



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

KAPITALSTRUKTURENS PÅVERKNINGSFAKTORER

– En fallstudie på den svenska hälsovårdsmarknaden –

Seminariearbete D-nivå, 10 poäng
Industriell och Finansiell Ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
Höstterminen 2005

Författare:	Födelseår:
Rikard Nygander	1979
Magnus Stensson	1980

Förord

Kapitalstruktur var ett givet ämnesval eftersom vi båda är intresserade av det. Arbetet med studien har försett oss med bredare kunskaper om hur företag arbetar med sin kapitalstruktur och hur stort inflytande de befintliga teorierna har i praktiken.

Först och främst vill vi tacka Bjarne Kristiansson (Capiro), Ulf Grunander (Getinge) och Claes Wentzel (Orexo) som valt att ställa upp på intervjuer och på så vis bidragit till att rapporten kunde färdigställas.

Vi vill även passa på att tacka vår handledare Stefan Sjögren, Universitetslektor vid Handelshögskolan i Göteborg, som bidragit med idéer och uppslag kring ämnet.

Göteborg den 10 januari 2006

Rikard Nygander

Magnus Stensson

Sammanfattning

Titel: Kapitalstrukturens påverkningsfaktorer

Författare: Rikard Nygander & Magnus Stensson

Handledare: Stefan Sjögren

Bakgrund: Företags beslut om hur de skall finansiera investeringar och därmed vilken kapitalstruktur de beslutar om att ha är av stor vikt för samtliga intressenter då den bland annat påverkar företagets framtida lönsamhet. Företag söker inte bara efter att optimera sin kapitalstruktur ur ett aktieägarperspektiv, då tidigare forskning visat att det även är andra faktorer som förklarar besluten rörande kapitalstrukturen. Många teorier har utvecklats genom åren där vissa utgår från ett statistiskt mål medan andra teorier fordrar ett mer aktivt arbete kring kapitalstrukturen.

Syfte: Studien har som mål att bidra till forskningen om vad som driver svenska företag i besluten om sin kapitalstruktur och om de kan förklaras med stöd av teorin om trade-off, windows of opportunity och/eller pecking order.

Metod: Undersökningen består av en fallstudie innehållandes tre företag (Capio AB, Getinge AB och Orexo AB) inom hälsovårdsbranschen. För att kunna identifiera vad som driver företagen i deras beslut rörande kapitalstrukturen har representanter från respektive företag intervjuats. För att uppfylla studiens syfte utformades intervjuerna utefter de teorier som ligger till grund för studien. På så vis kunde insamlingen av nödvändig empiri effektivt genomföras och ge en bra grund för analysarbetet.

Resultat: Tydliga skillnader har identifierats angående vilka faktorer som driver de undersökta företagen i besluten om deras kapitalstruktur. Företagen agerar i likhet med vad teorierna förespråkar även om det skiljer sig i vilken av teorierna som respektive företag tillämpar.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	2
1.3 SYFTE.....	3
1.4 DISPOSITION.....	4
2 METOD	5
2.1 ÖVERSIKT.....	5
2.2 VETENSKAPLIG METOD	6
2.3 DATAINSAMLING.....	6
2.4 FRAMTAGNING AV STUDIENS UNDERLAG.....	7
2.4.1 Val av teorier	7
2.4.2 Val av företag	7
2.5 INTERVJUANSATS	9
2.5.1 Utformning av intervjuguide.....	10
2.5.2 Intervjuobjekt.....	11
2.6 DATA- OCH KÄLLKRITIK	12
3 TEORETISK REFERENS RAM	13
3.1 TRADE-OFF.....	13
3.1.1 Skattesköld.....	14
3.1.2 Agentkostnader	14
3.1.3 Konkurskostnader	15
3.1.4 Sammanställning av trade-off.....	16
3.2 WINDOWS OF OPPORTUNITY	17
3.3 PECKING ORDER.....	18
3.4 TEORETISK ÖVERSIKT	20
4 PRESENTATION AV FÖRETAGEN.....	21
4.1 CAPIO AB.....	21
4.2 GETINGE AB	22
4.3 OREXO AB	23
4.4 JÄMFÖRELSE MELLAN FÖRETAGEN	23
5 ANALYS AV INSAMLAD EMPIRI.....	25
5.1 TRADE-OFF.....	25
5.1.1 Skuldsättningsmål.....	25
5.1.2 Skattesköldens inverkan.....	27
5.1.3 Finansiella trångmålskostnaders inverkan.....	27
5.1.4 Ägarstrukturens betydelse för agentproblem.....	29
5.2 WINDOWS OF OPPORTUNITY	31
5.3 PECKING ORDER	35
6 SLUTSATS.....	39
6.1 FÖRSLAG TILL VIDAREFORSKNING	41
REFERENSER.....	
BILAGA 1.....	
BILAGA 2.....	

FIGURFÖRTECKNING

FIGUR 1: ARBETSPROCESS.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
FIGUR 2: ILLUSTRATION AV TRADE-OFF.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
FIGUR 3: CAPIOS ORGANISATION	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
FIGUR 4: GETINGES ORGANISATION	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
FIGUR 5: OREXOS AFFÄRSMODELL.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
FIGUR 6: UTVECKLING FÖR EN SVENSK STATSOBLIGATION (KÄLLA: RIKSBANKEN)	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
FIGUR 7: INDEXTRENDER (KÄLLA: AFFÄRSVÄRLDEN)	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
FIGUR 8: SOLIDITETSMÅTT FÖR RESPEKTIVE FÖRETAG.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

TABELLFÖRTECKNING

TABELL 1: FÖRETAGS SOM KONTAKTADES FÖR EN INTERVJU	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
TABELL 2: RESPONDENTER OCH DERAS BEFATTNINGAR.....	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
TABELL 3: SOLIDITETSVÄRDEN FÖR RESPEKTIVE FÖRETAG, 2000–2005	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
TABELL 4: NYEMISSIONER PÅ STOCKHOLMSBÖRSEN (KÄLLA: OMX) ...	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.

1 Inledning

Det första kapitlet i denna rapport ämnar diskutera bakgrunden till varför forskning kring kapitalstruktur bedrivs i den utsträckning det görs. Vidare följer en diskussion som mynnar ut i studiens problemformulering. Även studiens syfte och disposition presenteras.

1.1 Bakgrund

Beslut angående ett företags finansiering av investeringar och därmed vilken kapitalstruktur som företaget beslutar om är något som är av stor vikt för företag då det ger dem en grund för sin framtida lönsamhet. För att maximera företagets och dess aktieägares värde skall en optimal kapitalstruktur eftersträvas då det sänker företagets kapitalkostnad (Miller & Modigliani 1958, 1963). Men företag söker ändå inte bara efter att optimera sin kapitalstruktur, då tidigare forskning visar att det även är andra faktorer och preferenser som påverkar ett företags beslut rörande finansieringsfrågor (Graham & Harvey 1999, Rajan & Zingales 1995, Harris & Raviv 1991).

Enligt Miller & Modiglianis teoretiska modell från år 1958, som har varit utgångspunkt för flertalet ytterligare studier, finns ingen generell optimal kapitalstruktur för företag. De kom fram till slutsatsen med hjälp av ett antal antaganden om effektiva marknader som i verkligheten inte förefaller realistiska och därför har deras teori blivit ifrågasatt och vidareutvecklad av åtskilliga forskare. En teori som har fått genomslagskraft och som behandlar ett företags optimala kapitalstruktur är trade-off som, till skillnad från Miller & Modigliani (1958), tar upp företagets beskattning och risken det innebär att öka sina skulder och därmed hamna i finansiellt trångmål. Genom att väga de här faktorerna mot varandra kan ett företags optimala kapitalstruktur urskiljas som, enligt teorin om trade-off, skulle vara mest gynnsamt för företaget (Myers 1984).

Tidigare studier visar på att teorin om trade-off inte ensam kan förklara eller motivera företags beslut gällande kapitalstrukturen då andra faktorer har visat sig ha stor betydelse för hur företag resonerar kring sin kapitalstruktur (Graham & Harvey 1999). För att kunna identifiera dessa faktorer gäller det att veta hur företagen arbetar med sin kapitalstruktur och vad som driver dem i beslutsfattandet. Två teorier som kan tänkas förklara varför företag bestämmer sig för en viss finansieringskälla framför en annan är windows of opportunity (Baker & Wurgler 2000, Bayless &

Chaplinsky 1996, Ritter 1984) och pecking order (Myers 1984, Donaldson 1962). Windows of opportunity syftar till att företagen tajmar marknaden beroende på vilken finansieringskälla som är mest förmånlig vid tidpunkten för investeringen. Pecking order bygger på asymmetrisk information som, ur ett aktieägarperspektiv, kan medföra att den mest optimala finansieringskällan inte alltid används.

Det är svårt att avgöra exakt vad det är som driver företag i sina beslut rörande finansieringen då studier visar på olika faktorer som ligger till grund för ledningarnas val (Huang & Ritter 2005, Baker & Wurgler 2000, Graham & Harvey 1999, Myers 1984, Donaldson 1962). År 2003 genomförde Nyberg & Ottosson en studie som ämnade undersöka vad som drev företagen vid beslutsfattandet i valet av finansieringskälla bland företag på den svenska detaljhandelsmarknaden. Tillgången på liknande studier som gjorts med utgångspunkt från den svenska marknaden är bristfällig, vilket ligger till grund för den här rapporten som granskar tre företag inom hälsovårdsbranschen.

1.2 Problemdiskussion

Flera studier har visat att de faktorer som teorin om trade-off grundar sig på inte ensamma kan förklara utfallet gällande företags val av finansieringskälla, vilket har lett till att andra faktorer har identifierats och bidragit till nya teorier kring ämnet (Graham & Harvey 1999, Myers 1984). Windows of opportunity och pecking order, som bygger på att företag arbetar aktivt med sin kapitalstruktur, är två av teorierna som uppkommit som alternativ till trade-off.

Myers (1984) kom i sin studie fram till att en speciell preferensordning gällande valet av finansieringskälla uppstår hos företagsledningarna på grund av att marknaderna är ineffektiva och asymmetrisk information råder mellan ledningarna och övriga intressenter. Donaldson (1962) visade också i sin studie att tillgången till information är en bidragande faktor vid beslut rörande företagens val av finansieringskälla. Myers (1984) hävdar dock samtidigt att den asymmetriska informationen inte kan förklara beslutsfattandet på egen hand.

Andra studier har visat att windows of opportunity i hög grad kan förklara de tidsvarierande finansieringsbesluten och därmed vara en viktig determinant när man beaktar företags arbete med kapitalstruktur (Huang & Ritter 2005). Teorin utgår från att företagsledningen tajmar marknaden vid valet av finansieringskälla, det vill säga den finansieringskälla som är mest förmånlig vid tidpunkten för investeringen väljs.

Bayless & Chaplinsky (1996) och Baker & Wurgler (2000) visade att tajming av marknaden vid kapitalanskaffning är vanligt förekommande bland företag på den amerikanska aktiemarknaden.

De studier som genomförts inom ämnet och som fokuserat på de teorier som nämnts ovan ger stöd åt sin "egen" teori. Forskningen begränsas av att de tre teorierna, vilka är de som fått klart mest stöd från tidigare forskning i ämnet, inte ställts mot varandra och därmed kunna påvisa vilken teori som bäst förklarar en företagslednings beslut av finansieringskälla utifrån samma empiriska underlag.

Som nämndes i inledningen genomförde Nyberg & Ottosson (2003) en fallstudie på fyra svenska företag inom detaljhandeln och ämnade med den finna vad som styr företagen i deras val av finansieringskällor och om de kunde förklaras av teorierna kring pecking order och trade-off. Resultatet av studien visade att företagens val av finansieringskällor delvis kunde förklaras av teorierna.

Fortfarande återstår många frågetecken kring hur företagen på den svenska marknaden i stort arbetar med sin kapitalstruktur och huruvida deras beslutsfattande vid finansieringsfrågor kan stödjas av ett teoretiskt resonemang. Den här rapporten har för avsikt att undersöka vilka faktorer som påverkar kapitalstrukturen hos svenska företag på grund av att det är av stor betydelse för ett företags samtliga intressenter att veta vad som driver ledningen vid beslutsfattandet för att kunna minimera riskerna för oförutsedda beslut och dess följder.

Med stöd av detta resonemang fastställs frågeställningarna till:

- ❖ *Vad kan ligga till grund för besluten rörande kapitalstrukturen hos företag på den svenska marknaden?*
- ❖ *Kan dessa beslut förklaras av teorierna kring trade-off, windows of opportunity och/eller pecking order?*

1.3 Syfte

Målsättningen med studien är att identifiera faktorer som påverkar företag på den svenska marknaden i deras val av finansieringskälla utifrån de mest vedertagna teorierna inom ämnet.

1.4 Disposition

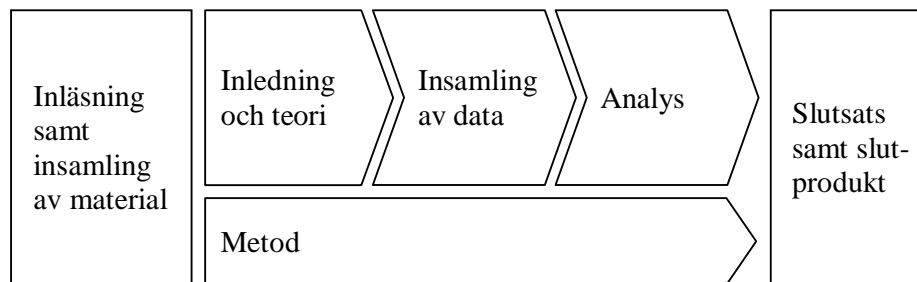
Studien är uppdelad i olika kapitel för att man skall kunna orientera sig fram till resultatet på ett så pedagogiskt och förståeligt sätt som möjligt. Det *första kapitlet* består av en inledning för att ge läsaren en inblick i ämnet och bakgrunden till problemet. I *kapitel två* beskrivs tillvägagångssättet och vilka metoder som använts för att kunna svara på problemställningen. *Kapitel tre* består av de väsentliga teorierna som studien bygger på, nämligen trade-off, windows of opportunity och pecking order. *Kapitel fyra* avser att ge lite kort men nödvändig information av de företag vars representanter som intervjuats (Capiro, Getinge och Orexo). Det *femte kapitlet* består av analysen där det utvärderas hur väl teorierna överensstämmer med det empiriska materialet, det vill säga intervjuerna. Följaktligen presenteras slutsatsen i det *sjätte kapitlet* tillsammans med förslag till ytterligare forskning inom ämnet.

2 Metod

I följande kapitel presenteras inledningsvis en övergripande beskrivning av det tillvägagångssätt som använts under studiens gång. Vidare beskrivs vitala moment mer ingående för att ge läsaren en djupare förståelse för hur studien genomförts.

2.1 Översikt

Innan arbetet med studien startade gjorde vi upp en konceptuell bild över hur arbetet skulle fortskrida under perioden. I figur 1 finns arbetsgången presenterad från det att vi började samla in material om ämnet till själva slutprodukten.



Figur 1: Arbetsprocess

I samband med att studien påbörjades sökte vi information om ämnet kapitalstruktur genom att läsa litteratur och tidigare forskning inom ämnet. Detta gjordes dels för att kunna skapa en bra inledning i rapporten dels för att kunna formulera en relevant frågeställning. När identifieringen av de områden vi fann relevanta för studien var klara utformades ett teoriavsnitt som senare skulle ligga till grund för analysen tillsammans med den insamlade informationen. Empirin i studien består mestadels av primärdata i form av intervjuer samt en del sekundärdata som exempelvis kunnat erhållas från respektive företags årsredovisningar och hemsidor på Internet. Efter att intervjuerna var klara kunde analysarbetet påbörjas. I analysen undersöks vad som driver företagets beslutsfattare angående vilken finansieringskälla som skall användas och därmed hur kapitalstrukturen skall se ut samt om deras handlande kan förklaras av de teorier som ligger till grund för rapporten. Till dess att analysen stod färdig pågick arbetet kontinuerligt med att utforma ett bra och utförligt metodavsnitt som skall förse läsaren med en förståelse om hur arbetet fortskred samt höja studiens reliabilitet och validitet. Varför metoden har löpt över hela studieperioden är på grund av att den justerades efter hand för att anpassas efter studiens arbetsgång. I den sista fasen sammanfattade vi de slutsatser som kunde dras efter att ha genomfört analysen.

2.2 Vetenskaplig metod

Studien är av explorativ karaktär, vilket implicit innebär att en kvalitativ metod användes för att besvara frågeställningarna. Med explorativ karaktär menas att det finns luckor i kunskapen inom ämnesområdet (Patel & Davidson 2003). En kvalitativ metod medför dock att inga generella slutsatser kan dras i studien beroende på att egna tolkningar med största sannolikhet påverkar resultatet samt studiens reliabilitet (Holme & Solvang 1997). Fördelen med att genomföra en kvalitativ studie är den höga graden av flexibilitet då möjligheten att ändra upplägget finns kvar under själva genomförandet. Detta är signifikativt för den här rapporten som är en fallstudie gjord utifrån ett fåtal specifika företag. Lundahl & Skärvad (1999) kännetecknar en fallstudie av att ett eller ett fåtal specifika fall utreds och granskas på en detaljerad nivå och menar att fallstudier är av mycket stor betydelse i kvalitativa rapporter.

2.3 Datainsamling

Studiens empiriska underlag består till största delen av primärdata, det vill säga att informationen är insamlad utifrån studiens syfte och kan i detta fall härledas till de intervjuer som gjorts. Att just primärdata utgör grunden för analysen är naturligt då den här rapporten är en fallstudie som grundar sig på ett fåtal specifika företag. En annan anledning till nyttjandet av primärdata beror på att det inte finns någon information tillgänglig om hur företag lokaliserade på den svenska marknaden arbetar med sin kapitalstruktur.

Sekundärdata, som från början har samlats in av andra utredare med andra syften än för den aktuella rapporten, har inhämtats på olika sätt (Arbnor & Bjerke 1994). Litteratur och vetenskapliga artiklar är hämtade från Ekonomiska Biblioteket vid Göteborgs Universitet. Genom att söka i olika databaser har vi lokaliserat relevanta rapporter som tidigare gjorts inom samma ämnesområde. Databaserna som legat till grund för detta är *JSTOR* och *Business Source Premier*. Årsredovisningar från företagen som studien innefattar är hämtade från respektive företags hemsidor. Tillgången till Internet har underlättat arbetet med rapporten då vi snabbt kunnat hitta tilläggande information.

Precis som Arbnor & Bjerke (1994) nämner kombineras de båda insamlingsmetoderna i syfte att utnyttja data på olika sätt för att styrka och kontrollera olika uppgifter emot varandra. Det görs med avsikt att höja studiens reliabilitet då det är en nödvändig förutsättning för studiens validitet (Lundahl & Skärvad 1999).

2.4 Framtagning av studiens underlag

För att kunna genomföra en fallstudie i enlighet med syftet behövde vi identifiera tänkbara teorier som är relevanta inom ämnet kapitalstruktur. För att erhålla det empiriska material som krävdes för att genomföra analysen intervjuades ett antal företag inom hälsovårdsbranschen.

Tidigare forskning på den svenska marknaden är av allt att döma skral och givet att den här rapporten är av explorativ karaktär och ny data skall analyseras förefaller det naturligt att avgränsa till en viss bransch. Det skulle vara allt för tidskrävande att analysera alla företag på den svenska marknaden liksom alla företag i en bransch. Som beskrivs lite längre fram i rapporten valdes hälsovårdsbranschen ut, beroende på dess unika finansiella karaktär.

2.4.1 Val av teorier

Som framgick i inledningen har det gjorts många studier kring företags hantering av kapitalstruktur och många teorier har utvecklats med tiden. Dock är det svårt att utse någon teori som har mer inflytande än någon annan. De teorier som var märkbart mest vedertagna inom ämnet kapitalstruktur var *trade-off*, *windows of opportunity* och *pecking order*. Samtliga teorier har fått stöd i tidigare forskning, men frågan kvarstår hur teorierna står sig emot verkligheten då de testas gentemot samma empiriska underlag. Varför dessa tre teorier har undersökts i den här studien beror på att de skiljer sig i utformning. Trade-off bygger på ett statiskt mål medan windows of opportunity och pecking order bygger på ett mer dynamiskt förhållande till kapitalstrukturen. Genom att ställa dessa teorier mot varandra kan det urskiljas om företag inom hälsovårdsbranschen agerar från ett statiskt mål eller om de anpassar sig mer efter rådande förhållanden kring företaget och marknaden.

2.4.2 Val av företag

Hälsovårdsbranschen uppvisar stora skillnader gentemot övriga branscher, sett ur ett finansiellt perspektiv, vilket bland annat kan förklaras av att flera företag är beroende av extern finansiering i form av riskkapital för att kunna bedriva forskning och utveckling inom företaget. Det beror på att forskande företag inom hälsovårdsbranschen ofta påbörjar sin verksamhet många år innan de kan uppvisa en färdig slutprodukt som kan generera inkomster (Wentzel 051208). Det kan även urskiljas att företag med högre omsättning inom hälsovårdsbranschen generellt har lägre soliditet än mindre företag (se tabell 1), vilket innebär att det vore av intresse att

undersöka vad som ligger till grund för skillnaderna inom branschen. Detta fenomen verkar vara unikt för hälsovårdsbranschen om man jämför med andra branscher¹ där man inte kan se någon tydlig koppling mellan omsättning och soliditet. De här aspekterna ligger bland annat till grund för varför studien ämnar granska hur hälsovårdsföretag arbetar med sin kapitalstruktur.

Företag	Börsvärde 051128 SEK miljarder	Omsättning 2004 SEK miljoner	Soliditet Procent
Active Biotech	3,23	69,7	52
Biacore International	1,95	495,8	73
Capio	11,94	8 800,2	38
Elekta	11,19	3 152,0	37
Getinge	22,11	10 888,8	33
Meda	11,48	1 042,0	42
Medivir	0,81	82,6	86
Orexo	1,62	86,7	75
Q-Med	6,22	823,2	81
Raysearch Laboratories	2,03	39,5	72

Tabell 1: Företag som kontaktades för en intervju

Av de 41 företag inom hälsovårdsbranschen som finns listade på Stockholmsbörsen valdes tio företag ut för en närmre granskning. Företagen valdes ut under förutsättning att börsvärdet var mellan ca 1 miljard kronor och 22 miljarder kronor. Storleken på de utvalda företagen var av vikt då vi eftersökte företag med en utvecklad medvetenhet kring kapitalstrukturens betydelse samtidigt som vi inte ville inkludera allt för stora organisationer då nödvändig information ansågs vara alltför svårtillgänglig. För att sedan komma fram till vilka företag som skulle granskas i rapporten skickades en intervjuförfrågan via e-post (se Bilaga 1) till samtliga av de tio utvalda företagen. Målet med intervjuförfrågningarna var att få fyra olika intervjutillfällen med två företag som har en försäljningsinbringande verksamhet och två företag som består av en mer forskande karaktär. Dock var många nyckelpersoner svåra att få tag på och tiden för oss var knapp vilket gjorde att vi inte kunde vara så flexibla vad gäller intervjutider. Efter att ha erhållit fyra positiva bekräftelser enligt vår målsättning och intervjuerna påbörjats fick vi ett återbud av ett företag som tidigare hade bekräftat en intervju. Vi bestämde oss för att gå vidare med de tre återstående företagen som var Capio, Getinge och Orexo som senare presenteras i rapporten.

¹ Exempel på andra branscher som granskades var finans, industri, IT, etc.

2.5 Intervjuansats

Efter att inledningen i rapporten var klar och teorierna som utgör grunden för vår analys var på plats utformades en intervjuguide (se Bilaga 2) som skulle ligga till grund för intervjuerna. Intervjuguiden formades utifrån relevanta teorier inom ämnet då vi vill knyta an dessa teorier med vad som påverkar deras beslutsfattande kring kapitalstrukturen.

De frågor som intervjuguiden består av bygger alltså på de tre teorier som rapporten har för avsikt att testa det empiriska underlaget emot. Frågorna utformades på ett sätt som skulle ge de svar som krävdes för att kunna jämföra det insamlade materialet med vad de olika teorierna hävdar vara avgörande för valet av finansieringskälla. För att uppnå en följsam och informativ intervju utformades intervjuguiden i enlighet med de områden som var av intresse för analysarbetet istället för att ordningen på frågorna hade en direkt koppling till en specifik teori.

Givet den relativt korta intervjutiden vi hade med respondenterna togs denna intervjuguide fram för att på så sätt kunna få samtalet i den riktning vi önskade. Ambitionen med intervjuerna var mer att uppnå en diskussion kring de olika företagens arbete med kapitalstrukturen än en renodlad ”fråga-svar-intervju”. Intervjuguiden fungerade som ett underlag där vi kunde kontrollera under samtals gång att vi fick med alla punkter som var av betydelse för vår analys.

Patel & Davidson (2003) nämner två aspekter som måste beaktas då man samlar in information via intervjuer. Den första aspekten är grad av *standardisering* som syftar till hur mycket ansvar som lämnas till intervjuaren när det gäller frågornas utformning och inbördes ordning. Den andra aspekten är grad av *strukturering* som avser intervjupersonens möjlighet till att fritt tolka frågorna utifrån honom själv.

Enligt Patel & Davidsons (2003) resonemang innefattar vår intervju en förhållandevis låg grad av standardisering då samma intervjuguide använts som utgångspunkt i samtliga tre intervjuer, men där frågorna anpassats efter företaget respondenterna företrädde. Intervjuguiden användes för att säkerställa att samtalen med respondenterna berörde samma områden och att diskussionen var av den karaktär att den kunde användas i ett jämförande syfte. Trots att vi eftersträvade jämförbara svar på intervjufrågorna gavs respondenterna stora friheter att tolka frågorna utifrån deras egna perspektiv. Den relativt låga graden av strukturering gav oss en ytterligare infallsvinkel i analysen då vi kunde urskilja olikheter i tankarna kring kapital-

strukturen. Då vi hade för avsikt att göra en kvalitativ analys av intervjurestabilen är intervjuer med låg grad av standardisering och strukturering mest lämpliga (Patel & Davidson 2003).

För att kunna upprätta en rapport enligt studiens syfte var intervjuer den enda tänkbara metoden då vi inte såg några andra möjligheter att erhålla den information som krävdes. Hur pålitliga de slutliga resultaten är kan egentligen först utvärderas efter att andra liknande rapporter gjorts som ger en möjlighet att jämföra resultaten.

2.5.1 Utformning av intervjuguide

För att en intervju ska bli så givande som möjligt belyser bland andra Lundahl & Skärvard (1999) olika "regler" för genomförandet av en resultatgivande intervju. Då vår intervjuguide inte är av standardiserad karaktär är det viktigt att skapa en förtroendefull atmosfär mellan intervjuare och respondent eftersom kemin dem emellan är minst lika viktig som intervjutekniken för att intervjun ska bli givande (Lundahl & Skärvard 1999).

Olika författare nämner vikten av att inleda en intervju med okontroversiella frågor för att undvika en låsning i undersökningssituationen (Holme & Solvang 1997, Lundahl & Skärvard 1999, Patel & Davidson 2003). Ett sätt är att börja med en del faktainriktade frågor för att få respondenten varm i kläderna och efterhand öka graden av kontroversiella frågor om exempelvis värderingar. I slutet bör det rundas av med några mer oproblematiska frågor igen för att neutralisera eventuella spänningar som kan ha uppstått under intervjuförloppet (Holme & Solvang 1997). I intervjuguiden har vi försökt anamma författarnas resonemang kring intervjutekniker och har således bett respondenten att inleda med tala fritt om företaget och deras övergripande strategi kring finansiella beslutsfattanden. Efter det följer mer ingående diskussioner kring de punkter som är av störst intresse för rapporten. Samtidigt som vi var medvetna om att de teorier vi har valt att utgå ifrån bygger på tillgång till relativt känslig information och att det innebär en risk med att ställa en del kontroversiella frågor var det ett måste för att kunna genomföra en grundlig analys. Ett exempel skulle kunna vara frågor rörande informationsasymmetri mellan företagsledningen och andra intressenter. I enlighet med resonemanget ovan och tillsammans med de motiv som beskrivits i avsnitt 2.5 kunde ordningen på frågorna i intervjuguiden fastställas.

Genom att spela in intervjuerna är det möjligt att göra en noggrann tolkning av dem. Till sin nackdel är dock att efterarbetet kan bli mycket stort och tidskrävande samtidigt som det kan uppstå en alltför formell atmosfär i intervjusituationen (Lundahl & Skärvard 1999). För att komma kring dessa potentiella nackdelar användes ingen diktafon vid våra intervjuer, utan noggranna anteckningar fördes ner under intervjun istället. Direkt efter att intervjutillfället var tillända sammanställdes anteckningarna medan minnet var intakt. Samtidigt upplevde vi en god kontakt med samtliga respondenter som alla erbjöd sig att komplettera med information ifall något skulle vara oklart under analysarbetet.

2.5.2 Intervjuobjekt

De tilltänkta intervjuobjekten tillfrågades genom att vi först sände en förfrågan via e-post (se Bilaga 1) där vi talade om att vi skulle följa upp med ett telefonsamtal med en formell intervjuförfrågan. För att säkerställa att vi fick tag på den person som har störst insikt i respektive företags kapitalstruktur granskades deras årsredovisningar. I de fall vi inte fick tag i den mest lämpade personen blev vi vänligen hänvisade till rätt person. Utskicken gjordes i god tid före den önskade tidpunkten för intervjuerna för att ge företagen ett seriöst intryck samtidigt som vi ville ha god tid att förbereda oss och läsa på om företagen innan intervjutillfällena.

Som nämnts tidigare skickades förfrågningar ut till tänkbara intervjukandidater som slutligen resulterade i studiens tre medverkande företag (Capio, Getinge och Orexo). Företagens representanter hade centrala positioner och därmed god insikt i respektive bolag, vilket gjorde dem till lämpliga intervjuobjekt för att fylla studiens syfte.

Respondent	Företag	Befattning
Bjarne Kristiansson	Capio	Koncerncontroller
Ulf Grunander	Getinge	CFO
Claes Wentzel	Orexo	vVD/CFO

Tabell 2: Respondenter och deras befattningar

I tabell 2 är de aktuella respondenterna presenterade och de har ett stort inflytande i sina respektive företags investeringsprocesser liksom dess kapitalstruktur. Inför intervjuerna skickade vi intervjuguiden till respondenterna med syfte att de skulle vara förberedda på vilken typ av frågor som de förväntades svara på. För att ytterligare höja nivån på intervjuerna såg vi till att vara väl förberedda inför intervjutillfällena för att skapa en god atmosfär. Detta gjordes genom att läsa igenom

företagens årsredovisningar samt att vi kontrollerade vad som hänt under 2005. Den senare informationen hämtades från dagspress och ekonomiska tidskrifter såsom Dagens Industri, Affärsvärlden, etc. Frågorna i intervjuguiden omformulerades också till viss del innan intervjutillfället för att anpassas efter företaget respondenterna företrädde. För att motverka ett möjligt ifrågasättande av studiens reliabilitet har svaren behandlats så objektivt som möjligt. Emellertid kan det vara svårt att undvika att egna tolkningar av respondenternas svar sätter prägel på rapporten liksom respondenternas egna tolkningar av frågorna.

2.6 Data- och källkritik

Informationen som har bearbetats i denna rapport består av primärdata i form av intervjuer och sekundärdata i form av litteratur, artiklar, årsredovisningar och Internet. Från det material vi samlat in från intervjuerna (primärdata) kan det inte garanteras att våra tolkningar överensstämmer med de uppfattningar respondenterna hade eftersom vi aldrig kan skydda oss helt emot feltolkningar (Holme & Solvang 1997). Då vi anser att tillit i en rapport är av stor vikt har vi för avsikt att tydligt markera vår medvetenhet när en förklaring kanske inte är helt giltig, vilket i sin tur medför att andra förklaringar som finns har en stärkt tillit (Holme & Solvang 1997).

Då studien även innehåller sekundärinformation är det av stor vikt att ha ett kritiskt förhållningssätt. Källorna som sekundärdata hämtas ifrån kan vara partiska, medvetet tendensiösa och vinklade, ofullständiga, etc. (Lundahl & Skärvad 1999). För att förmedla informationen i vår studie på ett så objektivt sätt som möjligt har flera olika sekundära källor använts för att styrka de teorier eller empiriska material som studien består av.

3 Teoretisk referensram

Det som skiljer många teorier åt är i huvudsak de faktorer som ligger till grund för besluten kring kapitalstrukturen. I detta kapitel behandlas de tre teorier (trade-off, windows of opportunity och pecking order) som ligger till grund för intervjuguiden och analysarbetet.

För att kunna få relevanta och användbara svar på studiens frågeställningar och för att uppfylla studiens syfte är det av vikt att ställa rätt teorier mot det empiriska underlaget i analysarbetet. Därför undersöks de teorier som i tidigare studier visat sig bäst förklara agerandet inom företagen i deras beslutssituationer rörande finansieringskällor.

3.1 Trade-off

Teorin om trade-off har sin utgångspunkt i Miller och Modiglianis båda rapporter rörande en optimal kapitalstruktur. I sin första studie (1958) antog de en fullständigt perfekt kapitalmarknad och kom fram till att det inte spelar någon roll hur företagen förändrar sin skuldsättning, värdet på företaget kommer ändå att vara konstant. Fem år senare (1963) tog de med företagsbeskattning i sina beräkningar och kom då fram till att en hundraprocentig upplåning var att rekommendera för att maximera företagets värde. I verkligheten gäller självklart inte detta med tanke på att Miller och Modigliani bortsåg från de kostnader som uppstår då företaget hamnar i finansiella trångmål genom att ta på sig allt för mycket skulder (Ross et al 2004).

Teorin har sin utgångspunkt från Miller och Modiglianis båda rapporter men har anpassats mer efter den rådande verkligheten. Forskare (Rajan & Zingales 1995, Leland 1998, Jensen & Meckling 1976, Stiglitz 1969, m.fl.) som har varit med och utvecklat och bidragit till teorin har utgått från marknaden som den verkligen ser ut givet att Miller och Modiglianis antaganden inte förefaller realistiska. De har inkluderat de kostnader som det medför att ta på sig skulder och vägt dem emot den skattesköld som ger upphov till en positiv effekt av skuldfinansiering. Av dessa kan man sedan få fram en optimal kapitalstruktur där det råder en "trade-off" mellan de positiva och negativa följderna av upplåning. Kostnaderna som tillkommer i takt med ökad skuldgrad är agentkostnader, konkurskostnader samt ökade räntekostnader på grund av den ökade risken som lånefinansiering innebär (Brigham & Houston 2001).

3.1.1 Skattesköld

Valet av finansiering ger skattemässiga effekter hos företagen. Skattesystemet för företag innebär att räntekostnaderna är avdragsgilla då de kan räknas som en kostnad, medan utdelning till aktieägarna inte är det (Miller & Modigliani 1963). Detta medför att lånefinansiering förespråkas i så stor utsträckning som möjligt då det totala kassaflödet till företaget blir större i fallet då lånefinansiering används (Ross et al 2004). Dock minskas förmånerna med skuldfinansiering något då även privata skatter inkluderas i beräkningarna. Detta på grund av att skattesatsen på intäkter från aktiekapital är mer gynnsam i förhållande till ränteintäkter, vilket därmed sänker avkastningskravet på eget kapital som då premieras (Miller 1977). Emellertid väger fördelarna med räntekostnader som avdragsgilla tyngre och en högre upplåning kan i slutändan motiveras (Brigham & Houston 2001).

3.1.2 Agentkostnader

Agentkostnader uppstår i företagets försök att minimera sina agentproblem, vilket innebär en potentiell konflikt mellan företagsledningen och övriga intressenter. I ett bolag där ledningen opererar oberoende av aktieägarna uppstår potentiella agentproblem (Ross et al 2004). Ledningen tenderar att agera utifrån deras intressen framför att maximera aktieägarnas avkastning (Harris & Raviv 1991). Enligt Brailsford et al (2002) försöker företagsledningar ofta hålla nere skuldsättningen då ökade skulder ger en större risk för konkurs, vilket innebär att en optimal nivå för företagets aktieägare inte eftersträvas.

Vid en introducering av skulder eller ökad skuldsättning tilltar agentproblemet i och med relationen som uppstår mellan långivares och aktieägares olika intressen. Flera faktorer spelar in då långgivaren sätter räntan och villkoren för lånen. Det gäller bland annat långgivarens bedömning av företagets finansiella och operativa risk samt förväntade framtida kassaflöden (Brigham & Houston 2001).

När ett lån är utfärdat kan ledningen i princip använda pengarna till vilka andra investeringar som helst och den besvärliga situationen som då uppstår kan härledas till uttrycket moral hazard². Pengarna kan investeras i betydligt mer riskabla projekt än vad som avtalats med långgivaren och aktieägarna. Om det riskabla projektet lyckas kommer aktieägarna premieras, inte långgivaren. Problemet är då att långgivaren har avtalat om ett pris (ränta och eventuella avgifter) i förhållande till de risker som

² Moral hazard innebär att någon part i ett avtal inte ingår detta avtal i god tro eller har någon annan avsikt med kontraktet än vad som är menat (Investopedia 051229).

var relevanta vid utlåningstillfället. Värt att tillägga i detta resonemang är att om projektet skulle falla så drabbar det såväl aktieägare som långgivare. För att eliminera eller minimera agentproblemen så kräver långgivare restriktiva avtal³ innehållande olika provisioner för att på så sätt minimera risken för moral hazard (Brigham & Houston 2001).

Alla kostnader uppburna av aktieägarna då bolaget använder sig av lån i sin kapitalstruktur är agentkostnader mellan kreditgivarna och ledningen, som är utvald och jobbar på uppdrag av aktieägarna. Som nämndes tidigare så ökar dessa kostnader ju större andel lån bolaget innehar, dock finns en kritisk punkt då de ökade kostnaderna blir större än skattesköldens inverkan (Harris & Raviv 1991).

3.1.3 Konkurskostnader

I takt med en ökad upplåning ökar också risken för att hamna i finansiellt trångmål och risken för att gå i konkurs. Att sätta sig i en situation där företaget riskerar att gå bankrutt medför tillkommande kostnader. Kostnaderna kan delas in i direkta och indirekta konkurskostnader (Ross et al 2004).

Med de direkta kostnaderna syftar Ross et al (2004) på kostnader som direkt kan hänvisas till den situation som uppstår i samband med konkurshotet. Det kan vara administrativa kostnader som uppstår från arbetet med det överliggande hotet eller de legala kostnaderna som företaget drar på sig vid kontakt med advokater och andra organ som dras in vid den uppkomna situationen.

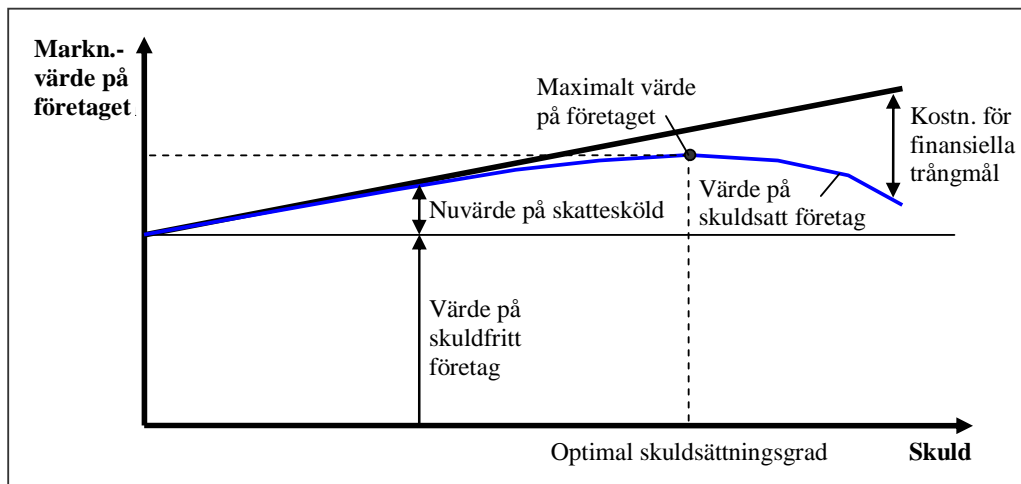
Om företaget hamnar i ekonomiska svårigheter avger det negativa signaler till dess intressenter. Kunderna söker sig till mer pålitliga leverantörer, företags leverantörer minskar kredittiden då företaget riskerar att inte kunna fullfölja sina finansiella åtaganden och kreditgivarna kräver högre räntor i takt med att företags risk ökar (Brigham & Houston 2001). Dessutom tvingar konkurshotet företagsledningen och medarbetare att fokusera på andra uppgifter än de vardagliga, vilket kan innebära att effektiviteten minskar, rörelsekostnaderna ökar, försäljningen minskar och detta kan i sin tur leda till att företags konkurrenskraft försämras (McMenamin 1999). Dessa är de indirekta kostnader som uppstår i samband med den situation som företaget hamnat i.

³ De här avtalen kan till exempel gälla begränsningar av låntagarnas debt/equity-ratios, utdelningsratios och andra likviditetsmått. Om de här måtten inte hålls inom den satta nivån kan det beivras med böter eller straffavgifter.

När en konkurs hotar företaget uppstår det en konflikt mellan kreditgivarnas och aktieägarnas intressen. Kreditgivarna är de som prioriteras först vid en konkurs och de har stora intressen av att hålla kvar så mycket tillgångar som möjligt i företaget till dess att konkursen är ett faktum, då tillgångarna kan likvideras till förmån för dem. Aktieägarna vill däremot sälja av så mycket tillgångar som möjligt innan konkursen gått igenom för att få ut så stor del som möjligt av det kapital som finns i företaget, då de är lägst prioriterade tillsammans med företagsledningen vid en konkurs. Detta kan innebära att agentkostnader uppstår vid ett konkurshot och när ledningen arbetar på uppdrag åt ägarna kan kreditgivarna bli utsatta i slutändan (Ross et al 2004).

3.1.4 Sammanställning av trade-off

Som tidigare nämnts går forskningen om trade-off ut på att hitta den optimala kapitalstrukturen genom att finna ett förhållande mellan för- och nackdelarna med lånefinansiering som anses vara optimalt. När detta förhållande har identifierats kan det vara ett lämpligt skuldsättningsmål som de sedan strävar efter att uppnå (Graham & Harvey 1999). I figur 2 illustreras hur värdet på företaget skiftar vid olika nivåer av skuldsättning och den optimala nivån kan då urskiljas i den punkt där kostnaderna för finansiella trångmål tar ut skattesköldens fördelar med upplåning.



Figur 2: Illustration av trade-off

I figur 2 kan man utläsa hur kostnaderna för finansiella trångmål ökar i takt med en ökad skuldsättning. Om ett företag har en skuldsättningsgrad som motsvarar en position till vänster om punkten som anger det maximala värdet på företaget, i figur 2, har skatteskölden som uppstår vid upptagande av lån fortfarande en fördel gentemot de finansiella trångmålskostnaderna. Om däremot företaget har en skuld-

sättningsgrad som motsvarar en position till höger om punkten som anger det maximala värdet på företaget har skatteskölden inte längre någon fördel gentemot de finansiella trångmålskostnaderna (Brealy et al 2004).

3.2 Windows of opportunity

En teori som fått allt mer genomslagskraft bland forskare inom företags arbete med finansieringsfrågor är windows of opportunity som i stora drag går ut på att tajma marknaden gällande beslut för en viss finansieringskälla. Teorin bygger på ett antagande om ineffektiva aktiemarknader vilket medför att valet av finansiering kan leda till att ett finansieringsalternativ är mer förmånligt än ett annat. Teorin säger att nya aktier bör emitteras då alternativkostnaden för eget kapital är låg och vid tidpunkter då befintliga aktier är högt värderade och därmed genererar mest kapital till företaget (Ritter hemsida 051202). När ett företag emitterar nya aktier då marknaden har värderat aktien för högt tjänar befintliga aktieägare på emissionen eftersom övervärderade aktier ges ut och nya investerare "tvingas" köpa till ett högre pris än vad som är befogat. Skulle företagsledningen däremot anse att aktierna är undervärderade så är nya lån att föredra för att inte ge ut aktier till ett för lågt pris. Då låneräntan på marknaden är låg, det vill säga alternativkostnaden för skulder är låg, är det relativt sett även mer förmånligt att uppta nya lån (Baker & Wurgler 2000).

Baker & Wurgler (2000) visar i sin studie att företag emitterar större andel nya aktier i perioder då marknadsavkastningen varit hög och dessutom har företag historiskt sett ökat sitt egna kapital just före perioder då marknadsavkastningen stagnerat. Förklaringen till dessa resultat försöker de finna i teorier rörande effektiva marknader och om de kan förklara utfallet. Men de kan inte dra några direkta kopplingar till att olika grader av marknadseffektivitet skulle kunna förklara vad de funnit från verkligheten. En slutsats som de drar är dock att de resultat som deras undersökning genererat kan förklaras av att ledningen hos företag helt enkelt lyckats med att tajma marknaden då den är ineffektiv.

Bayless & Chaplinsky (1996) letar efter windows of opportunity genom att länka samman tidpunkten för då beslut om emittring av aktier tas med kostnaden för en nyemission vid samma tidpunkt. I kostnaden ingår informationskostnader som uppstår vid asymmetrisk information⁴ och Bayless och Chaplinsky (1996) menar att

⁴ Ojämn fördelning i tillgång på information mellan företagsledningen och externa finansiärer som blir till en typ av agentkostnad som hänför aktieägarna.

under perioder då dessa informationskostnader är låga emitterar företagen stora volymer aktier. Det kan förklaras av att aktien är snarlikt värderad av företagsledningen och marknaden då de har tillgång till samma information och aktien kan anses ha sitt rätta värde. Ledningen undviker därmed den negativa effekt som en nyemission har på aktiekursen på grund av de signaler som sänds till marknaden när asymmetrisk information råder (Harris & Raviv 1991). I Bayless & Chaplinskys (1996) studie identifieras tidpunkten för när det är förmånligt att använda sig av eget kapital respektive skulder genom att titta på volymen aktier som emitterats på marknaden. Deras teori förutsätter att företagsledningarna handlar rationellt och att rätt beslut av finansieringskälla tas vid rätt tillfälle. Även Majluf & Myers (1984) föreslog i sin studie att företag skall söka efter att minska informationskostnaderna genom förmånliga tider för nyemittering av aktier och att dessa tidpunkter kännetecknas av mindre skillnader i information kring företaget.

Ytterligare försök till att identifiera perioder då det är förmånligt att hämta nytt eget kapital från marknaden har gjorts av Ritter (1984), som identifierade när det är förmånligt att introducera företag på marknaden och därmed bli publika för den stora allmänheten. Noteringar sker ofta i samband med en nyemission för att sprida ägandet i bolaget samt att öka aktiens likviditet (OMX 051228, PMG 051228). Ritter (1984) identifierar förmånliga tider för nyemissioner vid tidpunkter där ett ökat antal börsintroduktioner kan urskiljas.

3.3 Pecking Order

Teorin om pecking order rörande ett företags kapitalstruktur har behandlats i en rapport av Gordon Donaldson (1962) där han menar att bolagens ledningar följer en distinkt handlingsplan då nyinvesteringar görs. Företagens investeringsmöjligheter som uppstår ligger till grund för en flexibel anpassning i utdelningsandelen och det är dessa möjligheter som styr valet av finansieringskälla för investeringarna (Myers 1984). Företagen föredrar generellt en turordning för hur de finansierar investeringar, vilket innebär att de i första hand använder sig av eget befintligt kapital. Ifall det finns ont om kapital inom bolaget finansierar de via externa medel såsom att ta upp nya lån eller emittera nya aktier. Bolagen föredrar då att öka skuldsättningen framför nyemittering av aktier. Det innebär, till skillnad från resonemanget om trade-off, att någon optimal nivå för kapitalstrukturen inte eftersträvas då eget kapital finns både som internt och externt medel och står olika högt upp på önskelistan (Myers 1984). Intressenters olika preferenser angående företagsledningens val av finansieringskälla grundar sig i den asymmetriska informationen som råder mellan ledningen och de

övriga intressenterna. Miller & Modigliani (1958, 1963) bortsåg ifrån asymmetrisk information i sina teoretiska modeller när de antog perfekta kapitalmarknader, något som inte kan göras vid betraktande av dagens verklighet då det är vanligt förekommande bland företagen. Den preferensordning som företag väljer kan motiveras genom att interna medel föredras först då företagen slipper de kostnader som uppstår i samband med en nyemission eller ett låntagande (Myers 1984). Dessutom behöver ledningen inte ge upp någon information som endast de besitter gällande företagets aktiepris. Vid behov av extern finansiering är skuldfinansiering den säkrare kapitalanskaffningen framför en mer riskfylld nyemission och därför kan den motiveras först (Majluf & Myers 1984).

Informationsasymmetri mellan investerare och ledning leder till att aktiepriset blir felvärderat och företagsledningen, som besitter mer information än investerarna, kan då urskilja när aktiepriset är över- respektive undervärderat. Vid en undervärderad aktie leder en nyemission till att de befintliga ägarna inte får lika stor del i det nya projektet som de nya investerarna, då företaget ger ut aktier till ett allt för lågt pris. Detta medför att projektet inte blir genomfört och företaget riskerar att missa ett projekt som har ett positivt nuvärde (Majluf & Myers 1984).

Skulle ledningen anse att aktien är övervärderad så kan dock en nyemission vara ett alternativ då ledningen strävar efter aktiens riktiga värde (Myers 1984). En nyemission sänder även signaler till marknaden om att företagets aktie är övervärderad och reaktionen blir därför att aktiepriset sjunker, beroende på den rådande informationsasymmetrin (Ritter hemsida 051202). Vid lånefinansiering undviker företagen att sända signaler till marknaden om en felvärderad aktie och därmed en negativ effekt på aktiekursen (Harris & Raviv 1991).

Grundat på vad teorin om pecking order bygger på kan den sägas vara en form av windows of opportunity då det gäller att investera vid en tidpunkt då asymmetrin i information är liten och aktiepriset är det rätta. Vid rådande asymmetri medför det en speciell preferensordning bland företag i deras sätt att finansiera ett nytt projekt och beroende på vilken information som finns och hur den är tolkad så är olika finansieringsalternativ att föredra (Bayless & Chaplinsky 1996, Myers 1984).

Myers (1984) skriver vidare i sin studie att pecking order emellertid inte kan förklara företagens beslutsfattande ensamt, utan hans undersökning visar flera fall då företag

emitterat nya aktier när de haft möjlighet att låna externt och fortfarande ligga kvar på ”investment grade”⁵.

3.4 Teoretisk översikt

De tre olika teorierna skiljer sig i sättet hur företagen verkligen arbetar med sin kapitalstruktur. Företag som söker en trade-off mellan för- och nackdelar med en ökad upplåning och därmed strävar efter att finna en optimal skuldsättningsnivå arbetar mer statiskt med sin kapitalstruktur genom att försöka upprätthålla denna nivå. Genom att identifiera de undersökta företagens inställning till ett uppsatt skuldsättningsmål, deras förhållande till olika finansieringsalternativ, krav från intressenter samt vad eller vilka som är delaktiga i beslutsprocessen så erhöles de svar som krävdes för att kunna genomföra en jämförelse med teorin.

Windows of opportunity och pecking order innebär ett mer dynamiskt arbete med kapitalstrukturen för företagsledningen. Den förra innebär att aktivt anpassa valet av finansieringskälla efter tidpunkten för anskaffningsbehovet. Det medför att företagen spekulerar i marknaden och den finansieringskälla som är mest förmånlig vid tidpunkten för nyinvesteringen väljs. Den senare bygger på asymmetrisk information som råder i dagens företag mellan ledningen och övriga intressenter och som medför att företagsledningen inte vill dela med sig av den exklusiva information som endast de själva har tillgång till. Det ger upphov till en generell preferensordning vid valet av finansieringskälla som innebär att interna medel föredras framför externa och lån framför externt eget kapital. Under intervjutillfället identifierades ifall några antydningar till att informationsasymmetri föreligger mellan företagens ledningar och övriga intressenter och om det skulle vara avgörande för framtida finansieringsbeslut. För att hitta en möjlig förklaring till detta krävdes bland annat uppgifter om vilken finansieringsform som föredras och varför just den, hur ägare och övriga intressenter prioriteras och hur ägarfördelningen inom företagen ser ut. En del av uppgifterna som frågorna efterlyste var av känslig karaktär, vilket innebär att svaren är öppna för ifrågasättande och egna tolkningar då de inte är helt tillförlitliga.

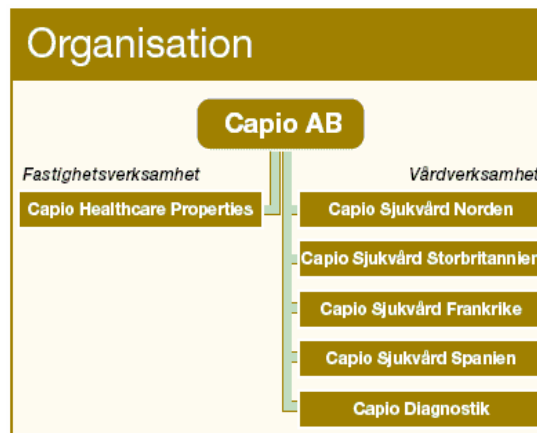
⁵ Investment grade motsvaras av en kreditvärdering av BBB eller högre hos kreditinstituten Standard & Poors och Moody's (Investopedia, 051228).

4 Presentation av företagen

I detta kapitel ges en närmre beskrivning på företagen som ingår i studien. En inblick i deras verksamhet samt lite historisk bakgrund presenteras för att ge läsaren en uppfattning om företagen. Uppgifterna kommer uteslutande ifrån respektive företags hemsida om inget annat angivits.

4.1 Capio AB

Capio grundades 1994 och är, med en nettoomsättning på 8,8 miljarder kronor och drygt 8300 medarbetare (Capio ÅR 2004), ett av Europas ledande sjukvårdsföretag. De är marknadsledande i Sverige och Spanien⁶, näst störst i Frankrike samt fjärde störst i Storbritannien. Organisationen består av fem verksamhetsområden; Capio Sjukvård Norden, Capio Sjukvård Storbritannien, Capio Sjukvård Frankrike, Capio Sjukvård Spanien och Capio Diagnostik. Capio Healthcare Properties redovisas separat då det inte tillhör kärnverksamheten. Fastighetsverksamheten finns då kontrollen över sjukvårdsfastigheter ses som en strategisk tillgång för att framgångsrikt bedriva sjukvård.



Figur 3: Capios organisation

Relativt sett är verksamheten störst i Storbritannien där försäljningen uppgår till 36% av den totala. Dock är fortfarande inte den nyförvärvade spanska verksamheten inkluderad i de beräkningarna, vilket blir något missvisande då den kommer ha stor inverkan vid konsolideringen i Capios årsredovisning 2005. Capio har som målsättning att växa 20% per år varav 10% är genom förvärv (Kristiansson 051208). Störst ägare i Capio är Orkla med sina 7,8% av det totala aktiekapitalet och lika stor andel röster. Övriga större ägare är andra och fjärde AP-fonden med 5,2% respektive 4,1% av rösterna. Capios kapitalstruktur har förändrats över de senaste sex åren i enlighet med vad Kristiansson förklarade vilket inneburit att investeringar har infallit med ett till två års mellanrum och medfört att skuldsättningen ökat under dessa år (se tabell 3, sidan 24). Noterbart är att förvärvet av Grupo Sanitario IDC innebar en

⁶ I januari 2005 förvärvade Capio Grupo Sanitario IDC, som är det största privata sjukvårdsorganisationen i Spanien. Data som är redovisade i rapporten är hämtade från Capios årsredovisning 2004 vilket innebär att Capio Sjukvård Spanien inte är konsoliderat i Capio AB.

kraftig ökning av aktiepriset vilket även medförde att företagets marknadsvärde steg något relativt dess bokförda värde (Affärsvärlden 051228). Dock har marknadsvärdet varit klart högre än det bokförda värdet under hela den undersökta sexårsperioden.

4.2 Getinge AB

Getinge grundades år 1904 av Olander Larsson och inriktade sig på tillverkning och försäljning av jordbruksutrustning. Det var först år 1932 som Getinge började ändra inriktning emot den nuvarande verksamheten, som riktar sig mot den globala sjukvårdsmarknaden och äldrevården. Getinge består av tre verksamhetsområden; Medical Systems, Infection Control och Extended Care och har drygt 6800 anställda (Getinge ÅR 2004).

Försäljningen sker globalt, dock utmärks Västeuropa och Nord-



Figur 4: Getinges organisation

amerika som huvudmarknaderna. Nettoförsäljningen uppgick år 2004 till 10,9 miljarder kronor med en vinst på 1,3 miljarder kronor innan skatt. Vad gäller ägarstrukturen så innehar Carl Bennet, via ett privatägt bolag, 14,1% av det totala aktiekapitalet och har 46,4% av rösträttigheterna. Med detta innehav är han den i särklass största aktieägaren i Getinge AB. Andra större ägare är Robur och fjärde AP-fonden med 6.8% (4.2% av rösträttigheterna) respektive 4,7% (2,9%) av det totala aktiekapitalet (Getinge ÅR 2004). Den årliga tillväxten skall ligga kring 15% där 10% av tillväxten skall ske genom förvärv finansierade av Getinges egna kassaflöden. Getinges soliditet visar inga tydliga förändringsmönster och har dessutom varierat relativt lite mellan åren 2001 till 2005 och har legat på en nivå mellan 24% och 37% under perioden. Skillnaden mellan Getinges marknadsvärde för soliditeten och dess bokförda värde har varit stort under perioden 2001–2005 men har varierat ganska lite åren emellan, vilket även kan utläsas i tabell 3 på sidan 24.

4.3 Orexo AB

Orexo AB grundades 1995 och noterades på Stockholmsbörsens O-lista först i november 2005. Orexo har en unik affärsmodell där drivkraften ligger i att identifiera brister i de terapeutiska egenskaperna hos redan kända produkter inom områden med väsentligt kommersiellt värde. Den bygger på att utveckla innovativa patentskyddade läkemedel på ett sätt som innebär kortare tid till marknadsföring, minskad risk för kliniska misslyckanden, lägre utvecklingskostnader och därmed ökade chanser för kommersiell framgång.

Genom att arbeta enligt modellen strävar Orexo efter att investeringarna som görs i forskning och utveckling skall generera en hög avkastning. De största ägarna i Orexo är



Figur 5: Orexos affärsmodell

HealthCap och Catella. HealthCap, som är ett venture capital bolag som specialiserar sig på hälsovårdsföretag på den nordiska marknaden, innehar 51,3% av det totala aktiekapitalet och lika hög andel rösträtt (Orexo ÅR 2004). Orexo har ännu inga regelbundna försäljningsinkomster och förlitar sig på kapital från riskkapitalister och givet deras verksamhet uppgår andelen anläggningstillgångar till ca 9% av de totala tillgångarna. Efter börsintroduktionen i november 2005 har den andelen minskat då Orexo inkasserade ca 300 miljoner kronor i form av en nyemission. Med tanke på att Orexo först noterades på Stockholmsbörsen i november 2005 så finns inga tillgängliga uppgifter över deras kapitalstrukturs historiska marknadsvärden. Enligt Orexos senaste årsredovisningar har det bokförda värdet för soliditeten av förklarliga skäl varit mycket högt sedan år 2000. Orexo har inte kunnat uppta några krediter hos kreditinstituten vilket har inneburit att företaget uteslutande har finansierat verksamheten med eget kapital.

4.4 Jämförelse mellan företagen

Orexo skiljer sig på många sätt från Capio och Getinge då deras förutsättningar är något annorlunda. Eftersom de inte har någon säkerhet i form av fasta tillgångar har de inte heller någon möjlighet att kunna lånefinansiera investeringar (Wentzel 051208). Kapital kommer in i bolaget genom att riskkapitalister investerar pengar i bolaget. Numera, sen börsintroduktionen i november 2005, har Orexo även möjlighet att vända sig till gemene man för att samla in nytt kapital i form av nyemissioner.

Vidare skiljer sig Orexo i termer av antal anställda (ca 25 anställda) och uppvisande av negativa rörelsemarginaler, medan Capiro och Getinge är två stora företag med tusentals anställda, höga rörelsemarginaler och som genererat stora vinster de senaste åren.

Capiro och Getinge har även en stor andel fasta anläggningstillgångar som de kan ställa som säkerhet vid upptagande av lån vid eventuella nyinvesteringar. Det gör att de har annorlunda förutsättningar inför finansieringsbeslut än Orexo. En annan faktor som skiljer företagen åt är ägarstrukturen där Getinge och Orexo har varsin dominant ägare medan Capiro har en mer diversifierad ägarstruktur.

Som nämnts har Orexo inga möjligheter att ta upp lån vilket medför en hög soliditet inom företaget. Capiro och Getinge har däremot avsevärt lägre soliditet och ligger på en mer normal nivå runt 30–40%. Vid en jämförelse mellan företagens bokförda värden och marknadsvärden så åskådliggörs tydligt i tabell 3 att marknadsvärdena för företagen är klart högre.

År	Capiro		Getinge		Orexo	
	bokfört värde	Marknadsvärde	bokfört värde	Marknadsvärde	bokfört värde	Marknadsvärde
2005	29	51	37	69	–	–
2004	38	53	33	70	75	–
2003	28	41	29	62	80	–
2002	46	64	34	59	77	–
2001	31	51	31	57	73	–
2000	39	77	24	46	87	–

Tabell 3: Soliditetsvärden för respektive företag, 2000–2005

Marknadsvärden för Orexo saknas eftersom företaget börsnoterades först i november 2005 och således har deras aktie inte funnits tillgänglig till handel för allmänheten. Siffrorna för år 2005 hade heller inte offentliggjorts vid slutförandet av denna studie. Orexos värden för år 2005 skulle emellertid inte ha varit lika relevanta för denna studie, såsom Capiros och Getinges, då tidigare historiska värden inte heller finns tillgängliga.

5 Analys av insamlad empiri

I detta kapitel undersöks det om företagen drivs av samma faktorer som teorierna förespråkar vid beslut om vilken finansieringskälla som skall användas vid investeringar. Det görs med hjälp av att analysera vad de olika företagens respondenter ansåg ligga bakom deras beslutsfattande.

Studiens undersökta företag uppvisar stora skillnader i finansiella egenskaper. Capio och Getinge lanserar egna produkter inom hälsovårdsbranschen och uppvisar en komponering av kapitalstrukturen som liknar många andra tillverkande företag (Affärsvärlden 051206). Orexo, som är ett nyligen börsintroducerat forskningsföretag, har inte några skulder alls då de inte har några säkerheter att sätta bakom lånen och finansieras därför av riskkapitalister. Deras verksamhet speglar dock flera av de mindre företagen inom hälsovårdsbranschen och ger därför studien ytterligare en infallsvinkel som kan anses vara viktig för att visa branschens stora olikheter. Orexos agerande i vissa finansieringsfrågor är därför avvikande från övriga undersökta företag och kan vara svåra och mindre relevanta att applicera till vissa delar i detta kapitel.

5.1 Trade-off

De faktorer som teorin om trade-off bygger på har visat sig vara av olika stor vikt för de undersökta företagen. Capio beaktar flera av dem i mycket större utsträckning än Getinge som har ett mer dynamiskt förhållande till sin kapitalstruktur och Orexo av den enkla anledningen att de inte har någon skuldsättning alls.

5.1.1 Skuldsättningsmål

Vid beaktande av företags finansiella strategier så utgör skuldsättningsmål en viktig komponent. Företag som försöker finna en trade-off mellan för- och nackdelarna med skuldsättning och därav få fram den optimala kapitalstrukturen som blir till ett potentiellt mål för företaget, kan påstås falla in under denna teori. De faktorer som teorikapitlet behandlade som bakomliggande faktorer till denna teori, har visat sig vara av olika vikt för studiens undersökta företag.

Bjarne Kristiansson på Capio menar att deras finansiella strategi är uppbyggd kring ett skuldsättningsmål, precis som teorin om trade-off säger (Jensen & Meckling 1976). Detta mål måste Capios ledning hålla sig till och ifall företaget behöver gå utanför gränserna så krävs styrelsens godkännande. Vidare säger han att företaget är

inne i en tillväxtfas för tillfället och har därför kunnat tänja lite på gränserna och fått medgivande av styrelsen att ha en något högre skuldsättning. Skuldsättningsmålet som är uppsatt skall vara ca 1,5 gånger det egna kapitalet men skuldsättningen får aldrig riskera det övergripande målet som är att hålla sig på ”investment grade” hos kreditföretagen. Vidare berättar Kristiansson att investeringsprojekten har, för Capios del, inträffat med ungefär ett och ett halvt års mellanrum och när en investering görs så följs det av en högre skuldsättning som företaget sedan reducerar genom att öka det egna kapitalet i form av kvarhållna vinstmedel, för att åter nå sitt uppsatta kapitalstrukturmål.

Skuldsättningsmål är däremot inget som varken Orexos eller Getinges ledningar lägger någon större vikt vid. Orexo av förklarliga skäl då de inte har några räntebärande skulder alls. Enligt Ulf Grunander, Getinges CFO, är det investeringsmöjligheterna som styr när en ny investering kan och skall göras och inte upprätthållandet av en optimal kapitalstruktur. Ifall det föreligger möjligheter till en eller flera bra investeringar så är det inte den påföljande skuldsättningen som avgör, förutsatt att skulderna inte blir alltför stora, om köpet skall gå igenom eller inte. Getinges ledning har vid gynnsamma och bra investeringar styrelsens fulla stöd, menar Grunander, bara investeringens prospekt är utformat på ett bra sätt så styrelsen beviljar ökad kreditupptagning vid ett sådant tillfälle.

Respondenternas tillväxtmål skiljer sig också, Capiro har som mål att växa med 20% årligen och Getinge med 15%. Den högre tillväxten hos Capiro kan motiveras genom att de inte ger ut någonting i form av utdelning till sina aktieägare, utan använder alla medel till vidare expansion och för att åter bygga upp det egna kapitalet vid perioder då en stor investering precis genomförts. För Getinges del är dock utdelning en policy som man håller fast vid och den utgör en tredjedel av vinsten. Det motiveras som en lämplig andel med tanke på visad uppskattning till aktieägarna satt i relation till den tillväxtökning företaget strävar efter att uppnå. I tider då företaget planerar och genomför större investeringar har de hittills nämligen genomfört utdelningar istället för att hålla kvar de interna medlen och använda dem vid nyinvesteringar. Detta visar att en ökad skuldsättning inte har någon större påverkan på Getinges finansieringsbeslut då de tvingas till ett större låneupptag när de ger ut kapital som de annars kunnat använda för expansion.

5.1.2 Skattesköldens inverkan

Skatteskölden är den positiva effekt som en allt högre upplåning har hos företagen (Miller & Modigliani 1963). De undersökta företagen ger olika svar på skattesköldens vikt vid beslut angående vilken finansieringskälla som skall användas. Kristiansson menar att Capiro är väl medvetna om skattesköldens positiva effekter och att de tar hänsyn till den vid sina beslut då den utgör en viktig determinant för valet av finansieringskälla. För tillfället har Capiro tagit upp relativt mycket nya lån på sina fastighetsförvärv vilket resulterat i långa kredittider. Den långa låneräntan är inte lika förmånlig som den kortare i dagsläget och därmed har Capios skuldfinansiering inte varit lika lönsam relativt sett, men trots detta är lånefinansiering mer fördelaktigt med tanke på att räntekostnaderna är avdragsgilla, enligt Kristiansson.

Getinge hävdar dock att skatteskölden inte är någonting som de fäster någon tyngd vid eller är någon avgörande faktor när beslut tas om finansiering. Vidare menar Grunander att de föredrar internt eget kapital och lån i så stor utsträckning som möjligt, men nämner inte skatteskölden som någon direkt orsak till det utan istället är han medveten om skuldtagandets fördelar gentemot externt eget kapital och utnyttjar detta så långt det går innan risktagandet blir alltför stort. Endast vid större nyinvesteringar, som inte kan finansieras fullt ut av lån, är det aktuellt att hämta nytt externt kapital från sina aktieägare genom en nyemission.

Orexo har inte några räntebärande skulder eller någon möjlighet att ta upp nya krediter vilket innebär att de inte har någon erfarenhet av skattesköldens inverkan. Wentzel hävdar dock att företaget skulle kunna bli accepterade krediter vid eventuella framtida förvärv av exempelvis en försäljningsavdelning och lånefinansiering vore då ett självklart val på grund av att det är en billigare form av finansiering och nämner bland annat skatteskölden som en av faktorerna.

5.1.3 Finansiella trångmålskostnaders inverkan

En ökad upplåning i företaget medför en ökad finansiell risk och därmed tillkommande kostnader. Riskökningen medför ökade kreditkostnader, agentkostnader, kostnader för informationsasymmetri samt konkursrelaterade utgifter (Brigham & Houston 2001, Myers 1984). De ökande räntekostnaderna hos kreditgivarna hävdar samtliga respondenter är en bidragande orsak till varför en ökad skuldsättning hämmas. Både Kristiansson och Grunander säger att det märks tydligt på räntekostnaderna och responsen från kreditgivarna när företagen lägger fram förslag om nya och högre krediter som ökar risken att hamna i återbetalningssvårigheter allt för

mycket. Detta gör att företagen då tvingas hämta kapital från annat håll eller avstå investeringen.

Olika intressenters preferenser medför agentkostnader för företaget då samtliga intressenter kräver att få sina avkastningskrav uppfyllda (Myers 1984). Hos Capiro påverkas besluten av företagsledningen, ägarna och kreditgivarna. Företagsledningen lägger fram förslagen och strategierna för investeringarnas genomförande, medan ägarna påverkar genom att de väljer ut företagens styrelse som i sin tur väljer ut den ledning som får förtroendet att styra företaget. Dessutom tar aktieägarna beslut vid nyemissioner om de är villiga att investera nytt kapital i företaget eller bevilja en utspädning av aktien, det vill säga ägandet, som en nyemission kan innebära.

Kreditgivarna påverkar besluten genom att sätta gränser för risktagande i förhållande till den förväntade avkastning som projektet har. Med tanke på att både Capiro och Getinge är beroende och intresserade av lånefinansiering vid expansion så kan det tänkas att kreditgivarnas krav är av stor betydelse. Kristiansson understryker även att det är fallet hos Capiro vilket innebär begränsningar i åtaganden och ökade agentkostnader hos företaget. Grunander hävdar dock att så inte är fallet hos Getinge. När nya krediter behövs uppstår en förmånlig situation för företaget då ett flertal kreditgivare är med vid den konkurrenssituation som uppstår, vilket resulterar i mer förmånliga kreditavtal för Getinge och kreditgivarna bör således få aningen mindre möjligheter till påverkan än i Capios fall. Det skall dock tilläggas att Getinge inte söker efter förvärv som de ej har täckning för materiellt sett även om soliditeten skulle tåla en sådan, då räntorna vid sådana projekt skulle öka avsevärt och konkurrensen skulle minska bland bankerna om att ingå avtalet. Det förklaras till viss del Grunanders respons gällande det låga inflytande som bankerna har hos Getinge.

Orexo är i dagsläget beroende av riskkapital, då intäkterna från patent och royaltys inte täcker de totala kostnaderna, vilket bör innebära att finansierarna har en stor påverkan på besluten. Enligt Wenthzel behöver företaget, i princip, endast kapital till rörelsen i form av att kunna genomföra tester, forskning och utveckling, etc. Övriga rörelsekostnader består av hyror, löneutbetalningar samt andra administrativa kostnader och de är relativt små bland forskande företag. Kapitaltillskotten från riskkapitalisterna sker så att företaget får rörelsekapital nog för att kunna hantera kostnaderna under en viss period, därefter krävs det ny finansiering. Detta innebär att finansierarna inte direkt påverkar ledningens beslut i vilka projekt den vill investera i, då pengarna redan finns innan beslut angående projekt tas. Ledningens preferenser och tycke styr alltså företagets mål under den finansierade perioden, vilket ger

upphov till potentiella agentproblem mellan finansörerna och ledningen. Med tanke på att Orexos verksamhet bygger på forskning som i nuläget endast genererar mindre intäkter i form av royaltys finns det ingen möjlighet till låneupptag hos bankerna då de inte kan ställa någon säkerhet bakom krediterna. Kostnaderna för risken att gå i konkurs skulle vara så höga att det inte kan motiveras att ta upp lån till de kostnader som bankerna kräver. Detta innebär att finansiering genom eget kapital är enda utvägen för företag av sådan karaktär. Wentzel är dock inte främmande för en framtida expansion genom en investering i en försäljningsavdelning, som innebär att företaget skulle kunna få möjlighet att ta upp lån hos kreditgivarna.

5.1.4 Ägarstrukturens betydelse för agentproblem

Företagens ägarstruktur är av stor vikt när man talar om informationsasymmetri, agentkostnader och ledningens prioriteringar i förhållande till övriga intressenter (Harris & Raviv 1991). I studiens undersökta fall skiftar ägarförhållandet ganska mycket där Getinge och Orexo har en mycket stark ägare som också representeras i företagets styrelse, till skillnad från Capio som har en mer diversifierad ägarstruktur.

Getinges största ägare, Carl Bennet, innehar 46,4% av rösterna och sitter dessutom som styrelseordförande i företaget (Getinge ÅR 2004). Enligt Grunander beaktas alla ägare lika vilket dock kan ifrågasättas när en person med så stort inflytande sitter i företagets styrelse. Styrelseordförandens starka position borde innebära att ledningen tar stor hänsyn till hans åsikter då han nästintill har egen majoritet i styrelsens beslut. Skulle inte ledningen agera efter ordförandens vilja och intressen så har han möjligheten att avsätta ledningen i princip ensam, vilket ger ledningen restriktioner i sitt agerande. Tilläggas kan dock att ägaren i fråga är den som suttit klart längst i företagets styrelse, vilket tyder på att denne har långsiktiga intressen i företaget mer än att bara maximera sin egen avkastning på kort sikt och låter då ledningen agera efter företagets bästa.

Grunander hävdar att aktieägarna är något som de lägger stor vikt vid och som är i fokus vid beslut angående nya projekt. Företagets fasta utdelningspolicy på en tredjedel av årets resultat, som styrelsen beslutat om skall vara en lämplig andel av vinsten till ägarna, tyder även på ett beaktande av aktieägarna. Enligt resonemanget ovan ges indikationer på agentproblem mellan företagsledningen och kreditgivarna. Enligt Grunander har företaget även en för låg skuldsättning vid tidpunkten för intervjun, vilket innebär en ogynnsam kapitalstruktur för aktieägarna och ökade agentkostnader mellan ledningen och företagets ägare. Den starka ägarpositionen

från styrelseordföranden skulle också kunna medföra att företaget får egenskapen av att vara familjeägt och då går andra intressen såsom traditioner och likviditets-trygghet framför en maximering av avkastningen. Detta medför att övriga aktieägare, som har som mål att generera en så hög avkastning som möjligt, inte får sina mål uppfyllda. Grunander säger dock att den låga skuldsättningen inte beror på detta utan företaget har återhämtat sig från tidigare investeringar och står nu beredda att göra nya investeringar och därmed öka skuldsättningen igen.

I Orexos fall kan man se stora likheter med Getinge där en ägare innehar en betydande del av aktiekapitalet då HealthCap representerar drygt 50% av andelarna i Orexos totala aktiekapital och förfogar över två platser i styrelsen. Skillnaden är dock att Orexo inte har några skulder vilket innebär att agentproblem mellan ledningen och kreditgivare således inte förekommer. Samtliga medlemmar i Orexos ledning har tagit del av ett optionsprogram vilket skulle kunna innebära att de styr företaget på ett sätt som gynnar dem själva och övriga ägare och därmed kanske inte ser till företagets bästa. Storleken på posterna varierar dock mellan ledningsgruppens medlemmar och det är tveksamt om optionsprogrammen har en signifikant effekt på ledningens sätt att styra företaget.

Till skillnad från Getinge och Orexo är Capios ägarandelar mer diversifierade och ingen ägare hade mer än åtta procent av rösterna vid utgången av 2004 (Capio ÅR 2004). Utav de ägare som har flest antal röster så är det ingen som är representerad i styrelsen vilket kan ge ledningen friare händer att arbeta efter deras egna mål och preferenser. Samtidigt medför det ökade agentproblem mellan ledningen och ägarna vid en jämförelse med Getinges ägarpositioner.

Som tidigare nämnts är kreditgivarna betydelsefulla aktörer för Capio vid deras investeringsbeslut, då de sätter upp gränser för den risk företaget tillåts dra på sig i samband med förvärv och andra investeringar. Detta innebär en större beaktning av deras krav och önskemål, i jämförelse med Getinge, och därmed mer utspridda agentproblem bland företagets intressenter. Kristiansson anser att företaget har en något för hög skuldsättning i dagsläget och motiverar den genom den tillväxtfas som präglar Capio, men säger även att ägarna förespråkar en hög skuldsättning då detta är den billigaste formen av finansiering. Det kan sammanfattas som att ledningen inte avstår ifrån att dra på sig ökade skulder och därmed en högre risk för att uppnå det tillväxtmål som satts upp och som ägarna även förespråkar. En hög skuldsättning medför dock ökade krav från både bankerna och ägarna, vilket kan leda till svåra val i prioritering av finansieringskälla.

Capio är det företag av de som studien omfattar som bäst passar in på teorin kring trade-off. Precis som teorin förespråkar söker Capio efter att upprätthålla sitt uppsatta skuldsättningsmål. Målet är satt till en nivå som för företaget anses vara optimal och där Capio tagit hänsyn till skattesköldens förmåner med en ökad upplåning och de kostnader som en ökad skuldsättning ger upphov till på grund av ökade agentproblem. Inom företaget finns potentiella agentproblem mellan ledningen och övriga intressenter och dessutom spelar kreditgivarna en betydande roll för besluten när de sätter upp restriktioner för investeringarna och påverkar genom höjda räntor vid osäkra investeringar.

Getinge hävdar att det är möjligheterna som styr företagets investeringar och skuldsättningen är inget direkt hinder för dem. Det finns anledning att tro att agentproblem är förekommande i företaget men skatteskölden är inget som de lägger någon vikt vid enligt Grunander och något uppsatt skuldsättningsmål är inte heller något som de strävar efter.

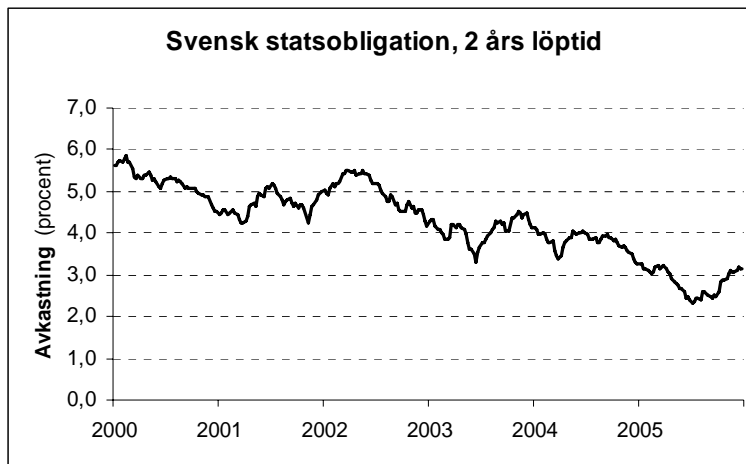
Orexo har ingen möjlighet att uppta några lån vilket innebär att skuldsättningsmål och skattesköld inte är företeelser som de arbetar med. Med detta i åtanke är teorin kring trade-off inte fullt ut applicerbar på Orexo. I dagsläget, när det inte finns några möjligheter till att erhålla nya krediter till rimliga kostnader, innebär det att Orexos trade-off infaller vid en nivå där finansieringen sker fullt ut av eget kapital.

5.2 Windows of opportunity

Flera tidigare studier har identifierat företagets strävan och försök efter att dra finansieringsmässiga fördelar genom att tajma marknaden för sina beslut om nyinvesteringar (Baker & Wurgler 2000, Bayless & Chaplinsky 1996, Ritter 1984). Studiens samtliga företag hävdar dock att de inte sysslar med någon form av spekulation i alternativkostnaden för eget kapital och skulder. Det rådande marknadsläget är inte något som har någon större påverkan på valet av finansieringskälla hos Getinge, enligt Grunander. Det är istället investeringsmöjligheterna som styr när i tiden en investering skall ske och valet av finansieringskälla begränsas till interna medel och skuldsättning i de fall då förvärvet inte är så stort att en nyemission krävs för att täcka det stora kapitalbehovet.

Även Capio uppgav att de inte sysslar med någon form av spekulation och tajming i marknaden, men vid en närmre kontroll av företagets finansiella åtaganden så visar det sig att under våren 2004 ingicks ett avtal om ett låneupptag på EUR 200 miljoner.

Under slutet av samma år hade företaget ännu inte utnyttjat denna kredit vilket strider mot vad Kristiansson sagt angående att företaget endast hämtar större summor kapital, i form av nyemission eller lån, vid ett planerat förvärv. Detta avtal omarbetades i början av 2005 då företaget gjorde ett stort förvärv i Spanien som krävde mycket kapital, både i form av en nyemission och genom skuldfinansiering.



Figur 6: Utveckling för en svensk statsobligation (Källa: Riksbanken)

Som åskådliggörs av diagrammet i figur 6 var tillfället för att ta upp detta lån relativt förmånligt i början av 2004 med tanke på att låneräntorna hade sjunkit kraftigt under en längre period utan någon uppgång där emellan. Detta kan ha givit Capio incitament för ett fördelaktigt låneavtal i tron om att räntorna skulle stiga igen i framtiden och därmed kunna utnyttja krediten längre fram då nya kreditupptagningar skulle ha varit dyrare.

Wentzel hävdar också att Orexo inte har för avsikt att spekulera och finna "windows of opportunity" i marknaden för att på så sätt dra fördel av det finansieringsmedel som vid tidpunkten för investeringen är mest fördelaktigt. Vidare påpekar han dock att Orexos börsintroduktion, som ägde rum i november 2005, senarelades ett år på grund av att de ansåg att det skulle vara mer förmånligt att notera företaget på Stockholms O-lista då. Skälen till detta uppger han inte så noggrant men hävdar att marknadsförhållandena ansågs mer förmånliga då. Detta ger möjligheter för spekulation om att Orexo trots allt försöker tajma marknaden för beslut som rör företagets finansiella position. I samband med noteringen var nämligen en nyemission planerad i syfte att vara förberedd ekonomiskt sätt för en ökad expansion i företaget och dessutom öka antalet aktier till marknaden för att uppnå en ökad likviditet i företagets aktie.

Jämförs Orexos agerande med de teorier som identifierar perioder då det är förmånligt att emittera nya aktier så kan deras beslut om en senareläggning av börsnoteringen motiveras. Enligt Bayless & Chaplinsky (1996) förutsätts att företagets ledningar agerar rationellt och i perioder då flera nyemissioner görs är det förmånligt att emittera nya aktier. Enligt tabell 4 kan det tydligt urskiljas att under kvartal 4 för 2005 emitterades betydligt fler aktier jämfört med samma kvartal 2004 och således kan Orexos val av en senarelagd börsnotering bättre motiveras.

(Mkr)	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Kvartal 1	902	1 486	616	677	579	3 296
Kvartal 2	808	1 148	1 661	1 623	1 685	3 024
Kvartal 3	1 188	4 222	1 132	30 595	1 469	250
Kvartal 4	3 715	670	5 606	374	1 167	1 603

Tabell 4: Nyemissioner på Stockholmsbörsen (Källa: OMX)

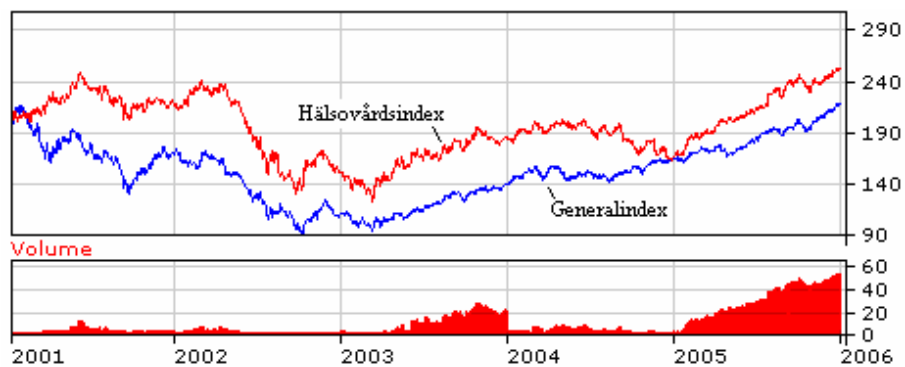
Ritter (1984) menar att lönsamma tider för börsnotering kan identifieras genom att de generellt följs av ett ökat antal börsintroduktioner på markanden. Även Ritters upptäckter överensstämmer med Orexos agerande då deras börsintroduktion skedde efter att flera andra företag introducerats under de senaste månaderna på Stockholmsbörsen (OMX 051229), vilket tyder på att företagsledningen sett till marknaden när beslut tagits angående en börsnotering och därmed den nyemission som planerats i samband med introduktionen. Hade noteringen skett ett år tidigare, hösten 2004, så hade den tillkommit vid en tidpunkt där ingen notering på börsen skett under de senaste fem månaderna (OMX 051229).

Baker & Wurgler (2000) identifierar förmånliga tider för nyemission genom att titta på marknadsavkastningen. Vid perioder med hög marknadsavkastning tenderar företagen att göra nyemissioner och så är också fallet med både Orexo och Getinge⁷. Även Capios emittering av nya aktier i februari 2005 gjordes då generalindex stigit under ett par års tid (se figur 7), men den motiveras bättre av kapitalbehovet för den stora investering som skedde än utav en tajming av marknaden.

Vidare visar Baker & Wurgler (2000) att företagen ökar sitt egna kapital i tider innan en nedgång i ekonomin förutspås. Getinges emission kan ge vissa förningar om att så var fallet under 2001 vid jämförande med generalindex för perioden, då marknaden var på väg ner från sin topp (se figur 7). Fast även då är det sannolikt att behovet av kapital för finansieringen som möjliggjordes var större än strävan efter att

⁷ Getinge utförde en nyemission i mars 2001 i samband med två större förvärv (Grunander).

möta marknadens förmåner vid tidpunkten. Dessa bevis från Baker & Wurglers studie bekräftas också av Orexos beslut om senareläggning av sin börsnotering med påföljande nyemission, givet att Orexos ledning förutspått marknaden rätt. Hälsovårdsmarknaden hade då redan stagnerat under en period i slutet av 2004 som tydligt kan utläsas i figur 7, vilket innebär att ledningens beslut kan motiveras av teorin. Företaget gjorde en avsevärt mindre nyemission tidigare samma år, i augusti 2004, för att få in extra kapital i företaget till sina omkostnader och då hade inte hälsovårdsbranschens index hunnit falla så mycket och därför kan beslutet även då motiveras av teorin kring windows of opportunity.



Figur 7: Indextrender (Källa: Affärsvärlden)

Orexo är det företag som bäst stämmer in på teorin kring windows of opportunity då flera av deras investeringar och kapitalanskaffningar skett vid tidpunkter då det enligt teorin varit förmånligt att genomföra dessa. Wentzel medgav även att Orexo senarelade sin börsnotering med efterföljande nyemission efter att ha tagit hänsyn till rådande marknadsförhållanden som ansågs vara mer förmånliga ett år senare än planerat.

Capio och Getinge har endast vid enstaka tillfällen genomfört större finansiella åtaganden vid tidpunkter som teorin identifierat som förmånliga. I Getinges fall rör det sig om en nyemission som inträffade år 2001, men den förklaras bättre av de stora investeringar som skedde vid tidpunkten istället för att de skulle ha spekulerat i marknaden och dragit nytta av den. Capio genomförde en kreditupptagning utan att omgående använda kapitalet till något förvärv, vilket strider mot vad Kristiansson sagt angående att de endast hämtar kapital för investeringar och därmed ger det anledning att tro att Capio spekulerat i marknaden. Med tanke på att det endast skett vid ett tillfälle av betydande mått så är det dock tveksamt ifall de ägnar sig åt spekulation kring marknadsförhållanden regelbundet och därmed skulle vara någon medveten strategi som de använder sig utav.

5.3 Pecking order

Enligt Myers (1984) är det investeringsmöjligheterna som styr när ett företag skall göra ett förvärv och vilka finansieringsmedel som skall användas. Ett sådant resonemang kännetecknar Getinge då en tillfälligt för hög skuldsättning inte utgör ett hinder för en eller flera investeringar med god förväntad avkastning. Myers menar att utdelningen från företagen justeras efter möjligheterna som uppstår men i detta fall avviker Getinges policy om att ge ut en tredjedel av vinsten till sina ägare.

Teorin om en särskild preferensordning i valet av finansieringskälla grundar sig i den asymmetriska informationen som råder mellan ledningen och dess ägare. I Getinges fall är ägarstrukturen sådan att misstankar kring skillnader i information till olika aktieägare lätt kan uppstå. Största ägaren innehar drygt 46% av rösterna och sitter som ordförande i styrelsen, vilket innebär att han har stor påverkan på och insyn i företaget och därmed kan skillnaderna i information mellan honom och företagsledningen antas vara små. Däremot kan tillgången till information mellan den största och de mindre ägarna förmodas variera ganska kraftigt, även om Grunander hävdar att alla ägare behandlas lika. Som tidigare nämnts är Getinges största ägare också den som suttit längst av alla nuvarande medlemmar i styrelsen. Det kan därför antas att han har egna intressen i företaget, mer än att bara maximera sin egen avkastning och handla som en rationell aktieägare, och därmed låta ledningen agera efter företagets bästa och inte efter aktieägarnas intressen. Detta innebär att han håller kvar sina tillgångar i företaget även i tider då en nedgång prognostiseras av företagsledningen. Den exklusiva informationen som ledningen kan ge honom och som han inte förmedlar vidare till övriga ägare, skulle kunna vara den skillnad i information för övriga aktieägare som skulle ha inneburit att de valt att sälja sina aktier istället för att hålla kvar dem. Därmed kan företaget undvika en negativ effekt på dess aktie genom att inte använda sig av eget externt kapital som innebär uppgivande av extra information. Ovanstående argument gör att Grunanders svar angående att Getinge endast hämtar externt kapital i form av nyemissioner då kapitalbehovet är påtagligt stort, kan motiveras av teorin kring pecking order.

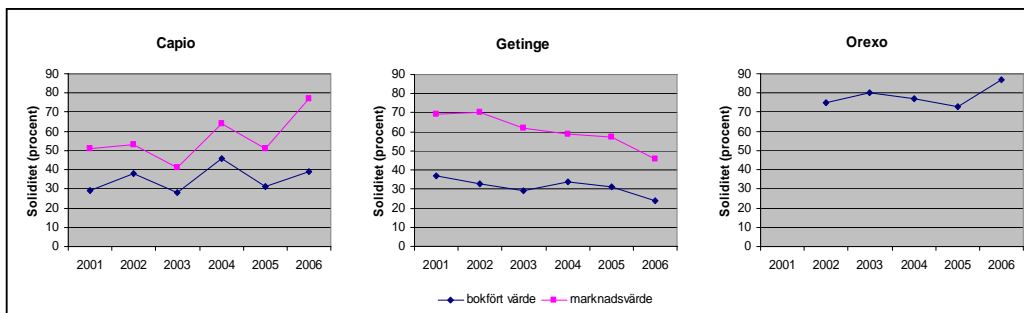
Vidare talar Grunander om att de har som målsättning att kunna finansiera sitt uppsatta tillväxtmål på 15% med hjälp av deras starka kassaflöden och kvarhållna vinstmedel. Dock använder sig Getinge utav lånefinansiering till stor del för att kunna bygga upp sitt egna kapital och därmed minska skuldsättningsgraden så de kan bli beviljade nya krediter av bankerna. Detta intygas även av att deras skuldsättningsgrad minskat avsevärt sedan den senaste stora investeringen 2001

(Getinge ÅR 2004) i form av att deras kvarhållna vinstmedel reducerat skuldsättningsgraden till en nivå som Grunander anser vara för låg. Valet att finansiera med skulder i första hand och hålla kvar vinstmedel i syfte att bibehålla likviditeten för att kunna bli beviljade krediter är inte förenligt med den preferensordning som teorin förespråkar.

En liknande ägarstruktur som Getinge har kan identifieras hos Orexo men på grund av att deras finansiering sker i form av royaltyintäkter och från externa riskkapitalister kan inte teorin om pecking order appliceras fullt ut. Skuldsättning finns inte som något alternativ för dem och därför blir preferensordningen självklar. Den begränsade tillgången på finansieringskällor borde innebära ett naturligt val av att använda interna medel framför externa, dels på grund av att det är billigare dels då ledningen inte behöver ge ut någon information som kan ge upphov till spekulation på marknaden. Enligt Wentzel är deras mål att inom en snar framtid kunna finansiera sig fullt ut av intäkterna från rörelsen och därmed vara oberoende av externt kapital. Vid en eventuell vidare expansion i form av en försäljningsavdelning, som skulle kunna vara ett tänkbart mål enligt Wentzel, så ser han lånefinansiering som ett självklart val då de kan sätta den som säkerhet för krediterna. Även om företaget i dagsläget inte visar sig använda en speciell preferensordning, så ger Wentzels framtidsutsikter visst stöd för Myers (1984) och Donaldsons (1962) studier.

Capios val av finansieringskällor överensstämmer med Donaldsons (1962) och Myers (1984) slutsatser och de använder sig av de finansieringsmedel som företag generellt sett använder sig utav. Likt Getinge emitterar de nya aktier endast då behovet av kapital är stort och finansiering genom interna medel och lån utnyttjas först. Ingen ägare har fler röster än åtta procent hos Capio och således inte den starka position och stora inflytande som i Getinges fall. Det innebär att ledningen kan agera självständigt och koncentrera sig på vad som är bäst för företaget framför att maximera ägarnas avkastning och därmed behöver ledningsgruppen inte tillkännage den exklusiva information som endast de besitter. Ägarstrukturens utseende och ägarnas möjligheter till att påverka gör att valet av att undvika nyemissioner i så stor utsträckning som möjligt stödjer teorin om pecking order. Det skall dock tilläggas att strävan efter att uppnå ett uppsatt mål kring kapitalstrukturen antagligen bättre kan förklara Capios arbete med sin kapitalstruktur än den informationsasymmetri som kan tänkas råda kring företaget.

Att använda sig av nyemissioner är ett förmånligt alternativ då ledningen anser att företaget är övervärderat på grund av att det då får in mer kapital från emissionen jämfört med då aktien är undervärderad. Historiskt sett har dock Getinge och Capio endast använt sig av nyemissioner för att finansiera investeringar då behovet av kapital varit mycket stort och som sista alternativ och därmed inte eftersträvat att tajma nyemissionerna då marknadsvärdet ökat jämfört med det bokförda värdet (se figur 8). Ledningarna skulle vid tillfällen då de anser att marknaden värderat aktien för högt kunna dra nytta av den asymmetriska informationen och genomföra nyemissioner för att inbringa så mycket kapital till företagen som möjligt.



Figur 8: Soliditetsmått för respektive företag

Capio utförde en nyemission i början av 2005 i samband med förvärvet av Grupo Sanitario IDC i Spanien. Av graferna ovan kan det urskiljas att skillnaden mellan soliditeten för Capios bokförda värde och marknadsvärde i början av 2005 inte var märkbart större än tidigare under perioden, vilket innebär att nyemissionen inte inbringade mer kapital på grund av en högre värderad aktie och således är det troligt att det inte var någon påverkande faktor för Capios beslut om nyemission. Detsamma gäller för Getinge som utförde sin senaste och enda nyemission i mars 2001. Även deras tidpunkt för emissionen tyder på att behovet av kapital var stort då det skedde i samband med en stor investering och någon spekulation eller planering av tidpunkten för emissionen, i syfte att maximera kapitalanskaffningen, gjordes inte. Resultatet av detta visar att tidpunkten för nyemissionerna styrdes av kapitalbehovet och inte av att försöka maximera kvantiteten kapital som emissionerna skulle generera genom att få dem att infalla då marknaden värderat företagens aktier högt. Det skulle därmed ge ledningarna möjlighet att utnyttja eventuell asymmetrisk information för att maximera kapitalanskaffningen. Historiska värden för Orexos marknadsvärde saknas på grund av att de inte börsnoterades förrän i november 2005 och detsamma gäller för Capio innan år 2000.

Samtliga tre företag som studien omfattar följer eller eftersträvar den preferensordning som Myers (1984) utgår ifrån. Getinge har den ägarstruktur som verkar mest komplicerad med en stor ägare som kan tänkas ha långsiktiga intressen i företaget och andra mindre ägare med mer kortsiktiga intressen. Detta ger upphov för misstankar om att informationsasymmetri råder mellan de olika ägarna och ledningen och därmed väljer ledningen att finansiera med de medel som de själva och den stora ägaren förespråkar och som innebär att de slipper ge ut exklusiv information till övriga ägare.

Capio använder sig av interna medel och lån i första hand och nyemissioner endast då situationen verkligen kräver det, vilket är i enlighet med teorin. Förklaringen till företagets val av finansieringsmedel ligger antagligen dock i att det är de billigaste finansieringsalternativen och därför kan ses som mest naturliga istället för att den informationsasymmetri, som med ägarstrukturens faktiska utseende antagligen råder inom företaget, skulle ge upphov till deras val. Teorin kring pecking order kan emellertid förklara Capios agerande till viss del då det antagligen råder asymmetrisk information men troligtvis styrs företaget mer av att upprätthålla den kapitalstruktur som de anser vara optimal och som därmed utgör deras skuldsättningsmål.

Orexo har inga möjligheter att uppta några lån och därför kan den, enligt teorin, uttalade preferensordningen inte appliceras på företagets val av finansieringskällor i dagsläget. Valet av finansieringsalternativ som uppstår blir självklart för Orexo då lån inte är något som är tillgängligt. Wentzel visar ändå förhoppningar om en framtida expansion, vilket skulle kunna betyda att krediter kan upptas och då medger han att lån vore ett självklart val av finansieringskälla. Likt Capios fall är det dock tveksamt om informationsasymmetri ligger till störst grund för hans uttalande och istället vore det troligt att orsaken är att lån är en billigare form av finansiering och därför föredras det. Dessutom, med hänsyn tagen till Orexos starka soliditet, så kan det tänkas att de gärna vill sänka soliditeten för att minska kapitalkostnaden och därför vill använda sig av lån i större utsträckning.

6 Slutsats

I detta avslutande kapitel presenteras de slutsatser som kunnat tolkas utifrån analysen tillsammans med tänkbara förklaringar till resultatet. Till sist ges förslag till framtida forskning inom ämnet kapitalstruktur.

Efter att ha analyserat vad som ligger till grund för de beslut som tas angående de undersökta företagens val av finansieringsmedel, har det kunnat urskiljas att olika faktorer driver de olika företagen i besluten. Det innebär att företagen ger stöd för olika teorier och samtliga av de som studien tagit upp kan anses vara signifikanta vid beslutsfattandet i företagsledningarna.

Skatteskölden och kostnaderna som uppstår i samband med finansiella trångmål är det som i huvudsak påverkar Capio i deras val av finansiering. Ett uppsatt skuldsättningsmål, stor hänsyn tagen till skatteskölden och agentproblemen som uppstår då flera av deras intressenter har stora möjligheter till påverkan i besluten, tyder på ett agerande i enlighet med teorin om trade-off. Studiens övriga företag lägger ingen större vikt vid strävan efter en optimal kapitalstruktur i syfte att maximera värdet på företaget. Det beror av olika anledningar, i Orexos fall då de inte har möjligheten att ta upp några lån och för Getinge beror det på att möjligheterna styr tillfället för investeringen och då utnyttjas lånefinansiering i så stor utsträckning som möjligt.

Samtliga företag hävdar att inget arbete läggs på att spekulera i framtida marknadsförhållanden eller välja finansieringskälla beroende på hur förmånligt det är med respektive finansiering vid investeringstillfället. Orexo medger dock att vid beslut angående deras börsnotering valde de att senarelägga denna ett år på grund av rådande marknadsförhållande. Ytterligare tidpunkter för tidigare nyemissioner tyder på att de även då tajmat marknaden när det, enligt teorin, varit förmånligt att emittera aktier. Även Capios tidigare agerande ger incitament för att misstänka att tajming av marknaden har förekommit, men i deras fall handlar det snarare om en engångsföreteelse än kontinuerlig spekulation.

Företagens skiftande ägarstrukturer ger möjligheter till asymmetrisk information i olika stor utsträckning. Getinge kan anses vara det företag som främst har skäl till att välja den preferensordning de gör med bakgrund till de skillnader i information som kan tänkas råda. Den starka positionen hos deras största ägare borde ge asymmetri i informationen från ledningen till företagets olika ägare. Även de svar som Wentzel ger för Orexo, tyder på att de föredrar en ordning i valet av finansieringsmedel som

är förenlig med Donaldson (1962) och Myers (1984), men som dock inte tillämpas i dagsläget på grund av deras speciella finansiella egenskaper. Om asymmetrisk information är orsaken till deras val är dock mer osäkert och därför kan teorin kring pecking order inte anses vara den som bäst beskriver vad deras beslut grundas på. Likt Getinge och Orexo följer även Capiro teorins preferensordning där nyemissioner endast sker då behovet av kapital är stort och företaget använder sig av interna medel eller lån i första hand, men även i deras fall förklaras nog besluten bäst av en annan teori. I deras fall styrs valen främst av det uppsatta skuldsättningsmålet och de faktorer som ligger till grund för teorin om trade-off istället för den asymmetriska information som deras ägarstruktur dock ger möjligheter för.

Som Myers (1984) beskriver så förklarar teorin kring asymmetrisk information med en följande preferensordning sällan ensam utfallet i verkligheten, vilket denna studie ger stöd för. Det finns skäl till att tro att asymmetrisk information råder i samtliga tre företag men att den påverkar besluten i olika stor omfattning och därav kan teorin sägas förklara deras agerande olika mycket.

Studiens utfall och resultat kan eventuellt förklaras av att mindre företag med små marginaler, såsom Orexo, tvingas söka efter lönsamma projekt i perioder då det är förmånligt med en viss form av finansiering. Det innebär att Orexo inte kan välja att investera i vilka projekt de vill som förväntas ge positiv avkastning, utan tvingas anpassa sig till de perioder då det är förmånligt att använda en viss form av finansiering för att kunna genomföra ett projekt. I Orexos fall, som uppvisar liknande egenskaper som övriga mindre företag inom hälsovårdsbranschen, innebär det endast i perioder då eget kapital är billigt på grund av att de inte kan ta upp några lån.

Bolag med större marginaler, som Capiro och Getinge, behöver inte fokusera på kapitaltillgången i den utsträckningen som mindre företag. De kan då inrikta sig på de projekt som genererar bäst avkastning utan att behöva bekymra sig för kapitaltäckning i någon större utsträckning och därmed utnyttja de möjligheter som uppstår på marknaden. Vid sina beslut kan de istället lägga kraft på vad olika finansieringsalternativ sänder för signaler till marknaden och hur aktiens utveckling påverkas av dessa, tillkännagivande av exklusiv information och de för- och nackdelar som en ökad skuldsättning medför.

6.1 Förslag till vidareforskning

Kapitalstruktur är fortfarande ett ämne med bristfälliga kunskaper och det finns ytterligare behov av mer forskning. En hel del teorier har uppkommit utifrån den forskning som hittills bedrivits, bland annat de tre teorier som redovisats i den här studien där teorin om trade-off handlar om att uppnå ett statiskt mål, medan windows of opportunity och pecking order handlar om ett mer dynamiskt arbete med kapitalstrukturen. Den här studien, som är en fallstudie av tre företag inom hälsovårdsbranschen, syftar till att bidra i forskningen om hur svenska företag arbetar med sin kapitalstruktur och om det kan förklaras med stöd av de teorier som nämnts. Eftersom utbudet av forskning, med utgångspunkt från den svenska marknaden, fortfarande är undermåligt och en ökad förståelse i strävan efter att finna en optimal kapitalstruktur torde vara av intresse ger det incitament till att bedriva ytterligare forskning. Med utgångspunkt från Nyberg & Ottossons (2003) fallstudie på fyra företag inom den svenska detaljhandelsmarknaden och den här studien som till viss del täcker hälsovårdsbranschen skulle det förslagsvis kunna genomföras liknande studier som täcker andra branscher för att bidra med en ökad förståelse kring hur företag på den svenska marknaden arbetar med sin kapitalstruktur.

Om det inte skulle finnas någon restriktion gällande tidsbegränsningar och finansiella begränsningar borde det göras en studie som täcker alla branscher på den svenska marknaden och där fler företags arbete med kapitalstrukturen analyseras för att om möjligt kunna urskilja generella mönster mellan dem.

Referenser

- Arbner, I. & Bjerke, B. 1994. *Företagsekonomisk Metodlära*, Studentlitteratur, Lund
- Baker, M. & Wurgler, J. 2000. The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns, *Journal of Finance*, Vol 55, Nr 5, 2219–2257
- Bayless, M. & Chaplinsky, S. 1996. Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance?, *Journal of Finance*, Vol 51, Nr 1, 253–278
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R. & Pua, S.L.H. 2002. On the Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting and Finance*, Vol 42, 1–26
- Brealy, R.A., Myers, S.C. & Marcus, A.J. 2001, *Fundamentals of Corporate Finance*, tredje upplagan, McGraw-Hill, New York
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 2001. *Fundamentals of Financial Management*, tionde upplagan, Harcourt College Publishers, Orlando
- Donaldson, G. 1962. New Framework for Corporate Debt Policy, *Harvard Business Review*, Vol 40, 71–85
- Harris, M. & Raviv, A. 1991. The Theory of Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol 46, 297–355
- Holme, I.M. & Solvang, B.K. 1997. *Forskningsmetodik – Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund
- Huang, R. & Ritter, J.R. 2005. Testing the Market Timing Theory of Capital Structure
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol 3, 305–360
- Leland, H.E. 1998. Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol 53, Nr 4, 1213–1243

- Lundahl, U. & Skärvad, P.H. 1999. *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, tredje upplagan. Studentlitteratur, Lund
- McMenamin, J. 1999. *Financial Management – An Introduction*, första upplagan, Routledge, London
- Miller, M.H. 1977. "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol 32, 261–275
- Miller, M.H. & Modigliani, F. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol 48, 261–297
- Miller, M.H. & Modigliani, F. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, Vol 53, 433–443
- Myers, S.C. 1984. The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol 39, Nr 3, 575–592
- Myers, S.C. & Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol 13, 187–221
- Nyberg, M. & Ottosson, M. 2003. Kapitalstrukturens betydelse: En studie bland svenska detaljhandelsföretag, Handelshögskolan, Göteborg (ICU2003:19)
- Patel, R. & Davidson, B. 2003. *Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, tredje upplagan, Studentlitteratur, Lund
- Rajan, R.G. & Zingales, L. 1995. What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, Vol 50, Nr 5, 1421–1459
- Ritter, J.R. 1984. The "Hot Issue" Market of 1980, *Journal of Business*, Vol 57, Nr 2, 215–240
- Ritter, J.R. 1991. The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, Vol 46, Nr 1, 3–27
- Ross, S.A., Westerfield, R.A. & Jordan, B.D. 2004. *Essentials of Corporate Finance*, fjärde upplagan, McGraw-Hill, New York

Stiglitz, J.E. 1969. A Re-examination of the Modigliani-Miller Theorem, *American Economic Review*, Vol 59, Nr 5, 784–793

Weston, J.F. & Brigham, E.F. 1990. *Essentials of Managerial Finance*, nionde upplagan, The Dryden Press, Orlando

Internet

Active Biotech – www.activebiotech.com

Affärsvärlden – www.affarsvarlden.se

Biacore International – www.biacore.com

Capio – www.capio.com

Elekta – www.elekta.com

Getinge – www.getinge.com

Investopedia – www.investopedia.com

Meda – www.meda.se

Medivir – www.medivir.se

OMX – www.omxgroup.com

Orexo – www.orexo.se

PMG Media Group – www.nyemissioner.se

Q-Med – www.q-med.com

Raysearch Laboratories – www.raysearchlabs.com

Riksbanken – www.riksbanken.se

Ritter, Jay. Hemsida – <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/index.html>

Intervjuobjekt

Bjarne Kristiansson, Koncerncontroller på Capio AB, 2005-12-08

Ulf Grunander, CFO på Getinge AB, 2005-12-19

Björn Wentzel, vVD/CFO på Orexo AB, 2005-12-08

Utskick via e-post

Hej [Namn]

Denna intervjufrågan riktar sig mot den person eller de personer som är involverade och/eller beslutsfattare i finansieringsfrågor (koncernnivå) som främst rör [Företag] kapitalstruktur.

Syftet med intervjun är att finna tillräckligt med empiriskt material för att kunna fullfölja arbetet med vår magisteruppsats. Vi ämnar skriva om företag kategoriserade i hälsovårdsbranschen och deras relation till kapitalstruktur och hur finansieringsbeslut fattas. Då vi läser på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet (Institutionen för Finansiell Ekonomi) så hoppas vi att detta kan gå att lösa via en telefonintervju.

Vi avser att följa upp detta e-mail genom ett telefonsamtal (XXX) för att boka in tid för en telefonintervju, som beräknas ta ca 45 minuter.

Våra kontaktuppgifter finns nedan.

Tack på Förhand

Intervjuguide

Vad är företagets finansiella strategi?

Vilken betydelse har kapitalstrukturen för er?

Finns det något långsiktigt skuldsättningsmål?

- Vad är skuldsättningsmålet och vad ligger till grund för det?
- Hur viktigt är det att uppnå/upprätthålla skuldsättningsmålet?
- Vad får er att begränsa skuldsättningen?

Vad påverkar företagets kapitalstruktur?

- Finns det några specifika faktorer (kreditvärdering, finansiell flexibilitet, ränteförhållande, värdeskapande för aktieägarna, etc.)

Anser ni att den befintliga skuldsättningsgraden är den optimala?

Vem/vilka är med och påverkar företagets finansieringsbeslut?

I vilka situationer använder ni lån (eget kapital) framför eget kapital (lån) vid finansiering?

Har det gjorts några nyemissioner?

Hur stor påverkan har skattesköldens (avdragsgilla räntekostnader för lån) inverkan då beslut tas rörande kapitalstrukturen?

Vad har aktieägarna för förhållande till kapitalstrukturen?

- Har de några specifika krav?

Vad är företagets avkastningskrav?

- Används WACC och i så fall vad gör man för att minimera den?
-

Hur ser ägarförhållandet ut i företaget?

Förekommer spekulation kring marknadsvängningar och påverkar det er syn på kapitalstrukturen?

Detta är de ämnesområden som vi önskar ha med i intervjun, ytterligare frågor som berör företaget specifikt samt frågor som följer av responsen till intervjufrågorna kommer även att tas upp. Vi hoppas på en så bra och flexibel intervju som möjligt.

Rikard Nygander & Magnus Stensson