



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Personbilsindustrin, en bransch i förändring

En fallstudie av Volvo Personvagnar AB

Seminariearbete på kandidatnivå inom Industrial and Financial Management

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, höstterminen 2010

Handledare: Kristina Lygnerud
Anders Sandoff

Författare: Födelseår:

Oskar Kerola 1987

Oskar Olausson 1981

Förord

Ämnesvalet för den här uppsatsen föll på att genomföra en studie om en bransch i förändring. Vi var intresserade att se hur en ökad risk påverkar företag verksamma i en sådan situation. Svensk bilindustri har stått inför stora förändringar under de senaste 30 åren och det var ett naturligt val att studera Volvo Personvagnar AB som historiskt har varit Sveriges största personbilstillverkare.

Vi vill tacka våra handledare Kristina Lygnerud och Anders Sandoff vid Handelshögskolan i Göteborg som har bidragit med hjälp och idéer i vår arbetsprocess.

Göteborg den 31 Mars 2011

Sammanfattning

Seminariearbete på kandidatnivå inom Industrial and Financial Management, höstterminen 2010

- Titel:** Personbilsindustrin, en bransch i förändring.
- Författare:** Oskar Kerola och Oskar Olausson
- Handledare:** Anders Sandoff
- Problemformulering:** Hur påverkas ett företags avkastning, tillväxt och soliditet, i takt med att branschen blir mer riskutsatt? Förändras väsentligheten i att titta på företags soliditetsmått när en bransch blir mer riskfylld?
- Syfte:** Syftet med denna uppsats är att genom en fallstudie av Volvo Personvagnar - verksamt inom den globala bilindustrin - undersöka hur ett företags soliditet och avkastning förändras i takt med att branschen genomgår en förändring mot att bli mer riskfylld. Studien ämnar också undersöka om väsentlighet finns och förändras i att använda soliditet som ett analysmått sett ur ett investerarperspektiv, när branscher genomgår en förändring.
- Metod:** Uppsatsen är baserad på en Fallstudie av Volvo Personvagnar. Studiens ansats är utvärderande med ett analytiskt tillvägagångssätt. Vi har antagit ett hermeneutiskt synsätt, vilket innebär att vi studerar fallet utifrån egen förståelse och studerar både detaljer och helheten.
- Studien är explorativ, vilket innebär att man på förhand inte med säkerhet vet allt man skall undersöka. Vi har samlat in så mycket data som möjligt för att därefter kunna dra slutsatser. Den här studien ämnar undersöka vilka faktorer som har påverkat Volvo Personvagnar under de senaste 30 åren.
- Teori:** Tidigare forskning gjord av Bertrand och Molin (1977) ligger till grund för analysmodellen i studien. Studien använder även Modigliani och Millers teorem, tradeoff teorin samt pecking order teorin som referens för att diskutera utvecklingen i Volvo Personvagnar över en 30-årsperiod.
- Slutsats:** Vi har i studiens empiriska del funnit att Volvo Personvagnars tillväxt har avtagit och att företagets avkastning och soliditet har utvecklats negativt, i takt med att branschen har förändrats och blivit mer riskfyllt. Samband mellan nyckeltalen är i linje med tidigare studier. Vidare kommer studien fram till att väsentligheten i att titta på ett företags

soliditetsmått ur ett investerarperspektiv rimligtvis inte förändras över tid. Det är lika viktigt i vilken marknadssituation företaget än befinner sig i att identifiera vad som är den optimala kapitalstrukturen, när alla företag antas söka vinstmaximering.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Frågeställning	3
1.4 Syfte.....	3
2. Metod	4
2.1 Metodologiska överväganden	4
2.1.1 Metodval	4
2.1.2 Kvalitativ metod	4
2.1.2 Primärdata-Sekundärdata	4
2.1.3 Urvalsmetod	4
2.2 Tillförlitlighet	5
2.2.1 Validitet	5
2.2.2 Reliabilitet.....	5
2.3 Undersökningsperiod	6
2.4 Källkritik.....	6
3. Studiens teoretiska referenser och modell för analys	7
3.1 Väsentliga begrepp.....	7
3.1.1 Tillgångar	7
3.1.2 Eget kapital	7
3.1.3 Skulder	7
3.1.4 Tillväxt	8
3.2 Nyckeltal	8
3.2.1 Soliditet.....	8
3.2.2 Avkastning på totalt kapital - ATK	8
3.2.3 Avkastning på eget kapital - AEK	9
3.2.4 Kapitalomsättningshastighet - KOH.....	9
3.3 Marknader	9
3.3.1 Perfekt konkurrens	9
3.3.2 Monopol	10
3.4 Skalfördelar	11
3.5 Risk	11
3.5.1 Systematisk risk	11

3.5.2 Specifik risk.....	11
3.5.3 Definition av ökad risk inom bilindustrin	11
3.6.1 Kostnaden för kapital	11
3.6.2 Tradeoff teorin	13
3.6.3 Pecking order teorin.....	15
3.7 Tidigare studier.....	16
3.7.1 Samband mellan tillväxt, räntabilitet och soliditet	16
3.8 Analyseringsmodell	17
3.8.1 Branschens utveckling.....	17
3.8.2 Volvo Personvagnars ekonomiska utveckling	17
3.8.3 Viktiga externa faktorer.....	18
3.8.4 Analys och kopplingar till kapitalstrukturteorier.....	18
4. Branschens och Volvo Personvagnars utveckling.....	19
4.1 Branschens utveckling.....	19
4.1.1 Förändrad konkurrenssituation.....	19
4.1.2 Förändrat konsumentbeteende	21
4.1.3 Sammanfattning av förändrad konkurrenssituation och förändrat konsumentbeteende ..	23
4.2 Volvo Personvagnars ekonomiska utveckling	23
4.2.1 Tillväxt	23
4.2.2 Tillväxt, avkastning och soliditet	24
4.1.3. Tillväxt och förändring av antalet anställda	26
4.2.4. Finansiell Risk	27
4.2.5 Effektivitet	28
4.3 Viktiga externa faktorerers påverkan	29
4.3.1 Världsekonomipåverkan.....	29
4.3.2 Växelkurspåverkan	30
5. Resultat och slutdiskussion	33
6. Förslag till fortsatta studier	36
7. Källförteckning.....	37
7.1 Litteratur.....	37
7.2 Lagar	37
7.3 Avhandlingar.....	38
7.4 Artiklar	38
7.5 Internet.....	38

7.6 Rapporter	41
7.7 Årsredovisningar.....	41

Appendix 1, Data Volvo Personvagnar

Appendix 2, Statistik

Appendix 3, Volvos modellprogram 1970-2012

Figurförteckning

Figur 3.3.1	Perfekt marknad.....	10
Figur 3.3.2	Monopolmarknad.....	10
Figur 3.6.1	Företag utan skulder	12
Figur 3.6.2	Företag med skulder.....	12
Figur 3.6.3	Värde-Skuldsättning företag.....	14

Diagramförteckning

Diagram 4.1.1	Världsproduktion antal bilar.....	19
Diagram 4.1.2	Antal producerande koncerner	19
Diagram 4.1.3	Producerade bilar i Asien/Oceanien.....	19
Diagram 4.1.4	Producerade bilar i Amerika.....	20
Diagram 4.1.5	Producerade bilar i Europa.....	20
Diagram 4.1.6	Världsproduktionsandelar	20
Diagram 4.1.7	Världsproduktionsandelar	21
Diagram 4.1.9	Producerade Volvobilar.....	21
Diagram 4.1.8	Ökningsandel per region	21
Diagram 4.2.1	Omsättning	24
Diagram 4.2.2	Balansomslutning	24
Diagram 4.2.3	AEK med trendlinje.....	25
Diagram 4.2.4	Tillväxt balansomslutning.....	25
Diagram 4.2.5	Utveckling av ATK och Soliditet med trendlinjer.....	26
Diagram 4.2.6	Förändring antal anställda.....	27
Diagram 4.2.7	Andel räntebärande skulder vs skattekrediter.....	28
Diagram 4.2.8	KOH med trendlinje.....	28
Diagram 4.3.1	Tillväxt av BNP i Sverige.....	30
Diagram 4.3.2	Avkastning på Eget Kapital	30
Diagram 4.3.3	Växelkurs USD/SEK	31

1. Inledning

Det här kapitlet inleds med en kort bakgrund om hur människors konsumtionsbeteende förändras. Därefter diskuteras en förändring inom bilindustrin, problemet identifieras och diskuteras med utgångspunkt från bakgrunden och kapitlet avslutas med att frågeställningen presenteras.

1.1 Bakgrund

I västvärlden förändras människors konsumtionsbeteende konstant. I de ursprungliga samhällena sökte människor produkter för att fylla sina basbehov (Evans et al., 2004), medans det idag finns ett mycket stort utbud av produkter som faller under andra kategorier och kan liknas vid lyxkonsumtion. Sådana produkter har kunnat utvecklas genom teknologisk utveckling, många års arbete och ökad disponibel inkomst i samhället (Finansinspektionen, 1997:14). Idag finns det ett stort utbud av produkter som är "custom fitted" och utvecklingen tycks gå från massproduktion till mer kundanpassad produktion. Produkters livscykel tenderar att bli kortare med tiden (Kotler, 1999). När man tidigare inte hade förutsättningar att producera specialbeställda varor effektivt så var det naturligt att man producerade samma vara under en längre tidsperiod (Jones, 2004). Exempelvis kan man tänka sig en vara som produceras i 5 år utan att utvecklas. Idag finns teknologi och andra förutsättningar som gör att producenterna har möjligheten att snabbare utveckla och förnya produkter. Varan som tidigare hade en livscykel på exempelvis 5 år skulle idag kunna ha en livscykel på 1 år, just på grund av teknologisk utveckling, ökad disponibel inkomst och andra faktorer. Det finns alltså möjlighet för konsumenten idag som inte fanns förr i tiden. Idag finns möjlighet att konsumera fler varor på kortare tid och ett sådant konsumentbeteende påverkar produktutvecklingen (Kotler, 1999).

Idag ställs allt högre krav på att bilarna ska vara kundanpassade och ha andra typer av specifikationer för att möta konsumenternas efterfrågan. Att bara ha en bil som transportmedel är inte nog, utan den skall gärna representera dess ägares image. Förr i tiden producerades ett fåtal modeller under lång tid och bilproducenterna kunde vinna stordriftsfördelar såsom skalproduktion medför (Jones, 2004) till större grad än idag. Idag kräver konsumenterna nya modeller och konstant utveckling för att de skall vara intresserade av produkterna, vilket kräver stora resurser från producenterna som hela tiden måste utveckla sina produkter. Forsknings- och utvecklingskostnader blir således högre och tär på vinstmarginalen så länge inte priset höjs (Berk & DeMarzo, 2011).

Staten har även viss påverkan på utvecklingen av konsumentbeteendet. I en tid när man fokuserar mycket på miljöpåverkan har staten makt att införa regleringar som påverkar bilproducenterna. Exempelvis infördes 1995 en koldioxidskatt (Lagen om skatt på energi, 1994:1776) med syfte att minska användandet av fossila bränslen. Det medför att konsumenter efterfrågar bilar som är bensinsnålare och att producenterna måste möta dessa krav på utvecklade produkter.

I västvärlden är det idag vanligt att äga en eller flera bilar per hushåll, vilket inte var en självklarhet för några årtionden sedan. Bilindustrin är ett exempel på en marknad som speglar det förändrade konsumtionsmönster. 1908 lanserade Henry Ford T-Forden i Detroit, USA (Nationalencyklopedin, sökord: Ford.) Under 1910-talet introducerade Henry Ford löpandebandprincipen, vilket innebar att

bilarna monterades ihop i ett led där alla arbetarna hade en specifik uppgift i produktionen. T-Forden producerades i 16,5 miljoner exemplar och stod för hälften av världens bilproduktion under 18 år (ibid). T-Fordens historia kan ses som extremfallet inom bilindustrin när marknaden var som mest "monopollik" och minst konkurrensutsatt. Idag finns 43 producenter av personbilar¹ i världen (OICA) som tillsammans producerade 51 miljoner personbilar år 2009. Toyota var det året den största producenten (cirka 6 miljoner bilar) följt av General Motors (cirka 5 miljoner bilar).

Bilindustrin var under lång tid en lukrativ bransch men konkurrensen har blivit allt hårdare under de senaste decennierna. En allt mer globaliserad världsmarknad växer kontinuerligt fram (Tillväxtverket). En följd av detta är att industriländer med lågavlönad arbetskraft (exempelvis Sydostasien) kan konkurrera med låga priser på produkter, vilket påverkar utbud och efterfrågan på marknaden (Berk & DeMarzo, 2011). Sådana producenter stjäl marknadsandelar från andra genom pressade priser och bidrar till en ökad riskexponering för befintliga producenter (Jones, 2004). Bilindustrin har mognat som marknad och är idag långt från vad den var när T-Forden dominerade.

1.2 Problemdiskussion

Williamson (1998) och Ross et al. (2008) förespråkar bland andra att företag som agerar på riskfyllda marknader bör finansieras till större del med aktieägarkapital för att minska krav ifrån långivare och för att skapa en ekonomisk hållbar grund. Williamson (1998) talar för att man borde kunna se tendenser på en sådan utveckling hos företag i riskfyllda branscher.

Investerare antas vara intresserad av att undersöka faktorer som påverkar företagets förmåga till positiv avkastning i framtiden (Berk & DeMarzo, 2011). Finansiärer söker avkastning på det kapital som de investerar i ett bolag, vilket medför att de är intresserad av framtida avkastning (ibid). Problemet för investerare är att det är väldigt många faktorer som spelar in i hur ett företags resultat utvecklas och beslutet att investera i ett bolag eller inte är sällan självklart (Jones, 2004).

Företags kapitalstruktur har intresserat ett antal forskare och har fått stor uppmärksamhet från företagare och ekonomer de senaste årtiondena. Modigliani och Miller var bland de första att presentera teorier i ämnet och publicerade 1958 sina teorem om fördelarna med att finansiera ett företag med skulder tack vare skatteskölden². Vidare teorier har utvecklats om hur stor skuldsättningen bör vara för att inte minska företagets värde på grund av finansiella stresskostnader (Kraus & Litzenberger, 1973) och i vilken ordningsföljd olika typer av finansiering bör prioriteras (Myers, 1984).

Soliditet är ett mått som beskriver ett företags egna kapital i relation till den totala balansomslutningen (Wallin, 2005) och är således ett relevant mått för att beskriva ett företags skuldsättningsgrad. Innebär det att soliditet är ett analysmått som investerare bör vara intresserade av i samband med investeringsbeslut för att kunna bedöma framtida avkastning? Hur förändras företagets soliditet när marknaden blir mer riskfylld? Går det att se förändring i väsentligheten att använda soliditet som analysmått i takt med att branschen förändrats?

¹ Man räknar inte personbilmärkena var för sig. Volvo Personvagnars produktion, som 2009 ägdes av Ford Motor Company, räknas in i Fords produktion för det året.

² Teorin går igenom i kapitel 4. *Studiens referensramar*

1.3 Frågeställning

- När en bransch utvecklas till att bli mer riskfylld, hur påverkar det ett företags avkastning, tillväxt och soliditet?
- Förändras väsentligheten ur ett investerarperspektiv i att titta på ett företags soliditetsmått när en bransch blir mer riskfylld?

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att genom en fallstudie av Volvo Personvagnar, verksamt inom den globala bilindustrin, undersöka hur ett företags soliditet och avkastning förändras i takt med att branschen genomgår en förändring mot att bli mer riskfylld. Studien ämnar också undersöka om väsentlighet finns och förändras i att använda soliditet som ett analysmått sett ur ett investerarperspektiv, när branscher genomgår en förändring.

2. Metod

Det här kapitlet behandlar uppsatsens metodansats. Valet av metod presenteras och motiveras. Tillförlitlighet diskuteras och urvalsdata tillsammans med den undersökta periodens längd motiveras.

2.1 Metodologiska överväganden

2.1.1 Metodval

Studien grundas på en fallstudie av Volvo Personvagnar. Den empiriska undersökningen kommer att vara utvärderande med ett analytiskt synsätt. Ett hermeneutiskt synsätt antas, vilket innebär att vi studerar fallet utifrån egen förståelse och studerar både detaljer och helheten (Patel & Davidson, 2003). Vi kommer att bedöma all information på ett grundligt och objektivt vis. Studien kommer att vara explorativ, vilket innebär att man på förhand inte med säkerhet vet allt man skall undersöka, utan man försöker att samla in så mycket data som möjligt för att därefter kunna dra slutsatser (Holme & Sovang, 1996). I den här studien vill vi ta reda på och undersöka vilka faktorer som har påverkat Volvo Personvagnar under tidsperioden. Det finns två olika metodalternativ inom vetenskapen, kvalitativ metod och kvantitativ metod (ibid). I undersökningen kommer vi att använda oss av en kvalitativ metod.

2.1.2 Kvalitativ metod

Den här studien bygger på en kvalitativ undersökning i form av en fallstudie inom Volvo Personvagnar, där vi har för avsikt att analysera olika faktorer som påverkar ett företag i en bransch i förändring. En kvalitativ metod innebär att man genomför olika observationer och/eller intervjuer. En kvalitativ studie ämnar att ge en djupare förståelse och dess problem för det aktuella fallet (Holme & Solvang, 1995). Vi har valt att bygga vår studie på Volvo Personvagnars årsredovisningar för att observera faktorer som har påverkat företaget då det har stått inför stora förändringar. Vi kommer även att jämföra de observationerna vi gör med tidigare forskning och annan offentlig statistisk data från konjunkturinstitutet, för att upptäcka samband och påverkan. Det kan vara svårt att dra generella slutsatser när man använder sig av en kvalitativ metod, till skillnad till dess motsats, kvantitativ metod, där man ofta kan göra statistiska analyser och därmed lättare kan generalisera (ibid). Därför är det viktigt att motivera resultatet från studien på ett tydligt vis.

2.1.2 Primärdata-Sekundärdata

Primärdata innebär att den som genomför studien är den samma som samlar in den aktuella datan för studien, primärdata kan exempelvis bestå av intervjuer. Om man använder sig av sekundärdata i en studie innebär det att datan man använder sig av har tagits fram av någon annan. Sådan data kan bestå av vetenskapliga artiklar, årsredovisningar, statistik från databaser och så vidare (Holme & Solvang, 1995). Den här studien bygger på sekundärdata i form av årsredovisningar för Volvo Personvagnar under tidsperioden 1980-2009, samt statistik från konjunkturinstitutet. Vi kommer att använda, analysera och sammanställa datan för att observera olika påverkande faktorer och därefter dra slutsatser från undersökningen.

2.1.3 Urvalsmetod

Vi har använt oss av sekundärdata i form av Volvo Personvagnars årsredovisningar för åren 1980 till 2009. Årsredovisningarna har hämtats från databasen Retriver, Handelshögskolans bibliotek, samt

från Bolagsverkets och därefter sammanställts i en datafil i Excel (appendix 1), för att kunna göra en analys. De primära nyckeltal som beräknats från Volvo Personvagnars årsredovisningar är tillväxtutveckling, soliditet, avkastning på eget kapital, avkastning på totalt kapital och kapitalomsättningshastighet.

För att kunna beräkna nyckeltalen har vi hämtat data från flera poster i Volvo Personvagnars balans- och resultaträkning. Beräkningarna har konfirmerats vara korrekta genom att kontrollera de senaste 10 årens (2000-2009) framräknade nyckeltal med nyckeltal presenterade i årsredovisningar för samma år. Anledningen till att vi inte rakt av har tagit nyckeltal från årsredovisningar är att de inte finns presenterade i äldre sådana.

2.2 Tillförlitlighet

2.2.1 Validitet

Med validitet menas att man mäter det som är relevant för studien (Holme & Solvang, 1995). Avsikten är att jämföra och analysera det som har betydelse och därmed kunna dra slutsatser från studien som bygger på mätningen. Inom forskning är det viktigt att förtydliga för vilken population och inom vilken eller vilka situationer resultatet är giltigt. Nyckeltalen som studien är grundad på är vanligt förekommande och erkända beräkningar, vilket gör att studien lätt kan göras om av någon annan (ibid). Övrig data bygger på offentliga handlingar och finansiella dokument, vilka är upprättade enligt god redovisningsprincip, vilket gör dem trovärdiga.

Vår studie är grundad på Sveriges största fordonstillverkare. Volvo Personvagnar har delvis ägts av större nationella och internationella koncerner under den undersökta tidsperioden och branschen har internationellt sett haft svårigheter att visa goda resultat under på senare tid. De här omständigheterna gör sammantaget att det kan finnas en mängd olika bakomliggande faktorer som har bidragit till företagets resultat. En särskild faktor som är svår att identifiera men som kan ha haft inverkan är agentproblematiken, där vi inte kan uttala oss om vad de stora koncernerna har haft för avsikt med olika beslut som har tagits genom åren. Flera olika nämnda och onämnda faktorer kan ha påverkat vår primärdata och därmed vårt resultat.

2.2.2 Reliabilitet

Med reliabilitet menas att man undersöker på ett tillförlitligt sätt (Holme & Solvang, 1995). Det handlar om att resultatet som man kommer fram till är pålitligt. Validiteten står för att man mäter rätt saker, och reliabiliteten står för att man mäter på rätt sätt (ibid). Det är viktigt att vi får ett resultat genom ett så tillförlitligt sätt som möjligt, därför kommer vi att använda oss av årsredovisningar eftersom de anses vara grundade på god redovisningssed. Det är också offentliga uppgifter kontrollerade av revisorer och Bolagsverket och kan därför anses vara tillförlitliga.

Undersökningen är genomförd med största möjliga hänsyn till validitet och reliabilitet, men det kan alltid finnas felkällor som bygger på den mänskliga faktorn. Vi har använt oss av data hämtad från Volvo Personvagnars årsredovisningar och det bör därför vara säkerställt att det inte finns några felaktigheter i den datan. Däremot har vi beräknat fram de nyckeltal som vi har använt oss av vilket kan medföra fel i en sådan process.

2.3 Undersökningsperiod

Vi har för avsikt att göra vår fallstudie för de senaste 30 åren. Under de senaste åren har Volvo Personvagnar skiftat ägare två gånger, men företaget har ägts av någon stor global fordonskoncern under hela perioden. Under de senaste 30 åren har ekonomin gått igenom låg och högkonjunkturer vilket vi har tagit hänsyn till genom att mäta under ett långt tidsintervall, för att undvika att ge en missvisande bild av branschen. Före 1979 var Volvo Personvagnar inte ett enskilt företag utan var en del av Volvo AB, vilket gör att tillgången av data är begränsad för åren. Tiden före vår undersökningsperiod var tämligen stabil för Volvo Personvagnar och företagets tillväxt har framförallt expanderat under den aktuella tidsperioden. Ägarförhållandena för Volvo Personvagnar och branschen i sin helhet har förändrats i stor utsträckning under de senaste 30 åren, vilket gör det till ett intressant företag att studera.

2.4 Källkritik

Fallstudien grundas på att analysera påverkande faktorer för Volvo Personvagnar under en relativt lång tidsperiod. Det finns många olika faktorer som påverkar och vi har haft för avsikt att finna och analysera de mest uppenbara och viktigaste faktorerna. Däremot kan det finnas många andra faktorer som kan ha påverkat företaget under tidsperioden som vi inte har uppmärksammat och som skulle kunna ha betydelse för resultatet av denna studie. Ett bortfall i undersökningen kan leda till ett felaktigt resultat. Vi kan ha fått en vinklad uppfattning av Volvo Personvagnar genom att basera uppsatsen till stor del genom utdrag från årsredovisningar. Kvantitativa tal och beräkningar bör dock vara tillförlitliga som vi nämnde under rubriken reliabilitet.

3. Studiens teoretiska referenser och modell för analys

Det här kapitlet beskriver studiens teoretiska referensramar. Först presenteras viktiga begrepp för studien. Därefter beskrivs olika nyckeltal, marknadsprinciper, skalfördelar och risk. Modigliani och Millers teorier beskrivs först översiktligt och därefter presenteras de olika teoremen grundligt. Vidare presenteras de utvecklade teorierna såsom Trade-Off teorin och Pecking order teorin och hur de påverkar vår utgångspunkt för studien. Kapitlet avslutas med att beskriva tidigare forskning och analysmodellen för studien.

3.1 Väsentliga begrepp

Varje aktiebolag är enligt årsredovisningslagen skyldigt att lämna in en årsredovisning, innefattande bland annat en resultaträkning och en balansräkning (Thomasson et al., 2006). En balansräkning är en uppställning av de tillgångar och skulder ett företag har vid ett visst tillfälle. Den omfattar tillgångar samt eget kapital och skulder, och visar hur ett företag är finansierat. Innebörden av dessa begrepp förklaras nedan.

3.1.1 Tillgångar

Ett företags tillgångar är lika med summan av de skulder och eget kapital som de innehar (Thomasson et al., 2006). Ett företags tillgångar kan delas in i materiella och immateriella tillgångar, anläggningstillgångar och omsättningstillgångar. Exempel på materiella tillgångar är inventarier så som maskiner och varulaget. Immateriella tillgångar kan vara goodwill och patent. Till anläggningstillgångar räknas tillgångar som avses behållas för att användas under lång tid, t ex byggnader och maskiner, medans omsättningstillgångar är avsedda att omsättas i verksamheten för att inbringa pengar. Typiska omsättningstillgångar är varulager, kundfordringar och kassa (ibid).

3.1.2 Eget kapital

Eget kapital består av det kapital som aktieägarna ursprungligen har satsat i bolaget plus ackumulerade vinster³ som inte har delats ut till ägarna i form av aktieutdelning (Thomasson et al., 2006). Eget kapital är alltså aktieägarkapital. Det egna kapitalet amorteras inte som skulder gör, det betalas ingen direkt ränta som på skulderna⁴ och det växer eller urholkas i takt med lönsamheten minus eventuella aktieutdelningar. Genom att göra nyemissioner kan man få in nytt eget kapital till företaget men nackdelen för de ursprungliga aktieägarna är att deras ägarandel blir mindre (Ross et al., 2006). Obeskattade reserver är en post i företagets balansräkning som består av ackumulerade vinster som ännu inte beskattats på grund av bokföringsmässiga och skattetekniska möjligheter (Thomasson et al., 2006). Den del av obeskattade reserver som finns kvar efter aktuell skattesats räknas som eget kapital.

3.1.3 Skulder

Förutom aktieägarkapital finansieras företag genom inlåning, som blir en skuldpost. Den vanligaste formen av skulder ett företag har är banklån. Det finns dock en mängd andra typer av skulder som obligationer, högrisklån, checkkrediter, lån mellan företag och leverantörskrediter (Hanson, 1995).

³Och/eller eventuella förluster.

⁴Ägarna kräver dock utdelning på företagets vinster som blir en slags indirekt ränta. Detta krav på avkastning av eget kapital kan ses som kostnaden för eget kapital (Berk & DeMarzo, 2011) och är ofta större än skuldräntan. Mer om detta senare i vår teoristudie.

Gemensamt för skulder är att lånegivaren kräver ränta på utlånat kapital och med detta följer förpliktelser som alltid går före aktieägarnas intresse⁵. Långivarna kräver ränta för kreditrisken och för den förlorade möjlighet att investera pengarna på annat sätt. Vilken ränta man har beror på vilken typ av skuld det är och påverkas av risken på lånet och rådande marknadsränta (ibid). På motsvarande sätt som obeskattade reserver påverkar eget kapital räknas den del av obeskattade reserver som ska betalas i skatt som en skuld.

3.1.4 Tillväxt

Enligt Johansson och Runsten (1995) kan tillväxt av produktion och försäljning vara ett villkor för fortlevnad för det enskilda företaget. Tillväxt kostar pengar och ett företags möjlighet att växa är beroende av dess förmåga att finansiera tillväxten. Behovet av kapitaltillväxt kan enligt Johansson och Runsten (1995) sammanhållas med bland annat; behovet att förbättra produktivitet, behovet att bibehålla eller förbättra marknadsandelar, inflation och krav på ökade reallöner som ställs på arbetsmarknaden.

3.2 Nyckeltal

Genom att studera ett företags resultat och balansräkning är det möjligt att räkna ut väsentliga nyckeltal. Nyckeltal beskriver ett företags finansiella situation och är användbara när man vill jämföra företag inom samma bransch och studera utvecklingen över en tidsperiod (Nationalencyklopedin). Man kan t ex räkna ut nyckeltal för ett företags lönsamhet, finansiering och resursutnyttjande. Nackdelen med nyckeltal är att de visar på företagets historiska utveckling och inte den framtida (Bengtsson & Laurin, 2000).

I denna studie har utvecklingen av Volvo Personvagnars nyckeltal en central roll. De nyckeltal som används definieras nedan och har valts för att de visar företagets finansiella stabilitet och förmågan att förvalta kapital, vilket i sin tur skapar tillväxt.

3.2.1 Soliditet

Ett företags soliditet visar hur ett företag är finansierat. Soliditetsmättet reflekterar företagets förmåga att överleva trots tillfälliga motgångar eller förlustår (Thomasson et al., 2006). Med en högre andel eget kapital anses företaget ha tryggare finansiering och klara sig bättre på en riskfylld marknad (Berk & DeMarzo, 2011). Soliditet räknas ut genom att företagets egna kapital genom det totala kapitalet.

$$\text{Soliditet} = \frac{\text{Eget kapital}}{\text{Totalt kapital}}$$

Ett företag med hög soliditet har lättare att öka sin belåning än ett företag med låg soliditet (Thomasson et al., 2006). Det är av vikt för vår studie att ha förståelse kring var som kan påverka soliditeten.

3.2.2 Avkastning på totalt kapital - ATK

Avkastning på totalt kapital är ett lönsamhetsmått. Det speglar företagets avkastning opåverkat av dess kapitalstruktur och är ett viktigt nyckeltal för att kunna se hur effektivt ett företag använder sina

⁵Det är praxis i många branscher att ha ett betalningsvillkor på 30 dagar, vilket innebär en kort skuld som inte har någon räntekostnad. Om inte betalningen görs efter 30 dagar tillkommer dock räntekostnader och tilläggsavgifter.

tillgångar (Thomasson et al., 2006). Allting som företaget gör påverkar hur dess avkastning blir. Alla företags mål antas vara att överleva på lång sikt (Berk & DeMarzo, 2011) och för att göra det är en långsiktig positiv avkastning nödvändigt. Spridning i ATK över tid visar även på den risk företaget har i sin operativa verksamhet, vilket påverkas av förd företagspolitik (Johansson, 1995). En förutsättning för det är dock att företaget fritt kan välja finansieringsform.

$$\text{Avkastning på totalt kapital} = \text{ATK} = \frac{\text{Rörelseresultat} + \text{Summa finansiella intäkter}}{\text{Totalt kapital}}$$

3.2.3 Avkastning på eget kapital - AEK

Ett företags mål reflekterar dess ägares mål och är enligt Berk och DeMarzo (2011) att ge positiv ekonomisk avkastning⁶ på investerat kapital. Avkastning på eget kapital speglar hur effektivt aktieägarnas medel används i företaget. Eftersom att det är förenat med risk att investera i företag och då det finns en *riskfri ränta*⁷ kommer kravet på avkastning på eget kapital att vara högre än vad skuldräntorna är (ibid; Modigliani & Miller, 1963). Det är alltså dyrare att finansiera med eget kapital än att finansiera med lån. Däremot finns inga legala förbindelser att betala någon ränta på eget kapital som det gör på skulder vilket gör det till en säkrare, mer riskfri finansieringsform (Ross et al., 2008).

$$\text{Avkastning på eget kapital} = \text{AEK} = \frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter och kostnader}}{\text{Eget kapital}}$$

3.2.4 Kapitalomsättningshastighet - KOH

KOH är ett nyckeltal som beskriver företagets resursutnyttjande, det vill säga hur mycket man säljer (och indirekt producerar) med avseende på sina tillgångar (Wallin, 2005). Studerar man nyckeltalet över tid skall man helst se en ökning över perioden, vilket tyder på att företaget blir mer effektivt på grund av inläring och andra faktorer.

$$\text{Kapitalomsättningshastighet} = \text{KOH} = \frac{\text{Omsättning}}{\text{Totalt kapital}}$$

3.3 Marknader

Det ligger i alla marknaders natur att de utvecklas och förändras eftersom att producenter kontinuerligt förväntas arbeta på bästa sätt för att maximera sin vinst (Berk & DeMarzo, 2011). För att kunna förstå hur marknader förändras måste man veta vad det finns för olika typer av marknader och vad som karaktäriserar dem. Nedan presenteras två marknadsmodeller som är extremiteter till varandra för att kunna härleda en utveckling som kan ske åt endera hållet.

3.3.1 Perfekt konkurrens

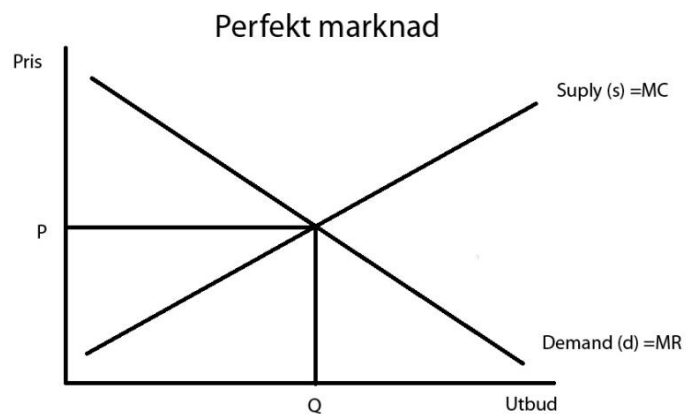
På en marknad med perfekt konkurrens antas följande kriterier vara uppfyllda:

⁶Räntabilitet är ett annat ord för avkastning som används frekvent.

⁷Det finns alltid risk att företag gör negativa resultat. Däremot finns det en *riskfri ränta* som anses vara räntan på statsobligationer. Statsobligationer anses vara riskfria då att staten inte anses ha någon risk att gå i konkurs.

- Företagen säljer en homogen produkt
- Det finns inga etablerings- eller avvecklingshinder
- Det finns många konkurrerande företag på marknaden
- Alla producenter och konsumenter har tillgång till perfekt information
- Det är låga transaktionskostnader

På en marknad med perfekt konkurrens kommer prissättningen ske på en sådan nivå att producenterna på lång sikt inte gör någon vinst (Perloff, 2010). Det är istället konsumenterna som får allt överskott på producenternas bekostnad. Att det ser ut så beror på att det råder så stor konkurrens på marknaden att jämviktspriset har pressats till den nivå att det är lika med vad genomsnittskostnaden för tillverkningen av produkten per enhet är. På en marknad med perfekt konkurrens kommer därför vissa producenter som inte är effektiva slås ut (ibid). Man kan alltså dra slutsatsen att på marknader med perfekt konkurrens är producenterna utsatta för hög risk. I verkligheten är det mycket ovanligt att perfekt konkurrens uppstår, då det ofta föreligger hinder eller att utvecklingen gör att konkurrenter vinner fördelar genom förändring.



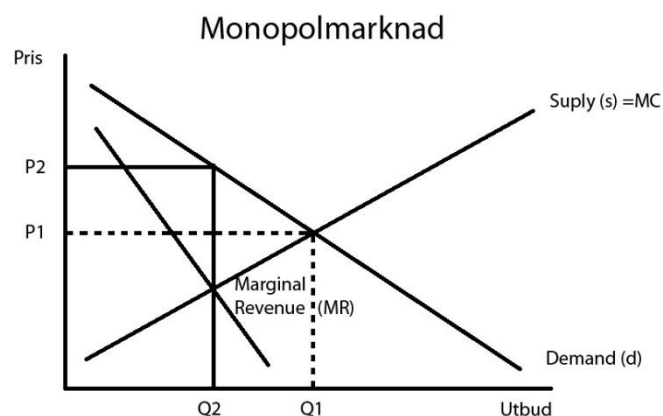
Figur 3.3.1 Perfekt marknad

3.3.2 Monopol

Motsatsen till en marknad med perfekt konkurrens är en monopolmarknad. På en monopolmarknad finns det bara en producent som bjuder ut en produkt och kan således styra prissättningen på ett annat sätt jämfört med en marknad med konkurrens där marknaden styr priset. Alla företag på alla marknaderna väljer att producera det antal enheter där man vinstmaximerar (Perloff, 2010), det vill säga när marginalintäkten är lika med marginalkostnaden. Skillnaden är att på en monopolmarknad ser utbudskurvan annorlunda ut och kan möta marknads efterfrågan till ett högre pris.

Monopolmarknader och karteller som kan skapa monopolliknande situationer är oftast olagliga på grund av att konsumenterna missgynnas till producenternas fördel, som därmed får ett högre överskott och samhällsnyttan minskar (ibid).

Ett företag som befinner sig i en monopolsituation är utsatt för liten risk (om inte substitutprodukter introduceras på marknaden så att efterfrågan minskar) eftersom man inte har några konkurrenter som riskerar att slå ut en.



Figur 3.3.2 Monopolmarknad

3.4 Skalfördelar

Genom att producera många enheter av en vara kan ett företag uppnå skalfördelar (Jones, 2004). Eftersom att företag vanligtvis har fasta kostnader i form av exempelvis hyreskostnader och elkostnader innebär det att desto fler varor man producerar så kommer de fasta kostnaderna att bli mindre per producerad enhet. Att producera och sälja stora volymer kommer således att ge högre marginal per enhet än om man hade producerat på en lägre nivå. (ibid) Företag maximerar nyttan av skalproduktion när de producerar det antal produkter där genomsnittskostnaden per enhet är som lägst. Skalfördelar innebär i regel större risker då de högre kostnaderna innebär att vid lägre efterfrågan har de i regel kvar stora delar av kostnaderna (ibid).

3.5 Risk

Risk kan delas upp mellan systematisk risk och specifik risk, som sammantaget står för den totala risk ett företag är utsatt för (Berk & DeMarzo, 2011). Med ökad risk kräver investerare ökad avkastning på sitt satsade kapital. Begreppen nedan används framförallt inom aktiehandel och portföljteori men kan även illustrera de typer av risk ett enskilt företag konfronterar utanför börsmarknaden.

3.5.1 Systematisk risk

Systematisk risk innebär den risk som enskilda företag inte kan kontrollera, t ex konjunkturer, ökad konkurrens, och liknande (Berk & DeMarzo, 2011). Systematisk risk påverkar alla företag i branschen likadant och inget företag gör bättre/sämre än konkurrenter p.g.a. förändrad systematisk risk.

3.5.2 Specifik risk

Ett företags specifika risk är den risk som utgörs av de handlingar som ett företag gör (Berk & DeMarzo, 2011). Exempelvis kan specifik risk för ett företag vara att göra en viss investering, då det medför risk att investeringen inte kommer att inbringa de inkomster man förväntar sig. Ett företag tar många beslut om olika saker och det kan vara svårt att förutse risker med de olika investeringar ett företag gör. Vikten av att förstå sig på risker kan vara skillnaden mellan att göra god avkastning eller gå i konkurs.

3.5.3 Definition av ökad risk inom bilindustrin

Det finns väldigt många olika typer av risk för ett företag (Berk & DeMarzo, 2011). Denna uppsats har som bakgrund att risken har ökat inom bilindustrin. Vad som antas med det är att producenter på marknaden har fått svårare att göra god avkastning och löper större risk att gå i konkurs. Det följer en naturlig utveckling hos en marknad som mognar och går mot att efterlikna en marknad med perfekt konkurrens (Perloff, 2010).

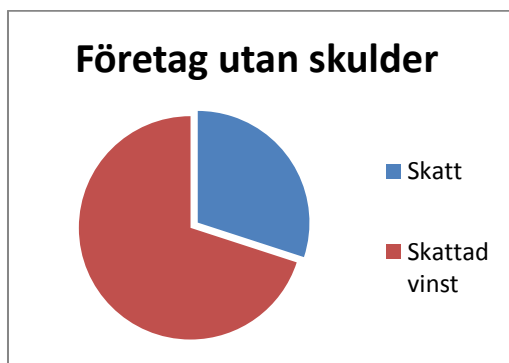
3.6.1 Kostnaden för kapital

Modigliani och Miller⁸ gjorde 1958 ett viktigt bidrag till forskningen i finansiell ekonomi. De presenterade då sina teorem om företags kapitalstruktur. I dessa teorem (I och II) föreslås att det inte har någon betydelse för företagets värde om man finansierar verksamheten med eget kapital eller skulder. Förutsättningen för proposition I och II var att det råder en marknad med perfekt konkurrens. På en marknad med perfekt konkurrens antas som tidigare sagt bl.a. transaktionskostnader och skatter inte existera. Investerare och företag antas också kunna låna pengar till och från varandra till samma ränta (Modigliani & Miller, 1958). I verkligheten föreligger en

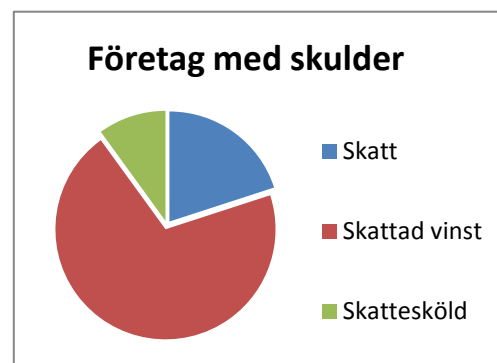
⁸Benämns framöver som MM

rad olika parametrar som påverkar förutsättningarna för teorin och därmed är den inte tillämbart fullt ut, vilket Modigliani & Miller själva korrigerade. Senare 1963 publicerade de en vidareutveckling på proposition I och II - där man även tog hänsyn till den fördel skattemässiga avdrag på skulder ger ett företag. I verkligheten förekommer skatter och företag kan använda belåning som finansieringsalternativ för att minska sin skatt eftersom att skuldräntan är avdragsgill. Denna effekt kallas *skattesköld* ($T_C D^9$) och företaget kan på så vis minska sina kapitalkostnader genom att ha en högre belåning.

$$\text{Skattesköld} = \text{Skattesats} * \text{Total belåning}$$



Figur 3.6.1 Företag utan skulder



Figur 3.6.2 Företag med skulder

Enligt MM:s ursprungliga proposition I, förändras inte ett företags värde med förändrad kapitalstruktur men när man tar hänsyn till skatteskölden kan man beskriva värdet på ett företag enligt följande formel:

$$V^L = V^U + T_C D$$

$T_C D$ = Skattesköld

V^L (value levered) = värdet på ett delvis skuldfinansierat företag

V^U (value unlevered) = värdet på ett helt aktieägarkapitalfinansierat företag

MM teorin är inte fulländad och har kritiserats för att den inte beaktar parametrar såsom finansiella stresskostnader och kostnader för konkurs (båda förenat med ökad risk). MM utgör en viktig grund för att förstå sig på kapitalstruktur och har lett fram till utvecklingen av andra teorier som tradeoff teorin och pecking order teorin.

3.6.1.1 Finansiella stresskostnader och kostnaden för konkurs

När ett företag hamnar i finansiella svårigheter och får hinder att betala räntor och amortera sina skulder sägs ett företag vara finansiellt stressat (Berk & DeMarzo, 2011). Det kan även gå så långt att företaget måste lägga ner sin verksamhet eller gå i konkurs. Att gå i konkurs är inte så enkelt som att aktieägarna lämnar över ägarskapet till lånegivarna. Snarare är det en långdragen, komplicerad och kostsam process som innebär både direkta och indirekta kostnader (ibid). Med *direkta kostnader* menas de kostnader som uppstår när företag som är finansiellt stressade anställer advokater,

⁹Vi använder denna engelska förteckning för skattesköld (Tax Shield of Debt) i vissa ekvationer framöver eftersom att det inte finns någon svensk motsvarighet.

revisorer, konsulter, finansiella rådgivare, värderare, specialister som kan sälja företagets tillgångar med flera, för att få hjälp i den komplicerade situation som uppstår. Sådana tjänster är kostsamma och studier visar på att den genomsnittliga direkta kostnaden för konkurs ligger någonstans mellan 3 % och 4 % av företagets marknadsvärde före likvidationen (Weiss, 1990).

Förutom administrativa och övriga direkta kostnader är många andra *indirekta kostnader* relaterade till kostnader för konkurs. De indirekta kostnaderna är svåra att mäta men är ofta betydligt större än de direkta kostnaderna (Berk & DeMarzo, 2011). Förlust av kunder, leverantörer, anställda och växelfordringar¹⁰ är några indirekta kostnader som man ser resultat av långt senare under processen. Undervärderad försäljning av tillgångar för att snabbt få in kapital, ineffektiv likvidation och kostnader till långgivare¹¹ är andra (ibid).

3.6.2 Tradeoff teorin

Tradeoff teorin utvecklades ursprungligen av Kraus och Litzenberger med grund i MM teorem och publicerades 1973. MM:s teorier har främst blivit kritiserade för att de inte tar tillräckligt med hänsyn för de verkliga förhållanden som råder på marknaden. De utvecklades som vi tidigare har beskrivit till att innefatta skatteskölden, men teorin verkade råda till att ha som mål att maximera skatteskölden. MM tar med andra ord inte hänsyn till de finansiella stresskostnader och eventuella kostnader för konkurs som hänger ihop med ökad skuldsättning (Berk & DeMarzo, 2011; Murray & Vidhan, 2007; Kraus & Litzenberger, 1973)

Enligt Tradeoff teorin är det totala värdet på ett företag lika med värdet på företaget om det vore helt skuldfritt plus värdet på skatteskölden minus värdet på de finansiella stresskostnaderna (Berk & DeMarzo, 2011).

$$V^L = V^U + PV(\text{skattesköld}) - PV(\text{finansiella stresskostnader})$$

Emellertid är det inte så enkelt att räkna ut nuvärdet på de finansiella stresskostnaderna. Det finns tre nyckelfaktorer som påverkar värdet: (1) sannolikheten att stresskostnaderna uppstår, (2) kostnadens omfattning om man hamnar i finansiell stress och (3) en lämplig diskonteringsränta för den eventuella kostnaden (Berk & DeMarzo, 2011).

Sannolikheten att stresskostnaden uppstår är beroende av företagets skuldsättningsgrad. Med en hög skuldsättning ökar risken för likvidation och finansiella stresskostnader. Med en låg skuldsättning är risken således mindre. Det går inte att säga vilken skuldsättningsgrad som är optimal för företag inom olika branscher. Företag i samma bransch kan också ha olika optimal skuldsättningsgrad. Detta beror till stor del på vilken typ av tillgångar företagets värde bygger på. Ett företag i en stabil bransch, t.ex. livsmedelsbranschen¹², med relativt säkra kassaflöden kan ha en hög skuldsättningsgrad utan att ha stor risk för stresskostnader. Ett företag som har väldigt volatilt värde (högt betavärde¹³) och volatila kassaflöden, t.ex. inom lyxkonsumtionsbranschen¹⁴, kommer att ha högre risk för

¹⁰Förlust av växelfordringar innebär svårighet att få in små skulder från tidigare kunder och leverantörer som ser sin chans att undvika inbetalningen, eftersom summan i sammanhanget är liten.

¹¹Långgivare kan i sin tur få finansiella stresskostnader om beloppet som är utlånat är en väsentlig del av långgivarens kapital. Låntagaren kan få stå för sådana kostnader (Berk & DeMarzo, 2011).

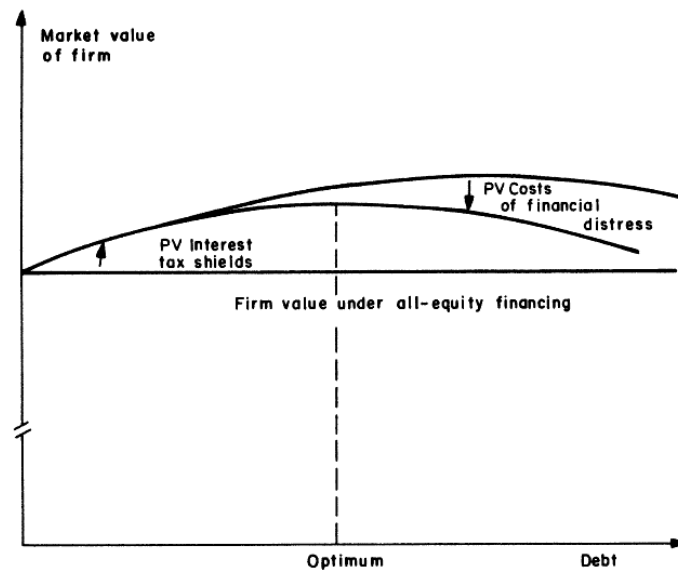
¹²Människor behöver alltid tillgång till mat och kommer att prioritera att köpa mat i dåliga tider.

¹³Betavärdet speglar företagets historiska värdes volatilitet, gentemot marknadens.

¹⁴Människor kommer inte att prioritera lyxkonsumtion i dåliga tider.

stresskostnader än livsmedelföretaget trots en lägre skuldsättning (Ross et al., 2008; Berk & DeMarzo 2011).

Omfattningen på stresskostanden beror också på vilken typ av företag det är. Ett företag som bygger sitt värde till största del på humankapital¹⁵, t.ex. ett teknologiföretag, kommer att ha större direkta kostnader för likvidationen än ett företag som bygger sitt värde till största del på fysiskt kapital, t.ex. fastighetsbolag. Detta beror på komplexiteten i att värdera humankapital gentemot fysiskt kapital (Berk & DeMarzo, 2011). Till sist kommer diskonteringsräntan att bero på företagets marknadsrisk.



Figur 3.6.3 Värde-Skuldsättning företag

Figur 3.6.3 visar hur värdet på en firma varierar med skuldsättningsgraden. Den motsätter sig MM teori genom att visa att ökad skuldsättning ökar de finansiella stresskostnaderna som minskar värdet på företaget, trots ett högre skatteskydd. Enligt Trade-Off teorin finns det alltså en viss skuldsättningsgrad där företagets värde maximeras. Vid denna punkt är skatteskölden, som är ett resultat av ökad skuldsättning, precis lika stor som de finansiella stresskostnaderna som också ökar med ökad skuldsättning¹⁶ (Ross et al., 2008). Om det inte skulle finnas kostnader för kapitalstrukturförändringar vore det optimalt för företagen att hela tiden ha den skuldsättningsgrad som maximerar dess värde. I verkligheten är det dock inte så enkelt som att en omstrukturering i kapitalstrukturen inte medför kostnader, vilket leder till att företag med samma optimala grad skuldsättning inte nödvändigtvis har samma kapitalstruktur (Brealey & Myers, 2003). Trade-Off teorin är en viktig vidareutveckling på MM teori men den förklarar emellertid inte varför de mest framgångsrika företagen växer med en väldigt lite skuldsättningsgrad (ibid). Pecking order teorin förklarar närmre den frågan.

¹⁵Men humankapital menas de tillgångar som finns i form av kunskap och färdigheter hos personal som vuxit genom utbildning och erfarenheter (Nationalencyklopedin)

¹⁶Det är *risken* för att de finansiella stresskostnaderna uppstår som gör att de ökar i värde vid högre skuldsättning.

3.6.3 Pecking order teorin

Myers publicerade 1984 det som kallas pecking order teorin. Hans arbete var influerat av tidigare litteratur och studier, bl.a. Donaldson (1961). Pecking order teorin hävdar att det finns en rangordning av kapital som företagsledningarna föredrar att använda i verksamheten och nya investeringar. Teorin bekräftas även av empiriska studier som visar att cirka 70 % av företagens utgifter finansieras genom internt kapital (Federal Reserve Flow of Funds). En företagsledning sägs enligt Myers (1984) följa pecking order teorin om man föredrar intern finansiering¹⁷ före extern finansiering och skuldåtagande före nyemission om extern finansiering används.

Eftersom att det är förenat med risk att investera i företag och eftersom det finns en *riskfri ränta*¹⁸ kommer kravet på avkastning på eget kapital att vara högre än vad skuldräntorna är (ibid). Det är med andra ord dyrare att finansiera med eget kapital än att finansiera med lån. Däremot finns inga legala förbindelser att betala någon ränta på eget kapital som det gör på skulder vilket gör det till en säkrare, mer riskfri finansieringsform (Ross et al., 2008). Det är således billigast att använda internt kapital, näst billigast med nya lån och dyrast med nyemissioner för företaget (ibid). Varför finansieringsalternativen hamnar i denna ordning förklaras enligt Myers och Majluf (1984) delvis också genom kostnaden för kapital, snedvridet urval och agentkostnader.

3.6.3.1 Snedvridet urval

En grund för pecking order teorin är enligt Myers och Majluf (1984) och Myers (1984) snedvridet urval genom asymmetrisk information. Teorin säger att företagsledningen vet mer om företaget än vad en extern investerare gör tack vare att det är deras jobb att ha koll på all information som finns tillgänglig. Den externa investeraren har inte denna möjlighet och kan således inte veta exakt vad det faktiska värdet på företaget är.

Ross et al., (2008) tar upp ett exempel baserat på Myers (1984) publikation, som visar på situationen som företagsledningen ställs inför: Om ledningen värderar företagets aktier till 60 \$ men de säljs på marknaden för 50 \$, kommer inte några aktier att emitteras. Ledningen har då anledning att tro att man "skänker" bort 10 \$ per aktie. Att göra så skulle även missgynna de existerande aktieägarna. I detta fall när man ser aktien som undervärderad, skulle ledningen vilja ta lån eller utfärda obligationer. Om motsatsen skulle råda och aktien säljs för 70 \$ på marknaden, skulle ledningen däremot vilja emittera aktier. Det skulle gynna de nuvarande aktieägarna på motsvarande sätt som de missgynnades när aktien var undervärderad. Detta leder fram till två antaganden:

När företagsledningen anser sina aktier vara undervärderade vill man låna kapital eller utfärda obligationer.

När företagsledningen anser sina aktier vara övervärderade vill man emittera aktier och få in nytt eget kapital.

Om företagsledningen väljer att ta in nytt kapital genom att emittera aktier, kommer detta att ses som att företaget är övervärderat ifrån ett externt perspektiv och investerare kommer inte vilja betala det pris som råder på marknaden. Detta ger ett dilemma för ledningen som alltid kommer veta att vid en nyemission kommer dess aktie att sjunka i värde. Bara de mest övervärderade

¹⁷Med intern finansiering menas fritt kapital som finns som tillgångar i företaget, t.ex. föregående års vinster.

¹⁸Det finns alltid risk att företag gör negativa resultat. Däremot finns det en *riskfri ränta* som anses vara räntan på statsobligationer. Statsobligationer anses vara riskfria för att staten anses inte ha någon risk att gå i konkurs.

företagen kommer således att vilja emittera aktier och om ett företag med bara en viss övervärdering gör det, kommer aktiepriset att sjunka under det faktiska värdet (Ross et al., 2008). Följden är att ingen företagsledning kommer att föredra att emittera aktier. Detta exempel på pecking order teorin tar emellertid bara en viss tidpunkt i åtanke och utesluter skatter, finansiella stresskostnader och agentkostnader.

3.6.1.2 Agentkostnader

Det är av vikt att förstå agentkostnader och principalagentproblem i samband med pecking order teorin för att djupare förstå varför man väljer finansiering i den ordning som vi presenterat tidigare. Jensen och Meckling utvecklade agent teorin 1976 för att förklara problem med diversifiering mellan ägande och styrande. När ett företags ägare inte är de personer som styr företaget, kan principalagentproblem uppstå¹⁹. Enligt Smith (1776), faller det naturligt för människor att inte vaka över pengar som inte är deras egna med samma försiktighet som om de vore deras egna. En person kommer att arbeta hårdare för företaget om hon är delägare, jämfört med om hon bara vore anställd (Jensen & Meckling, 1976; Ross et al., 2008). Agenterna förväntas utnyttja förmåner i form av t.ex. företagsbilar, friskvård på arbetstid, resa i första klass och dylikt (Ross et al., 2008). Agentkostnader är en kostnad som kommer att påverka företaget så att dess värde blir mindre. Detta sker eftersom att investerare är medvetna om att sådana kostnader existerar (Jensen & Meckling, 1976; Berk & DeMarzo, 2011).

På samma sätt kan man se på hur mycket energi agenterna är villiga att lägga ner på företaget. Om principalagentproblem finns, kan man anta att agenten inte kommer att anstränga sig lika mycket för att göra vad som är bäst för företaget som om hon skulle äga det själv. Detta leder till att agenten väljer att finansiera bolaget efter principen "minst jobbigt" (Myers & Majluf, 1984). Denna rangordning ligger på samma sätt som kostnaden för finansieringen som vi presenterade ovan. Fritt eget kapital är det mest lättillgängliga eftersom att det är pengar som finns att tillgå i företaget. Det faller sig då naturligt för företagsledarna att använda dessa. Näst lättast att tillgå är nya lån och det som är mest krävande är att göra nyemissioner för att få in nytt eget kapital (ibid). Agentproblem tillsammans med snedvridet urval och kostnaden för kapital är de faktorer som förklarar pecking order teorin.

3.7 Tidigare studier

Kapitalstruktur och nyckeltals påverkan på varandra är ett väl utforskat ämne. Som vägledning för studiens empiri används en omfattande forskning av Bertrand och Molin (1977).

3.7.1 Samband mellan tillväxt, räntabilitet och soliditet

Sambandet mellan kapitaltillväxt, soliditetsförändringar och räntabilitet har ingående analyserats i en doktorsavhandling av Bertmar och Molin (1977). Studien avser perioden 1966-72 och kan därför tyckas vara inaktuell. De samband som studien visar borde dock inte enligt Johansson (1981) vara specifika för den studerade perioden och det är därför aktuellt för vår studie att redovisa några av forsknings viktigaste resultat.

Urvalsgruppen bestod av 431 svenska aktiebolag och för dessa visade Bertmar och Molin följande:

¹⁹På engelska kallas ägarna *principals*, vilket ger upphov till det som kallas principalagentproblem.

- Det var ett starkt samband mellan genomsnittlig *tillväxttakt för omsättning* (procentuell ökning) och genomsnittlig *tillväxttakt för totala tillgångar*; det vill säga om omsättningen i ett företag genomsnittligt under den studerade perioden steg med en viss procentsats per år, växte totala tillgångar genomsnittligt ungefär i samma takt.
- Det var ett starkt samband mellan *räntabilitet på eget kapital* (och räntabilitet på totalt kapital) och *tillväxttakt för totala tillgångar*; det vill säga ju lägre den genomsnittliga räntabiliteten var desto lägre var den genomsnittliga tillväxttakten för tillgångarna.
- Det var ett starkt samband mellan *tillväxttakt för totala tillgångar* och *förändringar i antalet anställda*; en regressionsanalys visade att företag med lägre genomsnittlig tillväxttakt än ca 8 % hade negativ utveckling av antalet anställda.
- Företag med *låg räntabilitet* och *låg tillväxt* karaktäriserades av lägre tillväxttak för eget kapital än för totala tillgångar; det vill säga sjunkande soliditet. Dessutom var det typiskt för denna grupp av företag att de successivt fick en ogynnsammare sammansättning av totala skulder, vilket innebar att andelen räntefria skattekrediter minskade och andelen räntebärande låneskulder ökade. Den genomsnittliga låneräntan ökade således, vilket tillsammans med en sjunkande soliditet innebar en ökad finansiell risk.

Med tanke på omfattningen av Bertmar och Molins studie bör man kunna se liknande tendenser på faktorer de identifierade även för Volvo Personvagnar. De berör dock inte ämnet om hur utvecklingen ser ut när en bransch tenderar att bli mer riskfylld samt att deras studie rimligen var mer kvantitativ än denna. Bertmar och Molins studie är ändå en bra grund för att analysera Volvo Personvagnars utveckling på en mer kvalitativ nivå och jämför samma nyckeltal som de gjorde.

3.8 Analyseringsmodell

Eftersom att vi vill undersöka hur riskutvecklingen i branschen påverkar Volvo Personvagnars tillväxt, avkastning och soliditetsutveckling måste vi granska vad det är som påverkar dessa nyckeltal. Att spåra alla faktorer som påverkar ett företags avkastning är inte möjligt i en kandidatuppsats varför vi har valt att studera utveckling på de faktorer som vi har identifierat som de mest väsenliga. Studiens empiri fokuserar på att undersöka de faktorer som presenteras nedan. Bertrand och Molins forskningsresultat används som verktyg att analysera Volvo Personvagnar.

3.8.1 Branschens utveckling

Följande två faktorer är de som påverkar bilindustrin bilindustrins riskutveckling. Det är från dessa faktorer man kan härleda den utveckling som har skett i branschen mot att den har blivit mer riskfylld.

- Förändrad konkurrenssituation
- Förändrat konsumentbeteende
 - Miljöpåverkan

3.8.2 Volvo Personvagnars ekonomiska utveckling

För att besvara studiens frågeställning krävs en djupgående analys av de nyckeltal som presenterades under rubrik 3.2. Med hjälp av Bertrands och Molins forskningsresultat kan vi dra paralleller och förstå Volvo Personvagnars ekonomiska utveckling i avseendena:

- Tillväxt

- Tillväxt, avkastning och soliditet
- Tillväxt och förändring av antalet anställda
- Finansiell risk

Vi väljer även att se till utvecklingen i Volvo Personvagnars kapitalomsättningshastighet i denna del för att kunna uttala oss om företagets effektivitet och för att om möjligt finna en utveckling i Volvos vinstmarginal.

3.8.3 Viktiga externa faktorer

Genom att ingående studera Volvo Personvagnar årsredovisningar över perioden ges insikt i hur följande externa faktorer har påverkat Volvo Personvagnars resultat från år till år, och vi kan även dra paralleller till marknadsutvecklingen.

- Utvecklingen på världsmarknaden
- Svenska kronans växelkurs gentemot den amerikanska dollarn

3.8.4 Analys och kopplingar till kapitalstrukturteorier

I studiens analyserande del använder vi de kapitalstrukturteorier vi presenterade under rubrik 3.6 som referenser, för att dra slutsatser baserat på de resultat vi finner.

4. Branschens och Volvo Personvagnars utveckling

Detta kapitel är det empiriska resultatet av studien. Det inleds med att identifiera branschens utveckling mot att ha blivit mer riskfylld. Efter det görs jämförelser med de identifikationer Bertrand och Molin fann i sin forskning 1977. Vidare undersöks andra viktiga, externa faktorer påverkan på Volvo Personvagnars resultat. För tydlighetens skull analyserar vi diagram och företagens utveckling löpande med att fakta presenteras. Genom att studera bilindustrins och Volvo Personvagnars utveckling under en 30-årsperiod ges vi till nästkommande kapitel möjlighet att besvara vår frågeställning om hur ett företags avkastning, tillväxt och soliditet påverkas när en bransch tenderar att bli mer riskfylld.

4.1 Branschens utveckling

En ökad konkurrens innebär ökad risk för en producent på en marknad. Genom att identifiera en ökad konkurrens i bilindustrin kan slutsatser dras om att risken har ökat på marknaden. I bakgrunden till denna studie presenterades bilindustrin som en bransch som har utvecklats till att bli mer riskfylld. Studiens empiri inleds med att analysera de faktorer som har bidragit till

bilindustrins utveckling, för att med säkerhet kunna uttala oss om den. Rubrikerna 4.1.1 och 4.1.2 är samma som de två första punkter vi presenterade i vår analyseringsmodell under rubrik 3.8.

4.1.1 Förändrad konkurrenssituation

Den totala världsproduktionen har ökat som illustreras i diagram 4.1.1 som en följd av en ökad global ekonomisk tillväxt men samtidigt har fler starka konkurrenter tillkommit på marknaden vilket illustreras i diagram 4.1.2. Aktörer på marknaden tenderar också att växa sig större och

starkare med tiden (statistik från OICD²⁰ - *The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers*; Volvo Personvagnars Årsredovisning, 1995).

²⁰OICD tillhandahåller sammanställd data över världsmarknadsproduktionen av bilar mellan 1998 och 2008. Det vore önskvärt att följa produktionsutvecklingen längre bak i tiden men är inte möjligt med tanke på denna studies omfattning.

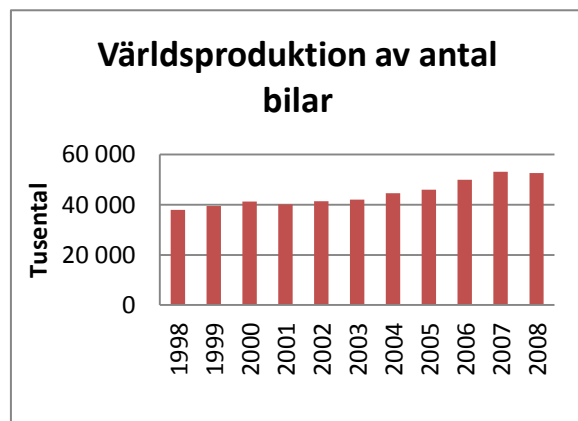


Diagram 4.1.1 Världsproduktion antal bilar

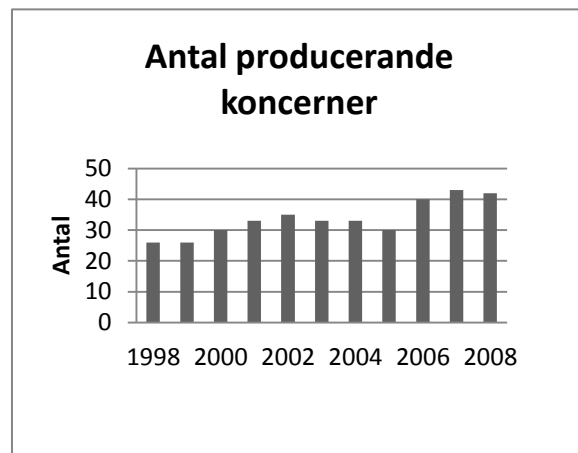


Diagram 4.1.2 Antal producerande koncerner

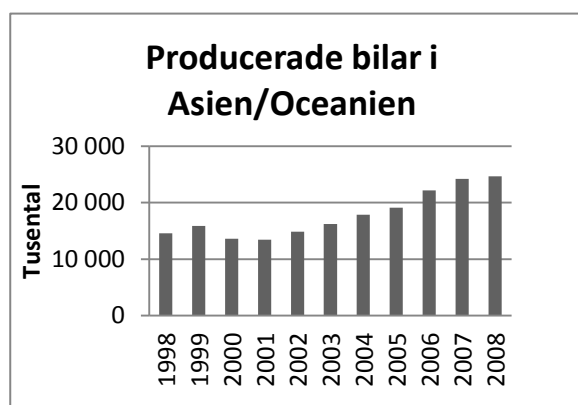


Diagram 4.1.3 Producerade bilar i Asien/Oceanien

Framförallt kan man härleda den ökande konkurrensen på världsmarknaden till Asiens tillväxt. 2004 gick Asien om Europa som världens största producent av personbilar (Appendix 2).

Under perioden 1998 till 2008 har Asien/Oceanien nästan dubblat sin produktion (diagram 4.1.3). Jämför man samma period i USA och Europa ser man att produktionen inom de regionerna inte haft samma utvecklingskurva, vilket illustreras i diagram 4.1.4 och 4.1.5.

I diagram 4.1.9 visas utvecklingen på antal producerade Volvobilar och man kan konstatera att Volvo Personvagnar inte har följt samma uppåtgående trend som världsproduktionen i diagram 4.1.1 eller Asien-/Oceanienproduktionen i diagram 4.1.3.

Sedan 1998 fram till 2008 har det skett en ökning i årlig produktion på ca 14 712 000 bilar i världen (appendix 2). I Diagram 4.1.8 ser vi att 67 % av denna ökning kan härledas till Asien/Oceanien. Asien/Oceanien har ökat sin andel av världsproduktionen från 38 till 47 procentenheter över perioden.

Volvo är, och har hela tiden varit under den tidsperiod vi undersökt, en förhållandevis liten aktör på världsmarknaden i förhållande till andra tillverkare. Volvos marknadsandel har sedan 1998 (OICA) legat på runt 1 % (appendix 2) men har sedan 2004 legat under det. 2008 som var ett dåligt år för Volvo hade man bara en marknadsandel på 0,64 % (ibid).

Volvo Personvagnar har under den undersökta perioden varit väl medvetna om sin ringa storlek i sammanhanget och varit medvetna om att man behöver vara en flexibel producent, vilket bland annat kommenteras om i 1994;

”Det kanske viktigaste för Volvos framgång, är med vilken precision och snabbhet vi förutser och möter förändringar i kundens krav. Organisationen måste därför vara snabbriktig och ha förmågan att anpassa insatserna till ständigt nya förutsättningar.” (Koncernchefens Sören Gylls kommentar, Årsredovisning Volvo AB, 1994)

Det rådde viss överetablering inom bilindustrin världen över under början av 1990-talet (Årsredovisning Volvo Personbilar, 1996). Man noterar i årsredovisningen 1996 att fler producenter

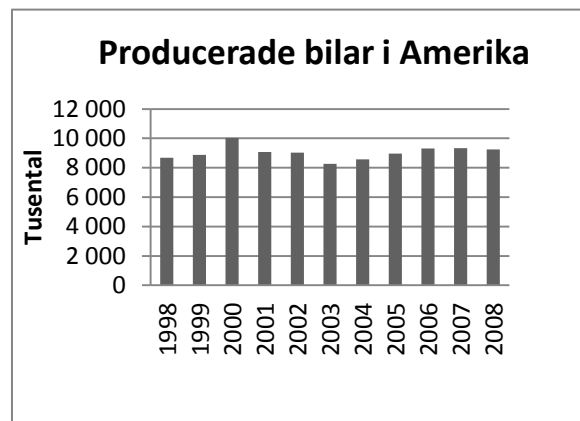


Diagram 4.1.4 Producerade bilar i Amerika

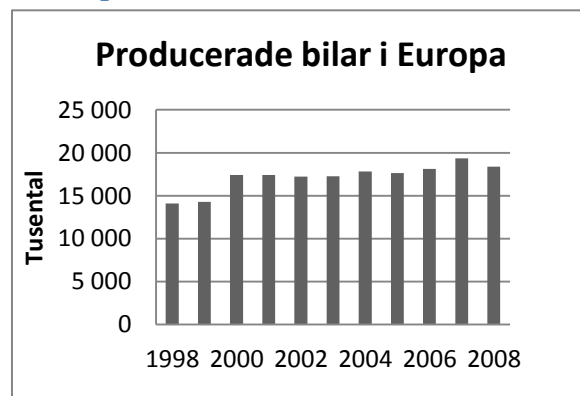


Diagram 4.1.5 Producerade bilar i Europa

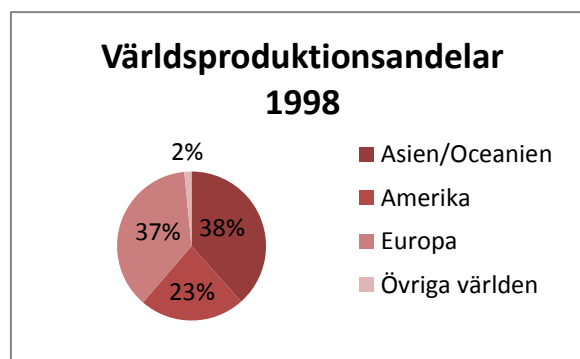


Diagram 4.1.6 Världsproduktionsandelar

etablerar sig på marknaden, framförallt från Sydostasien, och att det finns växande produktionskapacitet, ökad konkurrens och en mer globaliserad marknad.

Volvo var på grund av situationen stundtals tvungen att rabattera sina priser för att vara konkurrenskraftiga och genomföra besparingsåtgärder såsom att avskeda personal, avyttra olika typer av komponenttillverkning samt att minimera produktlagret (Årsredovisningar Volvo Personvagnar, 1992-1997).

4.1.2 Förändrat konsumentbeteende

I bakgrunden till denna uppsats diskuteras kring trenden att produkter får allt kortare livscykel på grund av en ökad teknologisk utveckling, många års arbete och ökad disponibel inkomst i samhället (Finansinspektionen, 1997:14). Det bör innebära att tillverkare får högre utvecklingskostnad på sina produkter och att

avkastningen påverkas negativt. Optimalt för denna studie hade varit att jämföra produktutvecklingskostnader med omsättning för att få ett värde att jämföra över tid. En sådan graf hade kunnat användas till att bekräfta eller förkasta påståendet med enkelhet. Volvo har dessvärre inte redovisat kvantitativa siffror över hela vår undersökta period gällande produktutvecklingskostnaderna. Det kan dessutom finnas svårigheter i att härleda en produktutvecklingskostnad till ett specifikt bolag som ingår i en större koncern. Exempelvis vore

det missvisande om man härleder en kostnad endast till personvagnsavdelningen om man också har dragit nytta av den i lastvagnsavdelningen, eller om man har utnyttjat mycket av Fords tekniska utvecklingar under 2000-talet. Man kommenterar dock om ökningen i flera årsredovisningar, framförallt under 90-talet. 1995 kommenteras bland annat;

”Volvo har ett starkt produktutbud och en aggressiv produktplan, som säkerställer framtida konkurrenskraft även i ett hårdare marknadsklimat. Långsiktigt måste utvecklingsarbetet fortsätta på en hög nivå för att motsvara de högt ställda förväntningar som medvetet byggts upp.”(Årsredovisning Volvo Personvagnar, 1995).

”Till följd av Volvo Personvagnars nya produktstrategi steg kostnaderna för produktutveckling markant under året.” (Årsredovisning Volvo Personvagnar, 1995).

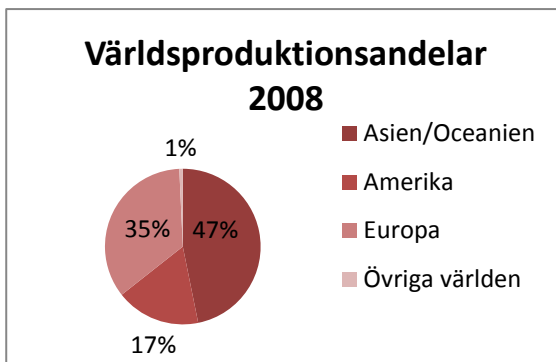


Diagram 4.1.7 Världsproduktionsandelar

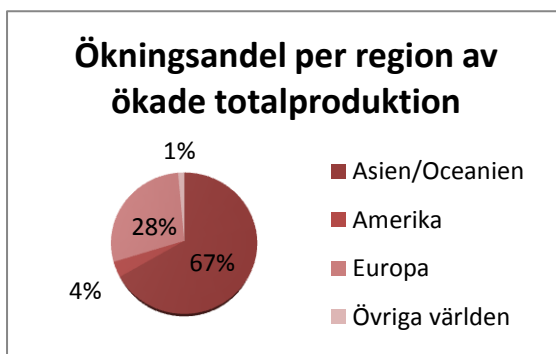


Diagram 4.1.8 Ökningsandel per region

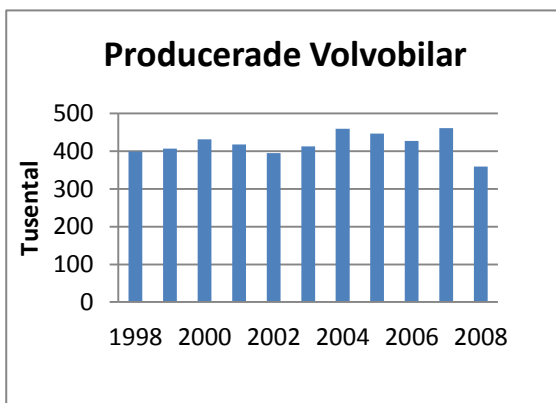


Diagram 4.1.9 Producerade Volvobilar

För att få en klar bild i hur det förändrade konsumentbeteendet har påverkat Volvo Personvagnar, följs utvecklingen av modellprogrammet upp. Den ökade miljömedvetenheten tas även upp som en del av ett förändrat konsumentbeteende.

4.1.2.1 Utökat modellprogram

Under 1980-talet var bilindustrin internationellt sett relativt homogen, Volvo Personvagnar och övriga konkurrenter tenderade att producera samma modeller under lång tid (Årsredovisningar Volvo 1980-1990). I appendix 3 ser vi att i början av 80-talet producerade Volvo Personvagnar sex bilmodeller. Det fanns begränsat med möjligheter gällande förändringar och motoralternativen var relativt få (Årsredovisning Volvo Personvagnar, 1980-1990). Under större delen av 1980-talet förändrades de befintliga modellerna marginellt och endast en serie fick fler modeller (ibid). Som mest producerades tio modeller samtidigt under 80-talet, som var en god tid för Volvo Personvagnar då de var kostnadseffektiva och produktiva.

I ingången av 90-talet hade Volvo Personvagnar tio modeller i produktion. Under årtiondet ökade efterfrågan på mer avancerade bilar i takt med den tekniska utvecklingen i samhället. Den största skillnaden gentemot 80-talet var att konsumenten kunde välja olika typer av motoralternativ, extrautrustning eller säkerhetsfunktioner (Årsredovisningar Volvo Personvagnar, 1990-1998).

I ingången av 00-talet hade Volvo Personvagnar sju modeller i produktion. Modellprogrammet har utökats till att idag innefatta 11 modeller. En väsentlig skillnad med varje modell idag jämfört med 90- och framförallt 80-talet, är att varje modell uppdateras med kortare mellanrum. Det sker designutvecklingar och motoreffektiviseringar mer frekvent som ett led i trenden med produkternas allt kortare livscykel. Idag ges konsumenten möjligheten att gå in på Volvos hemsida och välja en specifik typ av modell, motoralternativ, växellåda, utrustningsnivå, färg, fälgar, färdkomfort, styling, lasttillbehör, sätesdesign, klädsel, interiör komfort, kommunikation och underhållning, klimatanläggning, bagagerum och 11 olika säkerhetstillval utöver original. Konsumenten får alltså en helt anpassad bil efter eget behag och bilarna byggs på beställning (volvocars.com).

4.1.2.2 Miljöpåverkan

Bilindustrin har stor inverkan på miljön i många hänseenden; allt ifrån själva produktionen, transporter och en slutprodukt som påverkar miljön under hela livslängden. Under slutet av 1980-talet började miljöregleringar gällande fordons utsläpp att regleras (Årsredovisning Volvo Personvagnar, 1988). Alla industrier i västvärlden påverkas på många sätt av olika typer av lagstiftning i hänseende på miljöpåverkan. Volvo Personvagnars produktion styrs till användning av olika typer av kemikalier, utsläpp osv. Under mitten av 1990-talet började Volvo profilera sig som miljövänliga (Årsredovisningar Volvo Personvagnar, 1994-1997).

“Increased demands in the environmental and safety fields require substantial investments in product development.”(Årsredovisning Volvo 1996).

Volvo Personvagnar har genom åren lagt stora produktutvecklingskostnader på miljö och säkerhet (Årsredovisningar Volvo Personvagnar, 1979-2009) genom att man har utvecklat flera olika miljövänliga motoralternativ till sina bilmodeller.

4.1.3 Sammanfattning av förändrad konkurrenssituation och förändrat konsumentbeteende

Det framgår i Volvo Personvagnar årsredovisning 1998 att företaget i jämförelse med andra personbilstillverkare inte investerade lika mycket pengar i kvantitativa tal under 90-talet, men i procentuell jämförelse till omsättning så investerade företaget mer än andra.

”På längre sikt riskerar Volvo Personvagnar, på grund av sina relativt små volymer, att inte kunna utveckla och marknadsföra ett konkurrenskraftigt produktprogram och samtidigt ha en tillfredsställande lönsamhet. Erforderliga investeringar och FoU-insatser inom en 10-årsperiod kommer att uppgå till väsentligt högre nivåer än dagens.” (ibid).

Detta var en bidragande faktor till att Volvo AB tog beslutet att sälja Volvo Personvagnar till Ford. Man insåg att man skulle få svårt att hävda sig på marknaden med den utveckling man såg:

”För framtiden bedömer många observatörer att mindre tillverkare inte kommer att förbli oberoende och att industrin kommer att bestå av sex till åtta globala och mycket stora personbilstillverkare.” (ibid).

Eftersom all utveckling av nya produkter och tjänster kostar mycket pengar för tillverkarna - speciellt för biltillverkare på grund av produktens komplexitet och höga krav på säkerhet, kvalitet, design, miljövänlighet och så vidare – bidrar det förändrade konsumentbeteendet tillsammans med den ökade konkurrenssituationen till en ökad risk inom bilindustrin. Priser måste hållas låga medans kostnader ökar. För Volvo Personvagnars del har det varit bidragande till att Volvo AB sålde Volvo Personvagnar till tillverkningsjätten Ford 1999, och nu senast till Geely Motor Company 2009.

4.2 Volvo Personvagnars ekonomiska utveckling

För att få en bra grundstruktur i vår empiriska undersökning jämför vi de nyckeltal Bertmar och Molin (1997) fann starka samband emellan och ser om Volvo Personvagnar har samma tendenser i sin utveckling. De fyra punkter som presenterades i 3.7.1 följs upp i tur och ordning.

4.2.1 Tillväxt

Ett företags tillväxt åskådliggörs genom att sätta ett års omsättning i relation till föregående års omsättning. Volvo Personvagnars omsättningsutveckling åskådliggörs genom diagram 4.2.1. som visar på en långsiktigt växande kurva som har en positiv trend ända fram till 2007. Från 2007 och fram till 2009 sjönk Volvo Personvagnars omsättning kraftigt med 27 % (Beräkningar med data från appendix 1). I övrigt finns inga kraftiga negativa trender och man har haft en genomsnittlig årlig tillväxt 1980 till 2009 på 9,42 % (ibid).

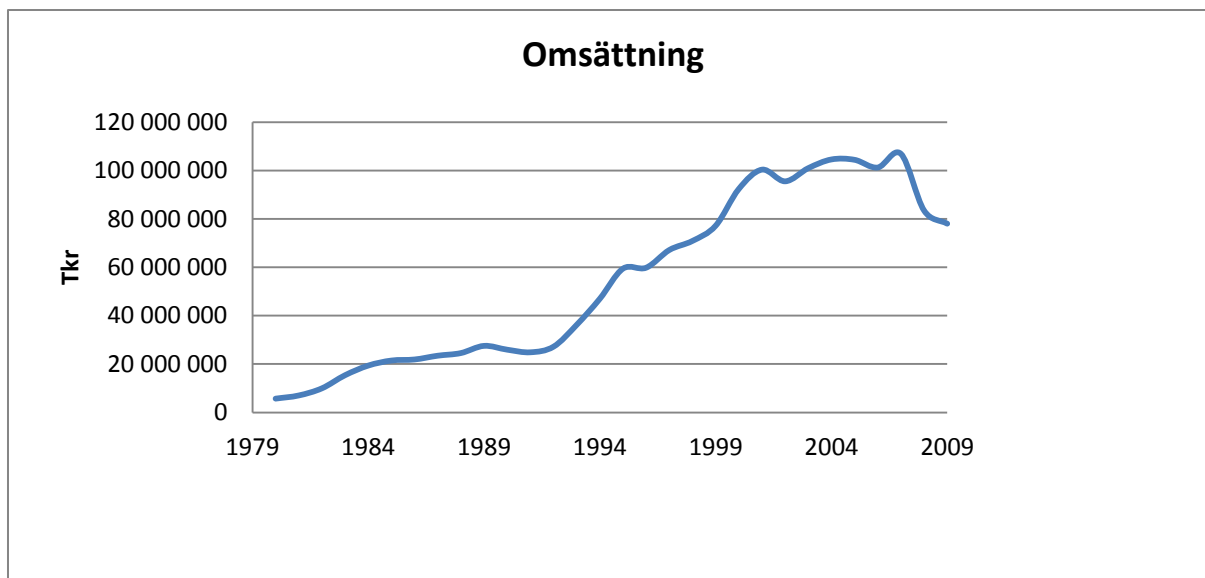


Diagram 4.2.1 Omsättning

Balansomslutningen har under samma period ökat med ett årligt genomsnitt på 9,24 % (ibid), vilket ligger väldigt nära den genomsnittliga omsättningsutvecklingen på 9,42 %. En av Bertmar och Molins (1977) observationer var att det vanligtvis fanns ett starkt samband mellan ökad omsättning och ökat totalt kapital (balansomslutning). Volvo Personvagnar utveckling av dessa nyckeltal är i linje med deras studie.

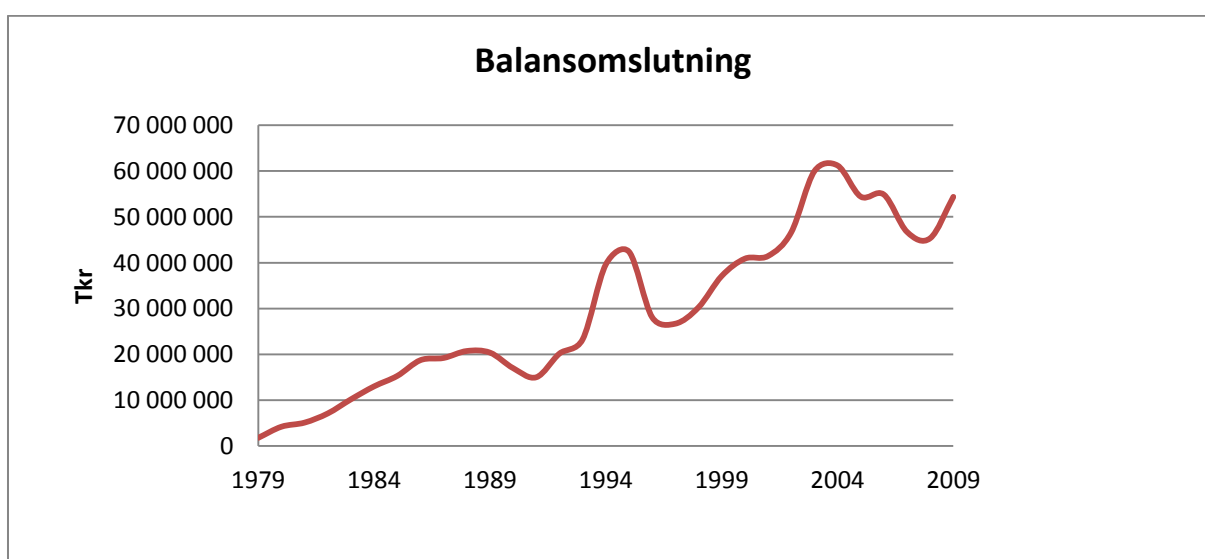


Diagram 4.2.2 Balansomslutning

4.2.2 Tillväxt, avkastning och soliditet

Bertmar och Molin (1977) fann också i sin studie ett starkt samband mellan avkastning på eget kapital och tillväxttakt för totala tillgångar. Genom årsredovisningar från Volvo Personvagnar har vi samlat data och följt företagets utveckling (appendix 1) och beräknat avkastning och soliditet enligt de formler vi beskrev i studiens referensramar.

I diagram 4.2.3 ser vi utvecklingen av Volvo Personvagnar avkastning på eget kapital. Vi jämför denna med diagram 4.2.4 som är balansomslutningens årliga förändring i procent, för att se om det finns ett samband mellan nyckeltalen.

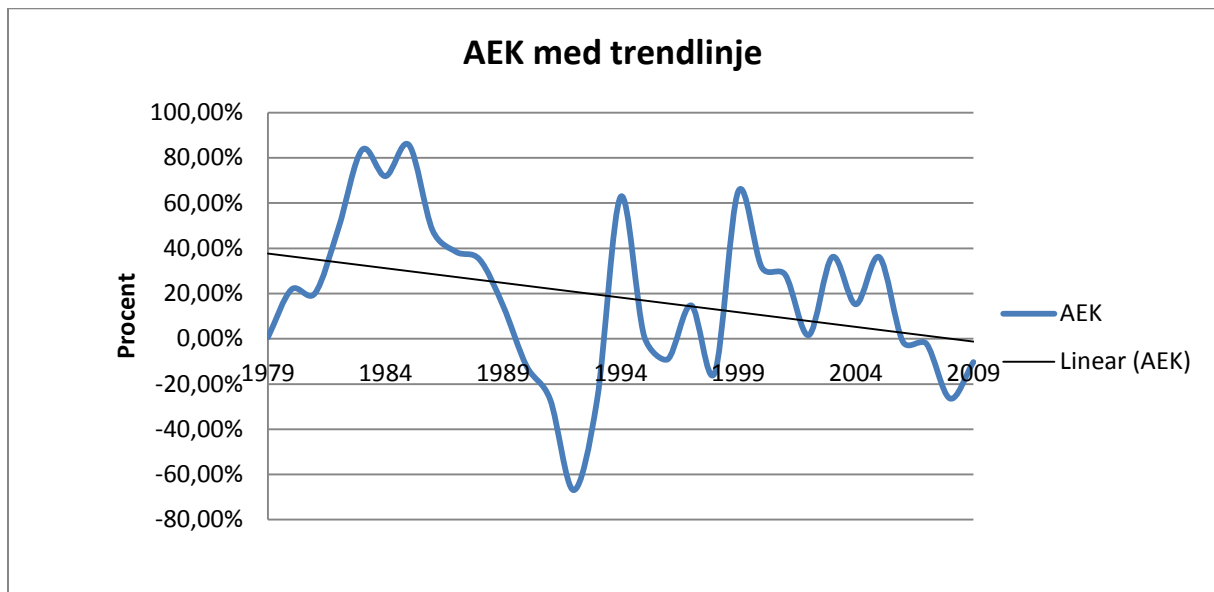


Diagram 4.2.3 AEK med trendlinje

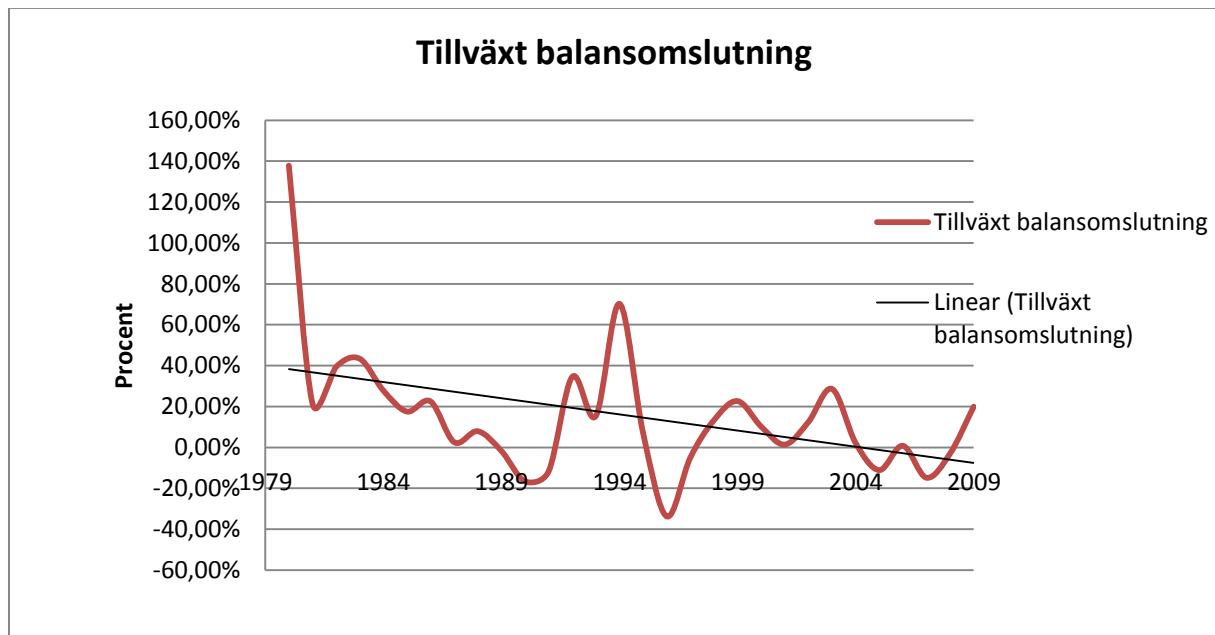


Diagram 4.2.4 Tillväxt balansomslutning

Det finns en tendens till att nyckeltalen följer samma utveckling. Trenden över tid är för båda nyckeltalen lik varandra. Fram till 1989 hade man en positiv avkastning på eget kapital och under samma period hade man också en positiv tillväxt på balansomslutningen. Det är naturligt att utvecklingen inte följs exakt åt från år till år och det finns några kraftiga avvikelser. Avkastningen är negativ medans tillväxten är positiv år 1992, 1993, 1998 och 2009. Gemensamt för dessa år är att det är en tid efter att man har haft en period men minskad balansomslutning (diagram 4.2.2). Att ha

negativ avkastning på eget kapital innebär att det egna kapitalet urholkas vilket det gjorde år 1992, 1993 och 1998. Att minska eget kapital och samtidigt öka balansomslutning innebär att soliditeten sjunker, vilket vi kan se i appendix 1 och i diagram 4.2.5.

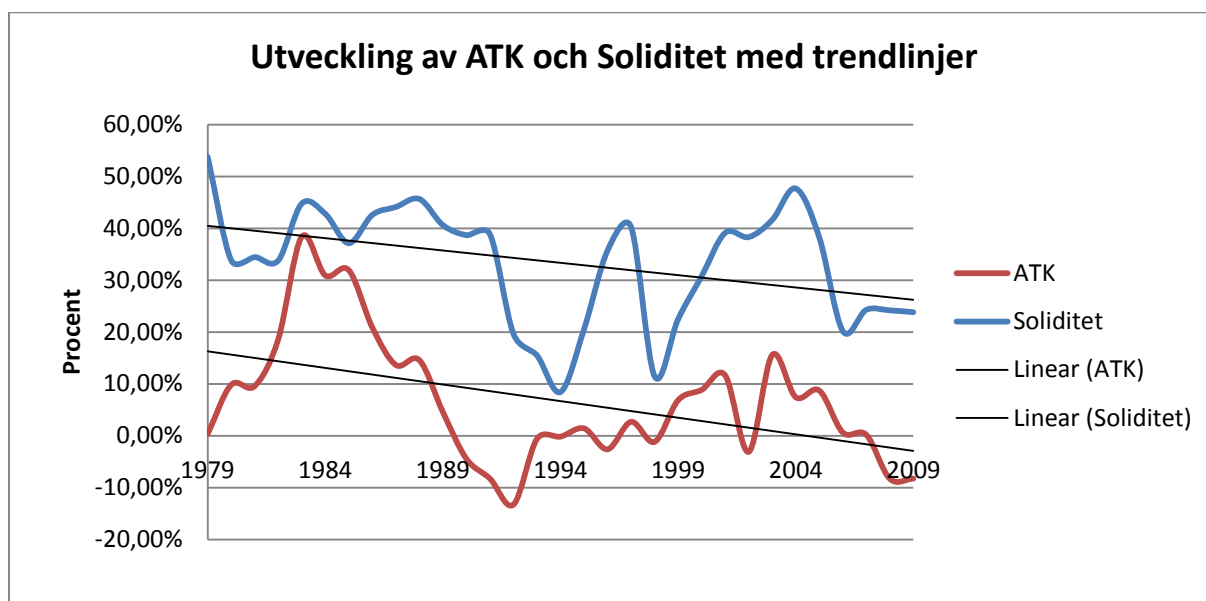


Diagram 4.2.5 Utveckling av ATK och Soliditet med trendlinjer

Från 1991 till 1993 minskade soliditeten från 38,84 % till 15,48 %. Från 1997 till 1998 minskade soliditeten från 40,23 % till 11,46 %. Från 2008 till 2009 minskar soliditeten bara marginellt, detta kan härledas till Fords försäljning av Volvo Personvagnar till Geely Motor Company och att man i samband med det tillförde eget kapital för att stärka bolagets finansiella läge (Årsredovisning Volvo Personvagnar, 2009).

En intressant iakttagelse är att 1994 och 1999 är de år Volvo Personvagnar har gjort bäst avkastning på eget kapital (frånsett 80-talet när förutsättningarna i bilindustrin var väldigt god). Volvo har alltså lyckats vända en negativ trend (delvis på grund av konjunkturuppgång som vi ser senare under rubrik 4.3) och med låg soliditet gjort goda resultat, vilket har gjort att AEK har ökat markant. Möjligen kan man förutspå en liknande händelse när Volvo Personvagnar presenterar resultat för 2010 eller 2011, baserat på empirisk data och en stundande konjunkturuppgång (Konjunkturinstitutet).

Bertmar och Molins iakttagelse att det finns ett starkt samband mellan AEK och tillväxt på balansomslutning identifieras också i vår studie av Volvo Personvagnar.

4.1.3. Tillväxt och förändring av antalet anställda

Vidare såg Bertmar och Molin (1977) ett starkt samband mellan tillväxt i balansomslutningen och förändringen i antalet anställda. Önskvärt vore att se förändringen av antalet anställda sedan 1979. Dessvärre är det i och med förändrad ägarstruktur och ändrade redovisningsprinciper svårt att följa utvecklingen så långt tillbaka och med säkerhet kunna härleda antalet anställda enbart till Volvo Personvagnar. För att säkerställa att de siffror vi jämför är likvärdiga väljer vi att endast se till antal anställda de senaste 10 åren efter det att Ford hade tagit över ägarskapet, och jämföra utvecklingen med tillväxt balansomslutning under samma tidsperiod. Ford VHC AB är ett svenskt moderbolag för Volvo Personvagnar som skapades i samband med att Ford köpte Volvo Personvagnar 1999 (Bolagsverket). Anställda i Ford VHC AB innefattar samtliga anställda i Volvo Personvagnar.

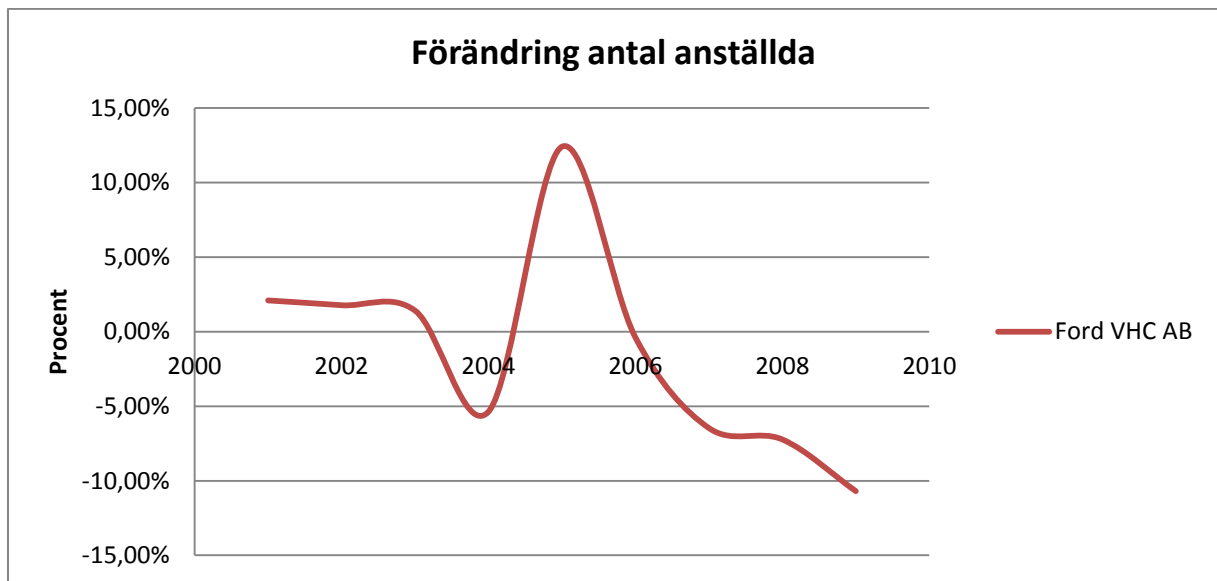


Diagram 4.2.6 Förändring antal anställda

Vi ser en negativ utveckling av antal anställda i Volvo Personvagnar över den undersökta perioden i diagram 4.2.6. Den genomsnittliga tillväxten över samma tidsperiod kan beräknas med data i appendix 1 och illustreras också ackumulativt i diagram 4.2.2. Den genomsnittliga tillväxten per år i balansomslutningen är $((54\,377\,000/41\,448\,000)-1)/8 = 3,9\%$. Bertrand och Molin (1977) fann ett starkt samband att företag med lägre tillväxttakt än ett genomsnitt på 8 % per år hade en negativ utveckling i antal anställda, vilket även stämmer in på Volvo Personvagnar. Det är dock med låg reliabilitet man kan uttala sig om denna utveckling på grund av en kort undersökningsperiod. För att få rättvisa resultat och kunna göra en rättfärdigad analys skulle fler data över en längre tidsperiod krävas.

4.2.4. Finansiell Risk

Den fjärde identifikationen Bertrand och Molin gjorde (1977) handlade om hur företags finansiella risk utvecklades över tid. Med låg avkastning och tillväxt minskar soliditeten (ibid) som vi beskrev under rubrik 4.2.2. I diagram 4.2.5 ser vi att Volvo Personvagnars soliditet har haft en negativ trend över den undersökta perioden.

Minskad soliditet innebär enligt Bertrand och Molins forskning att andelen räntefria skattekrediter minskar i förhållande till räntebärande skulder. Med andra ord ökar den genomsnittliga låneräntan (WACC), vilket tillsammans med en sjunkande soliditet innebar en ökad finansiell risk (Bertrand & Molin, 1977). Genom att med data från appendix 1 beräkna andelen räntefria skattekrediter (obeskattade reserver $\times 0,28$) gentemot andel räntebärande kortfristiga och långfristiga skulder²¹ ser vi utvecklingen som illustreras i diagram 4.2.7.

²¹Kortfristiga skulder har inte nödvändigtvis någon ränta om företaget exempelvis har gynnsamma leverantörskrediter.

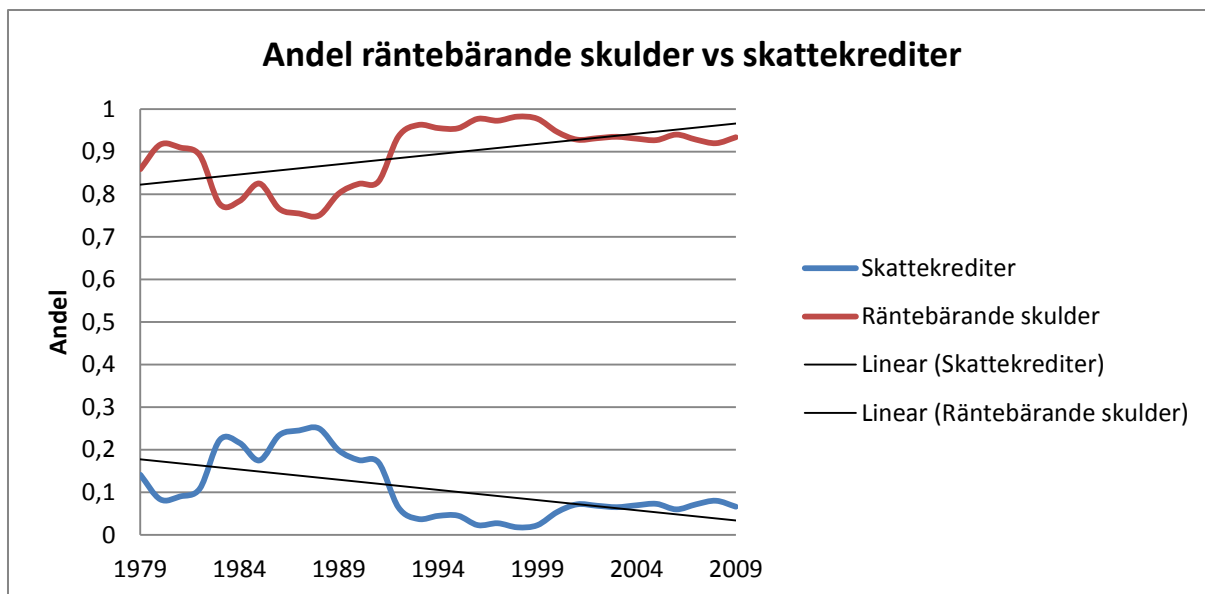


Diagram 4.2.7 Andel räntebärande skulder vs skattekrediter

Vi kan konstatera att Bertands och Molins tidigare empiriska studier även stämmer in för Volvo Personvagnar i detta avseende. Över den undersökta 30-årsperioden har andelen räntebärande skulder ökat och man har troligtvis dyrare låneräntor idag i relativa mått gentemot under 80-talet. Under 80-talet var Volvo Personvagnars finanser starka och man stärkte sin soliditet och sin andel räntefria skattekrediter. Med lägre soliditet och troligen en högre WACC har Volvo Personvagnar idag en högre finansiell risk än under 80-talet.

4.2.5 Effektivitet

Förutom de nyckeltal Bertmar och Molin fann samband mellan kan det vara intressant att jämföra Volvo Personvagnars kapitalomsättningshastighet men avkastningen på totalt kapital i diagram 4.2.5. Diagram 4.2.8 visar Volvo Personvagnars KOH, som är ett mått på hur effektivt man utnyttjar sitt kapital.

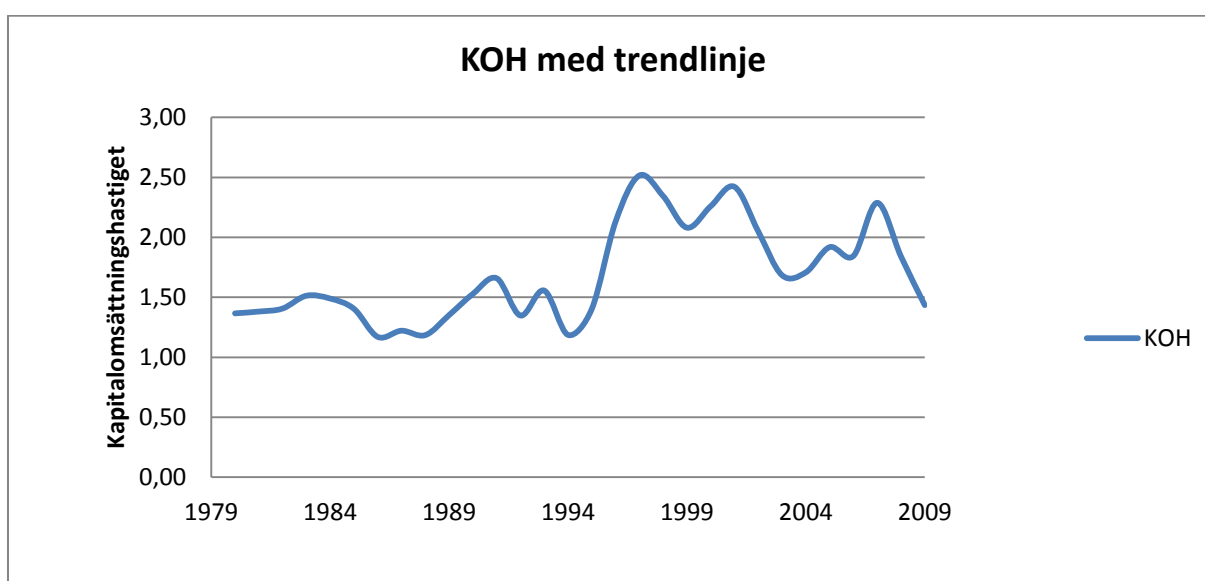


Diagram 4.2.8 KOH med trendlinje

Det framgår att Volvo Personvagnar fram till mitten av 90-talet hade haft en relativt stabil kapitalomsättningshastighet, men under senare delen av 90-talet ökade den markant. Mellan 1995 och 1997 ökade KOH med 80 % från 1,40 till 2,52, vilket tycks vara en fantastisk utveckling på kort tid. För att kunna uttala oss om den ökade kapitalomsättningshastigheten måste vi se till omsättningsutvecklingen i diagram 4.2.1 och utvecklingen av balansomslutningen i diagram 4.2.2, eftersom $KOH = \text{Omsättning} / \text{Totalt kapital}$.

Mellan åren 1995 till 1997 sjönk balansomslutningen med ca 37 % medan omsättningen ökade med 13,30 %. Soliditeten ökade samtidigt mellan 1994 och 1997 från 8,43 % till 40,23 % trots att ATK låg runt 0 % (diagram 4.2.5). Utvecklingen av nyckeltalen i perioden kan härledas till att Volvo under perioden genomförde ett avyttringsprogram. Tidigare ägde Volvo Personvagnarkoncernen en portfölj med andelar i flertalet stora bolag (Årsredovisningar Volvo Personvagnar, 1994-1997). Det ansågs vara en god riskspridningsstrategi men eftersom man hade haft en negativ utveckling på avkastningen i flera år hade man hamnat i ett läge där man var högt skuldsatta. Därför avyttrade Volvo sitt delägarskap i de externa bolagen för att satsa på kärnverksamheten och därmed ökade de sin KOH. Efter avyttringarna har Volvo Personvagnar haft en sjunkande tendens i KOH.

Trots att Volvo Personvagnar mellan åren 1997 och 2007 hade högre KOH än åren 1979 till 1989 gjorde man väsentligt godare avkastning på totalt kapital under den tidigare perioden. Det här indikerar på att företaget hade lägre marginal på sina produkter under den senare perioden.

4.3 Viktiga externa faktorerers påverkan

Det är uppenbart att det finns en mängd faktorer som påverkar Volvo Personvagnars avkastning och utveckling. Under rubrik 3.9.1 presenterades de faktorer som ansetts vara mest relevanta att studera över undersökningsperioden. Den förändrade konkurrenssituationen och det förändrade konsumentbeteendet (där miljöpåverkan kan räknas in) är faktorer som har lett till att branschen har blivit mer riskfylld. Världsekonomin utveckling och växelkursutvecklingen gentemot den amerikanska dollarn är två andra viktiga externa faktorer som påverkar Volvo Personvagnars avkastning (och i sin tur tillväxt och soliditet) från år till år.

4.3.1 Världsekonomipåverkan

Volvo är ett globalt företag som påverkas av den globala konjunkturen. Genom att följa konjunkturutvecklingen via Sveriges BNP och jämföra den med Volvo Personvagnars avkastning och tillväxt ges en bild av hur mycket konjunkturen påverkar Volvo Personvagnar.

Under 80-talet rådde en stabil högkonjunktur (Konjunkturinstitutet; diagram 4.3.1) och vi ser att Volvo Personvagnar under samma tid hade en mycket god period (diagram 4.3.2²²). Mot slutet av 80-talet och första delen av 90-talet rådde lågkonjunktur och Volvo visade under samma period negativt resultat. Senare delen av 90-talet och fram till 2007 präglas av god BNP-tillväxt. Volvo Personvagnars resultat under perioden är inte lika stabila och avkastningen skiftar rejält från år till år. Finanskrisen 2007-2009 påverkade Volvo kraftigt som gjorde negativa resultat under åren.

²² Diagram 4.3.2 visar samma fakta som diagram 4.2.3 men för läsbarhetens skull ligger diagrammet med även här.

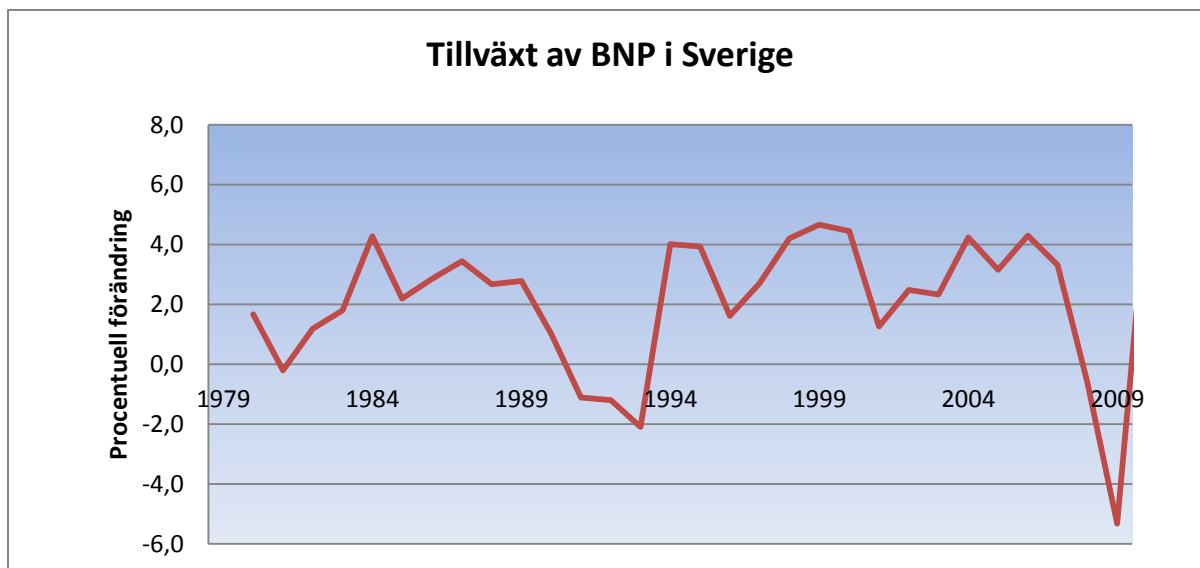


Diagram 4.3.1 Tillväxt av BNP i Sverige

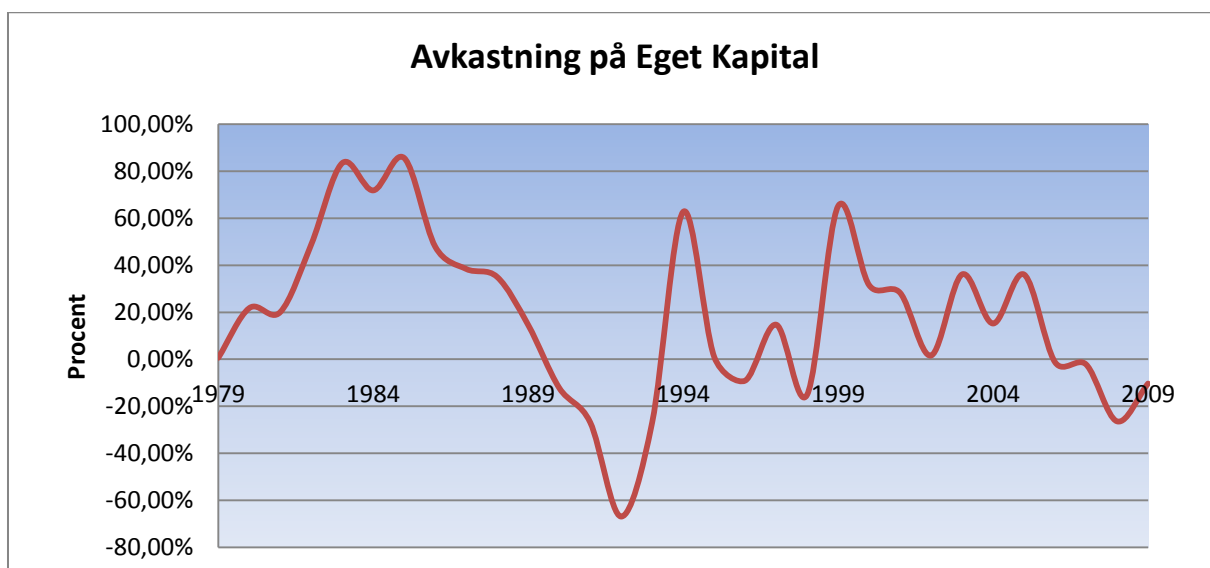


Diagram 4.3.2 Avkastning på Eget Kapital

Som vi tidigare identifierade i 4.2.2 finns en tendens till samband mellan Volvo Personvagnars avkastning och tillväxt. Vi såg även att Volvos omsättningstillväxt och tillväxt i totalt kapital hade ett liknande utveckling. Vi ser här att sambandet mellan BNP-utvecklingen och Volvo Personvagnars avkastning (och i sin tur tillväxt) har liknande tendenser vilket är naturligt, då avtagande tillväxt minskar efterfrågan (Berk & DeMarzo, 2011). En annan utveckling vore anmärkningsvärt. Vad som däremot är intressant är att trots att BNP-utvecklingen ligger ganska stabilt på runt 2 % över tid så sjunker Volvo Personvagnars avkastning. Att Volvo Personvagnar trots en högkonjunktur under senare delen av 90-talet och första delen av 00-talet inte lyckas hålla en stabilare avkastning tyder på att man hade svårare att göra goda resultat under den senare högkonjunkturen jämfört med den på 80-talet. Man presterar inte lika bra jämförelsevis.

4.3.2 Växelkurspåverkan

Volvo Personvagnar är ett relativt litet bolag på en internationell marknad som producerar den största delen av sina varor inom en liten valutamarknad. Eftersom USA har varit Volvo Personvagnars

största marknad under den undersökta perioden påverkar utvecklingen av den amerikanska dollarn mot svenska kronan Volvo Personvagnars avkastning från år till år.

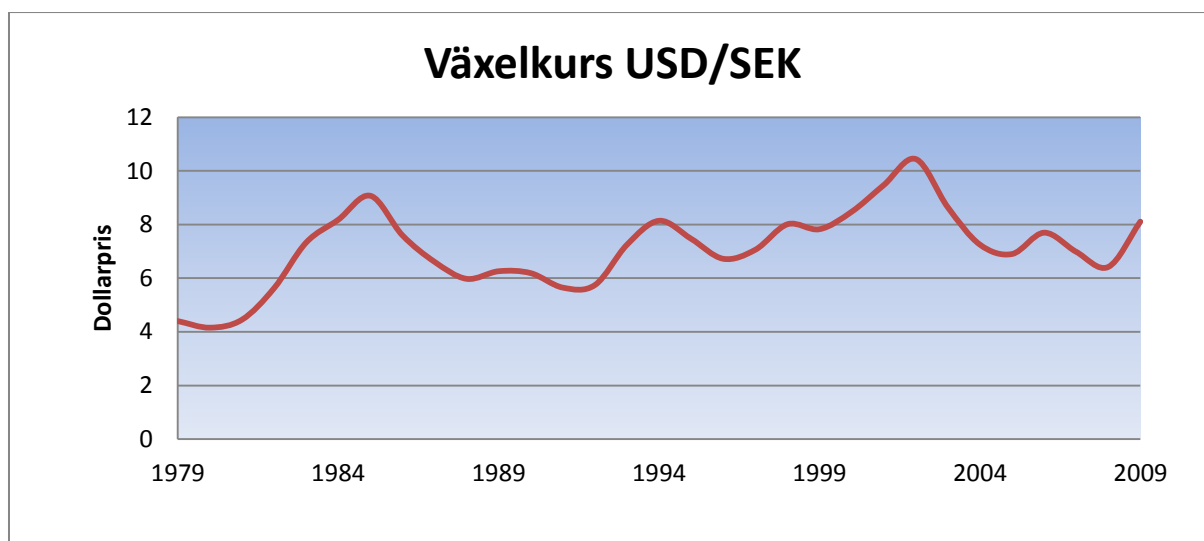


Diagram 4.3.3 Växelkurs USD/SEK

Det första likheterna man kan identifiera över perioden är att under 80-talet stärktes Volvo Personvagnars vinster delvis beroende på att den svenska kronan försvagades i förhållande till dollarn. En hög dollarkurs är positivt för Volvo eftersom att man säljer stora volymer på den amerikanska marknaden (Årsredovisningar Volvo Personvagnar, 1979-2009). Fram till 1985 påverkades Volvo positivt av valutakursutvecklingen, men från 1985 fram till 1991 hade växelkursen motsatt effekt. Fluktuationen i valutor påverkade alltså Volvo Personvagnar både positivt och negativt under 1980-talet och man kan se en liknande utveckling i avkastningen i diagram 4.3.2.

1992 gick Sverige från valutakorgssystemet till en rörlig växelkurs, vilket genererade en devalvering. Volvo uppskattar att den effekten enskild utgjorde en förlust på omkring 650 Mkr. Under samma år var valutakurserna ovanligt ogynnsamma vilket reducerade vinsten med ytterligare 800 Mkr under samma år (Årsredovisning Volvo Personvagnar 1992).

Dollarkursen steg från 1991 till 1994 och man ser en liknande tendens i Volvos avkastning. Från 1996 och 10 år framåt låg kursen på ganska gynnsamma nivåer och under samma period gjorde Volvo Personvagnar relativt goda resultat. Undantag är år 2002 då dollarkursen låg på den högsta nivån någonsin, samtidigt som Volvo Personvagnar gjorde sitt sämsta resultat under 00-talet. Den sjunkande trenden i kursen från 2002 och framåt kan också följas i avkastningen.

Det verkar finnas ett kortsiktigt samband mellan hur växelkursen rör sig och hur Volvo Personvagnars avkastning utvecklas. Dock är tendensen att dollarkursen stiger över perioden medans avkastningen faller. Den utvecklingen följer samma trend som vi identifierade med BNP-tillväxten. Både dollarkursen och BNP-tillväxten bör ha haft positiv inverkan på Volvo Personvagnars avkastning och tillväxt men trots det har inte Volvo lyckats göra bättre resultat utan tvärtom.

Över tid får man dock anta att växelkursens upp- och nedgång balanserar upp varandra så på lång sikt bör inte valutakursutvecklingen påverka företagets finansiella situation och soliditet. Däremot kan kraftiga fluktuationer medföra kostnader för ett bolag som Volvo Personvagnar som producerar inom en liten ekonomi. Under slutet av 1980-talet fick Volvo reglera prissättningen på bilar man

sålde i USA då kurserna sjönk (Årsredovisning Volvo 1988). För att minimera sådana risker för negativ valutakurspåverkan har Volvo periodvis haft terminssäkringar (Årsredovisning Volvo 1980-2009), vilket medför kostnader i form av missgynnande växelkurser²³. Hade Volvo Personvagnar producerat sina bilar inom en stor valutamarknad, exempelvis inom USA eller något Euroland, hade de inte behövt spekulera i valutakursutveckling på samma sätt och hade antagligen gjort kostnadsbesparingar.

²³Den som ställer ut terminssäkringen vill tjäna pengar och har en viss marginal på växelkursen.

5. Resultat och slutdiskussion

I detta kapitel besvaras uppsatsen frågeställning genom att analysera resultatet av våra empiriska studier och genom att använda studiens teoretiska referenser för att dra paralleller till Volvo Personvagnar utveckling.

Vi har i studiens empiriska undersökning funnit att Volvo Personvagnars tillväxt har avtagit och att företagets avkastning och soliditet har utvecklats negativt under den undersökta perioden, i takt med att branschen har förändrats och blivit mer riskfyllt. Det är dock svårt att uttala sig om styrkan det funna sambandet.

Vi har kunnat identifiera en långsiktig riskutveckling tack vare en 30-årig undersökningsperiod. För att styrka utvecklingen ännu mer vore det önskvärt att undersöka konkurrensutvecklingen längre bak i tiden än 1998.

Med tanke på hur konkurrensutvecklingen har sett ut efter 1998 med en väldigt god utveckling för Asien/Oceanien och vidare att Volvo Personvagnar tidigare än så identifierade den ökade konkurrensen därifrån, kan man spekulera i att om vi hade fått tag i produktionssiffror för 1998 så hade utvecklingen varit ännu tydligare; att det inte var lika kraftig konkurrens från Asien/Oceanien på 80-talet, när Volvo Personvagnar hade sina bästa år.

Det vore önskvärt att ha en kurva som tydligt illustrerar en ökning i Volvo Personvagnars produktutvecklingskostnader. Som tidigare nämnt så har vi inte kunnat presentera fakta på det sättet. Tack vare konsekventa kommentarer i årsredovisningar om att produktutvecklingskostnaderna ökade, kan vi ändå konstatera att produktutvecklingskostnaden per produkt är högre mot slutet av perioden jämfört med tidigt i undersökningsperioden. Till detta finns förklaringen om det förändrade konsumentbeteende som man ser i samhället.

Denna uppsats hade som första frågeställning att finna svar på hur ett företags avkastning, tillväxt och soliditet påverkas i takt med att en bransch blir mer riskfylld. I vår studie av Volvo Personvagnar fann vi en utveckling att Volvo Personvagnars avkastning och soliditeten sjönk över perioden. Trots att kapitalomsättningshastigheten ökade har man haft en långsiktig negativ trend. Vi anser att det finns kopplingar till att denna utveckling hör ihop med riskutvecklingen på marknaden. Den negativa utvecklingen har varit bidragande till att Volvo Personvagnar först såldes från Volvo AB till Ford Motor Company och sedan till Geely Motor Company.

Eftersom uppsatsen har varit en fallstudie har vi inte tillräckligt med belägg för att generalisera och därmed uttala oss om att andra företags avkastning, tillväxt och soliditet minskar när branscher i allmänhet blir mer riskfyllda. Dock är det en naturlig utveckling som är en följd av att marknaden mognar och mer börjar efterlikna en marknad med perfekt konkurrens. Vi vet sedan tidigare att på en marknad med perfekt konkurrens finns inget utrymme för något producentöverskott. Bilindustrin är dock långt ifrån att vara den exakta definitionen av en marknad med perfekt konkurrens, men utvecklingen går däråt snarare än att den går mot att efterlikna en monopolmarknad.

För att besvara vår andra frågeställning; *"Förändras väsentligheten i att titta på företags soliditetsmått när en bransch blir mer riskfylld?"*, kan vi endast komma fram till ett analytiskt svar

baserat på de teoretiska referensramar studien har. Det är en fråga som inte kan besvaras genom att peka på fakta på samma sätt som i vår första frågeställning.

Modigliani och Millers tidiga kapitalstrukturteorier om kostnad för kapital talar för att en hög skuldsättning (låg soliditet) ger hög avkastning på eget kapital på grund utav att WACC minskar med ökad skuldsättning. En låg WACC är teoretiskt av vikt för ett företags avkastning. Det skulle innebära att vi i takt med att Volvo Personvagnars soliditet minskade skulle se att avkastningen på eget kapital ökade. I vår empiriska studie fann vi motsatsen, att soliditeten minskade när avkastningen på eget kapital minskade.

Vår studies resultat är i linje med de samband som Bertmar och Molin fann 1977. Avkastningen hade enligt deras studie ett starkt samband med tillväxt och vi fann en liknande utveckling för Volvo Personvagnar. Med kunskap om pecking order teorin och vetenskapen om att företagsledningarna helst vill finansiera tillväxt med eget kapital i form av ackumulerade vinster kan vi dra slutsatsen om att den dåliga avkastning man har gjort den senaste tiden har gjort att tillväxten har stannat upp och att soliditeten har minskat. Vi fann också i linje med Bertrand och Molins forskning att minskad soliditet skapar ogynnsamma låneräntor. Volvo Personvagnar har troligtvis högre WACC nu på senare tid än under 80-talet. Det är också vad tradeoff teorin talar för; med en för låg soliditet så blir finansiella stresskostnader högre än nyttan av skatteskölden, vilket leder till ännu sämre avkastning, tillväxt och soliditet.

Vi fann att världsmarknadsutvecklingen och växelkurspåverkan på lång sikt inte bör ha någon påverkan på Volvo Personvagnars avkastning och tillväxt. Snarare borde den utvecklingen haft positiv påverkan. Detta tyder ännu mer på att Volvo Personvagnars utveckling kan härledas till den förändrade konkurrenssituationen och det förändrade konsumentbeteendet.

Vad man kan säga om väsentligheten i att titta på ett företags soliditetsmått när man gör en företagsanalys är att det är långt ifrån den enda man bör titta på. Med pecking order teorin som grund kan man anta att soliditetsmålet över tid speglar en historisk och eventuell framtida avkastningsutveckling, men eftersom att man kan påverka soliditeten genom nyemissioner måste man samtidigt granska eventuella sådana. Volvo Personvagnars sjunkande soliditet över undersökningsperioden följer dock trenden med sjunkande avkastning. 2009 hade Volvo Personvagnar en soliditet på 23,82 %. På 80-talet när risken inom bilindustrin var lägre hade Volvo en relativt stabil soliditet på runt 40 %. Som Williamson och Ross et al. förespråkar så vore det ideologiska för Volvo Personvagnar att anta en soliditetsnivå högre än så, eftersom att risken över tid har ökat.

Om man antar att alla branscher tenderar att bli mer riskfyllda, skulle detta innebära att alla företag skulle rekommenderas att öka sin soliditet. Med för hög soliditet skulle dock skatteskölden vara outnyttjad och företaget skulle enligt MM tjäna på lägre soliditet. Detta är precis vad tradeoff teorin behandlar. Det är inte så lätt för en företagsledning som att välja vilken soliditetsnivå man vill anta utan som vi sett i studien så påverkas den till största del av avkastningen. Avkastningen påverkas i sin tur av en mängd faktorer. Det verkar som att det handlar om för företagsledare och investerare att se till branschens riskutveckling tillsammans med andra faktorer för att bedöma vad som är en hälsosam soliditet för ett specifikt företag i en specifik bransch. Antar man att företag hela tiden vill

maximera sin avkastning förändras inte väsentligheten i att titta på företagets soliditetsmått när branschen blir mer riskfylld utan det är lika viktigt att analysera hela tiden, oberoende av vilken situation företaget befinner sig i.

Att ha en låg WACC är troligtvis på lång sikt inte det som avgör om företaget överlever eller inte så att börja se det ur den synvinkeln som investerare är troligtvis inte gynnsamt. Redan i 1986 års årsredovisning för Volvo AB skriver P G Gyllenhammar:

”Det finns en tendens att marknaden blir allt mer kortsiktig vid bedömning av industriföretagens utveckling. Vinsten per kvartal får allt större uppmärksamhet. Finansbolag och finansiella transaktioner ger snabba resultat och industriföretag börjar bedömas efter samma måttstock. Detta är farligt. Industriell utveckling är långsiktig och viljan och förmågan att satsa på teknik och produktutveckling är avgörande för framtida avkastning. Volvo har motstått frestelsen att dra ner på investeringarna i forskning och utveckling för att visa ett bättre resultat för stunden. Volvo kommer att fortsätta på denna väg och hoppas att aktieägarna och marknaden skall stödja dessa strävanden. Det är för de nästa två decennierna som Volvo nu byggs vidare”

Utvecklingen blev inte vad Gyllenhammar hoppades på, men det är ett intressant uttalande på flera sätt. Det är viktigt att komma ihåg att företagets kärna är produkten eller tjänsten man säljer och inte dess finansiella uppbyggnad.

6. Förslag till fortsatta studier

Nedan anges förslag om hur man skulle kunna utveckla denna studie och göra fortsatta studier inom samma område.

Det finns relativt mycket tidigare forskning inom området kapitalstruktur och avkastning. Många studier har genomförts och många olika branscher har undersökts. Vår undersökning är relativt begränsad till att dra generella slutsatser eftersom studien endast är grundad på ett företag. Den är dock intressant ur det avseendet att den behandlar en bransch i förändring. Det skulle vara intressant att se hur fler globala företag inom fordonsindustrin har påverkats av den utveckling som skett. Det vore också intressant att studera om investerare överlag har större krav på kortsiktig avkastning idag jämfört med för exempelvis 30 år sedan. En branschstudie som går djupare in i området för långsiktighet och hållbar utveckling vore intressant.

7. Källförteckning

Nedan anges de källor som *har använts i studien*.

7.1 Litteratur

BENGTSSON, M. LAURIN, O. (2000). "*Arkivator – att värdera ett tillväxtföretag*".BAS: Göteborg.

BERK, J. DEMARZO, P. (2011). "*Corporate Finance*" second edition. Pearson Education: Boston.

EVANS, M. JAMAL, A. FOXALL, G. (2004) "*Konsumentbeteende*", översättning Björn Nilsson. Liber: Malmö.

HOLME, MAGNE IDAR. SOLVANG, KROHN BERNT. (1996). "*Forskningsmetodik*", 2:e uppl.Lund: Studentlitteratur.

JOHANSSON, S-E.(1981). "*Growth of Capital, Capital Structure, and Rate of Return*".Ingående i Brockhoff&Krelle (ed.).*Unternehmensplanung*.Heidelberg: Berlin.

JOHANSSON, S-E. RUNSTEN, M. (1995). "*Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt: mål, samband och mätmetoder*".Studentlitteratur.Malmö.

JONES, TREFOR. (2004). "*Business Economics and Managerial Decision Making*".Wiley.

KOTLER, P. (1999). "*Principles of Marketing: European Edition*", second edition.London: Prentice Hall Europe.

PATEL, R. DAVIDSON, B. (2003). "*Forskningsmetodikens grunder – Att planera, genomföra och rapportera en undersökning*".Studentlitteratur. Lund.

PERLOFF, J M. (2010). "*Microeconomics with Calculus*", 2:a upplagan. Addison Wesley.

ROSS, S. WESTERFIELD, R. JAFFE, J. (2008). "*Modern Financial Management*". McGraw-Hill: Boston

SMITH, A. (1776) "*The Wealth of Nations*". London.

SOLOMONSON, M,R. (2000) "*Consumer Behavior*".Pearson Education: Boston.

THOMASSON, J. ARVIDSSON, P. LINDQVIST, H. LARSON, O. ROHLIN,L. (2006)."*Den nya affärsredovisningen*", Upplaga 17:3. Liber: Stockholm

TILLVÄXTVERKET. (2010). "*Tillväxtfakta – så växer Sverige och dess regioner*".

WALLIN, B. (2005). "*Ekonomiska ord, uttryck och finansiella nyckeltal: sammanställning*". ALMI företagspartner.

WILLIAMSON, O.E. (1998). "*Transaction Cost Economics: How it Works, Where it is Headed*", *De Economist*, Vol. 146, No. 1, pp. 23-58

7.2 Lagar

LAGEN OM SKATT PÅ ENERGI. (1994:1776). <https://lagen.nu/1994:1776>, hämtad 2011-02-22.

7.3 Avhandlingar

BERTMAR, L. Molin, G. (1977) *Kapitaltillväxt, kapitalstruktur och räntabilitet*. Doktorsavhandling EFI/HHS.

7.4 Artiklar

DOLK T, & Persson, J-C. [2007] *"Företag inom fordonsindustrin – Nationella, regionala och sektoriella klusterprofiler som underlag för analys- och strategiarbete"*, VINNOVA Analys VA 2007:05.

FORSLID, R, Ullveit M & Karen H. [2009] *"Industripolitik för den svenska fordonsindustrin"* Rapport till Finansinspektionen. Studier i finanspolitik (2009/3)

JENSEN M.C, .Meckling W.H. [1976]. *"Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure"*, Journal of Financial Economics.

LITZENBERGER, K.A, Robert H. [1973]. *"A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage"*, the Journal of Finance.

MODIGLIANI F, MILLER MERTON, H. [1958]. *"The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment"* The American Review. Vol. 48, No. 3

MODIGLIANI F, MILLER MERTON, H. [1963]. *"Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction"* The American Review. Vol.53, No. 3

MYERS, STEWART C. [1984]. *"The Capital Structure Puzzle"*, the Journal of Finance. Vol. 39, No. 3

MURRAY, Frank Z. Vidhan, Goyal K. [2007]. *"Trade-off and Pecking Order Theories of Debt"*, the Journal of Finance

SCHRADER, M. (2003). *"Enhancing the success of mergers and acquisitions.an organizational culture persective"*. Vol 41, nr 5

WEISS, L. [1990] *"Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority of Claims"* Journal of Financial Economics 27

7.5 Internet

"Volvo och Saab dömda"

http://www.affarsvarlden.se/hem/hausse_baisse/article466795.ece

Hämtat 2011-01-18

"Nyckeltal"

<http://www.aktieskolan.se/pages/nyckeltal.php?select=aktieskola>

Hämtat 2011-01-18

"Årsredovisningar"

<http://bolagsverket.se/>

Hämtat 2011-01-18

”Fordonsstatistik”

<http://members.chello.nl/j.baartse/cars/>

Hämtat 2011-01-20

”Detta lärde vi oss av Lehman Brothers konkurs”

<http://www.dn.se/debatt/detta-larde-vi-oss-av-lehman-brothers-konkurs>

Hämtat 2011-01-18

”Staten satsar på bilindustrin”

<http://www.dn.se/ekonomi/staten-satsar-pa-bilindustrin>

Hämtat 2011-01-18

”Audi- och Kina lyfter VW”

<http://www.dn.se/ekonomi/audi--och-kina-lyfter-vw>

Hämtat 2011-01-18

”Equity”

<http://www.investopedia.com/>

Hämtat 2010-12-06, Sökord: Equity.

”Krisen inom bilindustrin”

<http://www.lo.se/home/bryssel/fackligt.nsf/unidView/3E824671DD5C7058C12575920042BECC>

Hämtat 2011-01-18

”Volvo Personbilar Sverige Aktiebolag”

http://www.mynewsdesk.com/se/pressroom/volvo_personbilar/pressrelease/view/volvo-vinner-marknadsandelar-187882

Hämtat 2011-01-18

”Pontiac är historia”

<http://www.nwt.se/mera/motor/article796740.ece>

Hämtat 2011-01-18

”Så gick det för Saab och Volvo i Sverige under 2010”

<http://www.teknikensvarld.se/nyheter/110104-SAAB-volvo-2010/index.xml>

Hämtat 2011-01-18

”Det är kört för svensk bilindustri”

<http://www.va.se/nyheter/2008/10/10/det-ar-kort/>

Hämtat 2011-01-18

”Ford Nationalencyklopedin”

<http://www.ne.se/lang/henry-ford/172885>

Hämtat 2011-01-20

”Billig arbetskraft I Asien”

http://www.businessweek.com/magazine/content/04_49/b3911401.htm

Hämtat 2011-01-20

”Ford, Nationalencyklopedin”

<http://www.ne.se/ford>

Hämtat 2011-01-27

OICA,(The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

<http://oica.net/wp-content/uploads/ranking-2009.pdf>

Hämtat 2011-01-27

”Årsstatistik över världsproduktion och regioner 1998”

OICA, (The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

<http://oica.net/wp-content/uploads/2007/06/vpwo.pdf>

Hämtat 2011-03-09

”1999 års statistik över världsproduktion och regioner”

OICA, (The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

<http://oica.net/wp-content/uploads/2007/06/vpwo-1.pdf>

Hämtat 2011-03-09

”2000 och 2001 års statistik över världsproduktion och regioner”

OICA, (The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

http://oica.net/wp-content/uploads/2007/06/worldprod_cars2001.pdf

Hämtat 2011-03-09

”2002 och 2003 års statistik över världsproduktion och regioner”

OICA, (The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

http://oica.net/wp-content/uploads/2007/06/worldprod_cars2003.pdf

Hämtat 2011-03-09

”2004 och 2005 års statistik över världsproduktion och regioner”

OICA, (The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

http://oica.net/wp-content/uploads/2007/06/worldproduction_cars2005.pdf,

Hämtat 2011-03-09

”2006 års statistik över världsproduktion och regioner”

OICA, (The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

<http://oica.net/wp-content/uploads/cars2.pdf>

Hämtat 2011-03-09

”2007 och 2008 års statistik över världsproduktion och regioner”

OICA, (The International Organization of Motor Vehicle Manufacturers)

<http://oica.net/wp-content/uploads/cars3.pdf>

Hämtat 2011-03-09

”Globaliseringens effekter”

UTBILDNINGSRADION. UR access.

<http://sok.uraccess.se/play/140245>

Hämtat 2011-02-22

”Bygg din Volvo”

<http://www.volvocars.com/se/footer/Pages/VDS.aspx>

Hämtat 2011-03-17

”VOLVO PERSONVAGNAR. FÖRSÄLJINGS- OCH PRODUKTIONSSTATISTIK, 1998”

<http://www.volvogroup.com/group/sweden/sv-se/newsmedia/pressreleaser/tidigare/layouts/CWP.Internet.VolvoCom/NewsItem.aspx?News.ItemId=22122&News.Language=sv-se>

Hämtat 2011-01-18

”Produkter livscykel”

<http://e-articles.info/t/i/12902/l/se/>

Hämtat 2011-02-22

7.6 Rapporter

”Finansmarknadsutredningen (Fi 1997:14)”

FINANSINSPEKTIONEN. (2000)

<http://www.regeringen.se/content/1/c4/17/48/Oddae64e.pdf>

Hämtat 2011-02-22

7.7 Årsredovisningar

Årsredovisning 1979 (1980). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1980 (1981). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB..

Årsredovisning 1981 (1982). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1982 (1983). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1983 (1984). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1984 (1985). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1985 (1986). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1986 (1987). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1987 (1988). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1988 (1989). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1989 (1990). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1990 (1991). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1991 (1992). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1992 (1993). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1993 (1994). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1994 (1995). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1995 (1996). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1996 (1997). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1997 (1998). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Årsredovisning 1998 (1999). Volvo Personvagnar AB. Utgiven av Volvo AB.

Appendix 1, Data Volvo Personvagnar

Volvo personvagnar AB (tkr)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Omsättning		5 725 000	7 031 000	9 979 000	15 399 000	19 379 000	21 468 000	21 907 000	23 455 000	24 552 000	27 529 000
Rörelseresultat	6 000	- 307 000	360 000	1 037 000	3 469 000	3 342 000	4 030 000	2 965 000	1 642 000	1 949 000	- 188 000
Resultat efter finansnetto	6 000	- 309 000	352 000	1 172 000	3 803 000	4 000 000	4 861 000	3 821 000	3 255 000	3 313 000	1 207 000
Summa finansiella intäkter	0	104 000	127 000	282 000	436 000	678 000	850 000	944 000	978 000	1 070 000	1 118 000
Nettoresultat	3 000	0	76 000	179 000	358 000	374 000	192 000	142 000	654 000	972 000	510 000
Avkastning på eget kapital	0,63%	-21,78%	20,08%	48,89%	83,50%	71,87%	85,65%	47,92%	38,44%	35,02%	14,59%
Avkastning på totalt kapital	0,34%	-4,84%	9,57%	18,59%	38,38%	30,91%	31,92%	20,87%	13,65%	14,57%	4,57%
Soliditet	53,81%	33,84%	34,44%	33,79%	44,76%	42,79%	37,13%	42,58%	44,11%	45,65%	40,62%
Obeskattade reserver	410 000	827 000	1 075 000	1 827 000	4 476 000	5 738 000	6 001 000	8 995 000	9 399 000	10 050 000	8 561 000
Avsättningar	0	215 000	255 000	297 000	331 000	374 000	435 000	497 000	566 000	660 000	778 000
Långfristiga skulder	0	1 276 000	1 259 000	1 280 000	530 000	499 000	445 000	329 000	230 000	122 000	27 000
Kortfristiga skulder	699 000	1 050 000	1 522 000	2 610 000	3 506 000	4 962 000	7 050 000	7 408 000	7 304 000	7 667 000	8 891 000
Skatt obeskattade reserver	114 800	231 560	301 000	511 560	1 253 280	1 606 640	1 680 280	2 518 600	2 631 720	2 814 000	2 397 080
Summa skulder	813 800	2 772 560	3 337 000	4 698 560	5 620 280	7 441 640	9 610 280	10 752 600	10 731 720	11 263 000	12 093 080
Eget kapital	653 000	823 000	979 000	1 082 000	1 332 000	1 434 000	1 355 000	1 497 000	1 701 000	2 223 000	2 108 000
Obeskattade reserver med skatteavdrag	295 200	595 440	774 000	1 315 440	3 222 720	4 131 360	4 320 720	6 476 400	6 767 280	7 236 000	6 163 920
Summa Eget Kapital	948 200	1 418 440	1 753 000	2 397 440	4 554 720	5 565 360	5 675 720	7 973 400	8 468 280	9 459 000	8 271 920
Summa Eget Kapital och Skulder	1 762 000	4 191 000	5 090 000	7 096 000	10 175 000	13 007 000	15 286 000	18 726 000	19 200 000	20 722 000	20 365 000
Skuldsättningsgrad	0,86	1,95	1,90	1,96	1,23	1,34	1,69	1,35	1,27	1,19	1,46

Volvo personvagnar AB (tkr)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Omsättning	25 950 000	24 866 000	27 185 000	36 208 000	46 994 000	59 444 000	59 835 000	67 135 000	70 898 000	77 165 000
Rörelseresultat	- 1 539 000	- 1 558 000	- 2 916 000	- 380 000	- 513 000	1 089	- 1 111 000	585 000	- 473 000	2 216 000
Resultat efter finansnetto	- 798 000	- 1 562 000	- 2 651 000	- 967 000	2 095 000	96 000	- 912 000	1 583 000	- 522 000	5 436 000
Summa finansiella intäkter	782 000	319 000	240 000	239 000	444 000	599 000	376 000	131 000	117 000	324 000
Nettoresultat	253 000	- 46 000	- 544 000	444 000	1 288 000	- 641 000	538 000	646 000	- 563 000	4 553 000
Avkastning på eget kapital	-12,15%	-26,83%	-66,94%	-26,85%	62,76%	1,10%	-9,09%	14,74%	-15,07%	65,18%
Avkastning på totalt kapital	-4,46%	-8,27%	-13,27%	-0,61%	-0,17%	1,42%	-2,62%	2,68%	-1,18%	6,85%
Soliditet	38,67%	38,84%	19,64%	15,48%	8,43%	20,55%	35,73%	40,23%	11,46%	22,48%
Obeskattade reserver	6 534 000	5 565 000	3 735 000	2 620 000	4 515 000	3 970 000	1 473 000	1 554 000	1 693 000	2 329 000
Avsättningar	1 241 000	1 348 000	1 369 000	1 440 000	13 846 000	14 715 000	2 094 000	1 999 000	1 710 000	1 900 000
Långfristiga skulder	51 000	14 000	5 074 000	7 037 000	7 902 000	6 849 000	4 226 000	3 831 000	2 701 000	3 467 000
Kortfristiga skulder	7 292 000	6 246 000	8 715 000	10 451 000	12 903 000	10 599 000	11 316 000	9 685 000	21 890 000	22 732 000
Skatt obeskattade reserver	1 829 520	1 558 200	1 045 800	733 600	1 618 000	1 521 000	412 440	435 120	474 040	652 120
Summa skulder	10 413 520	9 166 200	16 203 800	19 661 600	36 269 000	33 684 000	18 048 440	15 950 120	26 775 040	28 751 120
Eget kapital	1 861 000	1 815 000	1 271 000	1 715 000	441 000	6 261 000	8 972 000	9 618 000	2 246 000	6 663 000
Obeskattade reserver med skatteavdrag	4 704 480	4 006 800	2 689 200	1 886 400	2 897 000	2 449 000	1 060 560	1 118 880	1 218 960	1 676 880
Summa Eget Kapital	6 565 480	5 821 800	3 960 200	3 601 400	3 338 000	8 710 000	10 032 560	10 736 880	3 464 960	8 339 880
Summa Eget Kapital och Skulder	16 979 000	14 988 000	20 164 000	23 263 000	39 607 000	42 394 000	28 081 000	26 687 000	30 240 000	37 091 000
Skuldsättningsgrad	1,59	1,57	4,09	5,46	10,87	3,87	1,80	1,49	7,73	3,45

Volvo personvagnar AB (tkr)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Omsättning	92 365 000	100 355 000	95 524 000	100 961 000	104 570 000	104 416 000	101 229 000	106 894 000	83 454 000	78 022 000
Rörelseresultat	3 282 000	4 488 000	- 1 785 000	8 953 000	4 033 000	4 240 000	- 49 000	- 345 000	- 4 206 000	- 4 699 000
Resultat efter finansnetto	3 967 000	4 585 000	286 000	9 016 000	4 444 000	7 507 000	- 140 000	- 248 000	- 2 895 000	- 1 335 000
Summa finansiella intäkter	334 000	338 000	339 000	383 000	516 000	505 000	386 000	427 000	443 000	205 000
Nettoresultat	2 951 000	2 090 000	257 000	5 576 000	3 502 000	5 330 000	- 720 000	51 000	- 4 246 000	- 1 254 000
Avkastning på eget kapital	31,56%	28,27%	1,60%	36,14%	15,22%	36,08%	-1,26%	-2,19%	-26,41%	-10,31%
Avkastning på totalt kapital	8,85%	11,64%	-3,10%	15,57%	7,43%	8,72%	0,61%	0,18%	-8,30%	-8,26%
Soliditet	30,75%	39,12%	38,30%	41,61%	47,68%	38,23%	20,18%	24,28%	24,18%	23,82%
Obeskattade reserver	5 422 000	6 463 000	7 026 000	8 132 000	7 951 000	8 751 000	9 367 000	9 072 000	9 837 000	9 783 000
Avsättningar	1 762 000	1 471 000	3 828 000	3 797 000	4 547 000	4 448 000	4 330 000	4 327 000	4 482 000	4 137 000
Långfristiga skulder	3 800 000	3 930 000	679 000	340 000	231 000	3 397 000	11 925 000	0	201 000	173 000
Kortfristiga skulder	21 230 000	18 021 000	22 284 000	28 595 000	25 030 000	23 327 000	24 921 000	28 505 000	26 936 000	34 374 000
Skatt obeskattade reserver	1 518 160	1 809 640	1 967 280	2 276 960	2 226 280	2 450 280	2 622 760	2 540 160	2 754 360	2 739 240
Summa skulder	28 310 160	25 231 640	28 758 280	35 008 960	32 034 280	33 622 280	43 798 760	35 372 160	34 373 360	41 423 240
Eget kapital	8 665 000	11 563 000	12 796 000	19 090 000	23 466 000	14 505 000	4 329 000	4 813 000	3 880 000	5 910 000
Obeskattade reserver med skatteavdrag	3 903 840	4 653 360	5 058 720	5 855 040	5 724 720	6 300 720	6 744 240	6 531 840	7 082 640	7 043 760
Summa Eget Kapital	12 568 840	16 216 360	17 854 720	24 945 040	29 190 720	20 805 720	11 073 240	11 344 840	10 962 640	12 953 760
Summa Eget Kapital och Skulder	40 879 000	41 448 000	46 613 000	59 954 000	61 225 000	54 428 000	54 872 000	46 717 000	45 336 000	54 377 000
Skuldsättningsgrad	2,25	1,56	1,61	1,40	1,10	1,62	3,96	3,12	3,14	3,20

Appendix 2, Statistik

Världsproduktion

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Världsproduktion av bilar (tusental)	36 485	38 453	37 925	39 463	41 299	40 853	42 170	42 621	44 435
Trend sedan föregående år		105,39%	98,63%	104,06%	104,65%	98,92%	103,22%	101,07%	104,26%
Antal producenter (major)			26	26	30	33	35	33	33
Asien/Oceanien			14 563	15 882	13 573	13 405	14 852	16 228	17 870
Amerika			8 690	8 878	10 022	9 065	9 020	8 273	8 567
Europa			14 081	14 294	17 407	17 423	17 237	17 244	17 830
Övriga världen			592	401	213	251	250	267	288
Producerade bilar Volvo			399	407	431	418	395	413	459
Volvos Marknadsandel			0,01052076	0,01031346	0,01043609	0,01023181	0,00936685	0,00969006	0,0103297

Världsproduktion

	2005	2006	2007	2008
Världsproduktion av bilar (tusental)	45 856	51 602	56 301	55 846
Trend sedan föregående år	103,20%	112,53%	109,11%	99,19%
Antal producenter (major)	30	40	43	42
Asien/Oceanien	19 096	22 176	24 213	24 647
Amerika	8 957	9 303	9 326	9 238
Europa	17 636	18 100	19 330	18 374
Övriga världen	320	340	333	379
Producerade bilar Volvo	447	427	461	359
Volvos Marknadsandel	0,00974791	0,00827487	0,00818813	0,00642839

