detta leder till att balansomslutningen växer. (Proposition 1999/2000:34)

Den 10 mars 2000 trädde lagen om återköp av egna aktier i kraft. Lagen innebär att ett marknadsnoterat företag har rätt att köpa tillbaka maximalt 10 % av de utestående aktierna (Fler aktier kan köpas tillbaka ifall de första återköpta aktierna makuleras inom 6 månader). Ett viktigt skäl till att köpa tillbaka aktier är att företaget vill förändra sin kapitalstruktur (Dagens Industri, 2000-10-14). I oktober i år beslutade Assidomän på en extra bolagsstämma att återköpa en femtedel av aktierna. Styrelseordförande Bernt Magnusson menade att:

”med inlösenprogrammet kommer bolaget att ha en bättre lämpad kapitalstruktur för verksamheten”

(Dagens Industri, 2000-10-10).

Att se över kapitalstrukturen i ett företag och optimera denna är en viktig del i arbetet för att bland annat tillgodose det avkastningskrav som aktieägare ställer. En hög likviditet är tecken på ett sunt företag men ett för stort kapital får inte bli liggande för länge i kassan då denna balanspost oftast inte bidrar till att skapa den avkastning som aktieägarna kräver. Den höga likviditeten kan bero på att verksamheten som företaget bedriver är förknippad med stor affärsrisk och därför vill företaget skydda sig mot eventuella fluktuationer i lönsamheten.

I ett prospekt som det svenska företaget Swedish Match riktade till sina aktieägare våren 2000 framfördes huvudskäl till återköp av aktier och förändring av kapitalstrukturen i företaget. Styrelsen anser affärsrisken vara begränsad varvid det framtida kassaflödet går att förutbestämma med god säkerhet. Tack vare detta så kan en utdelningspolitik om 40-50 % föras och återköp av egna aktier komma i fråga för att på så sätt optimera kapitalstrukturen (www.swedishmatch.se). Liknande resonemang har förts i det svenska företaget Graninge som har överfört sin skogsrörelse till ett samägt bolag med SCA. Detta har frigjort nästan 2 Mrd. kronor och med en soliditet på 60 % anser VD Lars Enlöf företaget vara överkapitaliserat (för stor andel eget kapital av totalt kapital):

”Soliditeten kan minst gå ned till 40 % utan att det skadar. Kassaflödet tillåter även det ytterligare investeringar på nästan 400 Mkr. per år”

(Dagens Industri, 2000-09-16).

Gemensamt för ovan redovisade artiklar är de olika företagens uttalande om kapitalstruktur. En anledning till återköp av aktier kan vara ett stabilt och positivt kassaflöde. Om kassaflödet under en längre tid har varit säkert och det inom såväl företaget som branschen är stabilt kan affärsrisken för företags verksamhet anses som låg. Ju säkrare betalningsströmmar ett företag kan uppvisa desto villigare är långgivare att göra affärer med företaget. Om företaget i fråga dessutom kan uppvisa andra tillgångar som kan användas som säkerhet vid betalning av lån, exempelvis stor andel anläggningstillgångar, så finns det möjlighet att se över den kapitalstruktur som företaget har.

1.2 Problemdiskussion

I ovan redovisade bakgrund beskrivs hur företag inom den traditionella ekonomin den senaste tiden haft ett gott kassaflöde vilket ofta balanserats till nästföljande år. Följden är att balansomslutningen har vuxit vilket har lett till att det egna kapitalet ökat i andel av totalt kapital. Detta kan få implikationer. Finansiering av ett företags verksamhet sker med två typer av kapital. Den ena klassas som lånekapital och den andra som eget kapital (riskkapital). Allt kapital har ett marknadspris.

Marknadspriset på lånekapital beror på lånetidens längd (korta lån billigare än längre), om räntan är bunden eller inte (bunden ränta dyrare än icke bunden) och långgivarens bedömning av risken för att låntagaren inte ska kunna uppfylla sina förpliktelser att betala räntor och amorteringar (affärsrisk). När ingen som helst osäkerhet råder om låntagarens förmåga att fullfölja sina betalningsförpliktelser, exempelvis när staten är låntagare, talas det om en riskfri ränta. Normala företagslån inkluderar en viss riskpremie utöver den riskfria räntan. (Sven-Erik Johansson, 1995)

Marknadspriset på eget kapital är den ränta som riskvilliga placerare förväntar sig att minst erhålla för att de ska vara villiga att skjuta till kapital i exempelvis nystartade företag, delta vid nyemissioner i existerande företag eller att förvärva aktier på aktiemarknaden. Detta förräntningskrav kan skilja sig åt för olika företag beroende på att risken i olika branscher varierar. God värderingssed förespråkar att följande element ska ingå i bedömningsgrunden för det riskpremietillägg som tillkommer den riskfria räntan. (Öhrlings PriceWaterhouseCoopers, 1998)

- *Marknadspremie* – ett generellt riskpremietillägg för aktieplaceringar jämfört med riskfria placeringar.
- En justering av marknadspremien för att reflektera *affärsrisken i branschen* som det aktuella företaget verkar i jämfört med det genomsnitt som kommer till uttryck i marknadsriskpremien.
- En justering med hänsyn till det aktuella företags *storlek*.
- En slutlig justering med hänsyn till *företagsspecifika riskförhållanden* som inte har beaktats i de tre förstnämnda elementen.

Resonemang om riskpremie pekar på att lånekapital och eget kapital inte bär samma kapitalkostnad. Det egna kapitalet kräver en högre riskpremie än lånekapitalet. För att återknyta till den ovan påbörjade diskussionen om den växande balansomslutningen och det växande egna kapitalet leder detta till följande problem:

- Det förräntningskrav som det egna kapitalet bär blir svårt att leva upp till om vinsten i ett företag, allt annat lika, ska sättas i relation till en större andel eget kapital.
- Den räntabilitet som följer av likvida medel i kassan kan troligen inte tillgodose det förräntningskrav som finns varför detta troligen leder till att den sammanlagda avkastningen minskar.

En möjlig lösning på problemet med låg lönsamhet för företagen är att göra sig av med de investeringar som inte är lönsamma. Dessa reducerar det totala kapitalets avkastning. Om mycket kapital finns i kassan så placeras oftast detta kapital i räntebärande papper. Detta betyder en investering med ingen eller med mycket låg risk och därmed inte en så stor avkastning. Snittavkastningen för företaget blir då lägre (förutsatt att totala investeringars avkastning är högre än den på räntebärande papper). Om dessa likvida medel kan investeras till högre prognostiserad avkastning eller helt enkelt lyftas ut ur kassan så ökar de totala investeringarnas avkastning vilket i slutändan kommer aktieägarna till godo. (Anthony & Govindarajan, 1999)

En möjlighet för företag med stor kassa skulle just kunna vara att köpa tillbaka aktier ifrån aktiemarknaden. Dessa kan sedan behållas inom företaget för att utgöra en kontrollpost eller för att ge utrymme åt optionsprogram för personalen. De återköpta aktierna kan också makuleras så att handel inte kan ske med dem igen. Med färre aktier på marknaden så stiger oftast aktiekursen. I Sverige har 21 av 29 bolag ökat sin aktiekurs sedan återköpen genomfördes tidigare i år (Dagens Industri, 2000-11-30). Återköp leder till att andelen eget kapital av

totalt kapital minskar vilket får till följd att givet samma vinst så ökar räntabiliteten på eget kapital.

Gordon Donaldson har följande synsätt på kapitalstrukturfrågor:

”Skuldsättning ska bedömas med hänsyn till om vi, även under de svåraste motgångar som kan tänkas, klarar av att betala räntor och amorteringar utan att råka i likviditetskris”

(Örjan Hallgren, , 1996, s.165).

Ur denna diskussion kan följande hypoteser formuleras:

- Om affärsrisken i ett företag är liten, sker finansiering av verksamheten med stor andel lånekapital och liten andel eget kapital.
- Om affärsrisken i ett företag är stor, sker finansiering av verksamheten med stor andel eget kapital och liten andel lånekapital.

Hur ser relationen ut mellan kapitalstruktur och affärsrisk? En sänkning av kapitalkostnaden kommer såväl aktieägare som företagsledning tillgodo. Aktieägarna får en högre avkastning på insatt kapital medan ledningen ges fortsatt förtroende, utökade möjligheter till investeringar och en högre aktiekurs som indikation på ett väl utfört arbete. (Copeland, Koller & Murrin, 2000)

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att testa sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk samt att ge perspektiv på affärsrisk.

1.4 Avgränsningar

- Med att testa avser författarna att undersöka och beskriva.
- Ordet samband anspelar på förhållandet mellan kapitalstrukturens utformning och affärsrisk. Sambandet presenteras med hjälp av en rangkorrelationskoefficient.
- Kapitalstruktur i ett företag mäts i form av dess soliditet.
- Affärsrisk operationaliseras genom variation i räntabilitet på totalt kapital (R_t). Variationen mäts under en bestämd tidsperiod. Affärsrisk diskuteras vidare med olika variabler som är till för att fånga risken i ett företags verksamhet. Dessa variabler redovisas i den teoretiska bakgrunden.

- Med att ge perspektiv menar författarna att undersöka och beskriva.

De företag som studeras för att testa sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk finns inom den svenska skogsindustrin. För att underlätta informationsåtkomsten undersöks endast börsnoterade företag. Att undersökningen begränsas till svenska skogsbolag noterade på den svenska marknaden beror på knapphet av resursen tid. Skogsbranschen betraktas även som en basindustri där det går att finna en företagshistorik med någorlunda stabil vinstbakgrund. För att belysa förändring inom företagen över tiden studeras åren 1992 till och med 1999. Detta intervall inkluderar såväl hög- som lågkonjunktur i Sverige vilket fångar variationen i företagens lönsamhet. Perspektivet i denna studie utgår från ett ägarperspektiv. Den oberoende variabel som behandlas, affärsrisk, ordnas in under ett så kallat utifrånperspektiv. Studien behandlar inte oberoende variabler tillhörande ett inifrånperspektiv som kan tänkas påverka kapitalstrukturen i ett företag.

1.5 Disposition

Metod	Andra kapitlet behandlar praktiskt tillvägagångssätt för uppsatsen.
Teoretisk bakgrund	Tredje kapitlet utgörs av teoretisk bakgrund. De teorier och samband som här presenteras är författarnas förkunskap vid genomförande av den diskussion som följer om kapitalstruktur och affärsrisk i kapitel fyra.
Diskussion	I fjärde kapitlet redovisas det uträknade förhållande mellan kapitalstruktur och affärsrisk. I kapitlet följer sedan en diskussion om affärsrisk och vad den består av. Kapitlet avslutas med en återknytning till kapitalstrukturen och dess betydelse för ett företags värde.
Avslutande kommentar	Femte kapitlet innehåller avslutande kommentarer med avseende på det som författarna funnit med utgångspunkt i problemdiskussion och syfte. Detta kapitel avslutas även med förslag till fortsatta studier kring ämnet.

2 Metod

I detta kapitel redogörs för det metodmässiga tillvägagångssätt som används i uppsatsen. Metodkritik såväl som källkritik kommer också att presenteras.

2.1 Praktiskt tillvägagångssätt

Med förkunskap om Millers och Modiglianis hypoteser angående kapitalstrukturen uppmärksammades en artikel i Dagens Industri om inlösen av aktier hos företaget Assidomän. Det som i artikeln diskuterades behandlade i stor utsträckning frågor kring kapitalstrukturen i företag. Ytterligare arbeten kring ämnet, bland annat två uppsatser ifrån Handelshögskolan i Stockholm (Maravanyika & Kaye, 2000 och Banerjee, Heshmati & Wihlborg, 2000), fångade författarnas intresse för fortsatt arbete kring kapitalstruktur. Ämnet förankrades genom en diskussion med ABB Financial Consulting i Stockholm den 6 november år 2000.

Efter att ha valt ämnet kapitalstruktur söktes information om vad som skrivits tidigare på området. Litteratur, tidningsartiklar och forskningsartiklar söktes via Internet i databaserna: ABI/Inform, Helicon, Horizion och bibliotekets databas, Libris. Även tidigare skrivna uppsatser och doktorsavhandlingar lästes för att få ökad insikt i ämnet. Där litteraturen eller insamlat material inte räckte till fördes informationssamtal per telefon med branschanalytiker hos olika fondkommissionärer.Handledning har även skett ifrån matematiska institutionen vid Linköpings Universitet. Utifrån detta växte den teoretiska bakgrund fram som ligger till grund för resonemangen i uppsatsen.

2.1.1 Kapitalstruktur

Det syfte som ligger till grund för denna uppsats, att testa sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk samt att ge perspektiv på affärsrisk, kan uppnås på flera sätt beroende på hur begreppen operationaliseras. Denna uppsats operationaliserar ovanstående begrepp med olika mått och variabler som hämtas ur årsredovisningar och ekonomisk litteratur.

Kapitalstruktur operationaliseras med soliditet. Enligt tidningen Affärsvärlden definieras soliditet som justerat eget kapital inklusive minoritetsandelen i förhållande till balansomslutningen (justerat för övervärden i reall tillgångar, Affärsvärlden, nr 52, 1999). Ett alternativ hade varit att använda måttet skuldsättningsgrad, skulder i förhållande till eget kapital, men innebörden blir samma som soliditet. Affärsvärldens uträknade mått på soliditet för varje företag besparar författarna beräkningsarbeten och är dessutom uträknad efter samma

förutsättningar för alla företag vilket gör att jämförelsen företagen emellan även blir rättvis. Författarna väljer den definition och den uträknade soliditet som erhålls i Affärsvärlden. Soliditet är i första hand ett mått men det är även ett begrepp synonymt med kapitalstruktur. I diskussionen längre fram i uppsatsen används soliditet som både begrepp och mått.

2.1.2 Affärsrisk

Som underlag för den finansiella planeringen i ett företag görs prognoser över verksamhetens avkastning för kommande perioder. Företagets avkastning bestäms av många förhållanden som inte är kända med säkerhet under planeringen och av vilka flera vanligen inte kan påverkas av företagsledningen. I dessa prognoser försöker företags ledning beakta ovissheten om framtiden. Detta görs genom beräkning av alternativa värden för företagets avkastning på verksamheten exempelvis ett pessimistiskt, ett mest troligt och ett optimistiskt alternativ. Det första och sista alternativet anger spridningen kring företagsledningens uppfattning om det mest sannolika utfallet. Genom att mäta spridning i räntabilitet på totalt kapital (R_t) går det att kvantitativt fånga affärsrisken i ett företag. Affärsrisk (även kallad rörelserisk) är den risk som är förknippad med företagets investeringspolitik, produktpolitik, prispolitik, marknadspolitik och övriga delar av företagspolitiken förutom finansieringspolitiken. (Sven-Erik Johansson, 1995)

För kvantitativ operationalisering av affärsrisk använder sig uppsatsen av ett mått som ger en indikation på företagets förmåga att betala sina skulder. Ett mått som motsvarar detta är R_t . R_t erhålls genom att använda posten resultat efter finansiella intäkter dividerat med företagets totala kapital. Det är opåverkat av företagets finansieringspolitik (definierad som val av kapitalstruktur) men beroende av företagspolitiken i övrigt, se ovan. Variationen i R_t under studerad tidsperiod fångar affärsrisken. Måttet R_t innehåller även avskrivningar vilket bör vara med i uträkningen för att dessa beror på hur stora investeringar företaget har. Investeringar är nödvändiga för att företaget ska fortleva. (Sven-Erik Johansson, 1995)

För att beskriva affärsrisk studeras inte bara måttet variation i R_t utan även bakomliggande variabler som utgör affärsrisk i ett företag. Författarna studerar här nio variabler som belyser företagspolitiken. Dessa nio variabler redovisas i den teoretiska bakgrunden (kapitel 3). Även andra variabler än just dessa nio hade kunnat användas, dock anser författarna att dessa variabler ligger bra i linje med det som Sven –Erik Johansson definierar som affärsrisk (se ovan) samt

även de variabler som används för bedömning av affärsrisk av olika ratinginstitut (kreditbedömningsinstitut) såsom exempelvis Standard and Poors.

2.1.3 Företagen och informationen

För att praktiskt testa sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk samt ge perspektiv på affärsrisk väljs skogsbranschen (se diskussion i avgränsningar). För att komma åt information ur företagens årsredovisningar tog författarna per telefon kontakt med de nio företag som enligt tidningen Affärsvärlden klassas som skogsföretag (www.afv.se). De årsredovisningar som beställdes täcker åren 1992 till och med 1999. Motivet för denna tidsperiod är att den fångar ett par konjunkturcykler inom skogsbranschen samtidigt som den speglar en låg- och en högkonjunktur i den svenska ekonomin (Välfärdsbulletinen nr.3, 1999). Skogsbranschen består av företag som enligt studerade artiklar (se bakgrund) aktivt arbetar med att förändra kapitalstrukturen. Ur årsredovisningarna hämtas siffror för uträknande av räntabilitet på totalt kapital. Utöver de kvantitativa data som insamlas kommer även information relaterad till de nio variablerna att inhämtas. Den senare informationen hämtas från verksamhetsberättelser. För insamling av kompletterande information kontaktades analytiker inom skogsbranschen per telefon.

2.1.4 Sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk

Det resultat som erhålls efter gjorda beräkningar presenteras i figur 3 där respektive företags soliditet (1999) och variation i R_t redovisas. Beräkning av R_t genomförs för varje företag och för varje år under studerad tidsperiod. (För uträkningar se appendix 1-9)

För att på ett rättvisande sätt fånga sambandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk där underlaget består av 8 observationer (år 1992-1999) ges olika möjligheter att beräkna variationen i R_t .

En möjlighet är att använda sig av en korrelationsberäkning mellan soliditet och standardavvikelse i R_t . För att kunna använda sig av en *standardavvikelseberäkning* för att komma åt variationen i R_t behövs ett större antal observationer än vad denna uppsats redovisar. Standardavvikelsen tar vid få observationer alldeles för stor hänsyn till extrema värden. Dessa extremvärden kvadreras vid uträknande av standardavvikelsen varvid extrema observationer får en ännu större betydelse på resultatet (Aczel, 1996). För att om möjligt komma åt fler observationer i denna uppsats finns två vägar att gå. Den ena innebär att fånga räntabiliteten på totalt kapital för en längre tidsperiod. Problemet som då uppstår är att verksamheten för studerade företag med stor

sannolikhet inte är densamma som den är idag. Företagen kan ha fusionerat, gjort uppköp, ändrat produktsegment och ändrat geografisk placering. Detta leder till att måttets relevans över tiden försvagas och blir missvisande. Det andra alternativet är att gå ner på kvartalsnivå för att på så sätt säkerställa fler observationer. Det material som uppsatsen använder sig av skulle i sådana fall komma åt 32 observationer ($8 \cdot 4$). Problemet som här uppstår är att måttet då kan fånga säsongsvariationer som speciellt för skogsbranschen är vanligt. Detta skulle kunna innebära att måttet förlorar betydelse. Likaså är årsdata en aggregerad form av kvartalsdata varför det egentligen inte finns något argument för att använda sig av ett sämre mått (Mathias Sjödin, 2001-01-10).

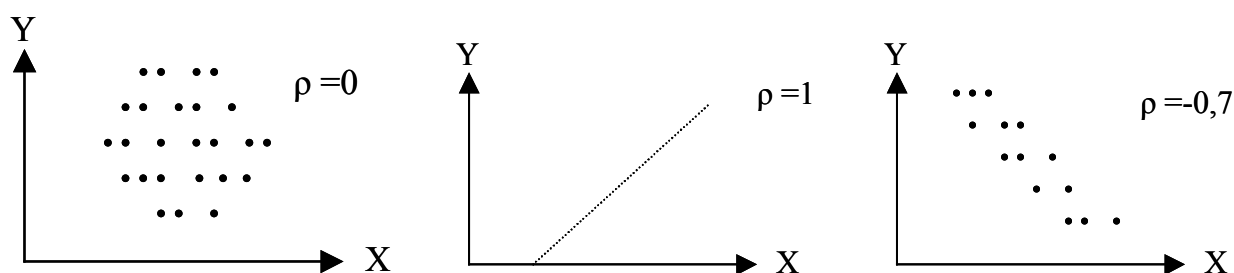
Som alternativ till standardavvikelsen skulle uppsatsen kunna använda sig av en *variationsviddberäkning* för att på så sätt fånga variationen i räntabiliteten på totalt kapital. Genom att ta det högsta värdet på R_t och därifrån subtrahera det lägsta värdet på R_t under studerad tidsperiod för respektive företag erhålls ett värde som kan beskriva variationsvidden. Nackdelen med denna metod är att detta värde endast berör det högsta och det lägsta värdet varvid hänsyn återigen tas till extrema värden. Dessa extremvärden leder till att variationen i räntabilitet på totalt kapital kan bli missvisande. Om ett extremvärde beror på övernormala vinster under ett år blir detta missvisande för affärsrisken. (Körner & Wahlgren, 2000)

Förfarandet som används i denna uppsats för att fånga variationen i R_t och därmed affärsrisken befattar sig med *absolutavvikelser*. Metoden går ut på att summera varje företags R_t under studerad tidsperiod och dela med antal observationer. Det medeltal som därigenom erhålls används sedan för att mäta differensen mellan medelvärdet och det erhållna värdet för varje år. Differensen som erhålls utgör absolutavvikelsen. Absolutavvikelsen för varje år summeras och delas därefter med antal observationer. Resultatet som erhålls är en genomsnittlig absolutavvikelse på räntabiliteten i totalt kapital som därmed beskriver variationen i R_t . *Absolutavvikelsemetoden* är den bästa metoden vid få observationer. (Körner & Wahlgren, 2000)

Ovan beskrivna förfarande för variationsberäkningen i R_t innebär att en liten variation i R_t i regel tolkas som bättre än en stor variation i R_t . Eftersom variationen beräknas genom en absolutavvikelse kan detta leda till att ett företag som uppvisar liten variation i R_t ändå bör anses vara sämre än ett företag som uppvisar stor variation i R_t . Bedömningen görs med hänsyn till om det finns år med negativ R_t eller ej. År med negativ R_t är sämre än år med positiv R_t .

2.1.5 Korrelationskoefficienten

I en regressionsanalys antas det finnas en oberoende och en beroende variabel. En korrelationsanalys av de båda variablerna visar en korrelationskoefficient som tecknar sambandet mellan funna värden. Korrelationen mellan variablerna visas genom ett linjärt samband och hur väl varje observerad punkt sammanfaller med den räta linjen. Om det inte går att finna något samband mellan observationerna antas korrelationen (ρ) vara noll (0). (Se figur 1)



Figur 1: Korrelationskoefficienten

Källa: Aczel (1996) sid. 437

Om ett perfekt linjärt samband råder mellan observationerna så antas $\rho = 1$. Beroende på lutningen på linjen kan korrelationskoefficienten anta värden mellan -1 , genom 0 till 1 . Inom detta intervall innebär $\rho = -1$ ett perfekt negativt samband mellan observationerna vilket innebär att om X ökar så minskar Y lika mycket. De båda variablerna har en perfekt men samtidigt motsatt ömsesidig påverkan. Om värdet på ρ ligger mellan 0 och 1 i absoluta tal så innebär det för exempelvis $\rho = -0,7$ ett inte fullt så starkt men ändå negativt korrelerat samband mellan observationerna. (Aczel, 1996)

2.1.6 Rangkorrelation

Rangkorrelation innebär att parvisa observationer rangordnas dels efter x -variabeln och dels efter y -variabeln. Därefter beräknas korrelationskoefficienten mellan rangtalen och rangkorrelationskoefficienten (r_s) erhålls. r_s är alltså en vanlig korrelationskoefficient beräknad på rangtal istället för grunddata. Om båda variablerna ger samma rangordning av observationerna så blir differensen 0 varvid rangkorrelationskoefficienten blir 1 . Rangkorrelationskoefficienten kan anta ett värde mellan -1 och 1 beroende på hur sambandet ser ut (Körner & Wahlgren, 2000). Rangkorrelationen beräknas med uttrycket:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

där d_i är differensen mellan rangtalen i i :te paret och n är antalet observationer.

I denna uppsats rangordnas varje företag efter dess variation i R_t . Detta innebär att företaget med lägst variation i R_t erhåller siffran 1 medan företaget med störst variation i R_t erhåller siffran 9 (nio företag studeras). Erhållen rangordning sätts i relation till företagets rangordning av soliditeten för respektive företag vilket innebär att företaget med lägst soliditet får siffran 1 medan företaget med högst soliditet får siffran 9. Detta förfarande mynnar ut i en rangkorrelationskoefficient som sedan beskriver sambandet mellan studerade begrepp, kapitalstruktur och affärsrisk. (Körner & Wahlgren, 2000)

För att kunna bekräfta hypotesen om ett positivt samband mellan kapitalstruktur och affärsrisk bör korrelationen uppvisa ett positivt värde och inte ett negativt värde eller ett nollvärde. (Körner & Wahlgren, 2000)

Resultaten ifrån rangkorrelationen presenteras i en figur för att identifiera företag som avviker. Avvikande företag undersöks och beskrivs sedan närmare med avseende på de nio variablerna för affärsrisk. Med hänsyn till den affärsrisk som de avvikande företagen uppvisar undersöks ifall den rådande kapitalstrukturen är anpassad efter verksamheten.

2.2 Författarnas inställning

Författarnas syn på ämnet i fråga grundar sig på de hypoteser som formulerats i problemdiskussionen. Utgångspunkten är att vid låg affärsrisk bör kapitalstrukturen vara viktad åt lånefinansiering. Vid hög affärsrisk bör kapitalstrukturen ha en större vikt av eget kapital. Om skuldsättningen kan öka så minskar den totala kostnaden för kapitalet eftersom lånat kapital är billigare än eget kapital. Inom vissa gränser kan skuldsättningen förändras utan att räntan för lånekapital ökar. På detta sätt blir diskonteringsräntan lägre när det framtida kassaflödet ska värderas. Vid diskontering med en lägre ränta erhålls ett högre värde på företaget vilket kommer aktieägarna tillgodo i form av en högre värderad aktie. Om affärsrisken tillåter så bör företagen finansiera verksamheten med så stor andel lånat kapital som möjligt. Författarna sympatiserar därmed med den syn som bland annat Rappaport (1998) har.

2.3 Metod- och källkritik

Tillvägagångssättet kan kritiseras med tanke på materialets tillförlitlighet. Risken att författarna beskriver materialet subjektivt är begränsad vad det gäller kvantitativa data (siffror) som inhämtas från årsredovisningarna till uträkningar i arbetet. Den information som insamlats för att kvalitativt beskriva affärsrisken

kan framställas subjektivt och tillrättalagd av författarna ifall något omedvetet bortses ifrån. Den kvalitativa informationen återfinns även den i företagens årsredovisningar, huvudsakligen ur 1999 års årsredovisningar. Endast kompletterande information har insamlats genom direktkontakt med företagen. Intervjuer hade möjligen kunnat ge en mer detaljerad information än årsredovisningar eftersom respondenten direkt kan svara på specifika frågor. Om företagen ska svara på frågor om kundsegment och annan företagsspecifik information önskar de hemligstämpling av materialet. Detta gjorde att intervjuer utslöts som materialinsamlingsmetod. Den kommande diskussionen skulle inte vara möjlig ifall företag och produkter anonymiserats.

3 Teoretisk bakgrund

Teoretisk bakgrund är en redovisning av den teoretiska förståelse som bör ligga till grund för diskussionen i nästkommande kapitel. En del information är av beskrivande karaktär för att visa fördelarna med aktivt arbete mot en optimal kapitalstruktur. Annan information i detta kapitel kan bland annat ses som en modell för att strukturera diskussionen i kapitel 4.

3.1 Tillväxt i företagens balansräkning

I en doktorsavhandling av Bertmar & Molin (1977) behandlas bland annat den problematik som betraktas i denna uppsats. Bertmar & Molin utgår från att en viss omsättningstillväxt i ett företag som regel kräver en viss tillväxttakt i totalt kapital. Tillväxttakten i totalt kapital bestäms av tillväxttakten i eget kapital, tillväxttakten i skulder samt den andel av totalkapitalet som vid periodens början faller på eget kapital och skulder. Av sambandet framgår att en för företaget oförändrad skulsättningsgrad kräver att värdet för tillväxttakten i totalt kapital, tillväxttakten i eget kapital och tillväxttakten i skulder sammanfaller, annars ändras kapitalstrukturen.

Tillväxttakten i eget kapital beror på räntabilitet på eget kapital efter skatt, lämnad utdelning till aktieägare, vidtagen nyemission och rörelsefrämmande tillväxt. Skillnaden mellan räntabiliteten på eget kapital före och efter skatt beror på den justerade skattesatsen. Slutligen beror räntabiliteten på eget kapital före skatt på räntabiliteten på totalt kapital, differensen mellan räntabilitet på totalt kapital och genomsnittlig låneränta samt genomsnittliga skulder dividerat med genomsnittligt eget kapital. Det sistnämnda är den s.k. kapitalstrukturformeln som ingår i Millers & Modiglianis hypoteser.

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) (S/E)$$

Förräntningen av det totala kapitalet återspeglar den totala företagspolitikens lönsamhet före skatt, innan effekterna av företagets finansieringsförhållanden beaktas. Dessa effekter är detsamma som periodens löpande räntekostnader samt den andel av totalkapitalet som skuldfinansierats. Förräntningen av det egna kapitalet däremot, ska visa lönsamheten före skatt hos den totala företagspolitiken inklusive förd finansieringspolitik. Måttet beaktar hur stor andel av resultatet före räntekostnader som måste anslås till att ersätta kreditgivare samt hur stor andel av tillgångarna som finansierats via främmande kapital. Ur lönsamhetssynpunkt är finansieringspolitikens två övergripande

variabler således genomsnittlig låneränta och genomsnittliga skulder dividerat med genomsnittligt eget kapital. Den s.k. hävstångsfaktorn, $(R_t - R_s) S/E$, dvs. förräntningsmarginalen multiplicerad med skuldsättningsgraden anger vilket räntabilitetsbidrag till R_e som lämnas av den förda finansieringspolitiken. (Bertmar & Molin, 1977)

Till ovanstående föreställningsram hör också den riskhänsyn som företagsledningen kan förknippa med tänkbara variabelutfall. Med risk avses i vilken utsträckning som faktiska utfall av fattade beslut kan komma att avvika från förväntade utfall. Riskproblemet aktualiseras av att företagsledningen förutsätts ha riskaversion, dvs. om valet står mellan två alternativ med samma utfall så föredras det alternativ som har den lägre risken. Till det som ovan kallas kapitalstrukturformeln, kan tre riskbegrepp kopplas: företagets totalrisk, affärsrisk (rörelserisk) och finansiell risk. Företagets totalrisk är knuten till sannolikhetsfördelningen över möjliga utfall på R_e . Den risk som mäts som spridningen i räntabiliteten på totalt kapital, affärsrisken, är förknippad med företagets investeringspolitik, produktpolitik, prispolitik, marknadspolitik och övriga delar av företagspolitiken förutom finansieringspolitiken. (Bertmar & Molin, 1977)

3.2 Millers och Modiglianis hypoteser

Nedan följer med hjälp av exempel en illustration av kapitalstrukturens betydelse.

3.2.1 Kapitalstruktur utan hänsyn till skatt

”Marknadsvärdet på ett företag är oberoende av dess kapitalstruktur och fås genom att kapitalisera dess förväntade intäkter vid räntan r anpassat till dess riskklass”.

(Miller & Modigliani i Chew, Jr Donald H, 1995)

Miller & Modigliani publicerade 1958 en studie som visar att ett företags genomsnittliga kapitalkostnader, och därmed också företagets marknadsvärde, under vissa förutsättningar inte är relaterat till den kapitalstruktur som företaget använder sig av. Marknadens värdering av företag med varierande skuldsättningsgrad var därför inte kopplat till hur företaget finansierat sin verksamhet (Chew, Jr Donald H, 1995). Deras analys baserades dock på vissa förutsättningar som måste föreligga på en perfekt kapitalmarknad, nämligen:

- Alla investerare är pristagare
- Alla marknadsaktörer kan låna och låna ut till samma ränta
- Det existerar inga konkurskostnader
- Företag ger endast ut två slags värdepapper: obligationer och aktier
- Skatter existerar inte
- Alla marknadsaktörer har tillgång till samma information
- Företagsledningen maximerar alltid aktieägarvärdet (inga agentkostnader)

Därtill förutsattes att aktörerna agerar rationellt samt att de besatt homogena uppfattningar om ett företags resultat. Företag med samma verksamhet och tillgångar måste även ha samma affärsrisk. (Adri De Ridder, 2000)

Exemplet nedan redogör för Millers & Modiglianis teorier:

	Företag A	Företag B
Eget Kapital:	1000 000	700 000
Skulder:	0	300 000
Summa Tillgångar:	1000 000	1000 000

Följande antaganden gäller,

- Kassaflödet för båda företagen uppgår till 100 000 kr per år och antas vara så under lång tid framöver (evigt kassaflöde).
- Kostnad för skulderna, R_s , beräknas till 5%.

Ett företags värde ges genom nuvärdet av summan av alla kassaflöden, där diskonteringsfaktorn ges av en vägd genomsnittlig kapitalkostnad (WACC, weighted average cost of capital) som ett företag har. Eftersom företagen är lika har de samma affärsrisk varför R_t är samma för båda företag. I siffror uttryckt innebär detta följande:

Resultat före räntekostnader:	100 000	100 000
Räntekostnader:	0	-15 000
		(0.05 * 300 000)
Resultat:	100 000	85 000
Totalt till finansörer:	100 000	100 000
		(85000+15000)

Formeln är:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + S} + R_s \frac{S}{E + S}$$

där R_e är kostnad för eget kapital, R_s är kostnad för lånekapital, E är eget kapital, S är skulder

Företag A:

Kostnaden för skulden uppgår till 5%. Kostnaden för eget kapital är:

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) S/E = 10\% + (10\% - 5\%) 0/10 = \mathbf{10\%}$$

$$\begin{aligned} WACC &= 0,10 * 1000'/(1000'+0) + 0,05 * (0/1000'+0) \\ &= 0,10 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Värde företag A} &= 100\,000/0,1 \\ &= \mathbf{1\,000\,000\text{ kr}} \end{aligned}$$

Företag B:

Kostnaden för skulden uppgår till 5%. Kostnaden för eget kapital är:

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) S/E = 10\% + (10\% - 5\%) 3/7 = \mathbf{12,145\%}$$

$$\begin{aligned} WACC &= 0,12145 * 700'/(700'+300') + 0,05 * 300'/(700'+300') \\ &= 0,10 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Värde företag B} &= 100\,000/0,1 \\ &= \mathbf{1\,000\,000\text{ kr.}} \end{aligned}$$

Eftersom företag A endast skiljer sig från företag B med hänsyn till kapitalstruktur, blir den totala risken på tillgångar (affärsrisk) identiskt (10%).

Exemplet visar att ett företags värde är oberoende av kapitalstrukturens utseende.

3.2.2 Kapitalstruktur med hänsyn till skatt

1963 publicerade Miller och Modigliani en modifierad version av sitt tidigare verk som tar hänsyn till skatter. Miller och Modigliani visar att i en värld med skatter påverkar kapitalstrukturen värdet på ett företag. Nedan ges ett exempel på detta. Förutom kapitalstrukturen är företagen identiska. (Donald H.Chew, Jr, 1995)

	Företag A	Företag B
Eget Kapital:	1000 000	700 000
Skulder:	0	300 000
Summa Tillgångar:	1000 000	1000 000

- Kassaflödet för båda företagen uppgår till 100 000 kr per år och antas vara så under lång tid framöver (evigt kassaflöde).
- Kostnad för skulderna, R_s , beräknas till 5%.
- Effektiv skattesats 0,3

Värdet på företagen blir:

Kassaflöde:	100 000	100 000
Räntekostnader:	0	-15 000
		(0.05 * 300 000)
Resultat innan skatt:	100 000	85 000
Skatt (30%):	-30 000	-25 500
Resultat:	70 000	59 500
Till finansiärer:	70 000	74 500
		(59500+15000)

Företag A:

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) S/E * (1 - \text{skatt}) = 10\% + (10\% - 5\%) 0/10 * (1 - 0,3) = \mathbf{10\%}$$

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= 0,10 * 1000' / (1000' + 0) + 0,05 * (0/1000' + 0) * (1 - 0,3) \\ &= 0,10 \end{aligned}$$

$$\text{Värde företag A} = 70\,000 / 0,1 = \mathbf{700\,000\text{ kr}}$$

Företag B:

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) S/E * (1 - \text{skatt}) = 10\% + (10\% - 5\%) 3/7 * (1 - 0,3) = \mathbf{11,5\%}$$

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= 0,115 * 700' / (700' + 300') + 0,05 * 300' / (700' + 300') * (1 - 0,3) \\ &= 0,091 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Värde B} &= 74\,500 / 0,091 \\ &= \mathbf{818\,681 \text{ kr.}} \end{aligned}$$

När skatt tillkommer, blir kapitalstrukturen relevant för ett företags värde. Värdet på ett företag, vid hänsyn till skatt, är således en linjär funktion av skuldsättningsgraden. Den praktiska implikationen är uppenbar: företag bör öka skuldsättningsgraden tills dess att företaget till 100 procent är skuldfinansierat. Företagets maximala värde, och dess optimala kapitalstruktur, uppnås under dessa förutsättningar när företaget bara har lån som kapitalkälla. I praktiken gäller emellertid att företagen väljer en kapitalstruktur som består av såväl eget kapital som skulder. Om ett företag uteslutande är skuldfinansierat övergår skulden till att bli eget kapital vilket innebär att kapitalkostnaden då automatiskt blir högre. (Grinblatt & Titman, 1996)

3.3 Bedömning av riskklass

Ett företags optimala kapitalstruktur definieras som den ”mix” eller sammansättning av skulder och eget kapital som maximerar företags värde samtidigt som dess kapitalkostnad minimeras. Normalt förutsätts även att den skuldsättningsgrad som företagen har är den optimala. Därav följer att det således inte finns någon anledning till att ett företag inte skulle ha en optimal kapitalstruktur. (Adri De Ridder, 2000)

Två företagsspecifika moment är intimt förknippade med hur ett företags kapitalstruktur ska komponeras. Det första gäller företags affärsrisk och det andra dess finansiella risk. Med affärsrisken menas variation i ett företags intjäningsförmåga och resultat. Med finansiell risk menas den ytterligare variation i intjäningsförmåga och resultat som är en följd av den kapitalstruktur som valts. (Adri De Ridder, 2000)

3.4 Affärsrisk

Affärsrisken beror på företagets verksamhet vilken identifieras med ett antal variabler. Dessa variabler påverkar därmed indirekt företagets kapitalstruktur. Ett företags affärsrisk approximeras genom att analysera hur mycket företagets resultat före skatt förändras under en längre tidsperiod. Det är viktigt att välja en tillräckligt bra referenstidpunkt, och antal observationer, när företagets affärsrisk ska kvantifieras. (Adri De Ridder, 2000)

Variationen i räntabilitet på totalt kapital (R_t) är en kvantitativ operationalisering av affärsrisk. Ju större variation i R_t desto större är affärsrisken i företagets verksamhet där företaget i värsta fall går i konkurs. Detta beroende på att räntekostnader inte kan betalas. Bertmar & Molin (1977) menar i sin studie att det råder ett positivt samband mellan variationen i R_t och soliditet. Eftersom R_t är ett mått på vad verksamheten avkastar, opåverkat av hur verksamheten är finansierad, så fångar variationen i R_t affärsrisken. Se även tidigare diskussion om affärsrisk i metodavsnittet.

För att kunna bedöma ett företags affärsrisk kan ett antal variabler som belyser detta användas. Då inget annat anges är följande information hämtat från boken "Räcker vinsten?" av Örjan Hallgren, Eva Bernhult och Lars-Göran Älgvik (1985).

3.4.1 Leverantörsberoende

Leverantörsberoende behandlar ifall företaget är beroende av någon leverantör och dess produkter. Det berör också hur nära samarbetet med leverantören sker. Beroende på produkt och bransch så är antalet leverantörer en variabel som utgör företagets affärsrisk. Färre antal leverantörer är lättare att kontrollera och långsiktiga samarbetsavtal bidrar till ömsesidigt formulerade leveranskrav. Leveranssäkerheten kan mätas efter produkter levererade i tid, på rätt plats, icke felaktiga och till rätt kvantitet. Vilken distributionskanal som leverantören använder är beroende av vilken produkt som ska fraktas. (Persson & Virum, 1998)

Att ett företags kostnader fluktuerar kraftigt påverkar affärsrisken. Ett exempel på detta är flygbolagens lönsamhetsproblem under "Gulf-krisen" då oljepriset, och därmed även flygbränslet, ökade kraftigt samtidigt som passagerarunderlaget sjönk drastiskt. På detta sätt är företagen helt i händerna på leverantörerna och kan inte påverka leveransen eller priset genom att välja någon annan leverantör. (Persson & Virum, 1998)

3.4.2 Kundstruktur

Kundstruktur är en variabel som utgör affärsrisk. Om företaget arbetar med långsiktiga kontrakt blir risken mindre än vid tillfälliga affärer. Samtidigt kan det ta längre tid innan full betalning erhålls. Om kunderna är privatpersoner eller företag kan också påverka betalningsförmågan. Privatpersoner är kostsamma att arbeta mot då de handlar små volymer och ställer höga krav på service men samtidigt erhålls oftast betalning direkt. Så är förfarandet inom detaljhandeln där kunden kommer till företaget, köper varan och betalar i kassan. Företagskunder ställer istället andra krav vad det gäller volym, pris och kredittid men företag betraktas som säkrare kunder. Ofta sker handel mellan företag baserat på ett långsiktigt avtal och detta omförhandlas efter överenskommen tidsperiod. Beroende på produkt så har företaget varierande antal kunder och kundernas inflytande och möjlighet att påverka skiljer sig åt.

3.4.3 Marknadsbild

Marknadsbild, belyser vilken affärsrisk som råder på marknaden med avseende på prisfluktuationer för råvaror eller produkter. Med råvaror menas om verksamheten är beroende av till exempel oljepriset eller massapriset på världsmarknaden. Hur stor marknadsandel som företaget har och vilka konkurrenterna är, hur stora de är och hur de arbetar finns också under marknadsbild. En stor aktör på marknaden har ofta makt och möjlighet att förhindra att mindre konkurrenter slår sig in och tar marknadsandelar. Det tydligaste exemplet på detta fenomen är programvaruföretaget Microsoft som dominerar marknaden för mjukvara till datorer med sitt operativsystem Windows. Trots att konkurrensverket arbetar för att minska Microsofts marknadsdominans är det svårt då användarna redan vant sig vid företagets produkter och ser de som en standard (Dagens Industri, 2000-09-28). Under marknadsbild behandlas även vilka geografiska marknader som har stor betydelse för företag. Med utgångspunkt i produkten belyses här huruvida det råder tillväxt på marknaden.

3.4.4 Kapitalintensitet

Kapitalintensitet berör i vilken grad företaget är beroende av kort och långsiktigt kapital. För att belysa affärsrisken genom denna variabel studeras hur lång kredittid företaget får från leverantörer och hur lång kredittid som lämnas till kunder. Lång kredittid till kund innebär en onödig risk eftersom företaget får stå för en kapitalutlåning utan ränta. Lagervolym och lageromsättningshastighet är också faktorer som belyser kapitalintensitet. En hög lageromsättningshastighet är att föredra i alla branscher och detta står även i paritet med vilken

leveranssäkerhet som företaget har för avsikt att uppnå. Ett företag som har en betydande omsättning i sitt varulager binder mindre kapital, och har oftast en mindre risk än ett företag som tvingas att hålla ett större varulager. Ligger varor länge i lager kostar de extra samt att risken finns att viss inkurans kan uppstå som även det kostar pengar. En marina som säljer båtar och motorer bör därför vara mer känslig för exempelvis prisförändringar i varulager än ”snabbrörliga” konsumentvaror (Persson & Virum, 1998).

När ett företag handlar med kunder i andra länder måste även valutasäkring ske för att försäkra sig om att inte förlora förtjänst på grund av växelkursförändring. Det vanligaste är att affären görs upp i amerikanska Dollar, Euro eller i brittiska Pund.

3.4.5 Anpassningsförmåga till teknisk utveckling

Anpassningsförmåga till den tekniska utvecklingen är beroende av produkten. I en tillverkningsindustri kan investering i ny maskinpark bidra till ökad lönsamhet och volymökningar. Investering i en ny maskin sker ifall den ökar produktionen betydligt eller på annat sätt rationaliserar bort arbetskraft för att på så sätt återbetala sig så fort som möjligt. Om produkten har kort eller lång livscykel är också av stor betydelse då investeringar vid kort livscykel måste återbetala sig på en kortare tid. Beroende på produkten så sker också olika omfattning av forskning och utveckling. En forskningsintensiv bransch kräver mycket kapital och en osäkerhet finns att det inte betalar tillbaka sig. Astra Zeneca investerar 24,2 Mrd. kronor per år i forskning kring sjukdomar och läkemedel. Detta motsvarar 15,7% av Astra Zenecas totala omsättning (www.astra.se). I läkemedelsbranschen är forskning kring produkter nödvändigt medan det i livsmedelsbranschen investeras mer i effektivare logistiksystem eller utrustning för framställning av produkter (Adri De Ridder, 2000). Själva produkterna utvecklas inte så mycket som i läkemedelsindustrin. På grund av detta är det företagets produkter som styr hur pass viktig anpassningsförmågan till den tekniska utvecklingen är.

3.4.6 Produkternas komplexitet

Produkternas komplexitet är en viktig variabel att betrakta då det gäller att bedöma affärsrisken i ett företags verksamhet. Flera av de andra variablerna som här presenteras är produktberoende eftersom en produkts komplexitet i form av volym, vikt, material, känslighet och säkerhet driver såväl kostnad som risk vid hantering. Det är till exempel förknippat med en stor stöldrisk att arbeta med guld eller juveler. Dessa kräver extra säkerhetsåtgärder jämfört med att sälja kläder som kunderna får prova och känna på. På liknande sätt är det en risk att

frakta brandfarligt gods på lastbil jämfört med att transportera livsmedel eller timmer på vägarna. Om produkterna är lätta att kopiera av konkurrenter och ifall företaget innehar patent påverkas affärsrisken den dag patenttiden löper ut.

En annan variabel som påverkar ett företags affärsrisk är variationen i försäljningspriset. I vissa branscher är priserna stabila och förändras endast i undantagsfall. Detta gäller bland annat konsumentrelaterade produkter, såsom baslivsmedel där mjöl och mjölk ligger på en relativt stabil nivå (Adri De Ridder, 2000). Det finns även branscher som ser sina försäljningsintäkter förändras kraftigt, till och med från månad till månad. Branscher som utsätts för denna typ av prispress är i regel kopplade till råvaror, såsom oljeindustri, metallindustri och skogsindustri. Bärbara telefoner är ett exempel på en produkt vars prisutveckling drastiskt förändrats under de senaste åren, utan att för den skull vara kopplad till råvaruindustrin. En regel som får anses gälla är att i en bransch där det råder stor priskonkurrens är inslaget av affärsrisk betydande.

3.4.7 Personal

Personal som variabel för affärsrisk i ett företag innebär först och främst ifall företaget är beroende av nyckelpersoner som forskare eller en framstående verkställande direktörer. Personalens utbildningsnivå kan också påverka affärsrisken beroende på vilken bransch det handlar om. Personalpolitik med utbildning, vinstandelssystem (bonus) och möjlighet till karriär inom företaget innebär att personalen trivs och stannar kvar. Fördelarna med att ha välrenommerade personer i styrelse och ledning är många då marknaden ska värdera företaget. Som exempel kan nämnas hur klädföretaget Hennes & Mauritz aktie störtök och tappade närmare 100 Mrd. kronor i värde (-30%) under en dag i samband med att VD Fabian Månsson deklarerade sin avgång. (Dagens Industri, 2000-03-24)

3.4.8 Politiska beslut och begränsande lagar

Politiska beslut och begränsande lagar är båda variabler som ligger utanför företagets kontrollfär. Tillverkningen i sig kan också ha en negativ effekt på miljön såsom koldioxidutsläpp eller tungmetaller. I vissa fall kan naturvårdsverket förse producenten med en licens och pröva denna med jämna mellanrum. Om miljökraven inte kan mötas dras licensen in och produktionen läggs ner. Beroende på vilka slaggprodukter som bildas vid tillverkningen så ställs det ofta miljökrav för tillverkning. Om produkterna eller biprodukterna är hälsofarliga så kan myndigheter genom beslut påverka och begränsa produktionen. Ett politiskt beslut som slagit hårt mot vissa industrier är det inom EU rådande förbudet mot försäljning av tullfria varor. Detta slog hårt mot

färjebolag och flygbolag som har förlorat 11,5 Mrd respektive 2,8 Mrd. kronor på handel inom EU. Framför allt är färjebolag drabbade då de på grund av detta får åka omvägar eller lägga ned delar av rådande trafik. (Dagens Industri, 2000-08-01)

3.4.9 Konjunkturkänslighet

Konjunkturkänslighet är i hög grad produktberoende. Var produkten befinner sig i konjunkturcykeln och i produktlivscykeln påverkar efterfrågan på produkten. För t.ex. stålindustrin gäller som huvudregel att försäljningen sjunker kraftigt i en lågkonjunktur. Liknade gäller för flygbolag. Tillverkning och försäljning av farmaceutiska produkter är däremot inte avhängigt av ett visst konjunkturläge. Astra Zeneca är i princip okänsligt för konjunkturen. Livsmedelsindustrin är ett annat exempel på en bransch som är mindre beroende av den ekonomiska aktiviteten i ett land (Adri De Ridder, 2000). För företaget kan konjunkturkänsligheten minskas genom produktion av flera olika produkter inom olika konjunktur känsliga segment.

Storlek på företaget och verksamhetsinriktningen innebär att affärsrisken kan reduceras. Ett företag med många olika produkter i sitt sortiment kan bättre än företag med få produkter balansera ut efterfrågeförändringar vilket gör att utvecklingen för hela koncernen blir jämnare. På detta sätt försökte exempelvis Volvo under slutet på åttiotalet och början på nittiotalet att diversifiera sig framför allt genom verksamhet inom livsmedelsindustrin. Detta för att företaget som helhet skulle stå emot svängningar i konjunkturen bättre då bilförsäljningen minskade (Örjan Hallgren, 1995). Snabbväxande företag brukar i regel karakteriseras som företag med hög affärsrisk, företag inom databranschen är ett exempel på detta (Adri De Ridder, 2000). BNP är en indikator på konjunkturläget för ett visst land. Vid ökande bruttonationalprodukt är konjunkturen bra, vid sjunkande BNP råder oftast lågkonjunktur och efterfrågan på produkter minskar i allmänhet.

4 Diskussion

I detta kapitel redovisas det uträknade förhållandet mellan kapitalstruktur och affärsrisk. I kapitlet följer sedan en diskussion om affärsrisk och vad den består av i identifierade avvikande företag. Kapitlet avslutas med en återknytning till kapitalstrukturen och dess betydelse för ett företags värde.

4.1 Företagens soliditet och variation i Rt

<u>Assidomän</u>	<u>CF Berg</u>	<u>Holmen</u>	<u>Klippan</u>	<u>Munksjö</u>	<u>Rottneros</u>	<u>Rörvik</u>	<u>SCA</u>	<u>Stora Enso</u>
(A)	(CF)	(H)	(KL)	(M)	(RO)	(RÖ)	(SC)	(SE)
Sol. 0,57	0,72	0,65	0,31	0,49	0,81	0,32	0,49	0,46
Rt. 4,58	6,13	4,15	6,07	4,13	13,37	4,55	1,37	2,41

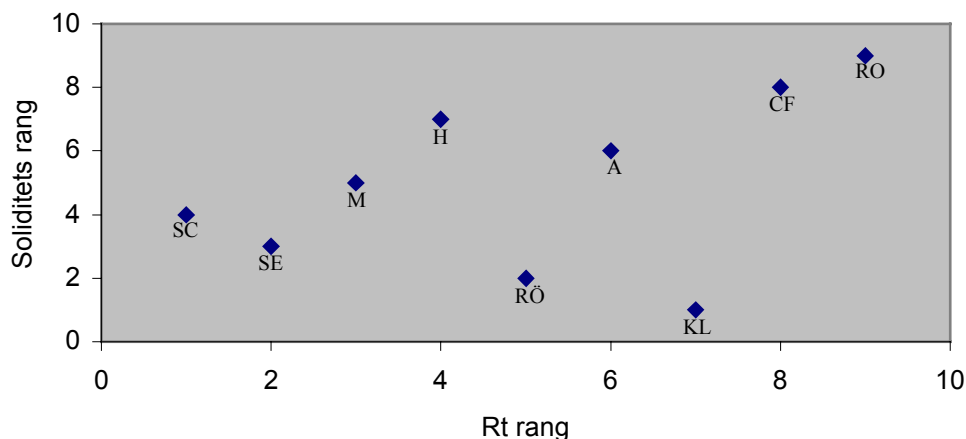
Figur 3: Soliditet och variation i Rt för skogsbolagen

Ovanstående soliditetstal är hämtade från Affärsvärlden nr 52 1999 och representerar företagens soliditet vid bokslutet 1999. Skogsbranschen uppvisar en spridning från 0,31 till 0,81 i soliditet. Variationen i Rt är uträknad efter absolutavvikelsemetoden. Uträkningen redovisas för varje företag i bilaga 1-9 och resultaten i figuren ovan vittnar om en spridning i variationen i Rt mellan 1,37 och 13,37 procentenheter för de olika företagen. För jämförelse av begreppen affärsrisk och kapitalstruktur så rangeras företagen där företaget med lägst soliditet får siffran ett (1). Likaså får företaget med den lägsta variationen i Rt siffran ett (1) och företaget med den högst variationen siffran nio (9). Resultatet visas i figuren nedan.

<u>Soliditet</u>	<u>Rt Variation</u>
1. Klippan	1. SCA
2. Rörvik	2. Stora Enso
3. Stora Enso	3. Munksjö
4. SCA	4. Holmen
5. Munksjö	5. Rörvik
6. Assidomän	6. Assidomän
7. Holmen	7. Klippan
8. CF Berg	8. CF Berg
9. Rottneros	9. Rottneros

Figur 4: Rangordning av skogsbolagen

4.1.1 Rangkorrelation mellan variation i Rt och soliditet



Figur 5: Rangkorrelation mellan soliditet och variation i Rt

Figur 5 visar den rangkorrelation som följer enligt rangordningen av företagens soliditet och variation i Rt enligt figur 4 (för data se appendix 1-9). Korrelationen mellan observationerna uppgår till 0,43 vilket visar ett positivt samband mellan affärsrisk och kapitalstruktur. Sambandet får ändå anses som svagt även om det är positivt. Det svaga sambandet vittnar om att det finns andra faktorer än affärsrisk som påverkar kapitalstruktur. Rangkorrelationen visar vilka företag som på något sätt avviker ifrån det optimala förhållandet vilket skulle motsvara att företagen placerade sig enligt 1:1, 2:2 osv. Fyra företag tycks avvika från trenden enligt figuren ovan. Klippan är det företag som tydligast avviker i sin placering. Med tanke på Klippans soliditet, som med 31% är den lägsta bland studerade företag, så borde motsvarande variation i Rt vara betydligt lägre. Klippan uppvisar den tredje största variationen i Rt bland de studerade företagen, samt har negativ Rt under fyra av åtta år. På samma sätt uppvisar Rörvik en låg soliditet (32%) men en förhållandevis hög variation i Rt. Det motsatta gäller för företagen SCA och Holmen som båda uppvisar en låg variationen i Rt men en förhållandevis hög soliditet.

4.2 Låg affärsrisk och hög soliditet

Med hjälp av rangkorrelationen som redovisas ovan har författarna kunnat identifiera två företag som i förhållande till de andra studerade företagen uppvisar en låg affärsrisk och samtidigt en hög soliditet. Företeelsen som beskrivs här exemplifieras med hjälp av SCA och Holmen. SCA:s soliditet uppgår till 0,49 och den identifierade variationen i Rt är 1,37. Holmens soliditet uppgår till 0,65 och den identifierade variationen i Rt är 4,15. SCA har under

studerad tidsperiod bara uppvisat positiv Rt. Holmen har under studerad tidsperiod ett år (1992) med negativ Rt.

Med hjälp av kvalitativa variabler ges perspektiv på affärsrisken i dessa företag för att på så vis kunna sluta diskussionen med uttalanden om kapitalstrukturen. Informationen som nedan redovisas är av författarna utvald som viktig vad det gäller att belysa affärsrisk. Under varje rubrik beskrivs först företaget SCA och sedan företaget Holmen. Där inte annat anges är informationen hämtad ur respektive företags årsredovisning.

4.2.1 Leverantörsberoende

SCA är ett av företagen som väntar besparingar tack vare avregleringen av elmarknaden. Deras nuvarande kontrakt löper ut om två år. Många skogsbolag, däribland SCA, producerar till viss del egen energi genom förbränning av slaggprodukter men trots detta är de ändå beroende av elbolagen. SCA har en stark råvarubas med stora långsiktiga uttagsmöjligheter från egna skogar och blir därmed inte alltför beroende av råvaruleverantörer.

Holmen Kraft ansvarar för elförsörjning till Holmen-koncernens anläggningar. Koncernens behov av elkraft täcks genom köp, egen produktion i vattenkraftverk och genom industriernas mottrycksanläggningar. Inköpt elkraft står för 62% av elbehovet. Holmen är även beroende av ca. 20 000 privata skogsägare som står för merparten av den råvara som förbrukas av företagets svenska enheter. Företagets egna skogsinnehav försäkras inte, eftersom arealerna är spridda över stora delar av landet och risken för samtidigt skador på stora delar av beståndet blir liten.

4.2.2 Kundstruktur

SCA:s kunder är privata konsumenter (försäljning via detaljhandeln), institutioner och företag.

Holmens kunder består likaledes av privata konsumenter, institutioner samt företag. Stora kunder är tidningsförlag och tryckerier vilka svarar för cirka 40% av nettoomsättningen.

4.2.3 Marknadsbild

Marknaden är uppdelad i olika segment för de olika skogsbolagen. De stora bolagen verkar oftast inom flera segment och innehar olika dominerande ställningar beroende på produktsegment.

SCA:s viktigaste produktsegment är hygienprodukter och företaget har 7% av världsmarknaden. Tillväxttakten för hygienprodukter beräknas till 2-3% per år. Konkurrenter inom hygienprodukter är Procter & Gamble och Kimberly Clark. Marknadsandelen för wellpapp inom förpackningar är 60% i Europa bland 500 konkurrerande företag. Marknadsandelen för skogsindustriprodukter uppgår till 7% vid en årlig tillväxt på 2% för marknaden. Trävarumarknaden präglas av överutbud och pressade priser. Marknadsandelen inom mjukpapper är i Europa 21%. Fortsatt expansion ska ske i centrala Östeuropa. Likaså ska expansion ske i Asien och Amerika, framför allt inom hygien och förpackning. Produktgruppen massaved står för 8% av SCA:s totala omsättning. Lönsamheten inom detta segment varierar beroende på att marknadspriset svänger kraftigt. Under 1999 har priset pendlat mellan 400 \$/ton och 600 \$/ton men idag ligger priset på 710 \$/ton (Dagens Industri, 2001-01-19).

Holmens strategiska inriktning är att växa inom tidnings- och journalpapper samt kartong, produktområden med god lönsamhet och bra konkurrenskraft. Tillväxten ska ske såväl organiskt som genom förvärv. Holmen innehar en stark position hos de europeiska dagspressförlagen. En stor del av Holmen är dess specialpapper som används till bland annat bilagor och reklamtryck. Marknaden för dessa produkter växer samtidigt som konkurrensen hårdnar. Inom området specialtidningar kan nämnas de programtidningar och magasin som bland annat uppstår till följd av populära TV-serier. Gratistidningar som exempelvis Metro och Everyday är helt annonsfinansierade och bidrar till en ökande marknad för tidningspapper i högkonjunktur.

Världsmarknaden för fiberkartong som Holmen verkar inom uppgår till 8 miljoner ton per år. Holmens marknadsandel är ca. 20% och tillväxten på marknaden är cirka 2% per år. Snabbt växande marknader är Asien och Östeuropa. Holmen är marknadsledande i Europa för kartong i det högsta kvalitetsskiktet. Länderna i Sydostasien, Öst- och Centraleuropa samt USA svarar idag för tio procent av Holmens produktion. Andelen förväntas öka tack vare investeringar samt högre tillväxttakt på dessa marknader.

4.2.4 Kapitalintensitet

Skogsbranschen är en kapitalintensiv bransch. Stora volymer ryms i varulager och kapitalbindningen blir därmed betydande. Högst lageromsättningshastighet av studerade företag har SCA med 11,2 ggr/år. Företaget har under 1999 genomfört en nyemission för att kunna expandera inom affärsområdet hygienartiklar. Parallellt med denna nyemission ökade upplåningen i samma takt

då SCA då eftersträvade bibehållen skuldsättningsgrad. Bokförda kundfordringar och leverantörskrediter valutasäkras alltid emot Euro och brittiska Pound. Kundfordringar uppgår till 10,2 Mrd. kronor varvid kredittiden uppgår till 57 dagar i snitt. Leverantörsskulderna för SCA uppgick 1999 till 6,7 Mrd. kronor. Den genomsnittliga låneräntan för SCA uppgick 1999 till 5,3 procent. SCA:s kreditbetyg från Standard & Poors är A- (Kreditbetygsskala se appendix 10). Över en konjunkturcykel används ca 33% av rörelsens kassaflöde till utdelning.

Lageromsättningshastigheten för Holmen är 9,8 ggr/år. Holmen beslutade under 2000 att dela ut 4 Mrd. kronor för att anpassa kapitalstrukturen mot målet som är att uppnå en skuldsättningsgrad omkring 0,5 – 0,7. Bokförda kundfordringar uppgår till 2051 Mkr. medan leverantörsskulder uppgår till 1475 Mkr. Kredittiden uppgår till 37 dagar. Den genomsnittliga låneräntan uppgick 1999 till 4,3 procent. Holmen har under åren 1995 till och med 1999 varje år haft större investering än avskrivning enligt plan. Holmens kreditbetyg från Standard & Poors är BBB+ (Alf Stenqvist, 2001-01-18).

4.2.5 Anpassningsförmåga till den tekniska utvecklingen

SCAs affärsområde hygienprodukters största lansering under 1999 var ett nytt hushållspapper med ökad styrka och större absorptionsförmåga. Med hjälp av CAD/CAM system (databaserade system) tillfördes denna produkt även egenskaper i form av design och produktion, som annars inte hade varit möjligt. I SCA:s pappersbruk har en ombyggnad av maskinerna givit förutsättningar för tillverkning av ett lättare papper med oförändrad styrka. Tillsammans med externa parter har SCA startat trävarutillverkning med en ny så kallad stjärnsågningsteknik i företaget Nova Wood. Den nya tekniken, vilken utvecklas vid Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm ger sprickfria och formstabila produkter som är hårdare och mer slitstarka än vanligt virke. SCA satsar även på IT både mellan leverantör och kund. Med www.scawoodshop.com kan kunden göra sina inköp av sågade trävaror och följa orderstatus och leveranser direkt över nätet.

Holmens sågverk har utökat torkkapaciteten för trävaror. Utbyggnaden av torkanläggningen medför dels en betydande kostnadssänkning, dels ett ökat produktvärde och bättre produktmix inom trävaruområdet. Avsikten är att förbättra sågverkets lönsamhet genom att utveckla den mot produkter med högre förädlingsvärde. Produktutvecklingen har intensifierats då detta produktområde kännetecknas av god efterfrågetillväxt. Den största enskilda investeringen var en pappersmaskin i Braviken om cirka 2 Mrd. kronor.

4.2.6 Produkternas komplexitet

SCA verkar inom fyra produktsegment. Produkter där företaget ser att det finns en lönsam expansionsmöjlighet finns inom segmenten hygienprodukter och förpackningar. Skogsindustriprodukter som är SCAs tredje stora affärsområde sysslar med tidningspapper, massa, och virke. De områden som SCA bedriver verksamhet inom har olika förädlingsnivåer. Skogsindustriprodukter får anses som relativt fundamentala och enkla där förädlingsgraden inte är alltför hög. Affärsområdet förpackningar har en ökad grad av förädling. Hygienprodukter är det affärsområde som kräver en stor resursinsats med en ytterligare förfining av det ursprungliga råvarumaterialet. Produkter som barnblöjor och inkontinensprodukter tillhör de produkter som har den högsta förädlingsgraden hos SCA.

Holmen verkar inom huvudsegmenten papper och kartong. Tidnings- och journalpapper är den produktgrupp som företaget lägger störst förhoppning till. Produktgruppen är inte överdrivet avancerad utan finns relativt långt bak i förädlingskedjan. Inom kartongsegmentet finns tre huvudgrupper med olika stor förädlingsgrad. Skillnaden kan bestå inom ytbehandling, styvhet, vikt och grad av vithet. Holmen har strategin att öka andelen förädlade produkter i produktmixen och då särskilt specialpapper. Detta har medfört att andelen standardtidningspapper idag uppgår till 47% av produktionen mot tidigare 74% av produktionen.

4.2.7 Personal

Andelen personer med akademisk utbildning i SCA är omkring 9%. Företaget använder sig av ekonomiska incitament för att höja motivationen och engagemanget bland de anställda. Varje år går 4400 kr/anställd till utbildningar inom valfria områden. Ett bonussystem omfattar 190 personer av de anställda inom ledande positioner. 1999 genomfördes en omorganisering som minskade kostnaderna för administration med cirka 10 procent.

Ett optionsprogram infördes 1998 i Holmen och 44% av de anställda tog del av detta. Kompetensutveckling sker ständigt bland annat genom ett basprogram i svenska, matematik, kemi och fysik. Utbildning inom ISO 14001 genomfördes 1999.

4.2.8 Politiska beslut och begränsande lagar

EU kommissionen inledde 1995 en utredning för att hindra kartellbildning och SCA anklagas på 5 punkter för att ha brutit mot konkurrensreglerna. Ännu har ingen fällande dom skett.

Marknadsdomstolen har förbjudit gemensamma virkesinköp mellan Holmen, Stora Enso och Munksjö genom det gemensamma bolaget Sydved. Detta skedde för att Sydved inte skulle få en alltför dominerande ställning på marknaden och sammanslagningen upplöstes. Motsvarande samarbete mellan Holmen, Stora Enso och Korsnäs avvecklades i inköpsbolaget Industriskog. Ansökan om utökad produktion och blekning inlämnades av Holmen i slutet av 1998, fallet är ännu inte färdigbehandlat. Avfallsskatt infördes från den 1 januari 2000 med 250 kr per ton avfall. För Holmen innebär detta 20 Mkr. per år i ytterligare skatt. Ett antal avslutade verksamheter undersöks angående miljöskador. Vissa kostnader för utsläpp i mark och vatten runt anläggningarna kommer att tillkomma när undersökningarna är avslutade.

4.2.9 Konjunkturkänslighet

De största företagen (till omsättning, se appendix 1-9) inom skogsbranschen har med tanke på produktområden lyckats sprida sina risker varvid de inte blir lika konjunktur känsliga som om det handlade om endast ett produktsegment. De stora företagen är ändå beroende av exempelvis massapriset och valutakurser men konjunkturen ser ofta olika ut för de olika produktsegmenten varvid det ena vägs upp av det andra.

För SCA står hygienprodukter (ex blöjor) för 42% av omsättningen. Hygienprodukter är av allmänt behov i samhället och anses som mindre konjunktur känsliga. Förpackningar står för 30% av omsättningen i SCA och hela branschen ser att detta segment ökar tack vare ökade transporter i samhället. Förpackningsrörelsen har fortsatt att stärka sina positioner under året genom företagsförvärv. De två övriga affärsområdena är skogsindustriprodukter med 15% och finpapper med 12% av omsättningen. Inom segmentet skogsprodukter är företaget konjunktur känsligt eftersom det vid högkonjunktur förbrukas mer papper i reklam och tidningar.

Holmen arbetar inom fyra produktsegment; Holmen Paper som tillverkar tidningspapper utgör 50% av omsättningen. Iggesund Paperboard tillverkar Wellpapp och utgör 27% av omsättningen. Efterfrågan på kartong ökar starkt i både Västeuropa och USA. Holmen Skog som tillverkar mer konjunktur känsliga

produkter som bland annat virke står för 18% av omsättningen och Iggesund Timber som tillverkar trävaror utgör 5% av omsättningen.

SCA och Holmen har valt att avveckla sin produktion av finpapper. I motsättning till detta kan då nämnas Klippan som enbart sysslar med finpapper trots att de andra anser denna inriktning som alltför olönsam.

4.3 Hög affärsrisk och låg soliditet

Med hjälp av rangkorrelationen som redovisas ovan (figur 5) har författarna kunnat identifiera två företag som i förhållande till de andra studerade företagen uppvisar en hög affärsrisk och samtidigt en låg soliditet. Dessa företag är Klippan och Rörvik. Klippans soliditet uppgår till 0,31 och den identifierade variationen i R_t är 6,07. Rörviks soliditet är 0,32 och den identifierade variationen i R_t är 4,55. Klippan har under studerad tidsperiod uppvisat negativ R_t under fyra av åtta år. Rörvik har under studerad tidsperiod två år (1992 och 1999) med negativ R_t .

Med hjälp av kvalitativa variabler belyses affärsrisken i dessa företag för att på så vis få en bättre förståelse och kunna sluta diskussionen med uttalanden om kapitalstrukturen. Informationen som nedan redovisas är av författarna utvald som viktig vad det gäller att belysa affärsrisk. Under varje rubrik redovisas först företaget Klippan och sedan företaget Rörvik. Där inte annat anges är informationen hämtad från respektive företags årsredovisning.

4.3.1 Leverantörsberoende

Företaget Klippan har inga uttalade långsiktiga leverantörsavtal vad det gäller råvaror. Däremot är företaget beroende av sin elleverantör Öresundskraft AB och avtalen dem emellan sträcker sig fram till och med år 2001. I december 1999 hade Klippan problem med elleveranser på grund av stormar. Detta fick till följd att produktionen stoppades i omgångar under en veckas tid. Klippan undersöker på förekommen anledning alternativ för elförsörjning i framtiden.

Rörvik köper in stor del av sitt sågtimmer genom långsiktiga avtal med lokala leverantörer. För att säkra den efterfrågade kvantiteten måste företaget ändå vända sig till leverantörer utomlands, främst i Baltikum och Ryssland. Idag importeras 28% av årsförbrukningen av timmer från dessa leverantörer. Hittills har denna import skett utan problem men risk finns alltid med handel i dessa länder på grund av bland annat osäker valuta. Rörvik genomförde under 1999 ett flertal fastighetsaffärer främst av skattetekniska skäl. Resultatet av detta blev

istället brist på timmer med en temporär begränsning i produktionen. Vad det gäller elförsörjningen har Rörvik nyligen slutit ett avtal med en elleverantör vilket har sänkt elkostnaderna för företaget.

4.3.2 Kundstruktur

Rörvik har ett uttalat mål att försöka arbeta närmare slutanvändaren men författarna har för övrigt svårt att finna information om kundstrukturen både i Rörvik och i Klippan. Att kunderna för båda företagen är andra företag är dock klart men vilket förhållande som finns till dessa berättas inte. Kontraktslängd eller antalet kunder har inte kunnat identifieras.

4.3.3 Marknadsbild

Prishöjningar har skett på cellulosa vilket Klippan är beroende av. Denna höjning har inte kunnat tas ut av kunderna varvid resultatet blivit sämre än väntat. En volymökning med 8% kompenserade ändå inte lönsamheten för 1999. Sviktande lönsamhet och konkurrensen på marknaden gör att prishöjningar inte slår igenom i alla led.

Mängden reklam och därmed efterfrågan på reklampapper ökar starkt i Europa varvid framtidsutsikterna ser goda ut inom de segment som Klippan verkar inom. Under en högkonjunktur ökar annonseringen. De många gratistidningar och olika magasin som produceras som en utveckling ifrån exempelvis populära tv serier står och faller med reklamintäkter. Deras fortlevnad förutsätter goda tider i ekonomin. Papperstillverkarna blir indirekt beroende av denna marknadsutveckling.

Rörvik som säljer sågade trävaror är starkt beroende av konjunkturen inom byggbranschen. Efterfrågan på den svenska marknaden ser för tillfället god ut. Priset på sågade trävaror har dock sjunkit något. Rörvik exporterar till både USA och Japan där prisbilden är mer gynnsam och efterfrågan för de närmaste åren ser ut att kunna öka. Den svenska marknaden för slaggprodukter som bark, sågspån och kutterspån är helt väderberoende då kalla vintrar ökar efterfrågan på dessa eldningsprodukter.

4.3.4 Kapitalintensitet

1999 års förlust i Klippan täcktes med medel ur reservfonden. Detta leder till att kapital minskar och förhållandet mellan kapitalstruktur och affärsrisken ändras. Leverantörsskulder uppgår till 94,2 Mkr. medan kundfordringar uppgår till 132,7 Mkr. vilket visar på att Klippan måste ligga ute med räntefritt kapital.

Förhållandet mellan fordringar och skulder är ändå inte exceptionellt jämfört med övriga företag. Klippan lämnar en genomsnittlig kredittid på 63 dagar och uppvisar en lageromsättningshastighet på 6,7 ggr/år. Detta att jämföra med de bästa företagen där CF Berg lämnar en kredittid till sina kunder på endast 19,5 dagar och SCA omsätter lagret 11 ggr/år. Den genomsnittliga låneräntan uppgick 1999 till 9,5 procent.

Rörvik uppvisar kundfordringar på 101 Mkr. och leverantörsskulder på 116 Mkr. Detta förhållande är att betrakta som normalt och inte alltför avvikande. Lageromsättningshastigheten är istället något låg då lagret endast omsätts 4,7 ggr/år. Den genomsnittliga låneräntan uppgick 1999 till 5,1 procent. Författarna finner det intressant att reflektera över att de två företagen Rörvik och Klippan har en soliditet och variation i Rt som inte avviker ifrån varandra alltför mycket, även om Klippans variation är något högre. Vad det gäller kredittid till kunderna arbetar företagen helt olika då Rörvik med sina 32 dagars kredittid ger en hälften så lång kredittid till sina kunder som Klippan gör (63 dagar). Standard & Poors har ingen kreditvärdering av varken Klippan eller Rörvik. (Alf Stenqvist, 2001-01-18)

4.3.5 Anpassningsförmåga till den tekniska utvecklingen

De flesta företagen investerar i takt med avskrivningarna varvid tillgångarna förblir på en bestående nivå. Det är svårt att gemensamt skildra den tekniska utvecklingen bland företagen då de verkar inom olika produktområden men löpande investeringar sker inom varje produktsegment. Klippan har främst investerat i utrustning till produktionen och i kontor för att underlätta administrationen. Några stora investeringar i helt ny utrustning har inte kunnat urskiljas men outnyttjad produktionskapacitet finns ifall den efterfrågade volymen skulle öka drastiskt. Enligt utsago av Mathias Sjödin, analytiker på Carnegie, investerade Klippan 1995 i en maskin som allt sedan dess har inneburit problem för Klippan. Denna investering har slagit hårt på företagets lönsamhet.

Rörvik har, genom att investera i forskning, kommit fram till att vid acetylering (ytbehandling) av träet så uppkommer en kvalitetsförbättring som bidrar till längre livslängd. Typiska träsjukdomar som rötsvamp och fuktinträning kan därmed näst intill elimineras utan att materialet förändras med avseende på utseende och styrka. Att Rörvik utvecklat en kvalitetsförbättrande metod anser författarna vara innovativt och stabilt. Det visar att företaget försöker vara drivande i den tekniska utvecklingen.

4.3.6 Produkternas komplexitet

Klippan är en nischstillverkare av papper, det vill säga färgat papper och specialpapper. Detta för att inte behöva konkurrera på bulkmarknaden. Vitt grafiskt papper utgör dock nästan hälften av företagets omsättning. Klippan har nischat sig mot mer eller mindre ett produktsegment. Att vara så beroende av ett produktsegment innebär en exponering mot efterfrågesvängningar då dessa inte kan kompenseras av andra produktsegments efterfrågesvängningar. Chansen till god lönsamhet blir direkt beroende av efterfrågan på detta produktsegment.

I motsättning till detta tillverkar Rörvik mer standardbetonade produkter. Rörvik har koncentrerat sig på sågade trävaror och detta är en relativt okomplicerad produkt varvid det under vissa år har varit svårt att upprätthålla lönsamheten. Författarna finner det även intressant att reflektera över förhållandet mellan företagen Rörvik och CF Berg. Båda verkar inom samma produktsegment med sågade trävaror. CF Berg uppvisar en ännu högre variation i Rt än Rörvik men de har kompenserat detta genom en stor andel eget kapital.

4.3.7 Personal

Det faktum att hela Klippans styrelse avgick under år 2000 vittnar om att företaget har problem. Avhoppet skedde främst på grund av det dåliga resultatet. Den nya styrelsen i Klippan ska arbeta mer i aktieägarnas intresse vilket betyder att öka värdet och avkastningen. All personal genomgår varje år kompetens- och även personlig utveckling.

Det finns ingen information om något särskilt beroende av någon i ledningen eller bland personalen i varken Klippan eller i Rörvik. Styrelserna består inte heller av så välkända ansikten som exempelvis Stora Ensos styrelse med Claes Dahlbäck och Marcus Wallenberg.

4.3.8 Politiska beslut

Klippan har ett tidsbegränsat tillstånd att tillverka den nuvarande volymen av pappersproduktion. Detta på grund av de utsläpp som sker i samband med produktionen. Tillståndet går ut efter 2001 och måste bli omprövat. Företaget är helt beroende av tillståndspliktig verksamhet. Om inte detta kan förlängas så måste Klippan minska sin produktion och det innebär minskad försäljningsvolym och möjligen även minskad lönsamhet.

Med avseende på närmiljön är en av Rörviks nio produktionsenheter anmälningspliktig och de andra åtta tillståndspliktiga. Risken för miljöfarliga

utsläpp och även för bullerskador på närområdet är överhängande varvid det kontinuerligt måste mätas och redovisas. Rörvik är helt beroende av de tillstånd som länsstyrelsen beviljar.

4.3.9 Konjunkturkänslighet

Klippan verkar inom ett segment som ligger sent i konjunkturcykeln. Detta för att de nischade produkterna företaget tillverkar efterfrågas när mängden reklam ökar i en högkonjunktur. Konjunkturkänsligheten blir därmed stor för Klippan. Författarna finner det intressant att jämföra Klippan med företagen SCA och Holmen som båda har valt att avveckla sin produktion av finpapper. Klippan väljer istället att satsa på detta trots att de andra anser denna inriktning som alltför olönsam. Med färre aktörer på marknaden finns det möjlighet till ökad lönsamhet för Klippan men det är ändå ett riskfyllt tecken att de stora företagen drar sig ur.

Rörvik verkar inom segmentet för sågade trävaror. Detta är en starkt fluktuerande marknad beroende på konjunkturen i byggbranschen. Byggbranschen är sedan beroende av hela landets konjunkturläge varvid Rörvik blir beroende av den samhälleliga konjunkturcykeln.

4.4 Kommentarer kring identifierade avvikande företags affärsrisk

I detta avsnitt ämnar författarna knyta åt säcken och redovisa de variabler som författarna anser har betydande inverkan på respektive företags affärsrisk. Den sammanfattade bedömningen som författarna kommer fram till ställs sedan i relation till respektive avvikande företags kapitalstruktur där en bedömning angående kapitalstrukturen görs. Beroende på denna bedömning kan sedan en kort diskussion angående respektive avvikande företags värde föras.

4.4.1 SCA

Författarna finner en låg affärsrisk i SCA främst tack vare företagets produktmix. Den leder till en stabil intjäningsförmåga vilken kan upprätthållas genom olika konjunkturer. SCA:s största produktsegment, hygienprodukter (42%), är relativt okänsligt för konjunktursvängningar eftersom flertalet av dessa produkter efterfrågas i alla tider. Det andra stora produktsegmentet är förpackningar som anses ha goda framtidsutsikter. Detta tack vare att transportererna ökar i dagens samhälle beroende på globaliseringen. Varor fraktas över hela världen och efterfrågan på förpackningar ökar. Genom att SCA kontrollerar en lång förädlingskedja, från 1,8 miljoner hektar produktiv

skogsmark till framställning av marknadsledande hygienprodukter minskar känsligheten för prisfluktuationer på de viktiga råvarorna. Författarna finner SCA till viss del som självförsörjande och författarna finner beroendet av externa leverantörer som litet. Självförsörjning tyder på en låg affärsrisk i och med att kostnaderna kan kontrolleras genom hela produktionskedjan. Vad det gäller lageromsättningshastigheten är SCA bäst i jämförelse med övriga företag (11,2 ggr/år). Detta vittnar om en medvetenhet vad gäller kapitalbindningsfrågor och därmed förknippade kostnader. Författarna anser affärsrisken i SCA som låg tack vare produktmix och stabil vinstutveckling. Därmed kan, utan att den totala riskprofilen ökas, den finansiella risken ökas. På detta sätt skulle företagets kapitalstruktur enligt författarna kunna viktas mer åt ett lånefinansierat kapital.

4.4.2 Holmen

Den låga affärsrisken i Holmen finner författarna främst beror på inriktningen mot fyra produktsegment, även om tidningspapper och kartongsegmenten är de överlägset största. Marknaden för dessa båda segment ser för framtiden god ut med både ökande volym och god lönsamhet. Detta bidrar till en låg affärsrisk även om tidningspapperssegmentet till viss del är konjunkturberoende. Eftersom Holmen även bedriver sågverksamhet så är deras produktion integrerad från råvara till slutprodukt i likhet med SCA. Detta leder till ett visst oberoende av råvarors prisfluktuationer. Även Holmen har en hög lageromsättningshastighet vilket gör kapitalbindningen inte blir så betydande. Sammantaget menar författarna att affärsrisken i detta företag är låg och intjäningsförmågan relativt stabil. Vinstutvecklingen över de senast 6 åren har varit positiv varvid författarna anser affärsrisken som låg. Med anledning av den stabila verksamheten, tack vare produktmixen, finner författarna att Holmen har utrymme för att ändra kapitalstrukturen vilket skulle få betydelse för värdet på företaget. Kapitalstrukturen bör kunna ändras så att andelen lånat kapital blir något större.

4.4.3 Klippan

Det som utgör en stor del av affärsrisken i Klippan är deras produktsegment. Att bedriva verksamhet inom endast ett produktsegment ser författarna som riskabelt med tanke på konkurrens och därmed dåliga lönsamhet som råder på finpappersmarknaden. Att sedan storföretagen såsom SCA och Holmen väljer att avveckla sin verksamhet inom finpapper vittnar även det om att denna inriktning går en osäker framtid med avseende på lönsamhet till mötes. Att inrikta sig mot ett produktsegment kan ge stora vinster när det går bra men den ojämna vinstutvecklingen i Klippan (se appendix 4) tyder på att företaget är mycket konjunkturkänsligt. Den dåliga vinstutvecklingen för företaget var en

bidragande orsak till att styrelsen fick avgå vilket författarna ser som ett betydande varningstecken. Författarna anser också att Klippan är väl beroende av myndigheters beslut i den verksamhet som företaget bedriver då den volym som företaget nu har i tillverkningen kräver särskilt tillstånd. Sammanfattningsvis kan sägas att fokuseringen kring ett produktsegment i detta fall har inneburit en dålig lönsamhet som i sin tur har urholkat det egna kapitalet. Minskningen i eget kapital leder till den låga soliditet som företaget uppvisar. För framtiden behövs det en högre soliditet för att på så sätt kunna värja sig mot konjunktursvängningar. Den kapitalstruktur som Klippan uppvisar anser författarna inte vara en målkapitalstruktur utan en följd av den negativa resultatutvecklingen som företaget har haft under de senaste åtta åren.

4.4.4 Rörvik

Precis som för Klippan är Rörvik verksam inom ett specifikt produktsegment, i detta fall sågade träprodukter. Författarna finner segmentet för sågade trävaror vara mycket konjunkturkänsligt och därmed följer en förhöjd affärsrisk. Sågade trävaror är relativt enkla att förädla varvid konkurrensen från både utländska och svenska företag är stor. Dessa varor är väldigt beroende av konjunkturen i samhället och hur det går för byggindustrin. Vidare är Rörvik precis som Klippan beroende av tillstånd ifrån myndigheter med avseende på buller och miljöutsläpp. Dessa externa faktorer med både konjunkturen i samhället och myndighetsberoendet leder till att verksamheten i Rörvik innebär en hög affärsrisk. Författarna finner dessa externa faktorerna svåra att påverka. De enkla produkterna som Rörvik tillverkar och konkurrensen från andra företag tillsammans med konjunkturkänsligheten gör att lönsamheten har varierat kraftigt under studerad tidsperiod. Under två av åren har företaget haft negativ Rt. Lönsamheten uppnås inte trots att efterfrågan för tillfället är god. Den varierande lönsamheten vittnar om en hög affärsrisk i sig men en låg vinst leder till att det är svårt att öka andelen eget kapital genom internt tillförda medel. Författarna anser att den soliditet som Rörvik uppvisar är för låg och de borde därmed förändra sin kapitalstruktur. En annan kapitalstruktur kan även motiveras genom av jämförelse med företaget CF Berg som med liknande produktsortiment och en endast något högre affärsrisk uppvisar en soliditet på 72%. Denna bedömning ligger även i linje med det uttalande som företagsledningen gör, där de uttalar sig om en målkapitalstruktur som inte bör understiga 37 procent (Årsredovisning 1999).

4.5 Förändring av kapitalstrukturen

Den bedömning som författarna ovan gör är att två av företagen, SCA och Holmen, har en väl hög soliditet för den verksamhet som bedrivs. Likaså görs bedömningen att de andra två företagen, Klippan och Rörvik, har en väl låg soliditet med tanke på den verksamhet som företagen bedriver. Följden av en förändring av företagets kapitalstruktur blir att det även sker en värdeförändring av företagen.

I SCA:s och Holmens fall finns utrymme till en minskning av soliditeten vilket skulle innebära att den genomsnittliga kapitalkostnaden (WACC) skulle kunna minskas. Följden av detta blir att värdet på företagen skulle öka vid användande av den diskonterade kassaflödesmetoden. Deras nuvarande genomsnittliga låneränta ligger kring 5% och kostnaden för eget kapital kring 11%. En större andel lånekapital minskar den genomsnittliga kapitalkostnaden.

I det andra fallet, med företagen Klippan och Rörvik, verkar det som om de försökt följa Schumpeter (1946) med att använda sig av så mycket lånat kapital som möjligt. Anledningen till den höga belåningen är, framför allt i Klippan, att flera år med förlustresultat har urholkat det egna kapitalet. Klippan använde sig 1999 av sin reservfond för att kunna täcka den förlust som uppgick till ca. 30 miljoner kronor. Författarna anser att den soliditet som dessa företag uppvisar inte står i paritet till affärsrisken i verksamheten, särskilt inte för Klippan. Följden blir att en ökning av det egna kapitalet vore att föredra i Klippan och Rörvik. Större andel eget kapital skulle i sådana fall innebära att dyrare kapital används som finansieringskälla. Den genomsnittliga kapitalkostnaden stiger därmed. Åtgärden med att använda sig av en större andel eget kapital leder dock till att defaultrisken minskar varför denna åtgärd får anses som lämplig.

5 Avslutande kommentar

Detta kapitel innehåller avslutande kommentarer med avseende på det som författarna funnit med utgångspunkt i problemdiskussion och syfte. Detta kapitel avslutas med förslag till fortsatta studier kring ämnet.

5.1 Slutsats

Innehållet i uppsatsen visar ett positivt samband mellan kapitalstrukturens utformning, dvs i form av soliditet, och affärsrisk, dvs. i form av variation i Rt. Rangkorrelationen åskådliggör ett värde på korrelationskoefficienten som uppgår till 0,43. Ju högre variation i räntabilitet på totalt kapital desto högre är soliditeten. Rent matematiskt får dock detta värde anses som lågt.

Med kännedom om korrelationskoefficientens storlek finns det företag som avviker från det lineära sambandet. Dessa avvikande företag undersöktes närmare för att därigenom tydliggöra företagets affärsrisk. Författarna fann genomgående i dessa företag att affärsrisken är starkt beroende av vilket eller vilka produktsegment som företaget verkar inom. Ett företag med flera produktsegment leder till en diversifierande effekt varvid affärsrisken blir lägre än i företag med endast ett produktsegment. Varje produktsegment är olika beroende av konjunktursvängningar vilka i sin tur påverkar affärsrisken. Konjunkturen varierar för produkterna i vissa fall beroende på samhällskonjunkturen och i vissa fall beroende på specifika prisfluktuationer på marknaden. Marknadsbilden är även den en betydande variabel vad det gäller affärsrisk. Beroende på aktörernas antal och storlek leder detta till en viss konkurrenssituation. Om små företag ska konkurrera med ett företag som nästintill håller en monopolställning finns klara risker kopplade till detta. När marknaden består av flertalet aktörer utan monopolistiskt inslag råder en annan situation. Kopplat till detta är även de olika konkurrensmyndigheter och lagar som kan leda till att ett företags verksamhet kan bli styrd beroende på exempelvis licenser eller patent.

Beroende på den bild som skapas av de variabler som utgör ett företags affärsrisk varierar kapitalstrukturen. Kapitalstrukturen bör vara anpassad efter affärsrisken, annars kan svårigheter uppstå. I uppsatsen identifierades företag som enligt författarna både hade en för låg och en för hög soliditet. De två företagen med för låg soliditet har en rad av förlustår bakom sig. Detta har resulterat i låg andel eget kapital. De båda företagen bör inför framtiden försöka öka det egna kapitalet med tanke på den rådande affärsrisken. Detta skulle

exempelvis kunna göras genom nyemmission. En väl hög soliditet identifierades hos två företag med tanke på affärsrisken. De båda företagen skulle kunna sänka sina kapitalkostnader genom att låna mer kapital för att finansiera sin verksamhet. En förändrad kapitalstruktur skulle i dessa företag kunna innebära ett ökat värde för aktieägarna.

För att återknyta till den i inledningen nämnda korrelationskoefficienten följer nedan en kort diskussion kring denna.

En korrelationskoefficient som uppgår till 0,43 innebär att R^2 , dvs, förklaringsgraden uppgår till 0,19. Med andra ord säger detta värde att det finns andra faktorer än affärsrisken som förklarar den kapitalstruktur som ett företag har.

Det ”utifrånperspektiv” som har varit ansatsen i denna uppsats borde möjligen kompletteras med ett ”inifrånperspektiv” för att kunna finna svar på frågan vad det är som har inverkan på ett företags kapitalstruktur. Den företagsekonomiska litteraturen har behandlat detta ”inifrånperspektiv” genom att föreslå att det exempelvis finns en så kallad ”pecking – order” lista. Denna går ut på att finansiering först och främst sker med interna medel, därefter med lånekapital och sist med nytt eget kapital. Beroende på den information som kan återfinnas i den valda finansieringsformen, bestäms rangordningen.

En annan förklaring till ett företags kapitalstruktur skulle kunna vara ett slags kontrollperspektiv från ägarnas sida. Genom att nyemmitera och därigenom öka andelen eget kapital kan detta leda till att nya ägare kommer in i företaget vilket av olika skäl inte är önskvärt. Därav förblir kapitalstrukturen på ett visst sätt. Detta skulle kunna vara fallet i Klippan. Möjligen vill nuvarande ägare inte låta nya ägare komma in varför situationen blir som den är.

Som sista möjlig faktor som kan påverka kapitalstrukturen i ett företag väljer författarna att kommentera den så kallade agentteorin. Denna går ut på att ägare tillsätter en ledning som ska agera i ägarnas intresse. Den verkställande direktören har till uppgift att driva företaget på bästa sätt, dock har även VD'n ett visst intresse att tillgodose. Om VD'n för en politik som går ut på att maximera andelen lånat kapital i företaget och företaget sedermera går i konkurs beroende på detta förlorar VD'n sitt jobb. Med andra ord har VD'n goda skäl att agera på ett sätt som ligger i både företags och VD'ns intresse vilket kan innebära att en viss kapitalstruktur används framför en annan.

5.2 Förslag till fortsatta studier

Studier kring kapitalstruktur och affärsrisk kan göras på många olika sätt. Det tillvägagångssätt som författarna i denna uppsats har valt är ett möjligt tillvägagångssätt. I denna uppsats användes skogsbranschen och dess marknadsnoterade företag som utgångspunkt. En annan möjlighet skulle kunna vara att titta på en annan bransch. Även en studie där icke marknadsnoterade företag används är en tänkbar ansats.

Vid samtal med olika analytiker och fondkommissionärer ställdes alltid frågan hur de mäter affärsrisk i ett företag. I samtliga fall framkom att praxis använder sig av ett framtidsperspektiv och inte ett historiskt perspektiv. Den diskonterade kassaflödesmetoden för värdering av företag ligger till grund för detta och det enhetliga uttalandet som författarna fick vid samtal med dessa var att en affärsriskbedömning sker med avseende på hur studerat företag kommer att tjäna pengar eller inte i framtiden. Stor vikt läggs med andra ord på kassaflöden. Standard och Poors använder sig av en fyrpunktsmodell när de kreditvärderar företag. De fyra punkterna är kostnadsposition, diversifiering, integration och produktmix. Utifrån detta bedöms sedan företagen. De ovan beskrivna vägarna för att fånga företags affärsrisk skulle kunna vara en ansats för framtida studier.

Som författarna pekat på i föregående kapitel innebär resultatet av denna studie att det även föreligger andra faktorer än affärsrisk som påverkar kapitalstrukturen i ett företag. Att exempelvis undersöka den så kallade ”pecking – order” teorin på ett antal företag är en möjlighet. Att utifrån agentteorin belysa ett företags kapitalstruktur är en annan möjlighet.

Det sista som författarna har för avsikt att beröra är återköp utav aktier. Många studier har gjorts kring detta fenomen men då förekomsten sedan knappt ett år tillbaka är tillåten i Sverige och används på marknaden kommer framtida studier att kunna utvärdera effekterna av återköp bättre. Återköp är ett av instrumenten för att förändra kapitalstrukturen och detta kan då jämföras med andra instrument, såsom exempelvis utökade lån.

Referenslista

Artiklar

Affärsvärlden, nr 52, december 1999.

Dagens Industri, Artikel: ”*Stopp i massabruk håller priser uppe*”,
2001-01-19

Dagens Industri, Artikel: ”*Dolda miljardvinster efter återköp*”2000-11-30

Dagens Industri, Artikel: ”*4 Mrd upp i rök*”, 2000-10-14

Dagens Industri, Artikel: ”*Assi klubbade igenom inlösenprogram*”,
2000-10-10

Dagens Industri, Artikel: ”*Microsofts dom först om två år*”, 2000-09-28

Dagens Industri, Artikel: ”*Graninge mot strömmen*”, 2000-09-16

Dagens Industri, Artikel: ”*Taxfreestoppet dyrt för resebolagen*”, 2000-
08-01

Dagens Industri, Artikel: ”*H&M:s aktie föll 30% på VD byte*”,
2000-03-24

Svenska Dagbladet, Näringsliv, Artikel: ”*Holmens papper säkras av
globalisering*”, 2001-01-08

Välfärdsbulletinen nr.3, ”*BNP-En värdemätare på Sveriges ekonomi*”,
1999

Böcker

Aczel, A. D., ”*Complete Business Statics*”, 3:e uppl., , Chicago, 1996

Anthony & Govindarajan, ”*Management Control Systems*”,
Irwin/Mcgraw-Hill, 1998

Brealey & Myers ”*Principles of Corporate Finance*”, The Mcgraw-Hill
companies Inc., 2000

Chew, Jr Donald H, "*Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*", Oxford University press, 1997

Chew, Jr Donald H, "*The new corporate Finance*", McGrawHill, 1995

Copeland, Tom, Koller, Tim & Murrin, Jack, "*Valuation*", Mckinsey & Company, Inc, 2000

De Ridder, Adri, "*Finansiell ekonomi- Om företaget och finansmarknaden*", Nordstedts Juridik, 2000

Donaldson, Gordon, "*Corporate Restructuring*", HBS Press, 1994

Eriksson, Lars Torsten & Wiedersheim-Paul, Finn, "*Att utreda, forska och rapportera*", Liber Ekonomi, 1997

Grinblatt, Mark & Titman, Sheridan, "*Financial Markets and Corporate Strategy*" (Irwin), 1996

Hallgren, Örjan, Bernhult, Eva & Älgvik, Lars-Göran, "*Räcker vinsten?*" 1985

Hallgren, Örjan, "*Finansiell Strategi och styrning*", Ekonomibok förlag, 1996

Hansson, Sigurd, "*Företags och räkenskapsanalys*", Studentlitteratur Lund, 1996

Heshmati, Almas & Wihlborg Clas, "*The dynamics of capital structure*", Handelshögskolan Stockholm, 1999

Hickman Hunter, "*Foundations of Corporate Finance*" (Oxford)

Johansson, Sven-Erik "*Företagets lönsamhet finansiering och tillväxt*", 1995

Körner, Svante & Wahlgren, Lars "*Statistisk dataanalys*", Studentlitteratur Lund, 2000

Molin, Göran & Bertmar, Lars "*Kapitaltillväxt, kapitalstruktur och räntabilitet*", Handelshögskolan Stockholm, 1977

Persson, G & Virum, H, ”*Logistik för konkurrenskraft*”, Liber Ekonomi Oslo, 1998

Proposition 1999/2000:34), ”*Förvärv av egna aktier*”

Rappaport, A, ”*Creating shareholder value*”, The Free Press, 1998

Schumpeter, J.A, ”*Kapitalism, Sozialismus und Demokratie*”, Vienna , 1946

Stonehill, A et al, ”*Financial goals and Debt Ratio Determinants*”; A survey of practice in five countries, *Financial management* 4, 1973

Öhrlings PriceWaterhouseCoopers, ”*Företagsvärdering*”, 1998

Muntliga källor

Danielsson, Stig, Professor, Matematiska Institutionen, Linköpings Universitet, 2001-01-09

Sjödin, Mathias, Analytiker, *Carnegie*, 2001-01-10

Stenqvist, Alf, Analytiker, *Standard & Poors*, 2001-01-18

Internet

www.di.se

www.afv.se

www.astra.se

www.horizon.com

www.ica-nyheter.net

www.swedishmatch.se

Årsredovisningar

Assi Domän 1992-1999

CF Berg, 1992-1999

Holmen Papper, 1992-1999

Klippan, 1992-1999

Munksjö, 1992-1999

Rottneros, 1992-1999

Rörvik Timber, 1992-1999

SCA, 1992-1999

Stora Enso, 1992-1999

Appendix 1. Assidomän

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR								
Omsättn. Mkr	24497,0	23993,0	20725,0	18548,0	21016,0	16762,0	14424,0	7962,0
Rörelseresultat	1339,0	1578,0	1845,0	1843,0	4473,0	2265,0	1156,0	102,0
Jmf Stör. poster	0,0	0,0	147,0	0,0	552,0	0,0	991,0	0,0
Just. Rörelseres.	1339,0	1578,0	1992,0	1843,0	5025,0	2265,0	2147,0	102,0
Rörelsemarg i %	5,5	6,6	8,9	9,9	21,3	13,5	8,0	1,3
Finansiella intäkter	102,0	91,0	142,0	163,0	227,0	142,0	200,0	24,0
Vinst	1441,0	1669,0	2134,0	2006,0	5252,0	2407,0	2347,0	126,0
Vinstmarg i %	5,9	7,0	10,3	10,8	25,0	14,4	16,3	1,6
Tot. tillgångar (TT)	30304,0	33842,0	31194,0	25571,0	24994,0	20059,0	19857,0	8365,0
KOH	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,7	1,0
Ränt. Tot kap (Rt)	4,8	4,9	6,8	7,8	21,0	12,0	11,8	1,5
Avvikelse Rt medel	4,1	3,9	2,0	1,0	12,2	3,2	3,0	7,3
Medelvärde Rt	8,8							
Avvikelse Rt medel	4,58							
Vinst	-863,0	710	772	1407	3418	1950	-105	-235

Appendix 2. CF Berg

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr.	191,3	192,4	198,2	193,3	230,4	196,1	171,8	170,9
Rörelseresultat	-2,5	1,0	6,2	3,8	27,9	21,8	6,2	2,9
Jmf Stör. poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Rör.res.	-2,5	1,0	6,2	3,8	27,9	21,8	6,2	2,9
Rörelsemarg i %	-1,3	0,5	3,1	2,0	12,1	11,1	3,6	1,7
Finansiella intäkter	0,0	0,0	1,0	1,5	1,8	1,9	0,0	0,0
Vinst	-2,5	1,0	7,1	5,3	29,7	23,7	6,2	2,9
Vinstmarg i %	-1,3	0,5	3,6	2,8	12,9	12,1	3,6	1,7
Tot. tillgångar (TT)	153,5	152,6	150,5	147,5	150,9	131,7	111,8	132,4
KOH	1,2	1,3	1,3	1,3	1,5	1,5	1,5	1,3
Ränt.Tot kap (Rt)	-1,6	0,6	4,7	3,6	19,7	18,0	5,6	2,2
Avvikelse Rt medel	8,2	6,0	1,9	3,0	13,1	11,4	1,0	4,4
Medelvärde Rt	6,6							
Avvikelse Rt medel	6,13							
Vinst	-1,3	1,2	5,8	3,9	14,4	12,3	6,3	2,1

Appendix 3. Holmen

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr	20508	22676	21878	21495	24024	21320	18020	15759
Rörelseresultat	2615	2475	2230	3290	5831	2684	687	-407
Jmf Störande poster	0	0	0	-11	-282	51	0	-85
Justerat Rörelseres.	2615	2475	2230	3279	5549	2735	687	-492
Rörelsemarg i %	12,8	10,9	10,2	15,3	23,1	12,8	3,8	-3,1
Finansiella intäkter	86	122	39	0	0	0	0	0
Vinst	2701	2597	2269	3279	5549	2735	687	-492
Vinstmarg i %	13,2	11,5	10,4	15,3	23,1	12,8	3,8	-3,1
Totala tillgångar (TT)	29172	30434	29702	29276	28743	27763	29589	30049
KOH	0,70	0,75	0,74	0,73	0,84	0,77	0,61	0,52
Räntabil. Tot kap (Rt)	9,3	8,5	7,6	11,2	19,3	9,9	2,3	-1,6
Avvikelse Rt medel	0,9	0,2	0,7	2,9	11,0	1,5	6,0	9,9
Medelvärde Rt	8,3							
Avvikelse Rt medel	4,15							
Vinst	1814,0	2504	1434	1979	3671	1291	-256	-943

Appendix.4 Klippan

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr.	846,7	873,7	875,3	849,1	1000,9	822,0	685,7	657,7
Rörelseresultat	-15,0	-6,9	29,5	-60,8	61,3	44,0	32,1	4,0
Jmf Störande poster	11,4	24,7	-37,0	5,8	-18,0	0,0	0,0	-45,4
Justerat Rörelseres.	-3,6	17,8	-7,5	-55,0	43,3	44,0	32,1	-41,4
Rörelsemarg i %	-0,4	2,0	-0,9	-6,5	4,3	5,4	4,7	-6,3
Finansiella intäkter	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vinst	-3,4	18,1	-7,5	-55,0	43,3	44,0	32,1	-41,4
Vinstmarg i %	-0,4	2,1	-0,9	-6,5	4,3	5,4	4,7	-6,3
Totala tillgångar (TT)	553,9	574,8	609,5	647,2	591,7	491,2	395,2	386,9
KOH	1,5	1,5	1,4	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7
Räntabil. Tot kap (Rt)	-0,6	3,1	-1,2	-8,5	7,3	9,0	8,1	-10,7
Avvikelse Rt medel	1,4	2,3	2,0	9,3	6,5	8,1	7,3	11,5
Medelvärde Rt	0,8							
Avvikelse Rt medel	6,07							
Vinst	-27,8	-24	11,5	-67,9	44,4	3,6	7,6	-17,7

Appendix 5. Munksjö

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr	4854,0	4526,0	4550,0	3800,0	3897,0	3289,0	3100,0	2977,0
Rörelseresultat	307,0	418,0	445,0	225,0	675,0	406,0	218,0	101,0
Jmf Störande poster	0,0	-46,0	-75,0	0,0	0,0	-40,0	0,0	0,0
Justerat Rörelseres.	307,0	372,0	370,0	225,0	675,0	366,0	218,0	101,0
Rörelsemarg i %	6,3	8,2	8,1	5,9	17,3	11,1	7,0	3,4
Finansiella intäkter	16,4	10,3	9,5	8,2	9,9	19,5	75,3	11,0
Vinst	323,4	382,3	379,5	233,2	684,9	385,5	293,3	112,0
Vinstmarg i %	6,7	8,4	8,3	6,1	17,6	11,7	9,5	3,8
Totala tillgångar (TT)	4994,0	4179,0	3652,0	3819,0	3016,0	2730,0	2712,0	3521,0
KOH	1,0	1,1	1,2	1,0	1,3	1,2	1,1	0,8
Räntabil. Tot kap (Rt)	6,5	9,1	10,4	6,1	22,7	14,1	10,8	3,2
Avvikelse Rt medel	3,9	1,2	0,0	4,3	12,3	3,8	0,4	7,2
Medelvärde Rt	10,4							
Avvikelse Rt medel	4,13							
Vinst	157,9	245,4	329,3	130	437,7	276,3	210,5	-175,4

Appendix 6. Rottneros

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr	2101,0	1603,0	1614,0	1533,0	2708,0	1106,0	847,0	751,0
Rörelseresultat	123,0	120,0	-40,0	-87,0	747,0	115,0	-25,0	-105,0
Jmf Störande poster	-22,0	-191,0	28,0	-81,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Rörelseres.	101,0	-71,0	-12,0	-168,0	747,0	115,0	-25,0	-105,0
Rörelsemarg i %	4,8	-4,4	-0,7	-11,0	27,6	10,4	-3,0	-14,0
Finansiella intäkter	2,2	4,2	0,0	0,0	27,3	1,3	1,4	0,0
Vinst	103,2	-66,8	-12,0	-168,0	774,3	116,3	-23,6	-105,0
Vinstmarg i %	4,9	-4,2	-0,7	-11,0	28,6	10,5	-2,8	-14,0
Totala tillgångar (TT)	2064,0	1502,0	1364,0	1581,0	2037,0	649,0	489,0	517,0
KOH	1,0	1,1	1,2	1,0	1,3	1,7	1,7	1,5
Räntabil. Tot kap (Rt)	5,0	-4,4	-0,9	-10,6	38,0	17,9	-4,8	-20,3
Avvikelse Rt medel	2,5	6,9	3,4	13,1	35,5	15,4	7,3	22,8
Medelvärde Rt	2,5							
Avvikelse Rt medel	13,37							
Vinst	91,0	121	-38	-69	723	118	-23	-117

Appendix 7. Rörvik

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr	1160,3	1073,4	1078,9	1023,0	1082,2	817,7	360,8	199,2
Rörelseresultat	16,5	1,1	41,5	28,0	83,0	78,4	11,6	-5,1
Jmf Störande poster	-19,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Rörelseres.	-3,2	1,1	41,5	28,0	83,0	78,4	11,6	-5,1
Rörelsemarg i %	-0,3	0,1	3,8	2,7	7,7	9,6	3,2	-2,6
Finansiella intäkter	0,9	1,4	5,3	0,9	1,7	1,6	2,4	2,5
Vinst	-2,3	2,5	46,8	28,9	84,7	80,0	14,0	-2,6
Vinstmarg i %	-0,2	0,2	4,3	2,8	7,8	9,8	3,9	-1,3
Totala tillgångar (TT)	722,4	683,6	682,0	604,0	638,0	606,0	405,0	194,0
KOH	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,3	0,9	1,0
Räntabil. Tot kap (Rt)	-0,3	0,4	6,9	4,8	13,3	13,2	3,5	-1,3
Avvikelse Rt medel	5,4	4,7	1,8	0,3	8,2	8,2	1,6	6,4
Medelvärde Rt	5,0							
Avvikelse Rt medel	4,55							
Vinst	1,80	-9,50	20,87	9,62	48,84	47,00	-3,00	-25,80

Appendix 8. SCA

Variabel	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
AR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr	64996,0	61273,0	58595,0	55405,0	65317,0	33676,0	33420,0	32137,0
Rörelseresultat	6733,0	6428,0	5568,0	4581,0	7350,0	1810,0	2172,0	8608,0
Jmf Störande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	-296,0	1220,0	-25,0	-6577,0
Justerat Rörelseres.	6733,0	6428,0	5568,0	4581,0	7054,0	3030,0	2147,0	2031,0
Rörelsemarg i %	10,4	10,5	9,5	8,3	11,3	5,4	6,5	26,8
Finansiella intäkter	322,0	280,0	280,0	319,0	296,0	252,0	217,0	319,0
Vinst	7055,0	6708,0	5848,0	4900,0	7350,0	3282,0	2364,0	2350,0
Vinstmarg i %	10,9	10,9	10,0	8,8	11,3	9,7	7,1	7,3
Totala tillgångar (TT)	85214,0	78373,0	70705,0	67994,0	68130,0	44928,0	44251,0	46099,0
KOH	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	0,7	0,8	0,7
Räntabil. Tot kap (Rt)	8,3	8,6	8,3	7,2	10,8	7,3	5,3	5,1
Avvikelse Rt medel	0,7	1,0	0,7	0,4	3,2	0,3	2,3	2,5
Medelvärde Rt	7,6							
Avvikelse Rt medel	1,37							
Vinst	3602,0	3379	2759	2117	3464	555	1071	6200

Appendix 9. Stora Enso

Posterna omräknade för åren 1999 och 1998 men en Eurokurs på 8,50:-/Euro

Det bör beaktas att efter 1998 är det ett samgående mellan Stora och Enso.

Variabel

ÄR	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992
Omsättn. Mkr	90403,5	89161,6	44464,0	45161,0	57106,0	48894,0	50435,0	47623,0
Rörelseresultat	12053,9	6108,1	3214,0	2859,0	8974,0	4367,0	2197,0	1201,0
Jmf Störande poster	-102,6	471,1	262,0	37,0	-301,0	-498,0	-58,0	561,0
Justerat Rörelseres.	11951,3	6579,2	3476,0	2896,0	8673,0	3869,0	2139,0	1762,0
Rörelsemarg i %	13,3	6,9	7,2	6,3	15,7	8,9	4,4	2,5
Finansiella intäkter	147,7	160,3	313,0	436,0	0,0	442,0	840,0	1040,0
Vinst	12099,0	6739,5	3789,0	3332,0	8673,0	4311,0	2979,0	2802,0
Vinstmarg i %	13,4	7,6	8,5	7,4	15,2	8,8	5,9	5,9
Totala tillgångar (TT)	136289,0	131010,0	65499,0	62033,0	61603,0	60709,0	69461,0	73851,0
KOH	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,8	0,7	0,6
Räntabil. Tot kap (Rt)	8,9	5,1	5,8	5,4	14,1	7,1	4,3	3,8
Avvikelse Rt medel	2,1	1,7	1,0	1,4	7,3	0,3	2,5	3,0
Medelvärde Rt	6,8							
Avvikelse Rt medel	2,41							
Vinst	6396,0	1624	1582	1560	5367	2038	651	-1115

Appendix 10. Kreditvärdering

Moody's	Standard and Poor's	
Aaa	AAA	
Aa	AA	Investment grade
A	A	
Baa	BBB	
Ba	BB	
B	B	
Caa	CCC	Junk Bonds
Ca	CC	
C	C	

Kreditvärderingen reflekterar sannolikheten för obestånd

Källa: Brealey & Myers, Principles of Corporate Finance, sida 691