



ANDREAS HAGBERG

LÖNSAMHET OCH FINANSIELL FLEXIBILITET

Rederinäringen i Sverige 1997–2006

Vilken betydelse har finansiell flexibilitet för företags lönsamhet? Finansiell flexibilitet skapas genom att ha tillgång till likviditet och kapital. Finansiell flexibilitet ger möjlighet att agera när tillfälle ges. Studien undersöker de svenska rederierna under tioårsperioden 1997 till 2006. Genom att studera en hel bransch – där det stora flertalet företag är mindre och onoterade – under en längre period ges insikter i den finansieringssituation som rederinäringen har varit i.

Undersökningen visar att rederiernas lönsamhet påverkas negativt av ökad skuldsättning och positivt av tillgång till likviditetsreserver. Det senare tycks framförallt gälla mindre rederier som har behov av likviditet. En förklaring kan vara att större rederier lättare kan få finansiering via kapitalmarknaden. En annan förklaring är att behovet av finansiell flexibilitet bestäms av situationen i det enskilda företaget och påverkas mer av dess möjligheter att investera än av finansiella förhållanden.

Undersökningen visar hur företag i olika faser av sin utveckling har olika behov av finansiell flexibilitet. Slutsatser dras om att finansiell flexibilitet har betydelse för företagets lönsamhet och att likviditet och kapitalstruktur har olika betydelse beroende på företagets storlek. Studien visar att de svenska rederierna verkar under ekonomiska förhållanden som är mycket olika beroende på företagets storlek och därmed varierande tillgång till kapital.

ANDREAS HAGBERG ÄR FORSKARE OCH LÄRARE PÅ FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN, HANDELSHÖGSKOLAN VID GÖTEBORGS UNIVERSITET.

HANS LICENTIATUPPSATS UNDERSÖKTE REDOVISNINGSPÅSTÄMMINGENS ANVÄNDBARHET FÖR BESLUTFATTANDE MED SÄRSKILT FOKUS PÅ KREDITBESLUT. HAN HAR OCKSÅ ERFARENHET AV UTREDNINGSPÅSTÄMMING I KOMMUNAL OCH PRIVAT VERKSAMHET AVSEENDE STRATEGISKA FRÅGOR.

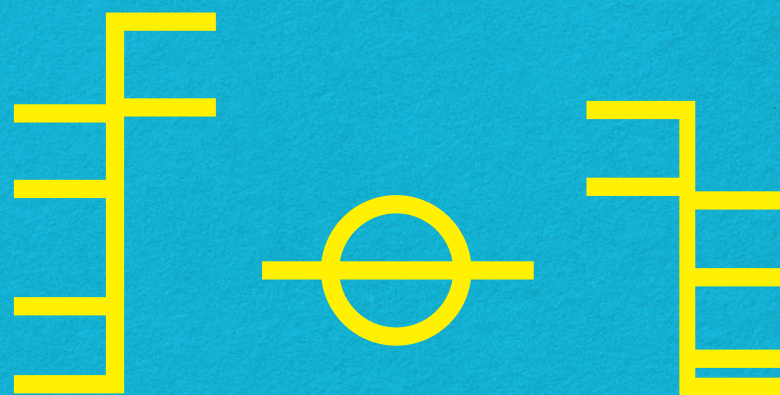


GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

ISBN 978-91-7246-316-5

ϕ LÖNSAMHET OCH FINANSIELL FLEXIBILITET – Rederinäringen i Sverige 1997–2006 // ANDREAS HAGBERG

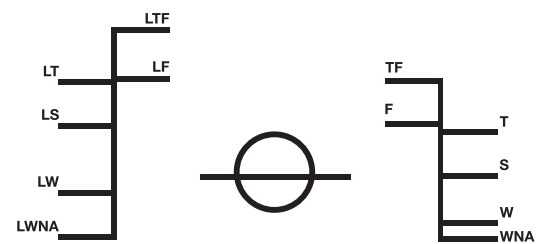
BAS



LÖNSAMHET OCH FINANSIELL FLEXIBILITET

Rederinäringen i Sverige 1997–2006

ANDREAS HAGBERG



Plimsollmärke eller lastmärke är en uppmärkning av ett fartygs lastkapacitet, som markerar maximal nerlastning eller egentligen minsta fribord i förhållande till vattnets densitet och olika årstider.

Plimsollmärket används även inom kemin i exponentläge i anslutning till en storhetssymbol för att beteckna att storheten gäller under standardiserade betingelser (standardtillstånd eller standardförhållanden) så som vid en viss temperatur och visst tryck, till exempel.

Källa: Wikipedia

LÖNSAMHET OCH FINANSIELL FLEXIBILITET
Rederinäringen i Sverige 1997-2006

Lönsamhet och Finansiell Flexibilitet Rederinäringen i Sverige 1997-2006

Andreas Hagberg



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

*Lönsamhet och Finansiell Flexibilitet
Rederinäringen i Sverige 1997-2006*

© Andreas Hagberg och bokförlaget BAS
Allt mångfaldigande utan skriftligt tillstånd förbjudet.

Omslag: Miika Tuomivuo

Bokförlaget BAS
Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
Box 610
405 30 Göteborg

BAS@handels.gu.se
www.handels.gu.se/BAS

ISBN: 978-91-7246-316-5
Digital publicering: <http://hdl.handle.net/2077/31475>

Tryck: Ineko AB, Göteborg, 2012

Abstract

Profitability and Financial Flexibility Swedish Shipping Industry 1997-2006

This study investigates if financial flexibility can explain firm performance in terms of profitability using financial data from all Swedish shipping companies during the period 1997-2006.

Financial flexibility is the capacity of a firm to avoid financial distress in times of negative economic change and to take advantage of investment opportunities in times of positive economic change. Financial flexibility is defined as constructed by capital structure and liquidity, and financial performance is measured as return on equity and return on total assets. The firms' capital structure makes additional financing possible and the cash levels of the firm create financial flexibility. The actions that financial flexibility make possible contribute to firm financial performance.

The study shows that financial flexibility has impact on the profitability of Swedish shipping companies. The findings show that profitability is affected negatively by increased leverage and positively by cash holdings. It appears that smaller companies have higher levels of cash holdings, and that larger companies have a higher leverage. One explanation for this is that larger companies have better access to financing through capital markets.

Another reason for smaller companies to preserve cash reserves is to use these as a buffer for times of negative economic development. The larger companies use their capital structure and leverage to be able to invest when the opportunity arises. The need for financial flexibility is more determined by investment opportunities than by financing opportunities, which is why it is also possible to conclude that larger companies may have more investment opportunities and that they are more profitable than smaller companies.

Förord

Denna avhandling undersöker förhållandet mellan tillgången till kapital och lönsamhet i både goda och dåliga tider. Det är också en studie av den svenska rederinäringen.

Processen har sitt ursprung i den licentiatuppsats som presenterades 2006, med titeln ”Nyckeltal och konkurs: En studie av svenska företag 1998-2003”. Det var en studie som undersökte den finansiella redovisningens informationsinnehåll avseende användbarhet (och därmed relevans) ur framförallt ett kreditgivarperspektiv. Resultaten visade bland annat att det fanns skillnader i balansräkningen, särskilt vad gäller skuldsättning, mellan företag som går i konkurs och de som inte gör det så tidigt som fem år före en konkurs. Här väcktes intresset för kapitalstruktur. Avhandlingen bygger vidare på de tankar som uppstod under arbetet med licentiatuppsatsen.

Studien är en del av forskningsarbetet Lighthouse mellan Handelshögskolan vid Göteborgs universitet och Chalmers tekniska högskola som innefattar också andra studier av sjöfartsnäring med närliggande fokus, t ex av Stockholmsrederierna (Lennerfors, 2009) och redovisningsval i europeiska rederier (Pettersson, 2011). I uppdraget från Lighthouse ligger att kartlägga den svenska sjöfartsnäringen. I denna text finns en beskrivning av den svenska rederinäringen med fokus på rederiernas finansiella situation och tillgång till kapital under en viss tidsperiod. Lighthouse har också bidragit med finansiering för att möjliggöra denna avhandling.

Ett mycket stort tack till mina handledare; professor Thomas Polesie har demonstrerat ett förmodligen outsinligt tålamod och varit en ständigt hängiven supporter. Docent Jan Marton har också varit ett stort och pålitligt stöd och bidragit med struktur och logik och sett saker mycket klarare. Ekonomie doktor Mari Paananen på University of Exeter har likaså stoiskt stöttat och möjliggjort avhandlingen genom råd, dåd och verbala knuffar i rätt riktning.

Ett stort tack också till andra i den akademiska miljön som varit aktiva i mitt avhandlingsprojekt; professor (numera justitierådet) Svante O. Johansson har genom tidiga synpunkter och sin roll i Lighthouse varit ett stöd under avhandlingsprocessen. Professor emeritus Lars-Göran

Aidemark har också varit delaktig genom att framföra sina åsikter på det interna slutseminariet. Professor Olov Olson har i slutfasen generöst erbjudit sig och bidragit med konstruktiva synpunkter på mitt manus. Professor Christian Koch på Chalmers Tekniska Högskola har välvilligt bidragit med kommentarer och förbättringsförslag. Ekonomie licentiat Johan Åkesson har kommenterat mitt manus utifrån praktisk erfarenhet och goda idéer. Docent Inga-Lill Johansson har varit ett helhjärtat stöd genom avhandlingsprocessen med kritiska frågor och positiva kommentarer.

Ett stort tack också till Svante Karlsson, Stena, och Anders Dreijer, Broström, som har bidragit med insyn i hur finansiering hanteras i praktiken. På samma sätt, fast från så att säga andra sidan, har Bengt Zacharoff, Nordea, Kenth Allansson, Rolf Bengtsson och Ulf Croona, Swedbank, samt Håkan Simonsen och Fredrik Utterström, SEB, varit generösa och beskrivit sina erfarenheter vad gäller finansiering.

Studien har möjliggjorts genom finansiering från Lighthouse. Tack också till Lena Lindell på Par AB, Bisnode, som generöst har bistått under datainsamlingen.

Övriga kollegor på J6 och J7, nuvarande och förutvarande (javisst, professor Gudrun Baldvinsdottir och professor Gunnar Rimmel) skall också ha tack, speciellt och alldeles särskilt Kristina Jonäll som hjälper mig med allt upptänkligt jag kan behöva ha hjälp med.

Ett mycket stort tack också till vännerna på Trinovo Sensa som oavbrutet har uppmuntrat mitt avhandlingsarbete och skapat förutsättningar för att det skulle vara möjligt. Tack!

Sofia, Amelie och Ragnar – ni ger mig stöd, kärlek och uppmuntran – jag känner en gränslös tacksamhet till er.

Andreas Hagberg
Göteborg, december 2012

Översikt

I BAKGRUND

1 INLEDNING.....	15
------------------	----

II REFERENSRAM OCH METOD

2 UTGÅNGSPUNKTER.....	29
-----------------------	----

3 VAL AV METOD.....	48
---------------------	----

III UNDERSÖKNING OCH SLUTSATSER

4 OBSERVATIONER.....	69
----------------------	----

5 DISKUSSION OCH SLUTSATSER.....	100
----------------------------------	-----

IV REFLEKTIONER OCH FORTSATT FORSKNING

6 REFLEKTIONER.....	117
---------------------	-----

7 FORTSATT FORSKNING.....	134
---------------------------	-----

SUMMARY IN ENGLISH.....	146
-------------------------	-----

REFERENSER.....	156
-----------------	-----

FÖRETAG I STUDIEN.....	167
------------------------	-----

Innehåll

I BAKGRUND

1 INLEDNING	15
1.1 FINANSIELL FLEXIBILITET – ATT HA TILLGÅNG TILL KAPITAL	15
1.2 SVENSK SJÖFARTSNÄRING OCH DESS TILLGÅNG TILL KAPITAL	18
1.3 PROBLEMDISKUSSION OCH FORSKNINGSFRÅGA	21
1.4 STUDIENS RELEVANS OCH BIDRAG	23
1.5 TIDIGARE STUDIER AV SJÖFARTSNÄRINGEN	25
1.6 AVHANDLINGENS DISPOSITION	26

II REFERENSRAM OCH METOD

2 UTGÅNGSPUNKTER	29
2.1 FLEXIBILITET	30
2.2 TIDIGARE STUDIER AV FINANSIELL FLEXIBILITET	32
2.3 TIDIGARE STUDIER AV KAPITALSTRUKTUR	36
2.4 TIDIGARE STUDIER AV LIKVIDITET	40
2.5 SVENSK TRADITION	42
2.6 TEORETISKA UTGÅNGSPUNKTER	43
2.7 VAD KAN FÖRVÄNTAS AV UNDERSÖKNINGEN?	46
3 VAL AV METOD	48
3.1 VAD UNDERSÖKS?	48
3.2 UNDERSÖKNINGSMODELL	49
3.2.1 <i>Lönsamhet</i>	50
3.2.2 <i>Kapitalstruktur</i>	51
3.2.3 <i>Likviditet</i>	53
3.2.4 <i>Andra variabler</i>	53
3.2.5 <i>Regressionsmodeller</i>	55
3.3 POPULATION - DE SVENSKA REDERIerna	59
3.4 OM ATT DRA SLUTSATSER FRÅN DESSA OBSERVATIONER	63
3.5 FAKTORER SOM KAN PÅVERKA RESULTAT OCH SLUTSATSER	64

III UNDERSÖKNING OCH SLUTSATSER

4 OBSERVATIONER	69
4.1 BESKRIVNING AV POPULATIONEN	69
4.2 BESKRIVANDE STATISTIK PER SEGMENT	72
4.2.1 <i>Tanker</i>	73
4.2.2 <i>Bulk</i>	74
4.2.3 <i>Container & Ro-ro</i>	75
4.2.4 <i>Passagerare</i>	76
4.3 SAMBAND MELLAN UNDERSÖKTA VARIABLER	77
4.4 RÄNTABILITET PÅ EGET KAPITAL	81
4.5 RÄNTABILITET PÅ TOTALT KAPITAL	83
4.6 RESULTAT PER SEGMENT	85
4.6.1 <i>Tanker</i>	86
4.6.2 <i>Bulk</i>	88
4.6.3 <i>Container & Ro-ro</i>	89
4.6.4 <i>Passagerare</i>	91
4.6.5 <i>Sammanfattning av resultat per segment</i>	93
4.7 MARGINALMÅTT	94
4.7.1 <i>Rörelsemarginal</i>	94
4.7.2 <i>Nettomarginal</i>	96
4.8 SAMMANFATTNING	98
5 DISKUSSION OCH SLUTSATSER	100
5.1 KAPITALSTRUKTURENS BETYDELSE	101
5.2 LIKVIDITETENS BETYDELSE	104
5.3 TILLVÄXT	108
5.4 SAMMANFATTANDE SLUTSATSER	109
5.5 FORSKNINGSFRÅGAN BESVARAS	111
5.6 BIDRAG – VAD KAN VI LÄRA AV DETTA?	113

IV REFLEKTIONER OCH FORTSATT FORSKNING

6 REFLEKTIONER.....	117
6.1 ATT FINANSIERA VERKSAMHETEN OCH VAD MER?.....	117
6.2 MINDRE OCH STÖRRE FÖRETAG	120
6.3 SJÖFARTSNÄRINGEN I SVERIGE.....	126
6.4 BEGRÄNSNINGAR I STUDIEN.....	128
7 FORTSATT FORSKNING	134
7.1 ÄGANDE OCH KONTROLL	134
7.2 FÖRETAG I OLIKA FASER AV SIN UTVECKLING.....	137
7.3 FLEXIBILITET SOM EN FÖRDEL I KONKURRENSSITUATIONER	139
7.4 RESURSBASERADE FÖRKLARINGAR TILL LÖNSAMHET	139
7.5 BEHOVET AV LIKVIDITET OCH KAPITAL I OLIKA BRANSCHER	141
7.6 FÖRDJUPADE STUDIER AV ENSKILDA FÖRETAG	143
7.7 SAMMANFATTNING	144
SUMMARY IN ENGLISH	146
REFERENSER	156
FÖRETAG I STUDIEN	167

I

BAKGRUND

KAPITEL 1

Inledning

Detta är en undersökning av hur lönsamhet i företag påverkas av finansiell flexibilitet. Finansiell flexibilitet definieras här som företagets förmåga att mobilisera finansiella resurser genom sin kapitalstruktur och likviditet för att antingen skapa uthållighet eller ha möjlighet att investera. Denna definition används också i Lie (2005), Arslan, Florackis och Ozkan (2010) och Denis (2011).

Undersökningen har gjorts i en kapitalintensiv bransch. Den avser den svenska sjöfartsnäringen under en tioårsperiod, 1997-2006. I detta inledande kapitel presenteras ämnesområdet och den forskningsfråga som senare besvaras.

1.1 Finansiell flexibilitet – att ha tillgång till kapital

”Vi har alltid haft fler idéer än pengar. Då är tillgången till pengar A och O.”

Dan Sten Olsson, Stena, Börssällskapet, 20 februari 2008.

I ett specialnummer av *Journal of Corporate Finance* (17, 2011) ägnas den framväxande forskningen om finansiell flexibilitet allt utrymme. Denis (2011) inleder med en översikt över några olika spår inom denna forskning, som till exempel investeringsstrategier, utdelningspolicy, likviditetshantering och faktorer som påverkar nivån på likviditeten i företag. Finansiell flexibilitet definieras av Ang och Smedema (2011) i detta specialnummer som *”the ability of a firm to*

handle negative income shocks and to take advantage of positive shocks to their investment opportunity set”.

I ett annat sammanhang konstaterar Vithessonthi (2010) och Bancel och Mittoo (2011) att litteraturen om finansiell flexibilitet vuxit under senare år. I undersökningar av hur praktiker ser på finansiell flexibilitet finner till exempel Graham och Harvey (2001) att företagsledningarna (CFOs) i USA framhåller strävan efter finansiell flexibilitet som den mest påverkande faktorn i finansieringsfrågor. Den studien bekräftas av europeiska företagsledare beträffande europeiska förhållanden av Bancel och Mittoo (2004). Almeida, Campello och Weisbach (2011) framhåller att en majoritet av företagsledningarna i USA och Europa anser att finansiell flexibilitet är det viktigaste målet för företagets finansieringspolicy. Också i Sverige betonar företagsledningarna vikten av finansiell flexibilitet (Lindblom, Sandahl och Sjögren, 2010). Vidare hävdar Clark (2010) att många tidigare studier och teoretiska modeller – som till exempel *pecking order* och *trade-off*-modeller för att förklara företagets kapitalstruktur – inte fullt ut kunnat förklara finansieringsbeslut i praktiken, eftersom de förbisetat värdet av finansiell flexibilitet. På en kapitalmarknad utan friktion vore begreppet finansiell flexibilitet irrelevant, men i praktiken har det stor betydelse (Powers och Tsyplakov, 2008, Denis, 2011).

Studierna av finansiell flexibilitet ökar i antal. Företagsledningarna ser finansiell flexibilitet som betydelsefull. Vad är då finansiell flexibilitet? Finansiell flexibilitet är inte en ny företeelse men uppmärksamheten har ökat under senare år. Finansiell flexibilitet skapar möjlighet för företag att agera och ger dem uthållighet. Finansiell flexibilitet definieras på olika sätt i litteraturen: Byoun (2008) definierar finansiell flexibilitet som "*a firm's capacity to mobilize its financial resources in order to take preventive and exploitive actions in response to uncertain future contingencies to maximize the firm value*". En annan variant används av Gamba och Triantis (2008): "*Financial flexibility represents the ability of a firm to access and restructure its financing at low cost. Financially flexible firms are able to avoid financial distress in the face of negative shocks, and to readily fund investment when profitable opportunities arise.*" I det ovan nämnda specialnumret av Journal of Corporate Finance definierar Denis (2011) finansiell flexibilitet som "*the ability*

of a firm to respond in a timely and value-maximizing manner to unexpected changes in the firm's cash flows or investment opportunity set". Även det uttrycks delvis annorlunda så är dessa definitioner relativt likartade till sin innebörd.

Även om det kan vara svårt att observera och kvantifiera finansiell flexibilitet (Bancel och Mittoo, 2011) har denna studie som utgångspunkt att finansiell flexibilitet är något som i likhet med de ovan nämnda definitionerna utgörs av både kapitalstruktur och nivå på likviditetsreserven. Detta är en definition som används också av bland andra Lie (2005): "*high cash levels [and/or] low debt ratios*" och Arslan, Florackis och Ozkan (2010). Finansiell flexibilitet antas vara något som är eftersträvansvärt och som bidrar till lönsamhet i företagen. I begreppet finansiell flexibilitet kombineras kapitalstruktur och likviditet som bidragande faktorer för att möjliggöra företagets verksamhet och investeringar för att skapa lönsamhet. I enlighet med denna definition ryms både kapitalstrukturen på balansräkningens passivsida och likviditetsreserven på balansräkningens aktivsida som bidragande till finansiell flexibilitet.

Termerna kapitalstruktur och finansiell struktur används för att beteckna hur företaget har anskaffat sitt kapital. I sin enklaste form avser uttrycket kapitalstruktur sammansättningen av skulder och eget kapital. Kapitalstruktur kan å andra sidan åsyfta mer än så. Det engelska uttrycket *financial structure* (Donaldson, 1994), som möjligen är ett vidare begrepp, kan syfta på bland annat följande: blandningen av offensiva investeringar och defensiva reserveringar, fokus för investeringar, val av intäktskälla, blandningen av kostnader mellan nuvarande och framtida intäktpotential, varaktighet för löne- och andra kompensationskontrakt, men också blandningen av skulder och eget kapital. Termen kapitalstruktur används här endast för fördelningen av kapital i företaget, och strukturen utgörs således av blandningen mellan eget kapital och skulder (denna definition används också av Johansson och Runsten, 2005). Internt genererat kapital fångas i denna studie upp genom användningen av termen likviditet eller likviditetsbuffert. Med likviditetsbuffert avses mängden likvida medel i bolaget (i relation till exempel totala tillgångar).

Den finansiella flexibiliteten – förmågan att agera eller reagera – beror således på både kapitalstruktur och likviditet. Graham och Harvey

(2001) konstaterar att företagsledningens strävan efter finansiell flexibilitet har störst påverkan på företagets val av kapitalstruktur. Denna studie bekräftas av Bancel och Mittoo (2004) vad gäller europeiska förhållanden och företag. Även i Sverige uppger företagsledare att strävan efter finansiell flexibilitet har stor betydelse för hur kapitalstrukturen utformas (Lindblom, Sandahl och Sjögren, 2010).

Det har ovan beskrivits vad som avses med finansiell flexibilitet, vad finansiell flexibilitet innebär för företagen och vad som bidrar till att skapa finansiell flexibilitet i företagen. Givet att forskningen om finansiell flexibilitet vuxit under 2000-talet och att företagsledare i både USA och Europas ser finansiell flexibilitet som viktigt, så bör det också ha stor effekt på hur företagen presterar. Vithessonti (2010) framhåller till och med att finansiell flexibilitet är ”*critical to firm performance*”. Denna studie undersöker därför hur stor påverkan finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och likviditet faktiskt har på företagets prestationer mätt som lönsamhet.

1.2 Svensk sjöfartsnäring och dess tillgång till kapital

”Stena startades 1939 av min far Sten A Olsson. Han startade med ett lån om 15 000 kr av sin far och 15 000 av sin farbror jämte ett lån från Handelsbanken om 25 000. Lånen till sin far och farbror betalade han ganska snart igen, men lånet från Handelsbanken har för ögonblicket vuxit till nio miljarder.”

Dan Sten Olsson, Stena, Börssällskapet, 20 februari 2008.

Om man vill studera betydelsen av finansiell flexibilitet för lönsamhet är rederinäringen lämplig. Svensk sjöfart karakteriseras av att vara kapitalintensiv, samtidigt som andelen egenfinansiering är en nyckelfaktor för långsiktig överlevnadsförmåga (SOU 1998:129). Sjöfartsnäringen är kapitalintensiv på grund av den stora andelen materiella anläggningstillgångar i företagets balansräkningar, det vill säga fartygen.

Logiken bakom att en hög grad av egenfinansiering är en nyckelfaktor är tämligen enkel, ju högre andel egenfinansiering, desto lägre kontrakterade upplåningskostnader för finansieringen som i sämre intjäningstider riskerar att inte bara uttradera eventuella vinster men

över en längre period också det egna kapitalet. Dessutom möjliggör och förenklar en högre andel egenfinansiering ny eller ytterligare lånefinansiering vid behov. Att dessutom tillgångsvärdena kan fluktuera kraftigt beroende på konjunktur gör att finansiell flexibilitet ytterligare kan antas ha betydelse (mer om detta nedan).

Utöver att vara en kapitalintensiv bransch så utmärker sig sjöfartsnäringen också på annat sätt. Det finns andra branscher, till exempel skog och fastigheter som också är kapitalintensiva. Finansiell flexibilitet skapas genom att kapitalstrukturen och likviditeten ger möjligheter att agera och reagera på möjligheter och hot som uppstår. Inom sjöfartsnäringen finns det en likvid och väl utvecklad andrahandsmarknad för produktionsresurserna – fartygen. Sjöfartens anläggningstillgångar fluktuerar i värde över tid beroende på efterfrågan på frakter. I lågkonjunktur sjunker värdet på fartygen och i högkonjunktur stiger värdet. Rederier som har finansiella möjligheter att utnyttja möjligheten att köpa billigt och sälja dyrt har således möjligheter att öka lönsamheten på detta sätt utöver den ordinarie industriella verksamheten. Företag som verkar i mindre stabila branscher förväntas också ha ett större behov av finansiell flexibilitet än sådana som verkar i mindre volatila branscher (Killi, Rapp och Schmid, 2011).

Att köpa fartyg billigt och sälja dem dyrt och agera kontracykliskt kallas *asset play*. Detta innebär spekulation i tillgångsvärden. Svårigheten för företagen blir då att skapa och upprätthålla den finansiella styrkan under en högkonjunktur som möjliggör handlande i en framtida lågkonjunktur (Stopford, 2007). Detta beteende i sjöfartsnäringen ligger väldigt nära den definition av finansiell flexibilitet som diskuterades tidigare, att den finansiella situationen ska skapa uthållighet i dåliga tider och möjligheter att investera när tillfället infinner sig. Finansiell flexibilitet kan således antas vara särskilt viktigt för företag i sjöfartsnäringen för att dessa ska kunna vara framgångsrika.

Sjöfartsnäringen är, som nämnts ovan, en kapitalintensiv bransch. Om relativt mycket kapital är nödvändigt för verksamheten, blir det också intressant för företaget att försöka planera både kapitalanskaffning och kapitalanvändning. Kapitalet krävs bland annat eftersom fartygen – om dessa ägs – utgör en stor del av företagens balansräkningar i form

av tillgångar. Betydelsen av tillgång till kapital i sjöfartsnäring är något som också Gjesdal (2001, 2003) undersöker (även om detta inte är en huvudfråga). I en översikt över forskning om kapitalstruktur finner Harris och Raviv (1991) stöd för att skuldsättningen ökar med ökad andel anläggningstillgångar, vilket också stöds av Rajan och Zingales (1995). Det kan således antas att skuldsättningen i sjöfartsnäringen kan vara betydande och därmed ha effekt på företagets lönsamhet.

Ledningen för företag i sjöfartsnäringen torde sträva efter en kapitalstruktur som ger rörelsefrihet i alla situationer (Cheng, 1979). För att uppnå det kan företaget utnyttja både finansiering genom eget kapital och genom kredit, samt upprätthålla en likviditetsbuffert (jfr ang finansiell flexibilitet ovan). Hur finansiering av verksamheten och fartygsbeställning ska ske är också beroende av hur konjunkturen på marknaden ser ut (Stokes, 1992). Bedömningen kompliceras av att konjunkturen kan variera mellan olika marknadssegment (ro-ro, bunker etc.), och att ett rederi kan vara verksamt i mer än ett segment.

Branch (1989) konstaterar att för ett framgångsrikt rederi krävs en rimlig finansiell kontroll och medvetenhet för att på bästa sätt utnyttja företagets resurser (Branch, 1989). Hur företagen anskaffar kapital är i sig en kritisk fråga (Branch, 1989). Kapitalanskaffning är något som inte studeras närmare i denna undersökning men likväl berörs när resultaten diskuteras.

Om man således utgår från att sjöfartsnäringen är intressant att studera eftersom finansiell flexibilitet kan antas ha särskilt stor betydelse i denna bransch, så varför just den svenska sjöfartsnäringen? Det kan antas att mindre noterade företag har sämre tillgång till kapitalmarknaden än större noterade företag på grund av faktorer som relativt sett större friktion på marknaden, högre transaktionskostnader och högre riskpremie, se till exempel Fama och French (1995), Kim, Mauer och Sherman (1998), Ferreira och Vilela (2004) och Faulkender och Wang (2006). Detta sammantaget gör att finansiell flexibilitet bör ha en särskilt stor betydelse för dessa mindre noterade företag. Detta innebär vidare att dessa företag är lämpliga att studera då man kan förvänta sig tydligare resultat givet betydelsen av finansiell flexibilitet för dessa företag. Till skillnad från mycket av den tidigare forskningen som fokuserat på stora noterade företag finns

i Sverige god tillgång till redovisningsinformation även om mindre onoterade företag. Om man vill studera finansiell flexibilitet är således den svenska sjöfartsnäringen med många mindre onoterade bolag och god tillgång till redovisningsinformation ett lämpligt studieobjekt.

Den svenska sjöfartsnäringen är inte heller en obetydlig bransch i Sverige. Nedanstående text är hämtad från en årlig publikation som utges av Svensk Sjöfarts Tidning.

”Ur transportsynpunkt är Sverige en ö, och mer än 90 procent av vår handel går sjövägen. Sverige är ett av Europas mest sjöfartsberoende länder, och det hänger naturligtvis samman med vår stora exportindustri, höga levnadsstandard och lilla befolkning, d v s en alltför liten egen marknad för vår industri. Sett per invånare hanteras det dubbelt så mycket gods i svenska hamnar som i hamnarna i ö-riket Storbritannien. Hade Göteborgs Hamn, som är Nordens största, legat i Storbritannien hade den varit den femte största brittiska hamnen. 2007 reste 30 miljoner människor till och från Sverige med färja. Motsvarande siffra för flyget var cirka 18 miljoner.”

Sjöfartens bok 2009

Det kan förvisso hävdas att Svensk Sjöfarts Tidning framhäver betydelsen av den egna branschen, men när den svenska sjöfartsnäringen och omfattningen av denna diskuteras finns det uppskattningar som visar att nära 220 000 personer arbetar i sjöfartssektorn och dess omgivningsföretag (PalMBERG et al. 2006). Med hänsyn till svårigheten att göra denna typ av uppskattningar bör denna siffra betraktas med försiktighet, men icke desto mindre ger det en antydning om omfattningen av den svenska sjöfartsnäringen.

1.3 Problemdiskussion och forskningsfråga

Kapitalstruktur och likviditetsreserver bidrar till att skapa finansiell flexibilitet i företag. Värdet av detta utifrån teoretiska utgångspunkter diskuteras ytterligare i kapitel 2. Man kan dock ha som utgångspunkt att både kapitalstruktur och likviditet är verktyg för företagen. Donaldson (1994) konstaterade att en given finansiell struktur inte är statisk. Kapitalstrukturen är dock till sin natur strategiskt passiv, det vill säga kapitalstrukturen är inte ett mål i sig utan ett instrument för företagets strategi. Givet att företagets överordnade mål är fortlevnad och att generera vinst till dess ägare, så är kapitalstrukturen ett medel

för att bidra till detta genom att skapa lönsamhet.¹ Motsvarande kan sägas om likviditet. Företag värdesätter att ha tillgång till likviditet för att kunna agera. De möjligheter som kapitalstruktur och likviditet skapar utgör exempel på finansiell flexibilitet.

Kapitalstruktur och likviditetsbuffert har också visat sig vara två viktiga instrument för att generera lönsamhet och avkastning till företagets ägare. De mest lönsamma företagen i en undersökning av den norska fiskeindustrin uppvisade en hög grad av finansiell flexibilitet (Dreyer och Grønhaug, 2004). På samma sätt fann Mikkelson och Partch (2003) att företag med stora likviditetsreserver var mer lönsamma än företag med ”normala” likviditetsnivåer.² Det kan således antas att både kapitalstruktur och likviditet har betydelse för företagets finansiella prestationer i form av lönsamhet. Mot bakgrund av den ovan nämnda framväxande forskningen om finansiell flexibilitet av både empirisk och teoretisk karaktär (se kapitel 2 nedan för ytterligare redogörelse), men också den praktiska betydelse som framhålls från företagsledningarna (i studier som Graham och Harvey, 2001, Bancel och Mittoo, 2004, Lindblom, Sandahl och Sjögren, 2010) finns det anledning att undersöka hur stor påverkan finansiell flexibilitet faktiskt har på företagens lönsamhet.

Forskningsfrågan är således:

I vilken utsträckning kan finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och tillgång till likviditet förklara företagens lönsamhet?

Frågan kommer att besvaras genom att undersöka vilken påverkan finansiell flexibilitet har på lönsamheten i samtliga svenska företag i rederinäringen under perioden 1997-2006.

Det skulle gå att argumentera för att orsakssambandet går åt andra hållet, det vill säga att lönsamhet direkt påverkar företagens

¹ Det kan i och för sig diskuteras huruvida företagets överordnade mål är överlevnad. Lönsamhet är under antagandet om överlevnad som mål en förutsättning för överlevnad. Tillväxt kan också vara en sådan förutsättning för överlevnad. Se Johansson och Runsten (2005) för en diskussion om detta.

² Utgångspunkten för deras studie var att överlikviditet skulle kunna anses vara en belastning för företagen och att detta skulle försvåra lönsamhet, därav titeln på deras artikel ”Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?”.

kapitalstruktur och likviditet. Den omedelbara effekten av lönsamhet i form av vinst innebär ju rent bokföringstekniskt att det egna kapitalet och därmed skuldsättningen påverkas. Men även om vinster (Lemmon, Roberts och Zender, 2008) eller ökning av företagets skulder (DeAngelo och DeAngelo, 2007) påverkar kapitalstrukturen på kort sikt, har företagen en långsiktig målsättning för sin kapitalstruktur som de försöker återställa för att upprätthålla finansiell flexibilitet (Killi, Rapp och Schmid, 2011). Över tid är kapitalstruktur och likviditet verktyg som underlättar företagets verksamhet och investeringar för att skapa lönsamhet, på samma sätt som ett hävstångsresonemang bygger på att skuldsättning påverkar lönsamheten. Utgångspunkten för denna studie är att likviditetsbuffert och kapitalstruktur skapar möjligheter som bidrar till lönsamheten, inte nödvändigtvis att det finns en direkt koppling mellan till exempel förekomsten av en likviditetsbuffert och lönsamhet. För en utförligare diskussion se avsnitt 6.4 där detta diskuteras. Vad gäller kausaliteten i denna studie har tester gjorts för att kontrollera detta med hjälp av statistiska metoder, vilket diskuteras närmare i metod- och resultatkapitel nedan. Det som här undersöks är således hur stor påverkan finansiell flexibilitet har på företagets lönsamhet i den svenska rederinäringen. Som redan nämnts ovan har finansiell flexibilitet framhållits som en betydelsefull faktor för företagen i tidigare studier och av företagsledare i en del av dessa, varför finansiell flexibilitet bör kunna förklara en del av företagets lönsamhet.

1.4 Studiens relevans och bidrag

Detta är en empirisk undersökning baserad på tidigare studier av finansiell flexibilitet, kapitalstruktur och likviditet men också studier av sjöfartsnäringen (se vidare i kapitel 2 nedan). Den lämnar bidrag till litteraturen och har samtidigt praktisk relevans.

Finansiell flexibilitet har fått alltmer uppmärksamhet inom forskningen (se till exempel Vithessonthi 2010 och Bancel och Mittoo 2011), bland annat vad gäller kopplingen till teorier om kapitalstruktur (se till exempel Clark, 2010 och Killi, Rapp och Schmid, 2011). Dessa och flera andra tidigare studier framhåller betydelsen av finansiell flexibilitet, och genom den nu aktuella studien ges möjlighet att undersöka hur stor påverkan finansiell flexibilitet har på företagets

lönsamhet. Om finansiell flexibilitet kan visas ha betydelse för företagets lönsamhet bidrar det till tidigare litteratur, samtidigt som det indikerar att det finns goda förutsättningar och anledning att fortsätta studera finansiell flexibilitet.

Studien bidrar också genom att kombinera två olika spår inom forskningen, dels studier av kapitalstruktur och dels studier av likviditet, något som tidigare oftast studerats separat (Arslan, Florackis och Ozkan, 2010). Finansiell flexibilitet – inte enbart i termer av möjligheter till ytterligare skuldsättning – utan inkluderande också likviditet har lyfts fram som en faktor som kan bidra till existerande teorier om kapitalstruktur (DeAngelo och DeAngelo, 2007 och Mura och Marchica, 2010).³ Detta genom att både kapitalstruktur och likviditet studeras samtidigt och kan sättas i ett större sammanhang där båda dessa faktorer bidrar till att skapa finansiell flexibilitet i ett företag. Genom att kapitalstruktur och likviditet studeras samtidigt ges möjlighet till kunskap om den sammantagna effekten, samtidigt som man kan kontrollera effekten av respektive faktor. Studien bidrar därutöver genom att undersöka betydelsen av dessa var för sig stora forskningsområden för vad som bör vara företagets överordnade mål – att generera avkastning och fortlevnad. Studien visar också om dessa faktorer kan ha olika syften i större och mindre företag.

Ett ytterligare bidrag ligger i studien av en hel och isolerad bransch. Studier av kapitalstruktur och likviditet brukar ske på hög aggregerad nivå, till exempel kan det empiriska underlaget bestå av samtliga noterade bolag under en viss period. Därmed blandas olika branscher och segment. Den enda bransch som brukar undantas är bank och finans, vilket vanligtvis brukar motiveras med delvis annorlunda regelsystem. I denna studie studeras endast en bransch vilket gör att olikheter mellan skilda branscher inte stör resultaten. Däremot är sjöfartsnäringen – den bransch som studeras – uppdelad i flera segment, vilket möjliggör jämförelser och dessutom bidrar med ytterligare information om sjöfartsnäringens karaktäristika.

³ DeAngelo och DeAngelo (2007) uttrycker sig något drastiskt i termer av ”financial flexibility is the critical missing link for an empirically viable theory [of capital structure]”, något som Mura och Marchica (2010) följer upp med ”a crucial missing link in capital structure theory”.

Undersökningen kan också lära något om kapitalmarknaden och dess funktion genom att undersöka finansiell flexibilitet och dess effekt på företagens lönsamhet. Genom att studera onoterade och mindre företag än vad som vanligtvis görs ges också möjlighet att undersöka hur tidigare forskning och ekonomisk teori står sig i en annan ekonomisk kontext än den oftast amerikanska (mer om ekonomisk teori i kapitel 2 nedan). Denna studie bidrar dessutom genom att undersöka sjöfartsnäringens finansieringssituation och därmed också hur kapitalmarknaden i denna del fungerar.

Ett ytterligare bidrag är att en hel bransch studeras under 10 år med användning av finansiell information från onoterade bolag. Merparten av liknande forskning baseras på data från noterade bolag. Sverige erbjuder med den goda tillgången till redovisningsinformation från privata bolag unika möjligheter att undersöka giltigheten av resultat från tidigare forskning baserad på noterade bolag.

Utöver de ovan nämnda områdena har studien också praktisk relevans, genom att innehålla en beskrivning av den svenska sjöfartsnäringen under perioden 1997-2006. Hela sjöfartsnäringen har undersökts vad gäller bland annat lönsamhet, skuldsättning, omsättning och tillväxt fördelat på olika segment. Därtill kan resultaten av undersökningen också ha en praktisk relevans vad gäller den ökade kunskapen om skuldsättning och likviditetens betydelse för företagets lönsamhet.

1.5 Tidigare studier av sjöfartsnäringen

Sjöfartsnäringen har studerats tidigare från flera utgångspunkter. Sjöfarten studeras inom andra ekonomiska ämnesområden såsom logistik och kulturgeografi, men också inom juridik. Denna studie med fokus på lönsamhet, kapitalstruktur och likviditet har närmast anknytning till andra företagsekonomiska studier av sjöfarten som till exempel Mossin (1968) och Gjesdal (2001, 2003). Andra nordiska studier av den sjöfarten näraliggande fiskenäringen har gjorts av bland andra Dreijer (1998) och Dreijer och Grønhaug (2004).

Denna studie har genomförts inom ramen för Lighthouse, ett forskningssamarbete mellan Handelshögskolan vid Göteborgs universitet och Chalmers tekniska högskola som också innefattar andra studier av sjöfartsnäring med näraliggande fokus. Petterson

(2011) har undersökt den europeiska sjöfartsnäringen med särskild inriktning på gjorda redovisningsval, och Lennerfors (2009) har studerat tankrederierna i Stockholms utveckling under 1980- och 90-talen. Denna studie av hela den svenska sjöfartsnäringen under en avgränsad tidsperiod placerar sig därmed mellan de två tidigare nämnda studierna med avseende på empiriskt underlag (mer om detta i kapitel 3 nedan).

1.6 Avhandlingens disposition

Avhandlingens forskningsfrågor kommer att besvaras genom en kvantitativ studie, där underlaget utgörs av insamlad finansiell data. Genom att göra detta kan betydelsen av olika faktorer för företagens prestationer undersökas och påvisas.

Avhandlingen är indelad i fyra delar (I-IV) med sammanlagt sju kapitel, där del I innehåller detta inledande kapitel som introducerar ämnesområdet, problematiserar det och ställer upp forskningsfrågan för själva avhandlingen. Därtill motiveras studien och exempel på relevans och bidrag gavs ovan.

Del II innehåller två kapitel som beskriver studiens referensram och metod. Kapitel två innehåller en presentation av tidigare forskning om kapitalstruktur och vad som styr denna, betydelsen av likviditet samt en diskussion av vilka resultat som kan förväntas utifrån de utgångspunkterna. Det tredje kapitlet beskriver den metod som använts för att genomföra studien och några av de svagheter som följer av den valda metoden.

I del III finns undersökningen och de slutsatser som dras därav. Resultaten presenteras och kommenteras i kapitel 4, och en utförligare analys och tolkning med slutsatser följer i kapitlet därefter.

Den avslutande del IV innehåller två kapitel som är något friare i förhållande till undersökningen. Kommentarer och ytterligare reflektioner om undersökningen återfinns i kapitel 6, och i det avslutande kapitel 7 ges flera förslag till fortsatt forskning.

II

REFERENSRAM OCH METOD

KAPITEL 2

Utgångspunkter

Forskningsfrågan ställdes i föregående kapitel; i vilken utsträckning kan finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och tillgång till likviditet förklara företagens lönsamhet? Kapitalstruktur och tillgång till likviditet antas tillsammans bidra till finansiell flexibilitet vilket skapar uthållighet och möjligheter för företag att agera. Finansiell flexibilitet kan definieras på något olika sätt (till exempel Dreyer och Grønhaug, 2004, Lie, 2005, Byoun, 2008, Gamba och Triantis, 2008, Arslan, Florackis och Ozkan, 2010, Denis, 2011 eller Bonaime, Hankins och Harford, 2011), och fortsättningsvis avses både handlingsutrymme och uthållighet som skapas av både kapitalstruktur och likviditetsbuffert. Den finansiella flexibiliteten i sin tur möjliggör företagens prestationer och förmåga att generera lönsamhet.

Detta kapitel ger en översikt över tidigare studier som relaterar till de aktuella områdena finansiell flexibilitet, kapitalstruktur och likviditet och bildar en referensram till studien. Syftet är att presentera studier som tydliggör bredd och variation inom forskningsområdet, men också att öka förståelsen för de faktorer som har betydelse för både kapitalstruktur och likviditet. Dessa används senare för att tolka och diskutera denna studies resultat. Flera av studierna är amerikanska och avser forskning som berör noterade amerikanska företag. Att så är fallet beror helt enkelt på att mycket forskning bedrivs i USA, och att forskning som rapporteras på engelska i många fall är från engelskspråkiga länder.

I tidigare forskning är det inte ofta som kapitalstruktur och likviditet kombineras. Oftast har kapitalstruktur och likviditet studerats separat (Arslan, Florackis och Ozkan, 2010). Det finns ett forskningsområde där kapitalstruktur och påverkande faktorer studeras. Likaså finns ett område där värdet av likviditet och vad som avgör likviditetsbehovet för ett företag undersöks. Merparten av studierna inom båda dessa områden är inriktade på att empiriskt pröva de teoretiska antaganden som kan förklara en viss kapitalstruktur eller vad som avgör storleken på företagets likviditetsbuffert. Det konstateras till exempel i Graham och Harvey (2001) att strävan efter finansiell flexibilitet har avgörande inverkan på företagets kapitalstruktur. De flesta av studierna har ett kvantitativt upplägg och likaså kvantitativ, finansiell ofta marknads- och redovisningsdata som utgångspunkt. Det finns dock andra studier med delvis annan utgångspunkt som till exempel Graham och Harvey (2001) och Bancel och Mittoo (2004) som relaterar den ovan nämnda typen av undersökningar till resultat från enkätundersökningar med företag i USA (Graham och Harvey, 2001) och Europa (Bancel och Mittoo, 2004). Det finns dock ett antal studier från senare år som liksom denna studie kombinerar både skuldsättning och likviditet inom ramen för finansiell flexibilitet, som ovan nämnda Byoun (2008), Gamba och Triantis (2008) och Arslan, Florackis och Ozkan (2010).

Denna studie bygger på tidigare studier av finansiell flexibilitet där detta anses vara en betydelsefull förmåga för företagen, men också studier där förklaringar söks till företagets kapitalstruktur och likviditet. Samtidigt förhåller sig denna studie till tidigare svenska studier som studerat kapitalstruktur och lönsamhet i Sverige. I de följande avsnitten presenteras en del av denna forskning om flexibilitet och särskilt finansiell flexibilitet, kapitalstruktur och likviditet.

2.1 Flexibilitet

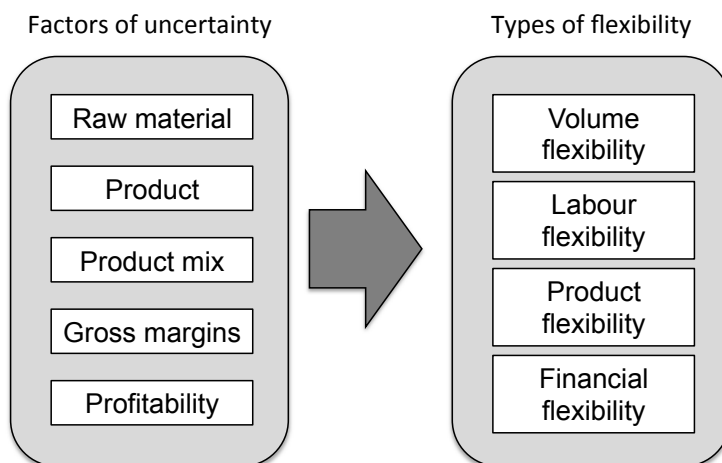
Denna studie avser enbart finansiell flexibilitet, vilket har definierats som det handlingsutrymme som skapas av kapitalstruktur och tillgång till likviditet. Men finansiell flexibilitet bör sättas i ett större sammanhang. Flexibilitet generellt återfinns i tidigare studier som en viktig omständighet för att företag ska överleva och nå framgångar.

Gustavsson (1984) definierar att vara flexibel som anpassningsbar (*adaptable*) och förmögen till förändring (*capable of change*). Flexibilitet och produktivitet antas vara två faktorer som balanseras i förhållande till varandra, det vill säga hög produktivitet innebär låg flexibilitet och tvärtom (Gustavsson, 1984). Son och Park (1990) diskuterar tillverkningsflexibilitet (*manufacturing flexibility*), utifrån olika typer av vad de kallar ”icke-konventionella kostnader” eller alternativkostnader; *set-up, waiting, idle* och *inventory costs*. Dessa typer av kostnader avser att i monetära enheter mäta fyra motsvarande typer av flexibilitet; *product, process, equipment* och *demand* (Son och Park, 1990).

Miller och Shamsie (1996) diskuterar flexibilitet i relation till resursbaserad teori. De framhäver att kunskapsbaserade resurser har fått en ökad betydelse för företagets finansiella prestationer framför ägandebaserade resurser. De anser att de förra är viktigare i en osäker och instabil miljö, och de senare är viktigare i en stabil och förutsägbar miljö (Miller och Shamsie, 1996).

Lau (1996) framhåller strategisk flexibilitet som det enda sättet för företag att uppnå varaktiga konkurrensfördelar. Strategisk flexibilitet syftar på företagets möjligheter att hantera osäkerhet genom att justera sina målsättningar med hjälp av dess unika kunskaper och förmågor (Lau, 1996). Förmågorna utgörs av personal, processer, produkter och integrerade system. Den strategiska flexibiliteten gör det möjligt för företaget att utveckla strategier för framtiden, som i sin tur gör att företaget kan reagera på förändrande villkor, både interna och i omgivningen.

Dreyer (1998) undersökte i en omfattande genomgång av tidigare forskning vilka typer av flexibilitet som tidigare studerats och använts som förklaring till konkurrensfördelar. Resultaten användes senare i Dreyer och Grønhaug (2004), för att utforma en modell enligt nedan:



Figur 1. Osäkerhetsfaktorer och motsvarande flexibilitetstyper. Baserad på Dreyer och Grønhaug (2004).

Osäkerhetsfaktorerna (till vänster i figuren ovan) ligger utanför företaget. Företaget kan hantera dessa genom olika typer av flexibilitet (till höger i figuren ovan). Författarna använde också definitionen av flexibilitet att därmed avses företagets förmåga att anpassa sig till och/eller utnyttja möjligheter i en föränderlig omgivning (Dreyer och Grønhaug, 2004). Av de olika undersökta typerna av flexibilitet fann Dreyer och Grønhaug (2004) att för de mest lönsamma företagen hade finansiell flexibilitet störst betydelse.

2.2 Tidigare studier av finansiell flexibilitet

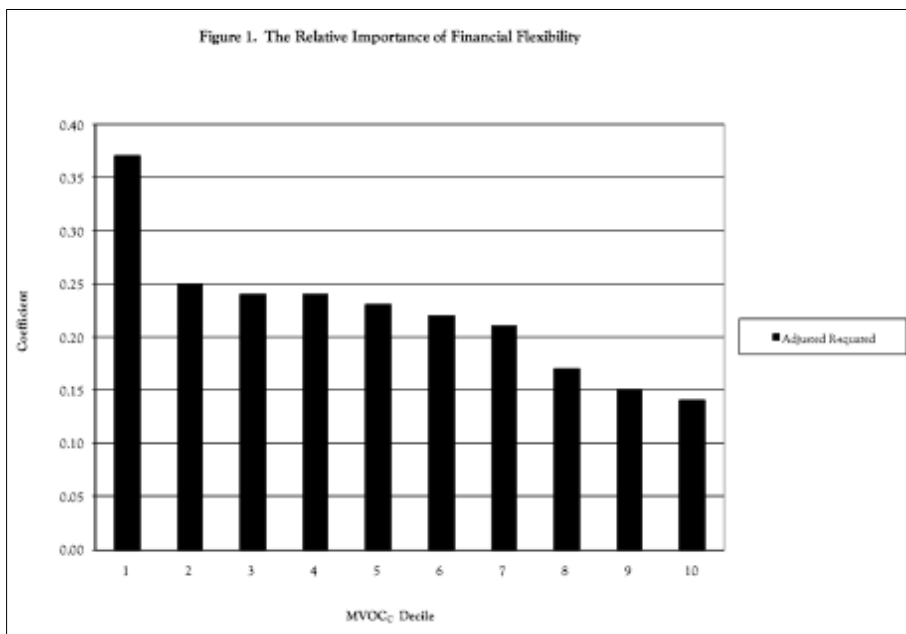
Vithessonthi (2010) och Bancel och Mittoo (2011) noterar att forskningen om finansiell flexibilitet har vuxit under senare år. Vikten av att studera finansiell flexibilitet har framhållits och nedan följer studier som studerar finansiell flexibilitet ur olika aspekter.

Det konstaterades tidigare att kapitalstruktur och likviditet ofta har studerats separat (Arslan, Florackis och Ozkan, 2010). Vad gäller tidigare forskning om finansiell flexibilitet och dess betydelse finns olika infallsvinklar. Redan Donaldson (1961) pekar på betydelsen av att företag har tillgång till kapital genom ytterligare upplåningsmöjligheter. Finansiell flexibilitet när det diskuteras i

senare forskning omfattar mer än det Donaldson kallar *debt capacity*, som tar sikte på möjligheten att öka lånefinansieringen. DeAngelo och DeAngelo (2007) finner att även om kapitalstrukturen – bland annat – styrs av faktorer likt de som nämnts ovan, och förklaringsmodeller likt trade-off/pecking order äger sin giltighet, så är finansiell flexibilitet något som är viktigt i sig. Företagen strävar efter finansiell flexibilitet genom att använda både skuldsättning och likviditetsnivåer.

Finansiell flexibilitet är något som kan förklara varför företag inte har en kapitalstruktur och skuldsättning som traditionellt skulle kunna förväntas utifrån ett hävstångsresonemang (Powers och Tsyplakov, 2008, Killi, Rapp och Schmid, 2011). Anledningen skulle vara strävan efter att bibehålla en finansiell flexibilitet – förmågan att uppta ytterligare lån i framtiden, eller annorlunda uttryckt en outnyttjad skuldkapacitet – som gör att de inte har en lika hög skuldsättning som annars skulle kunna förväntas (Killi, Rapp och Schmid, 2011). Clark (2010) hävdar vidare att många studier - likt några av de ovan nämnda angående kapitalstruktur - misslyckas med att förklara finansieringsbeslut i praktiken eftersom de inte tar hänsyn till att företagsledningar värdesätter finansiell flexibilitet. Clark (2010) finner att när marginalvärdet av finansiell flexibilitet är högt har företagen en kapitalstruktur som möjliggör ytterligare lånefinansiering, men att det kan skilja sig beroende på företagets situation.

Figuren på nästa sida visar faktorer som använts i tidigare studier (för att förklara bland annat kapitalstruktur, såsom storlek, avskrivningar, amorteringar etc.), och hur mycket dessa kan förklara kapitalstrukturen beroende på företagets marginalnytta av likviditet. Marginalvärdet ökar från vänster till höger, det vill säga förklaringsvärdet sjunker när marginalvärdet ökar, vilket i sin tur innebär att finansiell flexibilitet får minskad betydelse när företaget får en lägre kostnad/marginalvärde för tillgång till kapital där ”traditionella faktorer” kan förklara kapitalstrukturen.



Figur 2. Hur förklaringsvärden (R^2) för kapitalstrukturen sjunker relativt marginalvärdet av likviditet (MVOC). Hämtad från Clark (2010).

Finansiell flexibilitet som förklaringsfaktor, till exempel i form av en skuldsättning som möjliggör ytterligare belåning vid behov, framhävs som ett bidrag till tidigare teoribildning om kapitalstruktur (Mura och Marchia, 2010). Finansiell flexibilitet bidrar också till att förklara företagens agerande vad gäller förekomst av likviditetsreserver. Billett och Garfinkel (2004) finner att företag (i deras fall banker) som har finansiell flexibilitet i bemärkelsen bättre tillgång till kapitalmarknaden, uppvisar ett högre marknadsvärde allt annat lika. Detta förklarar de med att de som har bättre tillgång till kapitalmarknaden inte har samma behov av restriktivitet och ”*financial slack*”. Definitionen av finansiell flexibilitet (tillgång till kapitalmarknaden) i Billett och Garfinkel (2004) är bara delvis densamma som i övriga här nämnda studier, men logiken är densamma. Sämre tillgång till kapitalmarknaden innebär att företagen behöver skapa finansiell flexibilitet (inte Billett och Garfinkels definition) genom att skapa en likviditetsbuffert.

Resursbaserad teori är ett annat sätt att närma sig finansiell flexibilitet. Givet en resursbaserad syn på företagen skulle finansiell flexibilitet

ses som en resurs, även om den sannolikt inte kan betraktas som unik då andra företag kan uppnå samma finansiella flexibilitet (Vithessonhi, 2010). Icke desto mindre framhåller Vithessonhi (2010) betydelsen av finansiell flexibilitet som värdefull och kritisk för företagets prestationer. Vithessonhi (2010) undersöker institutionella faktorer som kapitalmarknadens utveckling och finansiella system och vilken påverkan de har på behovet av finansiell flexibilitet, och finner att företagens finansieringsmöjligheter ser olika ut på en marknad som präglas av bankfinansiering jämfört med en marknad som präglas av marknadsfinansiering som till exempel obligationer eller aktiekapital.

Finansiell flexibilitet kan också studeras utifrån ett agent-principalperspektiv. Childs, Mauer och Ott (2005) undersöker vilken effekt strävan efter finansiell flexibilitet har på agentkostnader och företagets marknadsvärde. De finner att strävan efter finansiell flexibilitet kan ta sig olika uttryck i dåliga respektive goda tider, då företaget har möjlighet att ändra skuldsättningsnivån och laborera med kortfristiga skulder. Deras resonemang leder till slutsatsen att finansiell flexibilitet överlag på ett signifikant sätt ökar företagets marknadsvärde (Childs, Mauer och Ott, 2005).

Ett annat fokus för en studie av finansiell flexibilitet har Singh och Hodder (2000) som använder en något annorlunda definition där de betraktar finansiell flexibilitet som möjligheten att inom en global koncernstruktur ”flytta” intäkter mellan dotterbolag för att uppnå skattemässiga fördelar. De konstaterar att denna variant av finansiell flexibilitet har betydelse för kapitalstrukturen, och att kapitalstrukturen kommer att vara olika för dotterbolag i olika länder beroende på skattelagstiftning. På samma sätt undersöker både Subramaniam, Tang, Yue och Zhou (2011) och Tong (2011) hur graden av diversifiering och förekomsten av dotterbolag i en koncern påverkar behovet av finansiell flexibilitet. De finner i det förra fallet att diversifierade företag håller betydligt mindre likviditet, bland annat på grund av den interna kapitalmarknad som finns inom en koncern. Tong (2011) finner också att diversifierade företag har lägre likviditetsnivåer och framhåller att den agent-problematik som kan uppstå i diversifierade företag med flera dotterbolag gör att aktieägarna av rädsla för missbruk inte låter likviditeten stanna i bolaget. Detta är aspekter och varianter av finansiell flexibilitet som inte kommer att beaktas i den fortsatta framställningen.

En annan aspekt som har samband med finansiell flexibilitet är utdelningspolicy (Bonaime, Hankins och Harford, 2011). Olika typer av bolag kan beroende på till exempel ägarförhållanden ha olika mönster för utdelning till sina ägare vilket påverkas av hur likviditet värdesätts i bolaget (jämför till exempel Mikkelson och Partch (2003) som diskuterats ovan i samband med likviditet). Ägarförhållanden och utdelningspolicy kopplat till finansiell flexibilitet är dock inget som studeras närmare här.

Sammantaget möjliggör kombinationen av flera faktorer såsom kapitalstruktur och likviditet inom ramen för finansiell flexibilitet en förklaring till olika nivåer av skuldsättning och storlek på likviditetsreserver, där finansiell flexibilitet i termer av handlingsutrymme och uthållighet är det övergripande syftet. Den finansiella flexibiliteten i sin tur påverkar företagets lönsamhet genom att möjliggöra investeringar och skapa uthållighet i situationer av försämrade ekonomiska förutsättningar.

2.3 Tidigare studier av kapitalstruktur

Med kapitalstruktur i ett företag avses i sin enklaste form blandningen av eget och lånat kapital på balansräkningens passivsida. Vad som avgör hur denna blandning ser ut har studerats extensivt i litteraturen sedan Modigliani och Miller (1958). Harris och Raviv (1991) ger en översikt över de teorier och förklaringsvariabler som prövats empiriskt sedan Modigliani och Miller. Kapitalstrukturen är inte irrelevant, utan förekomsten av till exempel agentkostnader och informationsasymmetri brukar användas som förklaringar till varför kapitalstrukturen har betydelse. Skatter och kontroll över företaget är andra teoretiska förklaringar till varför kapitalstrukturen har betydelse.

Harris och Raviv (1991) undersöker förutom generella förklaringar till kapitalstruktur också företags- och branschunika förklaringar i sin kartläggning av tidigare forskning. De finner – vilket är av intresse för denna studie – stöd för att skuldsättningen ökar med ökad andel anläggningstillgångar, tillväxtpotentialer och storlek. Skuldsättningen å andra sidan minskar med faktorer som konkursrisk och lönsamhet. Sammantaget är detta studier som har stor bäring på den här undersökningen. Sjöfartsnäringen har en stor andel anläggningstillgångar och faktorer som tillväxt, storlek och framförallt

lönsamhet kommer att undersökas i denna studie, för utförligare diskussion om själva undersökningsmodellen se kapitel 3 nedan.

I en senare översikt av forskning om kapitalstruktur gjord av Fama och French (2002) fokuseras på vad de uppfattar som de två konkurrerande teorierna inom den finansorienterade litteraturen. Den ena är *trade-off*-teorin, vilken förutsäger att företagets kapitalstruktur avgörs av en avvägning mellan kostnaden och nyttan för ytterligare en enhet i skulder. Exempel på kostnader är konkurskostnader (ytterligare skuldsättning ökar risken för konkurs och de kostnader som en konkurs medför) och agentkostnader (övervakningskostnader) i relationen mellan aktieägare och långgivare. Den andra modellen är *pecking order* (Myers, 1984), vilken förutsäger att företagets kapitalanvändning (och därmed indirekt kapitalstrukturen) – i en situation där utgivande av nya värdepapper är förknippat med transaktionskostnader – i första hand utgörs av internt genererat kapital, i andra hand av lån och i sista hand av nytt eget kapital.

Fama och French (2002) går igenom ett stort antal empiriska studier som har undersökt de två alternativa förklaringsmodellerna ovan. De drar slutsatsen att det finns stöd för båda. Till exempel bekräftas *pecking order* i det att mer lönsamma företag är mindre skuldsatta, där *trade-off*-modellen förutsäger det motsatta. Å andra sidan bekräftas *trade-off*-modellen i andra avseenden. Sammanfattningsvis konstaterar de att de båda modellerna delar många av de förutsägelser om kapitalstruktur som kan göras baserat därpå, och att det inte går att avgöra vad som är orsaken till eventuella skillnader.

I de ovan nämnda översikterna (Harris och Raviv, 1991, respektive Fama och French, 2002) presenteras en rad olika förklarande faktorer som påverkar företagets kapitalstruktur. Därutöver finns en mängd litteratur på området som också berör kapitalstruktur på ett eller annat sätt. I detta sammanhang är det lämpligt att diskutera en del av dessa styrande faktorer och argumenten för att de påverkar kapitalstrukturen. Vissa områden har valts bort eftersom de inte har någon direkt bäring på det som undersöks eller kanske inte heller är möjligt att undersöka med hänsyn till tillgänglig data, till exempel förekomst och utformning av skattesystem, incitament för befattningshavare i relation till agentkostnader och liknande. Framförallt har genomgången renodlats till att omfatta faktorer som är

direkt relaterade till den här avhandlingen. Faulkender och Petersen (2006) menar att tidigare studier av faktorer som påverkar kapitalstrukturen haft som utgångspunkt att denna styrs av faktorer i företaget. De menar bland annat att allt annat lika så kommer företag med bättre tillgång till kapitalmarknaden att ha en högre skuldsättning.

Av vad som framgått så finns det flera studier som har undersökt olika förklaringsvariabler för företags kapitalstruktur och dessa faktorer har i varierande grad också i empiriska undersökningar visats ha samband med kapitalstrukturen. I ett försök att komplettera denna typ av studier med enkätstudier fann Graham och Harvey (2001) i en enkät med 392 amerikanska CFOs att dessa uppger att dylika faktorer som agentkostnader och transaktionskostnader inte – åtminstone explicit - tillmäts stor betydelse i beslutssituationer i företagen. Istället är strävan efter finansiell flexibilitet det som främst styr kapitalstrukturen.

Bancel och Mittoo (2004) genomförde en liknande studie i 16 länder i Europa med 87 CFOs som bekräftade Graham och Harvey (2001). De fann att européerna tar liknande hänsyn som de amerikanska. De fann emellertid vissa skillnader inom Europa, framförallt mellan de skandinaviska länderna och övriga. Skillnaderna fanns bland annat i synen på eget kapital, konvertibler och utländskt kapital. Bortsett från institutionella faktorer som rättssystem och -tradition och kapitalmarknad fann de svårt att förklara orsakerna till dessa skillnader även om de lyfte fram eventuellt metodologiska brister. I en studie av svenska företag framhåller Lindblom, Sandahl och Sjögren (2010) strävan efter finansiell flexibilitet som en faktor som påverkar kapitalstrukturen. De fann också stöd för pecking-order-teorins giltighet också i Sverige när svenska företagsledare undersökts i en enkätstudie.

Man kan diskutera relevansen av denna forskning och hävda att merparten av den forskning som diskuterats ovan handlar om förklaringsfaktorer för kapitalstrukturen och inte så mycket om betydelsen av kapitalstrukturen för lönsamheten vilket är det som undersöks i min studie. Det man förbiser då är det grundläggande antagandet om att kapitalstrukturen är ett verktyg för företagets övergripande mål, fortlevnad och att generera avkastning. De faktorer som har inverkan på företagets kapitalstruktur har effekt också på

företagets möjligheter att vara lönsamt. Förklaringsvariablerna är därför högst relevanta när betydelsen av kapitalstrukturen undersöks. Om inte annat, så för att undersöka relevansen av att diskutera och studera kapitalstruktur i sig, men också i relation till förmågan att skapa lönsamhet i företaget.

Hur företagen väljer att finansiera sin verksamhet, och vad som påverkar skuldsättningen kan också diskuteras utifrån Donaldsons (1961) resonemang om begreppet *corporate debt capacity*, det vill säga möjligheten till ytterligare skuldsättning för att finansiera investeringar.⁴ Detta begrepp kan sägas ligga relativt nära betydelsen hos finansiell flexibilitet, då det också syftar till företagets handlingsförmåga skapad av kapitalstrukturen.

Byoun (2008) kopplar samman kapitalstruktur med finansiell flexibilitet och framhåller att det finns få studier som diskuterar finansiell flexibilitet inom forskningen om kapitalstruktur. Däremot hanteras finansiell flexibilitet i viss mån inom ramen för forskning om reala optioner, men då med utgångspunkt i vad de kallar för "*investment flexibility*" se till exempel Gamba och Triantis (2008). I en studie av svenska företag framhåller Lindblom, Sandahl och Sjögren (2010) strävan efter finansiell flexibilitet som en faktor som påverkar kapitalstrukturen. De fann också att pecking-order-teorin generellt är giltig även i Sverige när svenska företagsledare undersökts i en enkätstudie. Lie (2005) diskuterar också värdet av finansiell flexibilitet men utöver kapitalstruktur ingår också likviditet i dennes definition av begreppet. På samma sätt i denna undersökning behandlas kapitalstruktur som en komponent som används för att skapa finansiell flexibilitet tillsammans med likviditet.

Sammanfattningsvis kan man anta att det finns anledning att förvänta sig ett negativt samband mellan skuldsättning och finansiell prestation. Enligt idén om pecking-order så väljer företagen i sista hand ytterligare skuldsättning, se till exempel Titman och Wessels (1988) och Harris och Raviv (1991). Vidare konstaterar Simerly och Li (2000) att skuldsättning påverkar lönsamheten negativt i en

⁴ Donaldson (1961) konstaterade i nämnda studie för övrigt att företagen är omotiverat försiktiga vad gäller sin skuldsättning. Huruvida detta gäller i den svenska sjöfartsnäringen är inte självklart, och inte heller något som undersökts.

dynamisk omgivning där finansiell flexibilitet är eftersträvansvärt. Detta är den ena utgångspunkten för de hypoteser som ställs upp nedan, se avsnitt 2.7. Den andra utgångspunkten är likviditet vilken behandlas i följande avsnitt.

2.4 Tidigare studier av likviditet

Kim, Mauer och Sherman (1998) inleder med att konstatera att frågan om betydelsen av likviditet tillhör en av de obesvarade frågorna i finansiell litteratur. Varför är det så? Om marknaden fungerade perfekt skulle företagen optimalt inte ha överskottslikviditet (Kim, Mauer och Sherman, 1998). Kapital skulle i så fall alltid finnas tillgängligt till rimlig kostnad för investeringar i produktionskapacitet eller andra tillfälliga behovssituationer. På grund av att marknadsimperfectioner faktiskt existerar finns det således anledning för företag att ha likviditetsbuffertar.

Nedan följer en genomgång av studier som har bäring på den aktuella studien i och med att de berör vikten av likviditet och vad som kan förklara likviditetsnivåer. Viss litteratur som tar sikte på andra fenomen relaterade till likviditet i företag, såsom till exempel signalvärde och utdelningspolicy har valts bort eftersom det är faktorer som inte undersöks i denna avhandling. Det kan konstateras att även om frågan om värdet av likviditet ansågs obesvarad för ett antal år sedan (se ovan), så har den efterlysningen inte givit så stort gensvar vid en jämförelse med den mängd litteratur som behandlar kapitalstruktur.

Kim, Mauer och Shermans undersökning (1998) uppvisar ett negativt samband mellan storlek och likviditetsbuffert, vilket de tolkade som att storlek var en rimlig proxy för externa finansieringsmöjligheter och kostnaden för extern finansiering. Samma antagande lyfts fram av Ferreira och Vilela (2004), och motiveras med att det skulle finnas storleksfördelar i cash management. Begränsad tillgång till kapitalmarknaden är ett liknande argument som framhålls för att företag behöver likviditetsreserver (Faulkender och Wang, 2006), något som kan antas gälla även för delar av den svenska rederinäringen. Dessutom antas större företag löpa en mindre risk att gå i konkurs bland annat på grund av diversifiering, vilket i sin tur sänker kostnaderna för extern finansiering. Ett ytterligare argument i

detta sammanhang kan hämtas från Fama och French (1995) som också ser storlek som en indikation (proxy) för risk. Detta skulle i så fall sammantaget innebära ett mindre behov för större företag att ha en större likviditetsbuffert, och möjligen också att dessa har en högre grad av skuldsättning.

Andra anledningar till att företag har en likviditetsreserv som diskuteras i Faulkender och Wang (2006) är att detta kapital är billigare jämfört med både lånefinansiering och nytt eget kapital, då detta inte innebär några transaktionskostnader som upptagande av lån eller nyemission medför. Inte heller är internt upparbetade likviditetsreserver förenade med kostnader för informationsasymmetri på samma sätt som aktiekapital kan vara i relation till ägare i publika noterade bolag.

En annan utgångspunkt är att företag inte ”borde” ha stora likviditetsreserver då detta ur ett ägarperspektiv kan betraktas som att företagsledningen förbrukar likviditetsöverskotten även om det saknas lönsamma investeringsmöjligheter. Ur ett agentperspektiv kunde det förväntas att företagsledningar samlar likviditet i bolaget utan att dela ut det till ägarna (Jensen, 1986 och Bates, Kahle och Stulz, 2009). Det ligger alltså inte i aktieägarnas intresse att företaget har överskottslikviditet utan detta skulle i så fall allokeras mer effektivt av aktieägarna själva. Mikkelson och Partch (2003) har detta som en sina utgångspunkter, men finner att företag med högre likviditetsnivåer har goda möjligheter att investera och uppvisar högre tillväxt, investerar mer och har högre *market-to-book*-förhållanden. En förklaring som framhålls är att intern finansiering genom upparbetad likviditet har en lägre kostnad än extern finansiering.

Pinkowitz, Stulz och Williamson (2006) anlägger också ett ägarperspektiv utifrån agentteori som förklaring till värdet av likviditet. Resonemanget utgår från att de ägare som kontrollerar företaget har lättare att omvandla likviditet till privata fördelar. För att förhindra att majoritetsägare gynnar sig själva på bekostnad av minoritetsägare finns lagstiftning och annan reglering som syftar till att skydda minoritetsägarna. Deras hypotes är följaktligen att i länder med starkare skydd för ägare så värdesätts likviditet i bolagen högre. I undersökningen omfattas 35 länder inklusive Sverige. Sverige klassificeras i undersökningen som ett land med starkare skydd för

investerarare. Bates, Kahle och Stulz (2009) undersöker varför amerikanska företag har mer än fördubblat sin likviditetsbuffert sedan 1980, och finner emellertid inte att ökningen kan förklaras utifrån agentteori. De finner istället bland annat en förklaring i att volatiliteten i företagets kassaflöde har ökat varför företagen sett ett behov av att öka sin likviditet. En förklaring till likviditetsreserver som ligger nära den ökade risken är att företag som är under ekonomisk press ackumulerar likviditet för att kunna genomföra värdeskapande investeringar (Denis och Sibilikov, 2010). Alternativen för dessa företag är att antingen inte genomföra investeringarna eller att använda sig av dyrare extern finansiering. Det finns anledning att återkomma till denna typ av resonemang i kapitel 5 nedan i samband att resultaten diskuteras.

För att summera vad ovanstående innebär för denna studie har det konstaterats att på en perfekt marknad borde företag inte ha överskottslikviditet i form av en likviditetsbuffert (till exempel Kim, Mauer och Sherman, 1998). I praktiken finns det emellertid argument för företag att hålla en likviditetsbuffert, bland annat att detta trots allt är en billig form av finansiering (Faulkender och Wang, 2006) som möjliggör investeringar (Denis och Sibilikov, 2010). Detta ligger i också i linje med ett resonemang om en pecking-order för olika typer av kapital. Utgångspunkten här blir således att förekomsten av likviditetsbuffert påverkar lönsamheten positivt. Se vidare avsnitt 2.7 nedan om de hypoteser som ställs upp.

2.5 Svensk tradition

Man kan ifrågasätta huruvida det är motiverat att särskilt lyfta fram studier gjorda i Sverige. Det finns emellertid anledning att sätta in den aktuella studien i ett sammanhang av tidigare svenska studier. I Åkesson (2008) finns en redogörelse för den svenska forskningen om finansiering och styrning med finansiella mått. Åkesson (2008) beskriver hur olika studier och traditioner vuxit fram och fått spridning sedan 1960-talet. Några studier med särskild koppling till den aktuella kommer här att lyftas fram, men i övrigt hänvisas till nämnda Åkesson (2008).

Asztély (1964) beskriver bland annat hävstångsresonemanget där en lägre soliditet kan åsidosättas förutsatt en mycket god lönsamhet.

Enligt hävstångsresonemanget kan en högre räntabilitet på eget kapital uppnås genom utnyttjande av ökad skuldsättning. Bertmar och Molin (1977) undersökte och fann ett antal samband mellan kapitaltillväxt, soliditetsförändringar och lönsamhet i 461 svenska företag under perioden 1966-1972. De studerade inte särskilt hur företagens lönsamhet påverkas av kapitalstrukturen, utan bland annat samband mellan tillväxt i omsättning och tillväxt i totala tillgångar och mellan ROE och tillväxt i totala tillgångar. De kommenterar emellertid att de inte fann några klara mönster mellan ROA och skuldsättningsgrad. Vad gäller valet av kapitalstruktur uppger Bertmar och Molin (1977) att de får intryck av att denna är vad de kallar tillfällighetsstyrd. De finner inget entydigt mönster utan framhåller faktorer som kostnadsstruktur, ökningstakt i tillgångar men också möjligheterna att erhålla kredit. Johansson och Runsten (2005) utkom i första upplaga 1983 och är en lärobok baserad på ett flertal studier liknande Bertmar och Molin (1977). Johansson och Runsten (2005) beskriver samband mellan lönsamhet, finansiering och tillväxt (till exempel hävstångssambandet) och hur dessa kan användas för finansiell styrning av företag. Polesie (1995) beskriver hur drift och finans avser olika aspekter av verksamheten i ett företag, och hur företag strävar efter ett fungerande samspel mellan drift och finans.

Gemensamt för ovanstående studier kan sägas vara att de betraktar företags finansiering som nära sammanflätat med lönsamhet och den övriga verksamheten och något som i praktiken inte helt kan isoleras.⁵

2.6 Teoretiska utgångspunkter

Mot bakgrund av den empiriskt grundade forskning som presenterats ovan, och som ligger nära denna studie innehåller detta avsnitt reflektioner över vad denna typ av forskning har för teoretiska utgångspunkter. Denna studie använder företagets redovisning i syfte att säga något om deras finansiering och hur prestationen påverkas. Forskning om redovisning och finansiell ekonomi har inte nödvändigtvis gemensamma utgångspunkter. Redovisningsforskning kan och har delats in på olika sätt, till exempel utifrån vilka teoretiska

⁵ Se vidare avsnitt 6.4 nedan.

utgångspunkter som används eller vilken typ av metod eller ansats som forskning har.

Vad gäller den förra indelningen kan redovisning betraktas mot bakgrund av nationalekonomisk/neo-klassisk teori, eller utifrån sociologiska eller social-konstruktivistiska utgångspunkter. Inom redovisning återfinns forskning med tydliga rötter i nationalekonomisk teori formulerat i till exempel *positive accounting theory* så som den beskrivits av Watts och Zimmermann (1986). Ett annat och tydligt exempel är Beaver (1998) som redogör för kapitalmarknadsbaserad redovisningsforskning utifrån ekonomisk teori, och vilken roll som redovisning spelar på en effektiv marknad. I Beaver (1998) är marknadseffektivitet centralt och den underliggande ekonomiska teorins återverkningar på redovisning och redovisningsforskning diskuteras. Utifrån social-konstruktivistiska utgångspunkter är redovisning mer att betrakta som ett socialt eller politiskt fenomen. Ett exempel på denna teoribildning återfinns i Berger och Luckmann (1966/1979) där verkligheten består av sociala konstruktioner som byggts upp genom vanor och rutiner.

Den forskning med anknytning till denna studie som presenterats ovan om kapitalstruktur och likviditet delar de teoretiska utgångspunkter som Beaver (1998) lyfter fram. Likaså är denna studie inspirerad av de teoretiska utgångspunkterna för den typen av forskning.

Tidigare nämndes att redovisningsforskning också kan delas in utifrån vilken typ av metod eller ansats som forskningen har. Chua (1986) delar in redovisningsforskningen i tre olika ansatser; mainstream, tolkande och kritisk. Mainstream karakteriseras av en mer naturvetenskapligt inspirerad ansats med objektiv utgångspunkt. Denna typ av forskning använder ofta samma teoretiska utgångspunkter som återfinns i till exempel Watts och Zimmermann (1986) och Beaver (1998) som diskuterades ovan. Merparten av den amerikanska forskningen utgörs av denna typ, och oftast används kvantitativa statistiska metoder för att göra påståenden om observerade företeelser. Den tolkande ansatsen knyter an till de teoretiska utgångspunkter som ovan benämnts sociologiska eller social-konstruktivistiska (Chua 1986) med mer subjektiva utgångspunkter. Vanliga forskningsmetoder inom den tolkande ansatsen är av mer kvalitativ art, såsom intervjuer och deltagande observationer. Den

tredje forskningsansatsen som Chua (1986) lyfter fram är den kritiska. Utgångspunkterna i den kritiska ansatsen är inte sällan av politisk karaktär med maktperspektiv, såsom marxistiska utgångspunkter.

I detta kapitel har hittills presenterats tidigare studier som har relevans för den nu aktuella. Därefter diskuterades de bakomliggande teoretiska utgångspunkterna inom olika fält av redovisningsforskning. Denna studie är således inspirerad av utgångspunkterna i ekonomisk teori, med användning av metoder som huvudsakligen används inom det fält som Chua (1986) klassificerar som mainstream. För läsaren torde detta också vara förhållandevis klart och tydligt. Men vad innebär då dessa utgångspunkter för studien? Inspirerad av de bakomliggande teoretiska resonemangen såsom de lyfts fram i till exempel Watts och Zimmermann (1986) och Beaver (1998), får resonemanget om företagets finansiering och finansieringens betydelse för lönsamheten en grund att stå på.

Det konstaterades ovan att mycket forskning bedrivits sedan Modigliani och Miller (1958) som visar att det inte är irrelevant hur tillgångar och investeringar har finansierats. De teoretiska antaganden som kan återfinnas i ekonomisk teori om en perfekt kapitalmarknad och avsaknad av transaktionskostnader, har genom empiriska studier visats vara inte helt utan invändningar. Eftersom marknadsimperfectioner existerar (se ovan) får kapitalstruktur och tillgång till likviditet betydelse. Ett exempel på detta är den risk som långgivaren tar i samband med en hög skuldsättning och den därpå följande risken för kostnader i samband med en eventuell konkurs. Denna risk innebär att det låntagande företaget får högre kapitalkostnad för det lånade kapitalet. Denna undersökning har följaktligen som utgångspunkt att företagets kapitalstruktur mätt som skuldsättning kan ha betydelse för företagets lönsamhet. Att tillgång till likviditet också kan ha betydelse för lönsamheten följer av att företagen som en konsekvens av begränsad tillgång till kapitalmarknaden eller höga kapitalkostnader väljer att ha egen likviditet.

2.7 Vad kan förväntas av undersökningen?

Mot bakgrund av den tidigare forskning som presenterats ovan kan antaganden göras om de förväntade resultaten. Om företagets kapitalstruktur och likviditet bidrar till den finansiella flexibiliteten, och denna således värdesätts av företagen, bidrar den finansiella flexibiliteten till företagets värdeskapande. Således bör den finansiella flexibiliteten i form av kapitalstruktur och likviditet påverka företagets finansiella prestationer.

I avsnitt 2.3 ovan presenterades tidigare studier av kapitalstruktur. Enligt idén om en *pecking-order* finns det skäl att förvänta sig ett negativt samband mellan skuldsättning och finansiell prestation. Det finns också empiriska belägg för detta se till exempel Titman och Wessels (1988) eller översikten av Harris och Raviv (1991). I en dynamisk omgivning som ställer större krav på finansiell flexibilitet finns belägg för att skuldsättning påverkar lönsamheten negativt (Simerly och Li, 2000). Det kan därför antas att i en bransch såsom sjöfarten påverkar ökad skuldsättning lönsamheten negativt. Den första uppställda hypotesen blir följaktligen att högre skuldsättning påverkar finansiell prestation negativt.

Hypotes 1: Högre skuldsättning i ett företag påverkar dess finansiella prestationer negativt.

Vad gäller betydelsen av likviditet så konstaterades ovan, i avsnitt 2.4 om tidigare studier av likviditet, bland annat att på en perfekt marknad borde företagen inte ha någon överskottslikviditet då kapital alltid kan erhållas från marknaden (Kim, Mauer och Sherman, 1998). Eftersom företag trots det värdesätter likviditet och detta förklaras utifrån bland annat marknadsimperfectioner och en rad andra förklaringsfaktorer såsom kostnaden för finansiering och möjligheten att genomföra investeringar (se avsnitt 2.4 ovan), så finns det anledning att anta att tillgång till likviditet påverkar finansiella prestationer positivt. Den andra hypotesen som ställs upp blir således att förekomsten av likviditetsbuffert påverkar företagets finansiella prestationer positivt.

Hypotes 2: Större likviditetsbuffert i ett företag påverkar dess finansiella prestationer positivt.

Genom att pröva dessa hypoteser ges inte bara möjlighet att besvara forskningsfrågan. Resultaten bidrar till tidigare litteratur genom att undersöka hur finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och likviditet påverkar lönsamheten. Ett bidrag i sig ligger i kombinationen av kapitalstruktur och likviditet när finansiell flexibilitet undersöks, vilket påtalats ovan. Genom att undersöka hur resultat från tidigare forskning står sig under svenska förhållanden med i huvudsak mindre, onoterade företag kan man också säga något om kapitalmarknaden och dess funktion. Ekonomisk teori såsom den diskuteras med utgångspunkt i till exempel Miller och Modigliani (1958), Beaver (1998) eller Fama och French (2002) – gäller den också för de ekonomiska strukturer i vilka de svenska rederierna verkar? För ytterligare diskussion om studiens bidrag och relevans se avsnitt 1.4 ovan.

Det följande kapitlet innehåller en redogörelse för hur studien är genomförd och en beskrivning av undersökningsmodellen som prövar betydelsen av finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och likviditet för företagens finansiella prestationer.

KAPITEL 3

Val av metod

I detta kapitel beskrivs hur studien har genomförts, vilka val som har gjorts och hur dessa påverkat studien och dess resultat. I ett inledande avsnitt beskrivs vad som undersöks och vilka mått som används för att fånga detta och varför. Därefter beskrivs själva modellen som ligger till grund för undersökningen och de ingående variablerna. Den population som används avgränsas och beskrivs tillsammans med datainsamlingen. Slutligen diskuteras vilka slutsatser som kan dras och faktorer som kan påverka resultatet.

3.1 Vad undersöks?

Studien undersöker hur företagens lönsamhet påverkas av finansiell flexibilitet. Finansiell flexibilitet utgörs här av företagets skuldsättning och likviditet. Till grund för undersökningen ligger en modell där företagens lönsamhet (mätt på flera sätt, se nedan) utgör den beroende variabeln, det vill säga den faktor som antas påverkas av finansiell flexibilitet som här utgörs av kapitalstrukturen (mätt som skuldsättning) och likviditet. Genom att använda denna modell ges möjlighet att undersöka hur stor inverkan dessa faktorer har på företagens lönsamhet.

Många studier av finansiell flexibilitet, kapitalstruktur eller likviditet (likt de ovan nämnda), men också studier av sjöfartsnäringen som till exempel Mossin (1968), Dreijer (1998), Gjesdal (2001, 2003) och Dreijer och Grønhaug (2004) har använt en huvudsakligen kvantitativ

ansats, möjligen kompletterade med enkäter. Forskningsfrågan skulle kunna ha besvarats genom intervjustudier med till exempel redare och långivare. Men det skulle inte ge en bild av branschen som helhet på samma sätt, och ger inte heller möjlighet att göra tydliga observationer och se mönster för hela branschen eller enskilda segment. Vissa fördjupningar genom intervjuer kan ge större förståelse för hur man praktiskt resonerat i enskilda fall. Fördjupningar av detta slag är emellertid något som diskuteras inom ramen för förslag till fortsatt forskning i slutet av denna avhandling.

I följande avsnitt presenteras undersökningsmodellen och de ingående variablerna; den beroende variabeln lönsamhet och de två huvudsakliga oberoende förklaringsvariablerna kapitalstruktur och likviditetsbuffert.

3.2 Undersökningsmodell

Den modell som används för undersökningen bygger på antagandet att företagets prestationer i form av lönsamhet (här mätt som räntabilitet på eget och totalt kapital) påverkas av finansiell flexibilitet. Finansiell flexibilitet definieras här som skuldsättning (kapitalstruktur) och storleken på företagets likviditetsbuffert. För att undersöka i vilken utsträckning som finansiell flexibilitet kan förklara företagets lönsamhet, görs lönsamhet till en variabel som är beroende av skuldsättning och likviditetsbuffert enligt nedan:

$$\text{Lönsamhet} = \text{skuldsättning} + \text{likviditetsbuffert} \quad (1)$$

Det bör förtydligas att det är de förutsättningar och möjligheter som skuldsättningsnivån och storleken på likviditetsbuffert skapar som bidrar till företagets lönsamhet. Det är alltså inte till exempel likviditetsbufferten i sig som skapar lönsamhet. Modellens konstruktion förutsätter emellertid ett antagande om ett linjärt samband mellan lönsamhet och finansiell flexibilitet. I praktiken är förhållandet sannolikt avsevärt mer komplext.⁶

⁶ Jämför till exempel med de tidigare svenska studier som diskuterades ovan i avsnitt 2.5 som undersökt olika typer av samband mellan finansiering, lönsamhet, drift och finans etc. För ytterligare diskussion se avsnitt 6.4 nedan.

Undersökningsmodellen utvecklas och specificeras i avsnitt 3.2.5 nedan. I det följande diskuteras de ingående variablerna.

3.2.1 Lönsamhet

Ett företags prestationer kan mätas på flera sätt, exempelvis överlevnadsmått, intressentmått och enkla eller justerade redovisningsmått (Barney, 2001). I denna studie är det företagets finansiella prestationer i form av lönsamhet som är intressant. När fokus för lönsamhetsundersökningar är på företagsnivån används ofta olika typer av räntabilitetsmått baserade på eget, totalt eller sysselsatt kapital (Li och Simerly, 1998, Gjesdal, 2001). I denna studie skulle således redovisningsmått som räntabilitet på totalt kapital, *return on assets* (ROA), räntabilitet på eget kapital, *return on equity* (ROE), räntabilitet på sysselsatt kapital, *return on capital employed* (ROCE) vara av intresse. Ett annat sätt att mäta lönsamhet är att använda olika typer av vinstmarginalmått som rörelseresultat i relation till omsättning. Rörelsemarginal används som ett mått på lönsamhet i till exempel Titman och Wessels (1988) som bland annat undersöker kopplingen mellan lönsamhet och kapitalstruktur. I en undersökning av betydelsen av likviditetsreserver på finansiell prestation (Mikkelsen och Partch, 2003) användes som mått på prestation ett avkastningsmått liknande de nämnda ovan; *operating income* i relation till *operating assets*.

Eftersom många av de svenska rederierna är onoterade kan börskurs inte användas som ett prestationsmått. Vidare är betydelsen av finansiering eller skuldsättning en av de saker som undersöks, varför ett mått som tar hänsyn till detta är önskvärt. Räntabilitet på eget kapital (ROE) tar hänsyn till finansiella kostnader, vilket innebär hänsyn tas till hur företaget valt att finansiera verksamheten. ROE är därför ett mått som används här för att mäta företagets lönsamhet. För jämförelsens skull är det också av intresse att mäta hur företagen presterar totalt sett utan hänsyn tagen till finansiella kostnader, genom att också använda räntabilitet på totalt kapital (ROA). Fortsättningsvis kommer både ROE och ROA att användas som mått på lönsamhet. En svaghet med denna typ av mått kan emellertid vara att variationer i dessa avkastningsmått över tid delvis kan bero på förändringar i skattelagstiftning och/eller inflationsnivå (Gjesdal, 2001). Å andra

sidan har inga dylika förändringar skett under perioden som skulle kunna påverka resultaten här.

Räntabilitet på sysselsatt kapital (ROCE) är ett mått som framhålls som ett alternativ till räntabilitet på totalt kapital (ROA) med vissa fördelar som till exempel att hänsyn kan tas till skillnaden mellan rörelsekostnader och finansiella kostnader (Johansson och Runsten, 2005). Räntabilitet på sysselsatt kapital har inte använts i denna undersökning på grund av mätproblem vid en extern analys av företagens årsredovisningar såsom svårigheter att särskilja räntebärande och icke-räntebärande skulder respektive rörelseskulder och finansiella skulder.

Man bör vidare uppmärksamma att i praktiken hade kanske ett avkastningsmåttbaserat på till exempel EBITDA varit mer ändamålsenligt eftersom det ligger närmare kassaflödet och visar hur mycket avkastning som genereras av en investering och som kan användas för att täcka kostnader för bland annat finansieringen. Å andra sidan är EBITDA-mått svårare att beräkna utifrån tillgängliga finansiella data. Inte heller finns en koppling till hur avkastningen påverkas av hur den är finansierad om man jämför med hur ROE och ROA skiljer sig åt.

För att komplettera undersökningen avseende företagens lönsamhet undersöks också inverkan av kapitalstruktur och likviditetsbuffert på två marginalmått; rörelsemarginal och nettomarginal. Titman och Wessels (1988) använde rörelsemarginal som mått på prestation när de undersökte bland annat kopplingen mellan lönsamhet och kapitalstruktur. Rörelsemarginal är ett mått som inte tar hänsyn till finansiella kostnader, så därför används också nettomarginal som beroende variabel.

3.2.2 Kapitalstruktur

Eftersom avsikten är att undersöka hur lönsamhet påverkas av hur företagen finansierar sin verksamhet, så mäts också förhållandet mellan skulder och eget kapital. Det finns flera mått som avser att mäta detta, såsom skuldsättningsgrad och soliditet, men även andra såsom skulder i relation till totala tillgångar, med flera. Denna typ av

enkla kvotmått är dock egentligen variationer på samma tema, och fångar i huvudsak samma sak.

Ibland diskuteras huruvida marknadsvärde eller bokfört värde ska användas för att mäta kapitalstrukturen i ett bolag, se till exempel Titman och Wessels (1988) och Heshmati (2001). Marknadsvärden framhålls som ligga närmare det verkliga värdet på företagets egna kapital och skulder än bokförda värden. Bokfört värde å andra sidan framhålls på grund av risken för konkurs, och medförande konkurskostnader. I ett sådant läge bestäms skuldernas storlek utifrån det bokförda värdet, även om marknadsvärdet kan vara lägre. Det är också risken för konkurs som avgör kostnaden för företagets finansiering. Bokförda värden är också lättare tillgängliga och inte volatila på samma sätt som marknadsvärden. I denna undersökning används det bokförda värdet på skulder och eget kapital eftersom marknadsvärden inte finns tillgängliga.

Det mått på kapitalstruktur som används här är skuldsättningsgrad, där det lånade kapitalet sätts i relation till eget kapital. Detta är ett vanligt mått i tidigare studier för att fånga skuldsättning (Bates, Kahle och Stulz, 2009). I praktiken visar det hur mycket mer skulder än eget kapital företaget har i balansräkningen. Skuldsättning och soliditet har ett direkt samband och omräknas enligt nedanstående:

$$\text{Soliditet} = 1/(1 + \text{Skuldsättningsgrad})$$

eller omvänt

$$\text{Skuldsättningsgrad} = (1/\text{Soliditet}) - 1$$

En hög skuldsättningsgrad innebär följaktligen en låg soliditet, och omvänt (Bertmar, 1979).

En ytterligare aspekt som berör skuldsättningen är förhållandet mellan långfristiga och kortfristiga skulder, och mellan räntebärande och icke-räntebärande, vilket kan ha betydelse för den finansiella flexibiliteten (Childs, Mauer och Ott, 2005, Vithessonthi, 2010, men indirekt också Aivazian och Berkowitz, 1998, som undersökt sambandet mellan kapacitet och produktionsflexibilitet, specialiserade tillgångar och finansiering). Här är emellertid den mer övergripande

effekten av skuldsättning på lönsamheten som är i fokus, varför ingen hänsyn tas till skulder med olika löptider, kortfristiga eller långfristiga eller räntebärande och icke-räntebärande (jämför ovan om mätproblematik angående räntabilitet på sysselsatt kapital).

3.2.3 Likviditet

Av vad som har framgått så finns det olika sätt att mäta den likviditet som företagen har, även om den huvudsakliga innebörden är densamma. Kim, Mauer och Sherman (1998), Mikkelson och Partch (2003) Ferreira och Vilela (2004) och Bates, Kahle och Stulz (2009) använder kassa och kassaekvivalents andel av de totala tillgångarna, medan Dreyer och Grønhaug (2004) mäter andelen likvida medel av de totala tillgångarna. I denna studie används kassa och bank i relation till de totala tillgångarna som mått på företagets likviditetsbuffert, och andra former av vad som skulle kunna kallas likviditet utelämnas. Detta bland annat eftersom till exempel kassaekvivalenter i form av korta värdepappersinnehav är förhållandevis ovanligt bland de svenska rederiföretagen som till övervägande del är små. Även om det förekommer i vissa rederier, mäts likviditetsbufferten på samma sätt genom att använda detta enklare mått för jämförbarhetens skull.

Likviditeten mäts genom kassan i relation till totala tillgångar på bokslutsdagen, och att mäta på detta sätt kan förvisso kritiseras för att vara alltför statiskt eller begränsat. Kassaflödet som i en praktisk situation utgör en viktig del av företagets likviditet lämnas i avhandlingen utanför, liksom variationer under året. Inte heller har det funnits möjlighet att genom tillgänglig data ta hänsyn till tillgången till eventuella utnyttjade krediter.

3.2.4 Andra variabler

Utöver de centrala variablerna skuldsättning och likviditetsbuffert används några andra tänkbara faktorer i syfte att fånga upp andra förklaringar till företagets lönsamhet. Storlek lyfts ofta fram i tidigare studier som en sådan påverkande faktor, till exempel genom kopplingen till externa finansieringsmöjligheter (Kim, Mauer och Sherman, 1998, Faulkender och Wang, 2006). Storlek kan också ha en koppling till risk (Fama och French, 1995) och därmed indirekt

påverka företagets finansiering. Storlek kan också fånga faktorer som hur verksamheten organiseras, beslutsförmåga och i slutändan hur företaget presterar (Simerly och Li, 2000). Storlekens påverkan på kapitalstruktur och likviditetsreserver har också diskuterats i kapitel 2 ovan. Tillväxt är annan faktor som har samband företagets lönsamhet, kapitalstruktur och likviditet. Till exempel fann Mikkelson och Partch (2003) att företag med goda finansieringsmöjligheter också uppvisar högre tillväxt.

Sjöfartsnäringen är inte en homogen bransch. De olika segmenten har olika affärsmodeller, risker och villkor, varför alla i undersökningen ingående företag har klassificerats utifrån segment.⁷ Avsikten är att undersöka huruvida betydelsen av kapitalstruktur och likviditet skiljer sig åt mellan de olika segmenten. Företagen har klassificerats i de olika segmenten baserat på uppgifter i respektive företags årsredovisning som finns tillgängliga via databasen Affärsdata. Segmentstillhörigheten har använts som en så kallad dummyvariabel i undersökningen, där ett företag antingen är verksamt i ett visst segment (vilket har markerats med 1) eller inte (vilket har markerats med 0).

Man kan tänka sig att förändringar i konjunkturen under den undersökta perioden inneburit särskilda förhållanden och effekter som påverkat företagets lönsamhet, kapitalstruktur och likviditet och så vidare. Konjunktur som variabel är svår att fånga, men varje enskilt år (1997, 1998, 1999 etc.) i undersökningsperioden användes som kontrollvariabel för att undersöka om det fanns något år som avvek. Detta gav emellertid inget utslag, varför år som kontrollvariabel inte diskuteras vidare och inte heller redovisas i det följande. De kontrollvariabler som används är således storlek, tillväxt, och de olika segmenten inom sjöfartsnäringen.

⁷ De fyra segment som används är indelningen som används av Lloyd's Register Fairplay i deras statistik: *tanker, bulk & general cargo, container & ro-ro, och passenger*.

3.2.5 Regressionsmodeller

Enligt diskussionen ovan om ingående variabler får undersökningsmodellen följande utformning:

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 skuldsättning_{it} + \beta_2 likviditetsbuffert_{it} \\ & + \beta_3 tillväxt_{it} + \beta_4 storlek_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\ & + \beta_7 container \& ro - ro_{it} + \beta_8 passagerare_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

och

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 skuldsättning_{it} + \beta_2 likviditetsbuffert_{it} \\ & + \beta_3 tillväxt_{it} + \beta_4 storlek_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\ & + \beta_7 container \& ro - ro_{it} + \beta_8 passagerare_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

För att ytterligare undersöka kopplingen mellan finansiell prestation och finansiell flexibilitet används två andra prestationsmått som beroende variabel baserade på redovisningsmått hämtade enbart från resultaträkningen: rörelsemarginal och nettomarginal (se 3.2.1 ovan), vilket gör att undersökningsmodellen får ytterligare två varianter:

$$\begin{aligned} Rörelsemarginal_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 skuldsättning_{it} + \beta_2 likviditetsbuffert_{it} \\ & + \beta_3 tillväxt_{it} + \beta_4 storlek_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\ & + \beta_7 container \& ro - ro_{it} + \beta_8 passagerare_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

och

$$\begin{aligned} Nettomarginal_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 skuldsättning_{it} + \beta_2 likviditetsbuffert_{it} \\ & + \beta_3 tillväxt_{it} + \beta_4 storlek_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\ & + \beta_7 container \& ro - ro_{it} + \beta_8 passagerare_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

Hur de olika variablerna definieras och beräknas framgår av tabellen på följande sida.

TABELL 1. Definition av undersökta variabler.

<i>Beroende variabler</i>	<i>Definition</i>	<i>Kommentar</i>
ROE	<u>Resultat efter finansiella intäkter och kostnader</u> Eget kapital (inkl. 72 % av obeskattade reserver)	Hänsyn tas till kostnaden för företagets skulder, och mäter avkastningen som företagets aktieägare kan tillgodogöra sig.
ROA	<u>Resultat efter finansiella intäkter</u> Totalt kapital	ROA tar inte hänsyn till kostnader för företagets skulder, och måttet avser den avkastning som både aktieägare och långivare kan tillgodogöra sig.
Rörelse- marginal	<u>Rörelseresultat</u> Omsättning	Mäter rörelseresultatet som procentuellt ”överskott” i resultaträkningen.
Netto- marginal	<u>Resultat efter finansiella intäkter och kostnader</u> Omsättning	Tar till skillnad från rörelsemarginal ovan hänsyn till både finansiella intäkter och kostnader.
<i>Oberoende variabler</i>		
Skuld- sättning	<u>Skulder (inkl. 28 % av obeskattade reserver)</u> Eget kapital (inkl. 72 % av obeskattade reserver)	Kapitalstrukturen mäts som skuldsättningsgrad.
Likviditets- buffert	<u>Kassa</u> Totala tillgångar	Andelen likvida medel av de totala tillgångarna (kassa och bank).
Tillväxt	<u>Omsättning_{år t} – omsättning_{år t-1}</u> Omsättning _{t-1}	Procentuell förändring i omsättning jämfört med närmast föregående år.
Storlek	log Omsättning (tkr)	
Tanker	Dummyvariabel: 1 om tanker, 0 om inte	
Bulk	Dummyvariabel: 1 om bulk, 0 om inte	
Container & ro-ro	Dummyvariabel: 1 om container & ro-ro, 0 om inte	
Passagerare	Dummyvariabel: 1 om passagerare, 0 om inte	
År	Dummyvariabel 1 för aktuellt år; 0 för övriga	Varje enskilt år som omfattas undersöks med dummyvariabel för respektive år.

Det bör uppmärksammas att alla mått är hämtade från företagens finansiella redovisning och att det därför kan finnas en mätproblematik som stör resultaten. Det kan till exempel tänkas att olika företag hanterar avskrivningar på olika sätt, vilket får effekt på både tillgångsvärdering och resultat. Det kan emellertid konstateras att det åtminstone inte finns några uppenbara tecken på att detta skulle driva resultaten, även om det inte kan uteslutas. Intuitivt borde denna eventuella problematik bidra till att några tydliga resultat inte går att få fram, vilket inte är fallet. Tvärtom kan man argumentera för att de resultat som erhålls trots en eventuell mätproblematik i redovisningen i så fall vore ännu starkare om en sådan problematik finns och hade kunnat hanteras.

Då data som ingår i denna undersökning uppvisar vissa korrelationer mellan ingående variabler används därför en variant på vanlig linjär regression, GLS, (*generalized least squares*) som hanterar denna typ av brist i ingående data (Greene, 2008).⁸ Regressionerna visar det statistiska sambandet mellan de beroende variablerna (räntabilitet på eget respektive totalt kapital) å ena sidan och de oberoende variablerna (skuldsättning, likviditet, tillväxt, storlek, segment) å andra sidan.⁹ Resultaten som erhålls diskuteras och utvärderas utifrån den statistiska signifikans som de oberoende variablerna eventuellt har, det vill säga om det finns ett statistiskt samband mellan de beroende och oberoende variablerna. Givet att statistiskt signifikanta samband hittas kan storleken på koefficienterna för de oberoende variablerna jämföras mellan de undersökta oberoende variablerna. Därigenom är det möjligt att uttala sig om vilka oberoende variabler såsom skuldsättning och likviditet som har störst påverkan på den beroende variabeln. Därutöver diskuteras om koefficienterna – givet statistisk signifikans – har positivt eller negativt tecken och vad det i så fall går att dra för slutsatser om den oberoende variabelns påverkan på den beroende variabeln.

⁸ Test av korrelation mellan de ingående variablerna visar emellertid ingen statistiskt signifikant korrelation mellan de två huvudsakliga förklaringsvariablerna skuldsättning och likviditetsbuffert, se vidare avsnitt 4.3 nedan.

⁹ Eftersom den oberoende variabeln för respektive segment är konstant över tid (1 eller 0), används en regression av typen *random effects*, vilken tillåter oberoende variabler som är konstanta över tid, till exempel kön eller i det här fallet segment. Se vidare Kennedy (2008).

Vidare kontrolleras det statistiska sambandets determinationskoefficient (R^2) för att undersöka hur stor del av variationen i den beroende variabeln som det statistiska sambandet med de beroende variablerna kan förklara. På detta sätt kan svar erhållas på frågan om i vilken utsträckning finansiell flexibilitet mätt som skuldsättning och likviditet kan förklara lönsamhet i företagen. Ett högre R^2 tolkas som att dessa variabler kan förklara en högre del av variationen i den beroende variabeln lönsamhet. Detta gör det också möjligt att jämföra eventuella skillnader mellan segmenten och kunna dra slutsatser om huruvida finansiell flexibilitet kan ha större eller mindre betydelse i olika segment.

Det statistiska sambandet mellan de beroende (räntabilitet på eget respektive totalt kapital) och oberoende variablerna (skuldsättning, likviditet, tillväxt, storlek, segment) som kan hittas med regressionsanalysen säger emellertid inget om kausalitet, det vill säga om orsak och verkan. Det finns emellertid ingen uppenbar anledning att misstänka ett yttre fenomen som påverkar både de beroende och oberoende variablerna som gör att ett statistiskt samband hittas. Det statistiska sambandet säger inte något om kausalitetens riktning. Det förtjänar att åter lyftas fram att lönsamhet inte skapas i sig av en viss storlek på likviditetsbufferten eller en viss nivå på skuldsättningen. Däremot bidrar de möjligheter som dessa variabler skapar till företagets lönsamhet. Inom ramen för denna studie har jag försökt att med en logisk och intuitivt rimlig argumentation påstå att undersökningen fångar betydelsen av kapitalstruktur och likviditet och dess påverkan på företagets finansiella prestationer, här mätt som lönsamhet.

Ett sätt att undersöka kausalitet med hjälp av statistiska metoder som lyfts fram i ekonometrisk litteratur är ett så kallat Granger-test (Green, 2008, Kennedy, 2008) där tidsförskjutna oberoende variabler används för undersöka påverkan på den beroende variabeln. Även om det med hjälp av statistisk metod går att finna Granger-kausalitet, så är den reella innebörden endast att vissa variabler tycks föregå andra i tiden. Vad som är faktisk orsak och verkan är fortfarande inte påvisat. Kennedy (2008) framhåller den statistiska Granger-kausaliteten mellan orsaken ”julkortsförsäljning” och effekten ”julfirande” som exempel på detta. I syfte att utesluta att kausaliteten går emot de antaganden som ställts upp i denna studie och argumentationen för att

finansiell flexibilitet påverkar lönsamheten har ett test trots denna typ av kritik gjorts. Här har Granger-kausalteten undersökts genom att använda de föregående årens oberoende variabler. Kausalitetens riktning kan således diskuteras, för några kommentarer om kausalitetens eventuella riktning i undersökningen, se avsnitt 6.4.

3.3 Population - de svenska rederierna

I avsnitt 1.2 i det inledande kapitlet beskrevs varför den svenska rederinäringen är lämplig att undersöka för att studera finansiell flexibilitet och dess betydelse för lönsamhet. Skäl som där framfördes var bland annat att finansiell flexibilitet kan antas ha stor betydelse i kapitalintensiva branscher såsom sjöfarten som dessutom har fluktuerande tillgångsvärden och volatila kassaflöden beroende av konjunkturen. Vidare antogs finansiell flexibilitet ha stor betydelse för mindre företag och i Sverige finns redovisningsinformation av god kvalitet tillgängligt också för mindre onoterade företag.

Det är således hela den svenska sjöfartsnäringen som undersöks. Det finns olika sätt att avgränsa den svenska sjöfartsnäringen, något som utgör en svårighet när man vill definiera och studera denna. Beroende på vilken utgångspunkt man har och vad som är fokus, så kan till exempel fartyg av en viss storlek, antal fartyg, eller antal sysselsatta personer i branschen, så erhåller man olika populationer (för en utförligare diskussion se Hagberg, Rimmel, och Bergqvist, 2007). Företagen ska vara verksamma inom rederinäringen. Utgångspunkt för urvalet av företag är därför den SNI-kod¹⁰ som företagen själva uppgivit. SNI-koden avser att beskriva företagets verksamhet. De SNI-koder som är aktuella är 61101 (Färjetrafik över hav eller i kustsjöfart), 61102 (Övrig havs- och kustsjöfart (ej färjetrafik)), samt 61200 (Sjöfart på inre vattenvägar). Genom att använda SNI-kod som företagen själva har uppgivit innebär förmodligen att något fler företag kommer med i undersökningen, än vad en initierad bedömare skulle kunna bedöma som rederier. Det kan vidare tänkas att man exkluderar en del företag som skulle kunna klassificeras som rederier, utan att ha detta som uppgiven SNI-kod. Företagens SNI-kod bedöms dock utgöra en god utgångspunkt för vidare gallring i materialet.

¹⁰ Svensk näringsgrensindelning. Branschindelning av det svenska näringslivet som görs av Statistiska centralbyrån, samordnad med EUs motsvarighet NACE.

Genom att granska den tryckta årsredovisningen tillgänglig från Affärsdata kunde varje företag klassificeras i segment.

På samma sätt som Gjesdal (2003) reflekterar kring svagheter rörande sitt studieobjekt – rederiet Odfjell – bör det också här konstateras att det i populationen av svenska rederier finns bolag som inte uteslutande ägnar sig åt sjöfartsnäring. Ett modernt shippingföretag ägnar sig kanske också åt investeringar i fastigheter eller värdepapper, varför det är svårt att finna ett teoretiskt korrekt och renodlat rederi. Ett rederi kan också kontrollera och ha ekonomiska fördelar av ett fartyg utan att äga det, och att det därmed inte finns i företagets balansräkning. Med detta nämnt kan man konstatera att studien i praktiken inte är genomförd under teoretiskt perfekta förhållanden utifrån det som studien avser att undersöka.

Den valda tidsperioden är tio år – från 1997 till 2006. Anledningen till att en så pass lång tidsperiod valdes är att tillfälliga svängningar som kan påverka enskilda år jämnas ut, och att underliggande mönster bättre framträder (Gjesdal, 2001). Att 2006 är slutår innebär att de data som inkluderats i studien inte är helt aktuella, men det finns ingen uppenbar anledning att anta att något inträffat som skulle förändra de långsiktigt underliggande mönstren i frågan om företagets finansieringssituation och hur dessa påverkar lönsamheten, även om de senaste åren uppvisat stor finansiell oro.

Insamlingen av årsredovisningar för företagen i den svenska sjöfartsnäringen gjordes med hjälp av MM Partner AB och Bonnier Informatics AB (båda inom Bonnier Affärsinformation). Dessa företag samlar in bokslutsinformation från Bolagsverket och sammanställer denna i elektroniskt läsbar information.

Redovisningsinformation har inhämtats från 10-årsperioden 1997 – 2006 för alla företag som haft de aktuella koderna under denna period. Populationen utgörs därmed av balanserad paneldata (Greene, 2008), det vill säga varje individuellt företag är observerat lika många gånger. Av de 261 företag som hade de aktuella SNI-koderna både första och sista året i den undersökta perioden, så föll 14 bort då de inte funnits tillgängliga under alla undersökta år. 247 stycken företag

hade de ovan angivna SNI-koderna varje år under hela den aktuella perioden.¹¹

TABELL 2. Företag med aktuella SNI-koder 1997-2006.

<i>År</i>	<i>Företag med aktuell kod</i>	<i>Ej hela perioden</i>	<i>Hela perioden</i>
1997	314	53	261
2006	585	324	261

Urvalet innehåller således de företag som uppgivit de aktuella SNI-koderna varje år, vilket innebär att företag som av olika anledningar endast angivit de aktuella koderna under delar av perioden inte finns med. En nackdel med att göra på detta sätt kan vara att nya företag som tillkommit i branschen inte fångas upp, och att företag som på motsvarande sätt lämnat branschen inte heller är med. Det är här inte fråga om äkta så kallad survival bias, då företag som inte är med hela i perioden inte nödvändigtvis har försatts i konkurs, utan kan endast ha ändrat verksamhetsbeskrivning. Möjligen skulle det faktum att inte alla potentiellt möjliga företag ingår kunna försvaga studiens resultat, men inte uppenbart påverka resultaten i en annan riktning. För att undersöka hur lönsamheten påverkas av kapitalstruktur och likviditetsbuffert över tid så är det istället en fördel att det är möjligt att följa samma företag år för år i alla de undersökta dimensionerna. Avsikten med att samla in data på detta sätt är att få paneldata som alltså innehåller observationer av alla variabler för alla tidsperioder för samma företag. Att inkludera alla företag som någon gång varit tänkbara hade alltså inte givit samma möjlighet att se förändringar över tiden i dessa företag.

Studieobjektet här är juridisk person. Möjligen kan vissa bolag i populationen tillhöra en koncern som innebär att den juridiska personen har begränsad självständighet i det finansiella beslutsfattandet. Det innebär i så fall att bolagen inte har full frihet över beslut rörande tillväxt, finansiering och resultat (Bertmar och

¹¹ Det totala antalet företag som något år under perioden uppgivit någon av de aktuella SNI-koderna är 638. 324 företag fanns med i urvalet 2006, men inte 1997. 53 företag fanns med i urvalet 1997, men inte 2006. 261 företag fanns med både 1997 och 2006. $324+53+261=638$.

Molin, 1977). Det har emellertid inte varit möjligt att hitta systematiska kriterier för att kontrollera och utesluta bolag med begränsad självständighet i det finansiella beslutsfattandet, med mindre än att utesluta alla bolag som ingår i en koncern. Detta förhållande kan därför vara något som kan störa resultaten.

När den finansiella informationen från årsredovisningarna hade samlats in behandlades och strukturerades den i programmet Microsoft Excel 2008/2011. Klassificering av till vilket segment varje företag huvudsakligen tillhörde gjordes genom att läsa den tryckta årsredovisningen, och därefter markera detta med en dummyvariabel för varje segment (jämför avsnitt 3.2 ovan om undersökningsmodellen och ingående variabler).

De variabler som används i undersökningen beräknades med hjälp av insamlade data från årsredovisningarna. För de fall där värden saknades eller på annat sätt var uppenbart felaktiga så eliminerades det enskilda värdet för det specifika bolaget och året.¹² Av det totala antalet observationer på 2 470 stycken eliminerades 413 stycken (cirka 17 procent) vilket gör att det återstår 2 057 observationer. Den statistiska analysen slutligen genomfördes i programmet STATA.

Vid beräkning av variabler och användning av regressionsanalys, uppstår frågan om hur extremvärden skall hanteras, vilket föranleder följande diskussion. Extremvärden är sådana värden som ligger långt ifrån medelvärdet för den specifika variabeln. Detta avstånd kan mätas som ett visst antal standardavvikelser från medel eller som en procentsats av distributionen (exempelvis 2 procent i varje ände). Extremvärden kan därefter hanteras på i princip tre olika sätt. Eliminering innebär att extremvärdet raderas, varför färre observationer erhålls. Winsorizing innebär att extremvärdet antar det gränsvärde som bestämts, exempelvis 2 standardavvikelser från medel. Ett tredje sätt är att studera varje extremvärde enskilt för att utifrån individuella bedömningar avgöra huruvida extremvärdet skall kvarstå eller justeras på något av ovan nämnda sätt.

¹² Uppenbart felaktiga innebär exempelvis poster som har icke-numeriska värden, är tomma eller poster som inte kan vara noll.

Extremvärden är inte oproblematiske, då det rör sig om faktiska och verkliga observationer. Att justera dessa genom eliminering eller låta det anta gränsvärden innebär att observationerna förändras. Å andra sidan så kan extremvärden komma att dölja de underliggande mönster man vill finna (Marton, 1998). Om extremvärden elimineras kommer faktiska observationer att exkluderas från undersökningen, vilket inte är önskvärt. Vidare kommer det totala antalet observationer att minska som en följd av elimineringen. Därför kommer extremvärden i denna studie att justeras till ett gränsvärde, för att behålla de faktiska observationerna och antalet observationer. Effekten av detta blir att spridningen av observationerna pressas ihop något, men att antalet är konstant. I denna studie har extremvärden låtits anta gränsvärden på 1 % -nivån av spridningen på det aktuella värdet, det vill säga de värden som utgör den sista procentenheten i vardera änden av fördelningen ändras till gränsvärdet.

3.4 Om att dra slutsatser från dessa observationer

Att diskutera studiens validitet och reliabilitet, innebär att fråga om det finns några systematiska eller slumpmässiga fel. Validiteten styrs av om det som mäts är det som forskningsfrågan avser, det vill säga om man mäter det man vill mäta. Reliabiliteten styrs av hur mätningarna genomförs och hur informationen bearbetas (Holme och Solvang, 2002). Hög reliabilitet är om olika mätningar av samma sak ger samma resultat.

Det kan tänkas att slumpmässiga fel har uppstått vid hantering och beräkning av de variabler som ingår i undersökning, och vid tillämpningen av de statistiska metoderna, i så fall på grund av misstag. Alla beräkningar har emellertid skett på samma sätt. Om det trots detta går att erhålla statistiskt signifikanta resultat så talar det till studiens fördel, det vill säga att trots potentiella orsaker till störningar så erhålls resultat som skulle stärkas om alla potentiellt påverkande faktorer hade hanterats. Kvaliteten på insamlade data har diskuterats något ovan.

Validiteten styrs av forskningsfrågan och metodvalet. Det kan konstateras att i denna studie så är de tillämpade metoderna av enkel karaktär, och kräver inte några mer omfattande antaganden för korrekt tillämpning. De antaganden som gjorts har med själva

undersökningsmodellens konstruktion att göra. Undersökningen bygger på att kapitalstruktur och likviditetsreserver är något som påverkar lönsamhet i ett företag, vilket naturligtvis kan ifrågasättas. Den diskussionen återkommer i ett avslutande avsnitt i kapitel 5 i samband med att resultaten analyseras. Validiteten i resultaten och de slutsatser som dras får bedömas av läsaren utifrån detta.

3.5 Faktorer som kan påverka resultat och slutsatser

Undersökningen utgår från tidigare forskning på området. En stor del av den tidigare forskningen baseras på amerikanska data med noterade bolag som tillämpar US GAAP. Man kan då fråga sig hur tillämbart detta är på svenska förhållanden, med svenska redovisningsregler och svenska onoterade bolag. Att denna typ av studie genomförs på onoterade bolag har i det inledande kapitlet lyfts fram som rentav en fördel och ett bidrag. Att undersökningen baseras på svensk redovisning behöver inte vara en nackdel. Möjligen kan det tänkas att studiens resultat skulle påverkas av detta förhållande. Svensk (och skandinavisk) redovisning anses även den ha hög kvalitet (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny, 2000, och Bradshaw, Bushee och Miller, 2004). Vidare har svenska redovisningsregler också fått högre värden än US GAAP i CIFARs ranking (återges till exempel i Hope, 2003). Dessa refererade studier kommenterar förvisso redovisningsregler och redovisning för noterade företag, men det går att argumentera för att kvaliteten i dessa inte borde gå helt förlorad för de onoterade företagen. Om det finns redovisningsmässiga skillnader kan detta få genomslag på studiens resultat. Det skulle i så fall kunna ta sig uttryck i att resultaten blir annorlunda än förväntat, eller att tydliga resultat inte erhålls på grund av störningar.

Ett annat förhållande som kan tänkas ha betydelse för studiens resultat i jämförelse med amerikanska förhållanden är de olika karaktäristika som kapitalmarknaderna uppvisar. Det svenska systemet representerar vad som brukar kallas ett relationsbaserat system (Lööf, 2004), där långsiktiga bankrelationer utgör den huvudsakliga finansieringskällan. I USA utgör banklån ofta endast en kortfristig finansiering, istället dominerar obligationer och aktiemarknaden som finansieringskälla för företagen (Lööf, 2004). Detta behöver inte innebära något negativt för studiens resultat, däremot kan det tänkas att skuldsättning är vanligare i Sverige och att sambanden med lönsamhet får olika effekt beroende

på system. Å andra sidan fann Rajan och Zingales (1995) vid en jämförelse av faktorer som påverkar kapitalstruktur i USA och övriga G7-länder¹³ att skillnaderna inte var så stora som skulle kunna antas på grund av institutionella faktorer. Inte heller kunde de skillnader som fanns med säkerhet tillskrivas institutionella faktorer (Rajan och Zingales, 1995).

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny (2000) konstaterade att en kategorisering baserad på bankcentrerade respektive marknadscentrerade länder inte är lika användbar som en kategorisering baserad på hur respektive lands rättssystem skyddar investerare. I den studien ansågs de skandinaviska länderna ha ett bättre skydd för investerare i jämförelse med rättssystem baserade på fransk eller tysk tradition, men sämre än common law-länder som USA och Storbritannien. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny (1997) fann i en tidigare studie att rättssystemen kan påverka hur välutvecklad och storleken på kapitalmarknaden i det enskilda landet och därmed också möjligheten att erhålla extern finansiering. Bankcentrerade länder innebär ofta sämre finansieringsmöjligheter för företagen än i marknadscentrerade länder (La Porta, Lopez-de-Silanes och Shleifer, 1999). Eftersom den aktuella undersökningen är gjord enbart under svenska förhållanden och med i huvudsak onoterade företag är det dock inte möjligt att kontrollera hur förhållanden som de ovan nämnda påverkar, men man bör vara medveten om att bakomliggande förklaringar till tolkningen av resultaten kan stå att finna i faktorer som de ovan nämnda.

Ytterligare resonemang om begränsningar i studien och vilka slutsatser som är möjliga att dra finns i slutet av kapitel 5 efter analysen av resultaten.

¹³ G7-länderna: Frankrike, Tyskland, Italien, Japan, Kanada, Storbritannien och USA.

III

UNDERSÖKNING OCH SLUTSATSER

KAPITEL 4

Observationer

I detta kapitel presenteras inledningsvis beskrivande statistik om den undersökta populationen och de variabler som ingår i undersökningen. Därefter följer en redovisning av resultaten och en diskussion om hur de har tolkats. I det följande kapitel 5 kommenteras innebörden av resultaten mer utförligt tillsammans med de slutsatser som är möjliga att dra.

4.1 Beskrivning av populationen

För att beskriva de svenska sjöfartsföretagen används omsättning som mått på storlek. Av tabell 3 nedan framgår att de flesta rederier är förhållandevis små. Över 70 procent har en årlig omsättning som understiger 10 miljoner kronor. 42 rederier har en omsättning som överstiger 50 miljoner kronor per år. Endast sex rederier omsatte mer än en miljard kronor det sista året i undersökningen, 2006.¹⁴

¹⁴ Dessa var Stena Line Scandinavia AB, NYKCool AB, Stena Bulk AB, Atlantic Container Line AB, Walleniusrederierna AB och Broström Tankers AB.

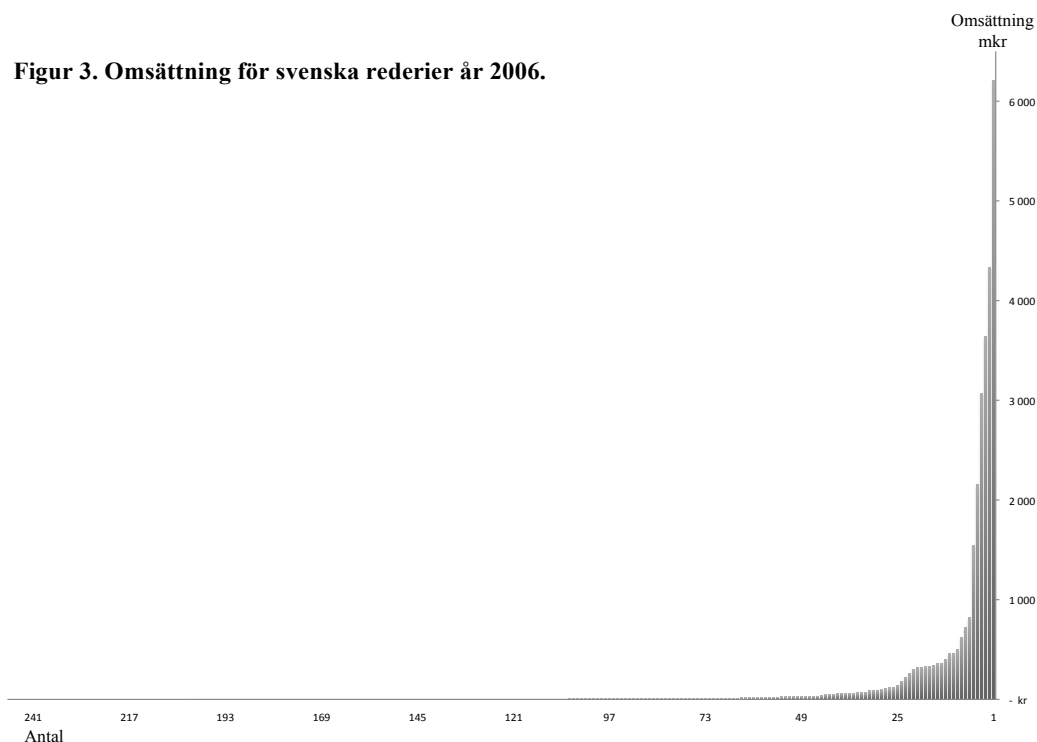
TABELL 3. Omsättning för svenska rederier år 2006.

<i>Omsättning (MSEK)</i>	<i>Antal</i>	<i>Andel</i>
< 10	179	72,5 %
> 10 < 50	26	10,5 %
> 50 < 200	19	7,7 %
> 200 < 1 000	17	6,9 %
> 1 000	6	2,4 %
<i>Totalt</i>	<i>247</i>	<i>100 %</i>

Det sista året i undersökningen – år 2006 – används i tabellen ovan.

Ett annat sätt att visa storleken på företagen i den svenska rederinäringen är genom nedanstående figur. I grafen visas på den horisontella axeln antalet rederier och på den vertikala axeln omsättningen mätt i miljoner kronor.

Figur 3. Omsättning för svenska rederier år 2006.



Som framgår av figuren på föregående sida är det många rederier med relativt liten omsättning och få med relativt stor omsättning (längst till höger).

De variabler som används i undersökningen har beskrivits i kapitel 3 ovan. I tabellen nedan visas beskrivande statistik i form av medel- och medianvärden för hela den undersökta perioden 1997 till 2006. Både medel- och medianvärden redovisas eftersom populationen uppvisar en skev fördelning.

TABELL 4. Beskrivande statistik.

Hela populationen 1997-2006. Definitioner framgår nedan.		
<i>Hela populationen (n= 2057)</i>	<i>Medel</i>	<i>Median</i>
ROA	0,057	0,045
ROE	0,000	0,069
Skuldsättning	8,614	1,834
Likviditetsbuffert	0,185	0,092
Tillväxt	0,542	0,025
Storlek (logaritmerad) ¹⁵	8,181	7,941

<i>Variabel</i>	<i>Definition</i>
ROE	<u>Resultat efter finansiella intäkter och kostnader</u> Eget kapital (inkl. 72 % av obeskattade reserver)
ROA	<u>Resultat efter finansiella intäkter</u> Totalt kapital
Skuldsättning	<u>Skulder (inkl. 28 % av obeskattade reserver)</u> Eget kapital (inkl. 72 % av obeskattade reserver)
Likviditetsbuffert	<u>Kassa</u> Totala tillgångar
Tillväxt	<u>Omsättning</u> _{år t} – <u>omsättning</u> _{år t-1} Omsättning _{t-1}
Storlek	Logaritmerad omsättning (tkr)

¹⁵ I den ursprungliga datamängden – före bortfall, elimineringar, etc. – var medelvärdet för omsättning cirka 95 miljoner kronor och medianvärdet 1,85 miljoner kronor, vilket pekar på skevheten i materialet med många små bolag.

Vad gäller avkastningsmättet räntabilitet på totalt kapital, ROA, så ligger medelvärdet högre - 5,7 procent - än medianvärdet på 4,5 procent. Räntabiliteten på eget kapital, ROE, är i genomsnitt 0 procent för hela den undersökta perioden, medan medianvärdet är högre, nära 7 procent. Detta tolkas som att det finns ett antal företag med negativ räntabilitet på eget kapital som drar ner medelvärdena. För hela perioden har medianföretaget alltså cirka 7 procent räntabilitet på eget kapital och 4,5 procent räntabilitet på totalt kapital.

När man studerar skuldsättningsnivån i den svenska sjöfartsnäringen så förhåller det sig på samma sätt. Det finns ett antal företag som kraftigt drar upp den genomsnittliga skuldsättningen som under den undersökta perioden har mer än åtta gånger så mycket skulder som eget kapital eller 861 procent, samtidigt som medianvärdet ligger betydligt lägre med en skuldsättning på 1,8 gånger mer skulder än eget kapital (183 procent). Likviditetsbufferten är i genomsnitt 18,5 procent av den totala balansomslutningen, samtidigt som medianvärdet är hälften av detta - 9,2 procent.

Slutligen vad gäller tillväxt så innebär medelvärdet en hög tillväxttakt på 54 procent, samtidigt som medianvärdet - mittenvärdet - är avsevärt lägre med en tillväxttakt på 2,5 procent. Att medelvärdet är så mycket högre innebär att några företag uppvisar en mycket kraftig tillväxt under den undersökta perioden och drar upp medelvärdet. Eftersom undersökningen innehåller förhållandevis många små företag kan det vara en förklaring till den höga medeltillväxten - det är lättare att få stor procentuell tillväxt för ett mindre företag. Ett typföretag i mitten av den undersökta populationen ökar således omsättningen med mer modesta 2,5 procent per år.

4.2 Beskrivande statistik per segment

I syfte att ge en utförligare beskrivning av den svenska sjöfartsnäringen och förhållandena i olika segment, följer nedan en redogörelse för respektive segment; tankar, bulk, container & ro-ro och passagerare.

Den deskriptiva statistiken i tabell 4 ovan redovisas i det följande nedbrutet per segment, och därefter följer avsnitt som beskriver

respektive segment, tillsammans med kommentarer om skillnader mellan de olika segmenten.

TABELL 5. Beskrivande statistik per segment.

Hela populationen 1997-2006. Definitioner framgår nedan.

Segment	Tanker (n=254)		Bulk (n=24)		Container & Ro-ro (n=85)		Passagerare (n=747)		Övriga (n=710)	
	Medel	Median	Medel	Median	Medel	Median	Medel	Median	Medel	Median
ROA	0,099	0,062	0,083	0,074	0,135	0,034	0,019	0,294	0,065	0,418
ROE	0,356	0,148	0,091	0,150	0,638	0,127	-0,208	0,018	-0,021	0,054
Skuldsättning	8,391	3,595	5,244	1,515	55,466	11,481	5,716	1,954	7,426	1,303
Likviditets- buffert	0,166	0,084	0,145	0,053	0,158	0,102	0,163	0,074	0,234	0,136
Tillväxt	0,677	0,031	1,064	0,055	0,028	0,000	0,135	0,012	0,816	0,031
Storlek	9,953	10,396	9,878	9,682	11,547	11,498	7,552	7,594	7,182	7,027

Variabel	Definition
ROE	<u>Resultat efter finansiella intäkter och kostnader</u> Eget kapital (inkl. 72 % av obeskattade reserver)
ROA	<u>Resultat efter finansiella intäkter</u> Totalt kapital
Skuldsättning	<u>Skulder (inkl. 28 % av obeskattade reserver)</u> Eget kapital (inkl. 72 % av obeskattade reserver)
Likviditetsbuffert	<u>Kassa</u> Totala tillgångar
Tillväxt	$\frac{\text{Omsättning}_{\text{år } t} - \text{omsättning}_{\text{år } t-1}}{\text{Omsättning}_{t-1}}$
Storlek	Logaritmerad omsättning

I de följande avsnitten beskrivs och kommenteras respektive segment.

4.2.1 Tanker

Tankersegmentet har under hela den undersökta perioden haft en positiv räntabilitet på både totalt och eget kapital. Medelvärde för ROA är 9,9 procent och medianvärdet 6,2 procent. Motsvarande för ROE är 35,6 procent respektive 14,8 procent. Det finns i tankersegmentet företag med hög räntabilitet som drar upp medelvärde från medianvärdet. Räntabiliteten på eget kapital i

tankersegmentet – tillsammans med container & ro-ro – är de högsta mätt som medelvärden (35,6 procent respektive 63,8 procent). Om man tittar på medianvärden för räntabilitet på eget kapital så har tankersegmentet tillsammans med bulksegmentet de högsta värdena (14,8 procent respektive 15 procent).

Skuldsättningen i tankersegmentet ligger på den högsta nivån av alla segmenten. Det är förhållandevis stor skillnad mellan medel- (839 procent) och medianvärden (359 procent). Det finns således ett antal företag med en betydligt högre skuldsättning som drar upp medelvärdet från mittenföretaget. Vad gäller likviditetsbuffert så har tankersegmentet bland de större beroende på vad som mäts; 16,6 procent av balansräkningen är medelvärdet och 8,4 procent av balansräkningen för medianföretaget.

Tillväxten i tankersegmentet är högre än för branschen som helhet, där medelvärdet är 67,7 procent (54,2 procent för branschen) och medianvärdet är 3,1 procent (2,5 procent för branschen). Företagen i detta segment är något större (mätt som omsättning) än bulksegmentet och passagerarsegmentet, men inte lika stora som i container & ro-ro-segmentet.

Sammantaget innebär ovanstående att tankersegmentet har förhållandevis hög skuldsättning, liten likviditetsbuffert, men samtidigt relativt hög räntabilitet på både eget och totalt kapital och något högre tillväxt än branschen som helhet.

4.2.2 Bulk

I bulksegmentet är skillnaden inte så stor mellan medel- och medianvärden för räntabilitet på totalt kapital: 8,3 procent respektive 7,4 procent. Skillnaden är däremot större om man undersöker räntabilitet på eget kapital där medelvärdet är 9,1 procent jämfört med 15 procent för medianföretaget. Detta har troligen sin förklaring i att företagets kostnader för skuldsättning påverkar räntabilitet på eget kapital, men inte räntabilitet på totalt kapital. Man kan därför förvänta sig stora skillnader i medel- och medianvärden också vad gäller skuldsättningsgraden i bulksegmentet.

Studerar man skuldsättningen i detta segment så har också ett antal företag en hög skuldsättning som drar upp medelvärdet (524 procent) i förhållande till medianvärdet (151 procent). Vad gäller skuldsättning och lönsamhet kan man alltså konstatera att det finns ett antal företag i segmentet som har en hög skuldsättning samtidigt som segmentet under hela perioden 1997 till 2006 uppvisat en förhållandevis hög lönsamhet.

Likviditetsbufferten i bulksegmentet är lägre än i övriga segment, både medel- (14,5 procent) och medianvärden (5,3 procent). Däremot uppvisar segmentet den högsta tillväxten mätt både som medel- (106 procent) och medianvärden (5,5 procent). Vad gäller storlek tycks företagen vara relativt normalfördelade, då medel- och medianvärden inte skiljer sig så mycket åt. Bulksegmentets företag tycks något mindre än tanker- och container & ro-ro-segmentet, men större än passagerarsegmentet.

Bulksegmentet karaktäriseras således av lägre skuldsättning än övriga segment, liten likviditetsbuffert och relativt låg lönsamhet under hela perioden, samt betydligt högre tillväxt än branschen som helhet.

4.2.3 Container & Ro-ro

Den genomsnittliga räntabiliteten på totalt kapital (ROA) i segmentet för container & ro-ro är 13,5 procent och i median 3,4 procent. Medelvärdet ligger 10 procentenheter högre än medianvärdet innebärande att det under den undersökta perioden finns ett antal företag med hög ROA som drar upp medelvärdet. Segmentet har dock som helhet uppvisat lönsamhet under hela perioden 1997-2006. Räntabiliteten på eget kapital (ROE) uppvisar högre värden i genomsnitt – 63,8 procent – vilket är det högsta värdet av alla segment för perioden. Medianvärdet för ROE är 12,7 procent vilket är det näst högsta efter tankersegmentet (14,8 procent). Detta segment har således haft god lönsamhet med ett antal företag som uppvisat mycket god lönsamhet vilket dragit upp medelvärdena och bidragit till skevheten.

Detta är det mest skuldsatta av de undersökta segmenten där medel- och medianvärden ligger högre än branschen som helhet med 5546 procent respektive 1148 procent. Även likviditeten är bland de högsta av segmenten i genomsnitt med 15,8 procent och det högsta

medianvärdet på 10,2 procent, vilket också är högre än för branschen som helhet.

Storleksmässigt är företagen i container & ro-ro de största av de undersökta segmenten, och även större än företagen i branschen som helhet. Däremot tycks dessa inte växa särskilt mycket. Tillväxten mätt som omsättningsökning är i genomsnitt 2,8 procent per år och noll för medianföretaget.

Segmentet karaktäriseras således av stora, skuldsatta företag med stor likviditetsreserv och låg tillväxt. Däremot är de lika lönsamma som tankersegmentet.

4.2.4 Passagerare

I övriga segment har medelvärdet för de två lönsamhetsmåttent räntabilitet på totalt respektive eget kapital legat högre än medianvärdet. I passagerarsegmentet är förhållandet det motsatta. Det finns ett stort antal företag med låg lönsamhet som drar ner medelvärdet för ROA till 1,9 procent och för ROE till hela -20,8 procent. Däremot är medianvärdena positiva för båda måtten. ROA ligger dessutom betydligt högre på 29,4 procent och ROE på det lägre men likväl positiva 1,8 procent. En förklaring till detta kan stå att finna i det faktum att företagen i passagerarsegmentet är de minsta jämfört med övriga segment. Därtill är de betydligt fler. Många av de små rederierna är klassificerade som passagerarrederier och många av dessa går dessutom med förlust.

Passagerarsegmentet har lägre skuldsättning än branschen som helhet, samt jämfört med segmenten för tankar och container & ro-ro, men högre skuldsättning än bulksegmentet. Likviditetsreserven i passagerarsegmentet är både som medel- (16,3 procent) och medianvärde (7,4 procent) lägre än för branschen som helhet (18,5 procent respektive 9,2 procent). Jämfört med övriga segment är medelvärdet bland de högre, men medianvärdet bland de lägre. Vad gäller tillväxt så växer företagen i passagerarsegmentet i genomsnitt med 13,5 procent årligen, medan medianföretaget växer med mer måttliga 1,2 procent årligen. Detta segment växer således mer än segmentet för container & ro-ro, men mindre än både tankar och bulk.

Sammanfattningsvis har passagerarsegmentet många små företag med förhållandevis låg lönsamhet i genomsnitt och till och med negativ räntabilitet på eget kapital. Likviditetsbufferten är mindre än i branschen, skuldsättningen är lägre och tillväxten är också lägre än för branschen som helhet.

4.3 Samband mellan undersökta variabler

För att undersöka sambanden mellan de olika variabler som undersöks har en korrelationsmatris tagits fram (se nedan). Korrelation är ett mått på styrkan i sambandet mellan olika variabler, och anges som ett värde mellan -1 och 1. -1 anger att det finns ett fullständigt negativt samband, och 1 att det finns ett fullständigt positivt samband. 0 innebär att det inte finns något samband alls. Det bör dock observeras att korrelationen inte säger något om sambandets riktning, eller med ett annat ord, kausaliteten.

De variabler som har undersökts är de båda måtten på företagets prestation, räntabilitet på eget respektive totalt kapital, de oberoende variablerna skuldsättning och likviditetsbuffert, kontrollvariablerna storlek och tillväxt, samt de olika segmenten. Matrisen återfinns på nästa sida, och vad den visar diskuteras på efterföljande sidor.

TABELL 6. Korrelationsmatris.

<i>Variabel</i>	<i>ROE</i>	<i>ROA</i>	<i>Skuld-sättning</i>	<i>Likviditets-buffert</i>	<i>Storlek</i>	<i>Tillväxt</i>	<i>Tanker</i>	<i>Bulk</i>	<i>Container & Ro-ro</i>	<i>Passagerare</i>	<i>Övriga</i>
ROE	1										
ROA	0,508 ^{***} (0,000)	1									
Skuld-sättning	-0,210 ^{***} (0,000)	-0,048 ^{**} (0,029)	1								
Likviditets-buffert	0,090 ^{***} (0,000)	0,089 ^{***} (0,000)	0,033 (0,139)	1							
Storlek	0,048 ^{**} (0,028)	0,129 ^{***} (0,000)	0,210 ^{***} (0,000)	-0,083 ^{***} (0,000)	1						
Tillväxt	-0,003 (0,905)	0,020 (0,387)	0,025 (0,277)	-0,013 (0,592)	0,016 (0,497)	1					
Tanker	0,088 ^{***} (0,000)	0,068 ^{***} (0,002)	-0,004 (0,861)	-0,033 (0,139)	0,250 ^{***} (0,000)	0,009 (0,681)	1				
Bulk	0,022 (0,310)	0,041 [*] (0,064)	-0,051 ^{**} (0,021)	-0,065 ^{***} (0,003)	0,234 ^{***} (0,000)	0,037 (0,112)	-0,138 ^{***} (0,000)	1			
Container & Ro-ro	0,087 ^{***} (0,000)	0,071 ^{***} (0,001)	0,403 ^{***} (0,000)	-0,026 (0,246)	0,262 ^{***} (0,000)	-0,021 (0,376)	-0,078 ^{***} (0,000)	-0,076 ^{***} (0,000)	1		
Passagerare	-0,103 ^{***} (0,000)	-0,126 ^{***} (0,000)	-0,092 ^{***} (0,000)	-0,078 ^{***} (0,000)	-0,174 ^{***} (0,000)	-0,060 ^{**} (0,011)	-0,285 ^{***} (0,000)	-0,278 ^{***} (0,000)	-0,157 ^{***} (0,000)	1	
Övriga	-0,009 (0,675)	0,023 (0,288)	-0,036 [*] (0,098)	0,152 ^{***} (0,000)	-0,268 ^{***} (0,000)	0,038 (0,107)	-0,274 ^{***} (0,000)	-0,267 ^{***} (0,000)	-0,152 ^{***} (0,000)	-0,552 ^{***} (0,000)	1

Kursiverade siffror avser p-värden för statistisk signifikans: * p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01

Korrelationsmatrisen visar att det finns flera statistiskt signifikanta samband mellan variablerna i undersökningen. Det finns däremot ingen korrelation mellan de huvudsakliga förklaringsvariablerna skuldsättning och likviditetsbuffert.¹⁶

Inledningsvis kan konstateras att räntabilitet på eget kapital (ROE) har en statistiskt signifikant korrelation med de primära oberoende variablerna skuldsättning och likviditetsbuffert. Det finns en negativ korrelation mellan ROE och skuldsättning och en positiv korrelation mellan ROE och likviditetsbuffert. Detta är resultat som skulle kunna förväntas utifrån tidigare förda resonemang om att förekomsten av likviditetsbuffert påverkar lönsamheten i företag positivt, och en högre skuldsättning påverkar lönsamheten negativt.

Räntabilitet på totalt kapital (ROA) uppvisar motsvarande korrelationer som ROE med både skuldsättning och likviditetsbuffert om än något svagare. Detta kan också anses vara rimligt då ROE tar hänsyn till finansiella kostnader, vilket inte ROA gör, således är dessa korrelationer inte lika starka eller lika statistiskt signifikanta. ROA har också en positiv och statistiskt signifikant korrelation med storlek, vilket gäller även för ROE om än inte i lika hög grad. Detta tolkas som att större företag är mer lönsamma. Att räntabilitet på eget kapital (ROE) och räntabilitet på totalt kapital (ROA) korrelerar med varandra till 0,5 är inte oväntat, då deras konstruktion är likartad. Korrelationen skulle ha varit exakt (1) om inte täljaren i mätten skiljde sig åt med hänsyn till företagets finansiella kostnader och om nämnaren var likartad, till exempel om företagen uteslutande vore egenfinansierade.

Storlek uppvisar en statistiskt signifikant korrelation med alla de fyra huvudsakliga segmenten, där koefficienten antar fallande storlek på samma sätt som i den beskrivande statistiken där container & ro-ro innehåller de största företagen, följt av tankar och bulk. Passagerarsegmentet har en negativ korrelation med storlek vilket också ligger i linje med beskrivningen ovan om att i detta segment återfinns de minsta företagen.

¹⁶ Detta indikerar att det inte finns problem med multikollinearitet (två eller flera oberoende variabler är korrelerade med varandra), vilket skulle innebära svårigheter att hålla isär effekten av de oberoende variablerna på den beroende variabeln.

Värt att uppmärksamma är att storlek korrelerar negativt och statistiskt signifikant med likviditetsbuffert, vilket kan tyckas motsägelsefullt. Att likviditet uppvisar en negativ korrelation med storlek samtidigt som skuldsättning har en positiv korrelation med storlek stämmer emellertid mycket väl med ett antagande om att större företag har lättare att få extern finansiering och därför inte behöver lika stor likviditetsbuffert. Detta är en iakttagelse som stödjer delar av den tidigare forskning som diskuterats ovan i kapitel 2, till exempel Kim, Mauer och Sherman (1998), Ferreira och Vilela (2004) och Faulkender och Wang (2006).

Tillväxt har ingen statistiskt signifikant korrelation med något av avkastningsmåten. Man hade kunnat tänka sig att en negativ korrelation hade inneburit att företag som växer har lägre lönsamhet, men nu finns ingen korrelation. Den enda korrelation som finns med tillväxt är passagerarsegmentet och denna är svagt negativ. Av den beskrivande statistiken ovan framgick att företagen i detta segment var bland de minsta, även om de uppvisade tillväxt. Tillväxt tycks sakna betydelse för både avkastningsmåten och de oberoende variabelerna skuldsättning och likviditetsbuffert.

Skuldsättning är negativt korrelerat med de båda avkastningsmåten vilket tolkas som att högre skuldsättning har en negativ effekt på lönsamheten. Likviditet har däremot en positiv korrelation med de båda avkastningsmåten vilket tolkas som att företag med större likviditetsreserver är mer lönsamma. Detta ligger väl i linje med resultaten i tidigare studier som till exempel Mikkelsen och Partch (2003).

Segmenten tanker och container & ro-ro uppvisar en statistiskt signifikant korrelation med de båda avkastningsmåten, vilket stämmer med den beskrivande statistiken ovan där dessa två segment varit de mest lönsamma under den undersökta perioden. Segmentet för passagerare, det segment som innehåller de minsta företagen, uppvisar statistiskt signifikant negativ korrelation med lönsamhet, vilket kan förväntas med hänsyn till den beskrivande statistiken i avsnitt 4.2.4 ovan, vilken visade att detta segment har relativt låg eller negativ lönsamhet.

För att sammanfatta korrelationerna mellan undersökta variabler så tycks skuldsättning ha ett negativt samband med räntabilitet och förekomsten av likviditetsreserv har ett positivt samband med räntabilitet. Det finns också ett positivt samband mellan storlek och lönsamhet, men inget statistiskt signifikant samband mellan tillväxt och lönsamhet. Stora, likvida företag med låg skuldsättning skulle kunna tolkas som de med goda förutsättningar att vara lönsamma i den svenska sjöfartsnäringen, särskilt om de dessutom befinner sig i segmenten tanker eller container & ro-ro.

För att ytterligare undersöka och bekräfta de samband som korrelationsmatrisen visade följer nedan en redovisning av resultaten från regressionerna.

4.4 Räntabilitet på eget kapital

I denna första variant av undersökningsmodellen är räntabilitet på eget kapital (ROE) den beroende variabeln. Räntabilitet på eget kapital tar hänsyn till kostnaderna för finansiering, och bör därför påverkas av skuldsättningen mer än räntabilitet på totalt kapital. Undersökningsmodellen med undersökta variabler, inklusive kontrollvariabler, redovisas nedan:

$$\begin{aligned}
 ROE_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 skuldsättning_{it} + \beta_2 likviditetsbuffert_{it} & (4.1) \\
 & + \beta_3 tillväxt_{it} + \beta_4 storlek_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\
 & + \beta_7 container\&ro - ro_{it} + \beta_8 passagerare_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Koefficienterna för de undersökta variablerna visas i tabellen nedan, tillsammans med p-värden för statistisk signifikans.

TABELL 7. Räntabilitet på eget kapital (4.1)

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 0,005 (- 0,04)	0,112	0,966
Skuldsättning	- 0,024*** (-11,59)	0,002	0,000
Likviditetsbuffert	0,767*** (4,16)	0,185	0,000
Tillväxt	0,001 (0,03)	0,006	0,976
Storlek	0,046** (1,97)	0,023	0,049
Tanker	0,443** (2,04)	0,217	0,041
Bulk	0,138 (0,62)	0,222	0,536
Container & Ro-ro	1,758*** (4,93)	0,356	0,000
Passagerare	- 0,227 (-1,46)	0,156	0,144

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=1796 R²=0,090. Z-värden inom parentes.

<i>Variabel</i>	<i>Definition</i>
ROE	$\frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter och kostnader}}{\text{Eget kapital (inkl. 72 \% av obeskattade reserver)}}$
ROA	$\frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter}}{\text{Totalt kapital}}$
Skuldsättning	$\frac{\text{Skulder (inkl. 28 \% av obeskattade reserver)}}{\text{Eget kapital (inkl. 72 \% av obeskattade reserver)}}$
Likviditetsbuffert	$\frac{\text{Kassa}}{\text{Totala tillgångar}}$
Tillväxt	$\frac{\text{Omsättning}_{\text{år } t} - \text{omsättning}_{\text{år } t-1}}{\text{Omsättning}_{t-1}}$
Storlek	Logaritmerad omsättning

Skuldsättning uppvisar en negativ och statistiskt signifikant effekt på räntabilitet på eget kapital, vilket också kunde förväntas. Det är dessutom i överensstämmelse med den beskrivande statistiken. På

samma sätt har likviditetsbuffert en positiv och statistiskt signifikant betydelse för ROE, men med en betydligt större koefficient. Det kan alltså antas att förekomst av en likviditetsreserv relativt sett har en större betydelse för räntabilitet på eget kapital än vad skuldsättning har.

Tillväxt tycks sakna betydelse för lönsamheten. Storlek däremot uppvisar ett positivt och statistiskt signifikant samband med räntabilitet på eget kapital, vilket tolkas som att större företag är mer lönsamma.

Av segmenten är det tanker och container & ro-ro som uppvisar en positiv inverkan på räntabilitet på eget kapital. Container & ro-ro uppvisar den största positiva koefficienten och är dessutom statistiskt signifikant på 1 % -nivån. Tolkningen skulle därför kunna vara att det som har störst betydelse för räntabilitet på eget kapital är att företaget har likviditetsbuffert och är verksamt i segmentet container & ro-ro.

Det bör uppmärksammas att förklaringsvärdet av de undersökta variablerna ovan är 9 procent, vilket betyder att 9 procent av räntabiliteten på eget kapital kan förklaras av de undersökta faktorerna enligt specifikationen ovan. Vad detta har för betydelse för resultaten och fortsatta studier diskuteras i följande kapitel.

4.5 Räntabilitet på totalt kapital

Den andra varianten av undersökningsmodellen har räntabilitet på totalt kapital (ROA) som beroende variabel. Övriga variabler är desamma som ovan.

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 skuldsättning_{it} + \beta_2 likviditetsbuffert_{it} & (4.2) \\ & + \beta_3 tillväxt_{it} + \beta_4 storlek_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\ & + \beta_7 container\&ro - ro_{it} + \beta_8 passagerare_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Koefficienterna för de undersökta variablerna visas i tabellen nedan, tillsammans med p-värden för statistisk signifikans.

TABELL 8. Räntabilitet på totalt kapital (4.2).

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	0,035* (1,85)	0,019	0,064
Skuldsättning	- 0,001*** (-3,06)	0,000	0,002
Likviditetsbuffert	0,146*** (5,03)	0,029	0,000
Tillväxt	0,001 (0,85)	0,001	0,394
Storlek	0,020*** (5,54)	0,004	0,000
Tanker	0,054 (1,55)	0,035	0,121
Bulk	0,026 (0,73)	0,036	0,463
Container & Ro-ro	0,132** (2,32)	0,057	0,021
Passagerare	- 0,041 (-1,65)	0,025	0,098

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=1796 R²=0,035. Z-värden inom parentes.

<i>Variabel</i>	<i>Definition</i>
ROE	$\frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter och kostnader}}{\text{Eget kapital (inkl. 72 \% av obeskattade reserver)}}$
ROA	$\frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter}}{\text{Totalt kapital}}$
Skuldsättning	$\frac{\text{Skulder (inkl. 28 \% av obeskattade reserver)}}{\text{Eget kapital (inkl. 72 \% av obeskattade reserver)}}$
Likviditetsbuffert	$\frac{\text{Kassa}}{\text{Totala tillgångar}}$
Tillväxt	$\frac{\text{Omsättning}_{\text{år } t} - \text{omsättning}_{\text{år } t-1}}{\text{Omsättning}_{t-1}}$
Storlek	Logaritmerad omsättning

På samma sätt som för räntabilitet på eget kapital har skuldsättning en statistiskt signifikant och negativ effekt på den beroende variabeln räntabilitet på totalt kapital, även om koefficienten är nära noll.

Räntabilitet på totalt kapital beräknas utan att ta hänsyn till finansiella kostnader (för till exempel lånefinansiering) varför den lägre koefficienten jämfört med ROE ovan är förväntad.

Förekomsten av en likviditetsbuffert har en mindre koefficient och följaktligen mindre betydelse för räntabilitet på eget kapital än för räntabilitet på totalt kapital. Den är emellertid positiv – vilket också är det förväntade – och mycket statistiskt signifikant.

Tillväxt saknar betydelse för räntabilitet på totalt kapital, likväl som för räntabilitet på eget kapital. Storlek har en positiv men mindre koefficient än för motsvarande vad gäller ROA, men är lika statistiskt signifikant.

Av de enskilda segmenten är det enbart container & ro-ro som kan uppvisa en statistiskt signifikant koefficient för räntabilitet på totalt kapital. Container & ro-ro är också det segment som har den högsta räntabiliteten på totalt kapital varför det får genomslag här, jämför tabell 5 och avsnitt 4.2.3 ovan.

Förklaringsvärdet för de undersökta oberoende variablerna sjunker till cirka en tredjedel av förklaringsvärdet för samma variablers inverkan på räntabilitet på eget kapital. Det kan tolkas som om de oberoende variablerna skuldsättning och storlek på likviditetsbufferten har störst betydelse för räntabilitet på eget kapital.

4.6 Resultat per segment

Resultaten ovan visade att det fanns ett positivt och statistiskt signifikant samband mellan räntabilitet på eget kapital och dummyvariablerna för de två segmenten tanker och container & ro-ro. På samma sätt fanns ett positivt och signifikant samband mellan container & ro-ro och räntabilitet på totalt kapital. För att ytterligare undersöka resultatens styrka har huvudregressionen testats i de olika segmenten vart och ett för sig. På detta sätt är det också möjligt att uttala sig om huruvida skuldsättning och likviditetsbuffert har större betydelse i något av de undersökta segmenten.

Nedan redovisas räntabilitet på eget respektive totalt kapital för varje segment, tillsammans med de två huvudsakliga oberoende variablerna skuldsättning och likviditetsbuffert samt kontrollvariablerna tillväxt och storlek. Tillväxt redovisas med hänsyn till att något segment skulle kunna vara mer eller mindre lönsamt beroende på att detta segment uppvisar mer eller mindre tillväxt än något annat segment. Till exempel är bulksegmentet det segment där omsättningen ökat mest under den undersökta perioden, varför det skulle kunna antas ha inverkan. Storlek inkluderas eftersom det är en variabel som kan antas ha ett samband med flera av variablerna.

4.6.1 Tanker

I tankersegmentet finns företag med god lönsamhet (högre medelvärde för både räntabilitet på eget och totalt kapital än bulk och passagerare, men lägre än container & ro-ro), relativt hög skuldsättning (högre medelvärde än bulk och passagerare, men lägre än container & ro-ro) och stor likviditetsbuffert (större än övriga tre undersökta segment).

TABELL 9. Räntabilitet på eget kapital – tanker.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 0,712* (-1,26)	0,568	0,206
Skuldsättning	- 0,034*** (-3,96)	0,009	0,000
Likviditetsbuffert	1,485** (2,30)	0,647	0,022
Tillväxt	0,016 (0,83)	0,019	0,407
Storlek	0,111** (2,05)	0,054	0,040

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=224 R²=0,086. Z-värden inom parentes.

Tabellen ovan visar att både likviditetsbuffert och skuldsättning är statistiskt signifikanta och har förväntade tecken, det vill säga skuldsättning påverkar räntabilitet på eget kapital negativt och förekomsten av likviditetsbuffert påverkar positivt. Koefficienterna för likviditetsbuffert och skuldsättning är dessutom större (har högre värden) än för populationen som helhet. Tillväxt tycks inte ha någon

statistiskt signifikant betydelse. Storlek däremot har en statistiskt signifikant och positiv påverkan på lönsamhet i tankersegmentet. Detta segment har den högsta räntabiliteten på eget kapital tillsammans med container & ro-ro, och de största företagen vilket kan förklara detta.

TABELL 10. Räntabilitet på totalt kapital – tanker.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 0,100 (-0,11)	0,088	0,909
Skuldsättning	- 0,004*** (-4,05)	0,001	0,000
Likviditetsbuffert	0,172** (2,23)	0,077	0,026
Tillväxt	- 0,002 (-0,86)	0,002	0,389
Storlek	0,013* (1,67)	0,008	0,095

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=224 R²=0,092. Z-värden inom parentes.

På samma sätt som för populationen i sin helhet sjunker koefficienterna (de oberoende variabelernas betydelse) när räntabilitet på totalt kapital används som beroende variabel, även om dessa fortfarande är mycket statistiskt signifikanta och har förväntade tecken. Inte heller för ROA har tillväxt någon statistiskt signifikant betydelse. Storlek har dock fortfarande en positiv effekt även om den statistiska signifikansen inte är lika hög.

Förklaringsvärdet R² är något lägre än för hela populationen och övriga segment vad gäller räntabilitet på eget kapital, det vill säga att de undersökta variabelerna inte i lika stor utsträckning förklarar lönsamheten i detta segment som i övriga. Detta gäller även om både skuldsättning och likviditet är statistiskt signifikanta och dessutom har förväntade tecken – skuldsättning påverkar negativt och likviditetsbuffert positivt. Emellertid är förklaringsvärdet (R²) för räntabilitet på totalt kapital betydligt högre än för populationen som helhet.

4.6.2 Bulk

Bulksegmentet innehåller företag med något lägre lönsamhet (lägre medelvärde än tankers och container & ro-ro, men högre än passagerare), den lägsta skuldsättningen (lägre än tankers, container & ro-ro och passagerare) och minsta likviditetsbufferten (lägre än tankers, container & ro-ro och passagerare) men den högsta tillväxten. Resultaten visas i nedanstående tabeller.

TABELL 11. Räntabilitet på eget kapital – bulk.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 0,172 (-0,96)	0,179	0,337
Skuldsättning	- 0,024*** (-5,56)	0,004	0,000
Likviditetsbuffert	1,130*** (4,42)	0,256	0,000
Tillväxt	- 0,001 (-0,22)	0,005	0,827
Storlek	0,025 (1,48)	0,017	0,138

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=218 R²=0,175. Z-värden inom parentes.

Även i bulksegmentet är de oberoende variablerna skuldsättning och likviditetsbuffert mycket statistiskt signifikanta och har förväntade tecken. Koefficienterna är något lägre än för tankersegmentet. Även om detta segment kan uppvisa den högsta tillväxten, så har inte tillväxt någon statistiskt signifikant effekt på lönsamheten. Inte heller storlek är statistiskt signifikant. Den stora skillnaden jämfört med både tankersegmentet och med populationen som helhet är att förklaringsvärdet stiger markant i tankersegmentet. Hela 17,5 procent av räntabiliteten på eget kapital kan förklaras av skuldsättning och förekomsten av likviditetsbuffert.

TABELL 12. Räntabilitet på totalt kapital – bulk.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 0,007 (-0,19)	0,039	0,846
Skuldsättning	- 0,002*** (-2,67)	0,001	0,008
Likviditetsbuffert	0,203*** (3,69)	0,055	0,000
Tillväxt	- 0,000 (-0,01)	0,001	0,989
Storlek	0,007* (1,85)	0,004	0,065

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=218 R²=0,090. Z-värden inom parentes.

Koefficienterna för både skuldsättning och likviditetsbuffert sjunker när den beroende variabeln är räntabilitet på totalt kapital, men de är fortfarande statistiskt signifikanta. Förklaringsvärdet sjunker för räntabilitet på totalt kapital på samma sätt som tidigare och är här 9 procent. Detta är dock högre än för populationen som helhet och ungefär samma som i det ovan undersökta tankersegmentet.

Tillväxt har inte heller i bulksegmentet någon betydelse för vare sig ROE eller ROA, trots att detta segment är det som uppvisar den högsta tillväxten av de fyra. Det finns således goda skäl att anta tillväxt i detta sammanhang inte påverkar lönsamheten, i vart fall inte direkt. Storlek visar sig i bulksegmentet ha en viss positiv statistiskt signifikant effekt på räntabilitet på totalt kapital, även om denna är liten.

4.6.3 Container & Ro-ro

Detta segment karaktäriseras av den högsta genomsnittliga lönsamheten (både räntabilitet på eget respektive totalt kapital), den högsta skuldsättningen och en något lägre likviditetsbuffert än tanker och passagerare men högre än bulk. Å andra sidan ligger alla enskilda segmenten i intervallet 14,5 – 16,6 procent som likviditetsbuffert, så det är inte så stora skillnader.

TABELL 13. Räntabilitet på eget kapital – container & ro-ro.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	3,819 (1,37)	2,789	0,171
Skuldsättning	- 0,015* (-1,90)	0,008	0,058
Likviditetsbuffert	5,142*** (2,76)	1,861	0,006
Tillväxt	1,597* (1,72)	0,929	0,086
Storlek	-0,286 (-1,18)	0,243	0,239

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=75 R²=0,241. Z-värden inom parentes.

Skuldsättning har en negativ och statistiskt signifikant koefficient, vilket överensstämmer med det mönster som hittills kunnat skönjas. Detsamma gäller likviditetsbuffert som har en positiv och statistiskt signifikant koefficient. Koefficienten för likviditetsbuffert antar dessutom det högsta värdet av alla undersökta sammanhang. Dessutom överstiger förklaringsvärdet för första gången 20 procent och är 24,1 procent. Detta är det näst högsta av alla undersökta sammanhang i denna studie (det högsta återfinns nedan - se följande avsnitt om passagerarsegmentet). Här tycks också tillväxt ha en viss positiv effekt, även om det inte har någon hög statistisk signifikans.

TABELL 14. Räntabilitet på totalt kapital – container & ro-ro.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	0,036 (0,15)	0,233	0,878
Skuldsättning	- 0,002*** (-3,05)	0,001	0,002
Likviditetsbuffert	0,318** (2,30)	0,138	0,022
Tillväxt	0,113 (1,63)	0,069	0,103
Storlek	0,014 (0,68)	0,205	0,493

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=75 R²=0,190. Z-värden inom parentes.

Skuldsättning och likviditetsbuffert har på ett likartat sätt också i detta segment betydelse för räntabilitet på totalt kapital. Båda de oberoende variablerna är statistiskt signifikanta. Skuldsättning inverkar negativt och likviditetsbuffert positivt på lönsamheten vilket var det som kunde förväntas. Varken tillväxt eller storlek kan uppvisa någon statistisk signifikans, även om tillväxt kan tänkas ha en viss positiv effekt.

Den finansiella flexibiliteten i form av likviditetsbuffert spelar en avsevärt större roll för lönsamhet mätt som räntabilitet på eget kapital i segmentet för container & ro-ro än i något annat segment, men det gäller också för räntabilitet på totalt kapital. I detta segment har likviditetsbuffert den högsta koefficienten av alla segment. Förklaringsvärdet R^2 är betydligt högre också för räntabilitet på totalt kapital, och ligger nära 20 procent.

4.6.4 Passagerare

Passagerarsegmentet har beskrivits ovan i avsnittet med beskrivande statistik som det i genomsnitt minst lönsamma, med relativt låg skuldsättning (högre än bulk, men lägre än tankar och container & ro-ro) och förhållandevis stor likviditetsbuffert (endast tankar har högre med 16,6 procent jämfört med 16,3 procent i passagerarsegmentet).

TABELL 15. Räntabilitet på eget kapital - passagerare.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 0,286 (-0,93)	0,308	0,353
Skuldsättning	- 0,056*** (-16,49)	0,003	0,000
Likviditetsbuffert	0,544** (2,03)	0,268	0,043
Tillväxt	0,025 (0,64)	0,040	0,523
Storlek	0,037 (0,97)	0,378	0,331

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=654 $R^2=0,271$. Z-värden inom parentes.

Både skuldsättning och förekomsten av likviditetsbuffert har en statistiskt signifikant effekt på räntabilitet på eget kapital. I passagerarsegmentet är betydelsen av ökad skuldsättning större än för alla segment som helhet. Lönsamheten mätt som ROE påverkas alltså mer negativt av ökad skuldsättning. Värdet på R^2 för räntabilitet på eget kapital förklarar av skuldsättning och likviditetsbuffert är också det högsta av alla segment, hela 27,1 procent. Samtidigt är detta segment det som uppvisar den lägsta genomsnittliga lönsamheten av de fyra undersökta. En möjlig förklaring är att frågan om tillgång till kapital får en större relativ betydelse i en verksamhet med låga marginaler.

TABELL 16. Räntabilitet på totalt kapital – passagerare.

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 0,200*** (-3,81)	0,053	0,000
Skuldsättning	- 0,001** (-2,14)	0,001	0,032
Likviditetsbuffert	0,233*** (4,90)	0,048	0,000
Tillväxt	0,005 (0,73)	0,007	0,464
Storlek	0,024*** (-3,81)	0,006	0,000

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=654 $R^2=0,027$. Z-värden inom parentes.

Även för räntabilitet på totalt kapital har skuldsättning en negativ och statistiskt signifikant koefficient, och likviditetsbuffert har en positiv och statistiskt signifikant koefficient i passagerarsegmentet. Tillväxt tycks inte ha någon effekt, medan storlek har en mycket signifikant positiv effekt.

Förklaringsvärdet för effekten av de undersökta variablerna på räntabilitet på totalt kapital i passagerarsegmentet är dock lågt, endast 2,7 procent, vilket är det lägsta värdet i undersökningen.

4.6.5 Sammanfattning av resultat per segment

För det första kan konstateras att resultaten från branschen som helhet håller också i de enskilda segmenten. I alla undersökta segment har både likviditetsbuffert och skuldsättning haft förväntade tecken på koefficienterna och varit statistiskt signifikanta. Därvid finns det inga skillnader jämfört med hela rederinäringen. För det andra är det också möjligt - genom att undersöka de olika segmenten var för sig - att undersöka om det finns några skillnader i betydelsen av skuldsättning och likviditetsbuffert i något eller några av segmenten.

De oberoende variablerna tycks ha betydligt större betydelse i vissa segment. Resultaten av undersökningen av branschen som helhet visade att framförallt kontrollvariabeln för container & ro-ro hade ett positivt och signifikant samband med både räntabilitet på eget respektive totalt kapital. Följdriktigt har det i undersökningen av segmenten separat kunnat konstateras att skuldsättning och likviditetsbuffert kan sägas förklara över 20 procent av räntabilitet på eget kapital i både container & ro-ro och passagerarsegmentet. I container & ro-ro kan skuldsättning och likviditetsbuffert förklara 24 procent av räntabiliteten på eget kapital, och i passagerarsegmentet hela 27 procent. En anledning som nämnts tidigare skulle kunna vara finansieringens relativa betydelse i verksamheter som präglas av låga marginaler som till exempel passagerarsegmentet. Passagerarsegmentet har beskrivits ovan som det minst lönsamma, varför kostnader för finansiering skulle få en relativt sett större betydelse för lönsamheten. Container & ro-ro är å andra sidan ett av de mer lönsamma segmenten och därför skulle denna förklaring inte gälla där. Däremot så har detta segment högst skuldsättning varför finansieringen återigen får stor betydelse.

Det är också i segmentet container & ro-ro som den högsta statistiskt signifikanta koefficienten för likviditetsbuffert identifierats, varför det bör ha större betydelse i detta segment. Lägst förklaringsvärden har återfunnits i tankersegmentet, där cirka 7 procent av räntabilitet på eget kapital förklaras av skuldsättning och likviditetsbuffert.

4.7 Marginalmått

För att ytterligare undersöka betydelsen av kapitalstruktur och likviditetsbuffert har även två andra mått på företagets prestationer använts som beroende variabel – rörelsemarginal och nettomarginal (se avsnitt 3.2 ovan). Titman och Wessels (1988) använde rörelsemarginal som mått på lönsamhet när de undersökte sambandet mellan lönsamhet och kapitalstruktur.

Skillnaden mellan dessa två marginalmått kan enklast förklaras som att rörelsemarginal inte tar hänsyn till finansiella intäkter och kostnader, och att nettomarginal tar hänsyn till finansiella intäkter och kostnader. Detta test har inte genomförts för de olika segmenten var för sig, utan för populationen som helhet i syfte att undersöka om dessa prestationsmått i större utsträckning kan förklaras av de undersökta variablerna än räntabilitetsmått. Däremot används de olika segmenten också här som kontrollvariabler. Denna del av undersökningen kan också användas som ett test av styrkan i de tidigare resultaten som visade en koppling mellan lönsamhet och finansiell flexibilitet, detta genom att använda andra mått på finansiell prestation utan poster hämtade från balansräkningen som beroende variabler.

4.7.1 Rörelsemarginal

Rörelsemarginal är ett annat sätt att visa lönsamhet i ett företag. Rörelsemarginalen beräknas som procentuellt överskott genom att sätta rörelseresultatet i relation till omsättningen. Själva testet av rörelsemarginal som beroende variabel har skett på samma sätt som övriga ovan, enligt nedanstående modell:

$$\begin{aligned} \text{Rörelsemarginal}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{skuldsättning}_{it} + \beta_2 \text{likviditetsbuffert}_{it} & (4.3) \\ & + \beta_3 \text{tillväxt}_{it} + \beta_4 \text{storlek}_{it} + \beta_5 \text{tanker}_{it} + \beta_6 \text{bulk}_{it} \\ & + \beta_7 \text{container \& ro - ro}_{it} + \beta_8 \text{passagerare}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Resultaten visas i tabellen på följande sida, och diskuteras därefter.

TABELL 17. Rörelsemarginal (4.3).

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 4,781 *** (-11,43)	0,418	0,000
Skuldsättning	- 0,008 *** (-2,63)	0,003	0,009
Likviditetsbuffert	0,094 (0,35)	0,270	0,728
Tillväxt	- 0,012 (-1,45)	0,008	0,146
Storlek	0,624 *** (14,65)	0,042	0,000
Tanker	- 1,968 *** (-3,52)	0,559	0,000
Bulk	- 1,394 ** (-2,40)	0,580	0,016
Container & Ro-ro	- 1,795 * (-1,99)	0,900	0,046
Passagerare	- 0,366 (-0,93)	0,394	0,353

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=1795 R²=0,104. Z-värden inom parentes.

Man kan konstatera att koefficienten för skuldsättning som påverkar rörelsemarginalen är något större än för räntabilitet på totalt kapital (-0,008 jämfört med -0,001), men mindre än för räntabilitet på eget kapital (-0,008 jämfört med -0,024). Koefficienten har förväntat tecken, det vill säga är negativ och har hög statistisk signifikans. Resultaten tolkas som att skuldsättning har en negativ inverkan på rörelsemarginalen, något mer än inverkan på räntabilitet på totalt kapital men mindre än inverkan på eget kapital. Skillnaderna är dock små i förhållande till både räntabilitet på eget respektive totalt kapital, men båda de oberoende variablerna är statistiskt signifikanta.

Titman och Wessels (1998) fann på samma sätt – när de undersökte bland annat kopplingen mellan lönsamhet och kapitalstruktur – en negativ korrelation mellan rörelsemarginal och skuldsättning, även om de inte drog några mer långtgående slutsatser av det i just den studien. Denna studie visar alltså ett liknande resultat i detta avseende.

Vad gäller likviditetsbuffert är storleken på koefficienten lägre än för påverkan på både räntabilitet på eget kapital (0,767) och totalt kapital (0,146). Den är emellertid inte statistiskt signifikant, men har förväntat tecken, det vill säga är positiv. Det tycks alltså som om likviditetsbuffert för första gången i denna undersökning saknar betydelse för den beroende variabeln som här är rörelsemarginal. Vad som främst tycks ha inverkan på rörelsemarginalen är storleken på företagen. Koefficienten för storlek är betydligt större än vad den är för både ROE (0,624 jämfört med 0,046) och ROA (0,624 jämfört 0,020), och har högre statistiskt signifikans. Förklaringsvärdet i form av R^2 för rörelsemarginal förklarar av de undersökta variablerna är 10,4 procent och är därmed något högre jämfört med både räntabilitet på eget och totalt kapital. En stor och signifikant koefficient för konstanten antyder emellertid att det finns utelämnade variabler i modellen, som skulle kunna förklara rörelsemarginalen.

4.7.2 Nettomarginal

Nettomarginal är ett annat marginalmått som beräknar det procentuella "överskottet" i resultaträkningen, men som tar hänsyn också till finansiella intäkter och kostnader. Nettomarginalen beräknas genom att relatera resultatet efter finansiella intäkter och kostnader till omsättningen.

$$\begin{aligned}
 \text{Nettomarginal}_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{skuldsättning}_{it} + \beta_2 \text{likviditetsbuffert}_{it} \quad (4.4) \\
 & + \beta_3 \text{tillväxt}_{it} + \beta_4 \text{storlek}_{it} + \beta_5 \text{tanker}_{it} + \beta_6 \text{bulk}_{it} \\
 & + \beta_7 \text{container \& ro} - \text{ro}_{it} + \beta_8 \text{passagerare}_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Resultaten visas i tabellen nedan, och diskuteras därefter.

TABELL 18. Nettomarginal (4.4).

<i>Variabel</i>	<i>Koefficient</i>	<i>Std.av.</i>	<i>P-värde</i>
Konstant	- 1,253*** (-3,36)	0,373	0,001
Skuldsättning	- 0,009** (-2,49)	0,004	0,013
Likviditetsbuffert	0,420 (1,26)	0,333	0,207
Tillväxt	- 0,011 (-1,05)	0,011	0,295
Storlek	0,218*** (5,16)	0,042	0,000
Tanker	- 0,931** (-2,28)	0,409	0,023
Bulk	- 0,872** (-2,08)	0,420	0,038
Container & Ro-ro	- 0,777 (-1,16)	0,667	0,245
Passagerare	- 0,631 (-2,23)	0,283	0,026

* p < 0,1 ** p < 0,05, och *** p < 0,01 N=1795 R²=0,027. Z-värden inom parentes.

Vad gäller nettomarginal har koefficienterna för de båda oberoende variablerna skuldsättning och likviditet de förväntade tecknen, negativ respektive positiv, men det är bara skuldsättning som är statistiskt signifikant. Likviditet tycks för nettomarginal på samma sätt som för rörelsemarginal sakna statistiskt signifikant betydelse.

På likartat sätt som för rörelsemarginalen är det koefficienten för storlek som märks både vad gäller storlek och statistisk signifikans, även om koefficienten är lägre än för rörelsemarginalen. Det bör vidare uppmärksammas att R² är betydligt lägre för nettomarginal förklarad av de undersökta variablerna än R² för rörelsemarginal (0,027 jämfört med 0,104). Koefficienten för konstanten är stor och signifikant vilket indikerar att modellen i likhet med modellen för rörelsemarginal ovan har utelämnade variabler, även om koefficienten är något mindre.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att likviditetsbuffert inte på samma sätt som för räntabilitetsmåten tycks få något genomslag för marginalmåten. Detta kan möjligen ha att göra med det faktum att inget mått är hämtat från balansräkningen, då marginalmåten är konstruerade enbart genom olika poster från resultaträkningen. Vad gäller skuldsättning så har denna en negativ statistiskt signifikant påverkan på de båda marginalmåten på samma sätt som för räntabilitetsmåten.

4.8 Sammanfattning

Det har konstaterats att den svenska sjöfartsnäringen uppvisar stor variation i storlek mellan företagen. Många av de svenska företagen är relativt sett små, när man mäter storlek som omsättning. Vad gäller övriga mått framgår också skillnader mellan de undersökta segmenten. Varje segment har beskrivits utförligt, och en sammanfattande beskrivning av den svenska sjöfartsnäringen med kommentarer återfinns i kapitel 6 nedan.

Korrelationsmatrisen i avsnitt 4.3 ovan visade flera statistiskt signifikanta samband mellan variablerna. Finansiell flexibilitet i form av skuldsättning och likviditetsbuffert har en negativ respektive en positiv korrelation med räntabilitetsmåten. Detta samband undersöktes därefter med hjälp av regressionsanalys i syfte att närmare granska hur mycket av räntabilitetsmåten som kan förklaras av finansiell flexibilitet, och hur stor inverkan skuldsättning och likviditetsbuffert har. Resultaten visar att ökad skuldsättning påverkar lönsamheten negativt vilket gäller för både räntabilitetsmått och marginalmått. Resultaten visar också att förekomsten av en likviditetsbuffert påverkar lönsamheten positivt. Även här finns stora skillnader i betydelsen av finansiell flexibilitet för lönsamheten mellan de olika segmenten. Det finns också skillnader mellan segmenten avseende hur mycket av lönsamheten som kan förklaras av finansiell flexibilitet (skuldsättning och likviditetsbuffert). Finansiell flexibilitet kan sägas förklara över 20 procent av räntabilitet på eget kapital i både container & ro-ro och passagerarsegmentet. Det är också i segmentet container & ro-ro som den högsta statistiskt signifikanta koefficienten för likviditetsbuffert identifierats, samt den största likviditetsbufferten (10,2 procent i medianvärde) varför det bör ha större betydelse i detta segment (dessutom förklaras hela 24 procent av lönsamheten av den

uppställda modellen). Utan att det diskuteras och redovisas särskilt så har varje enskilt år undersökts i regressionerna som en kontrollvariabel i syfte att fånga effekten av konjunkturförändringar. Inget enskilt år gav något statistiskt signifikant resultat, varför dessa inte har redovisats.

Hur resultaten tolkas och vilka slutsatser som dras därav utvecklas och kommenteras i följande kapitel.

KAPITEL 5

Diskussion och slutsatser

I kapitel 4 undersöktes betydelsen av finansiell flexibilitet för lönsamhet i företag. Lönsamhet har mätts på flera sätt; räntabilitet på eget och totalt kapital och med två marginalmått. Det har konstaterats att kapitalstrukturen har betydelse för företagets lönsamhet. Skuldsättning har en negativ effekt på lönsamheten, eller omvänt – ökad andel egenfinansiering har en positiv effekt på lönsamheten. På samma sätt har det konstaterats att förekomst av en likviditetsbuffert har betydelse, och dessutom en större betydelse än kapitalstrukturen. Förekomsten av likviditetsbuffert påverkar lönsamheten positivt. Likviditet tycks dessutom spela en större roll för företagets finansiella prestationer än vad kapitalstrukturen gör.

Utifrån undersökningens resultat kan de två hypoteser som ställdes upp i kapitel 2 prövas. Den första var att skuldsättning påverkar företagets lönsamhet negativt, även om det går att finna argument för båda riktningarna. Resultaten visar att kapitalstrukturen – mätt som skuldsättning – påverkar företagets lönsamhet negativt på ett statistiskt signifikant sätt. Den andra hypotesen var att förekomsten av en likviditetsbuffert påverkar företagets lönsamhet positivt. Resultaten ger klart stöd också till denna hypotes. De två hypoteserna diskuteras mer utförligt i detta kapitel näst sista avsnitt, i samband med att forskningsfrågan besvaras, men det kan redan nu konstateras att studiens resultat visar att finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och likviditet tillsammans med övriga undersökta variabler kan förklara cirka 10 procent av lönsamheten i den svenska sjöfartsnäringen. I enskilda segment kan det ha en ännu större

betydelse, som till exempel i passagerarsegmentet där R^2 ligger nära 28 procent, vilket betyder att kapitalstruktur och tillgång till likviditet kan förklara en stor del av lönsamheten.

I undersökningen antas lönsamhet vara en funktion av kapitalstruktur och likviditet över tid. Trots modellens enkelhet erhålls robusta resultat. Det tyder på att mer av ekonometrisk raffinering inte varit nödvändigt för att på den här nivån undersöka betydelsen av finansiell flexibilitet för företags lönsamhet.

Kapitalstruktur och likviditet är medel för att genomföra företags strategi och för att kunna generera vinst. Men det kanske inte är den direkta kopplingen mellan kapitalstruktur, likviditet och lönsamhet som resultaten avspeglar. Finansiell flexibilitet ger möjligheter för företaget att handla. Det kan vara förutsättningarna för lönsamhet som en effekt av aktiviteter som kapitalstrukturen och likviditeten skapar och möjliggör. Detta resonemang utvecklas i detta kapitel där också forskningsfrågan besvaras. Men först diskuteras finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och likviditetsbuffert var för sig. I följande avsnitt diskuteras resultaten och hur de tolkas mer utförligt. I slutet av detta kapitel lyfts också avhandlingens bidrag åter fram.

5.1 Kapitalstrukturens betydelse

”För att skapa stabilitet och minska risk, så ställde vi som krav på oss själva att vi skulle alltid ha egen finansiering på minst 30 procent.”

Anders Dreijer, Broströms, 12 maj 2010.

Kapitalstruktur – mätt som skuldsättning – har effekt på företagets lönsamhet. Resultaten visar att en högre grad av skuldsättning har en negativ effekt på båda räntabilitetsmåten, även om den är mindre vad gäller räntabilitet på totalt kapital. I båda fallen också statistiskt signifikanta resultat. Förklaringen till att effekten av skuldsättning på räntabiliteten på totalt kapital är så liten ligger i att detta avkastningsmått inte tar hänsyn till kostnaderna för finansieringen. Förklaringsvärdet är också lägre för kapitalstrukturens betydelse för just räntabilitet på totalt kapital än på eget kapital.

När skuldsättningen undersöktes för vart och ett av segmenten i kapitel 4, var koefficienten i alla segment som förväntat negativ och statistiskt signifikant. Den största koefficienten återfanns för passagerarsegmentet för räntabilitet på eget kapital, där också förklaringsvärdet var det högsta av de enskilda segmenten – 27,1 procent. Att skuldsättning (och likviditet) har så stor betydelse i passagerarsegmentet är inte så lätt att förklara utifrån det tillgängliga materialet. Detta segment skiljer sig inte väsentligt från övriga, men möjligen har den finansiella flexibiliteten som kapitalstruktur och likviditet möjliggör en större betydelse för företagens prestationer i detta segment på grund av särskilda marknadsförhållanden som konjunkturkänslighet, lågmarginalverksamhet, cyklicitet eller kapitalbehov. Andra förklaringar kan sökas i de företag som ingår i segmentet, som ovan har beskrivits som det minst lönsamma med många små företag.

Det finns en positiv statistiskt signifikant korrelation mellan skuldsättning och storlek vilket tolkas som att de större företagen har en högre skuldsättning. Resultaten kan också ges en tolkning som innebär att de mindre företagen har sämre tillgång till kapitalmarknaden än de större, eller har stora kostnader för extern finansiering och därför föredrar en högre grad av egenfinansiering. Faulkender och Petersen (2006) finner att kapitalstrukturen styrs av tillgång till kapitalmarknaden allt annat lika, och att företag med bättre tillgång till kapitalmarknaden har en högre skuldsättning. Falkender och Wang (2006) finner vidare att den sämre tillgången till kapitalmarknaden innebär att företagen har en högre likviditetsbuffert och således föredrar intern finansiering. Företagen i passagerarsegmentet har följdriktigt också en lägre skuldsättning än genomsnittet (se avsnitt 4.2 ovan).

Även om det inte har undersökts särskilt, så har idén om att det finns en given prioritering (*pecking-order*) för hur företagen väljer att anskaffa olika typer av kapital (Myers, 1984, Fama och French, 2002 och för svenska förhållanden se till exempel Lindblom, Sandahl och Sjögren, 2010), berörts tidigare. Resultaten kan inte ge något särskilt stöd åt *pecking-order*, däremot får en av de förutsägelser som följer av teorin starkt stöd. En av de förutsägelser som följer av *pecking-order* är ett negativt samband mellan lönsamhet och skuldsättning. I både korrelationsmatrisen och i resultatet av regressionerna återfinns en

statistiskt signifikant negativ effekt av skuldsättning på företagets lönsamhet. Det gäller i alla undersökta sammanhang, båda avkastningsmått – räntabilitet på eget respektive totalt kapital – och båda marginalmått. Dessutom håller detta negativa samband även när man undersöker de olika segmenten var för sig. Koefficienten eller magnituden av betydelsen av skuldsättningen varierar något men den är alltid negativ och statistiskt signifikant. Resultaten vad gäller skuldsättningens effekt på företagens lönsamhet är således mycket robusta.

Finansiell flexibilitet har här definierats som faktisk likviditet och en kapitalstruktur som möjliggör både agerande och uthållighet. Att ökande skuldsättning har en negativ inverkan på lönsamhet ligger i linje med antagandet om att en högre grad av egenfinansiering skapar finansiell flexibilitet och ger utrymme för mer lånefinansiering till bättre villkor och därmed lägre kostnad om en affärsmöjlighet uppstår.

Resultaten visar vidare att skuldsättning är positivt korrelerat med storlek, samtidigt som förekomst av likviditetsbuffert var negativt korrelerat med storlek. Den negativa korrelationen mellan likviditet och storlek förklarades ovan med att större företag har ett mindre behov av att hålla en egen likviditetsreserv. På samma sätt tolkas förhållandet mellan skuldsättning och storlek - större företag har bättre tillgång till extern finansiering och kapitalmarknaden. Återigen kan kopplingen mellan storlek och risk (jämför angående likviditet ovan, och till exempel Fama och French, 1995 i föregående avsnitt) vara en förklaring till de större företagens möjligheter att få tillgång till kapital. Om man fortsätter att studera storlek så framgår det att storlek är positivt korrelerat med både räntabilitet på eget kapital och på totalt kapital, vilket är rimligt med hänsyn till relationen mellan de nyss nämnda variablerna skuldsättning och likviditet.

5.2 Likviditetens betydelse

”Likviditeten har vi alltid varit otroligt måna om. Sen går det inte att uttrycka med exakthet att den ska vara så eller så, men vi ville i alla marknadssituationer känna att vi hade likviditet...”

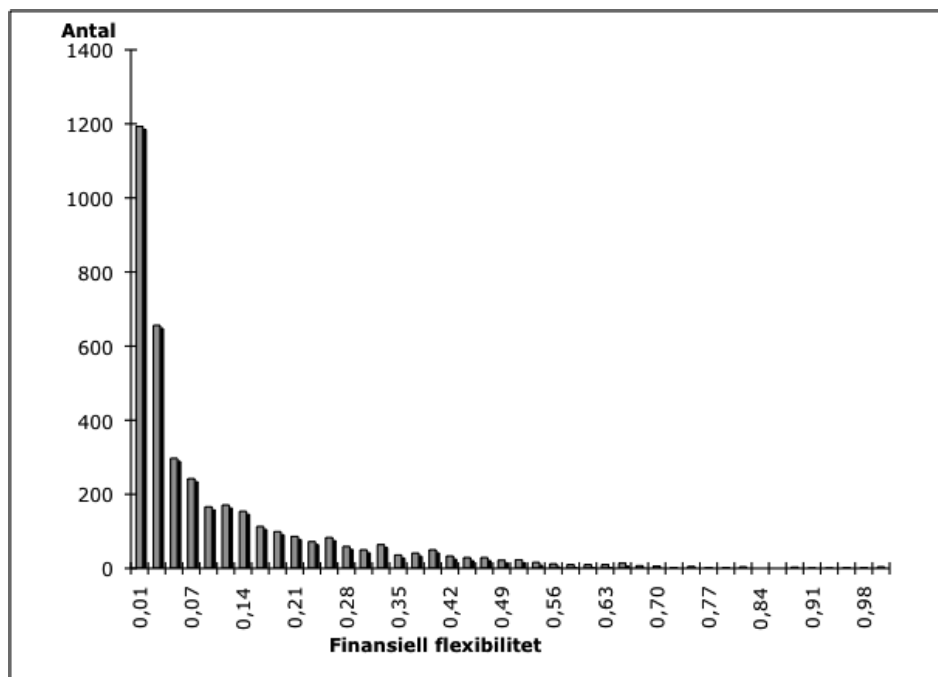
Anders Dreijer, Broströms, 12 maj 2010.

Resultaten visar att förekomsten av en likviditetsbuffert har en positiv effekt på både räntabilitet på eget kapital och räntabilitet på totalt kapital. I båda fallen var resultaten mycket statistiskt signifikanta, men koefficienten för likviditetsbuffert var större när räntabilitet på eget kapital utgjorde den beroende variabeln. En förklaring kan sökas i att detta räntabilitetsmått tar hänsyn till kostnader för finansieringen och har därför en koppling också till företagets skuldsättning. Räntabilitet på eget kapital förklarar av de undersökta variablerna hade vidare ett betydligt högre R^2 -värde än räntabilitet på totalt kapital, vilket också ligger i linje med förklaringen om kostnader för finansiering.

Varför har likviditet så stor betydelse för lönsamhet? Förklaringar finns både i värdet av likviditet och i förhållanden inom branschen som sådan. Sjöfartsnäringen utmärks bland annat av att det finns en väl utvecklad handel på en andrahandsmarknad med själva produktionsresurserna – det vill säga fartygen. På den marknaden finns utrymme för aktörer att – givet att de har möjligheten – ägna sig åt spekulation i fartygsvärden, eller att köpa billigt och sälja dyrt. Redare kan ha olika inställning till denna typ av verksamhet. Vissa talar om industriell shipping, och med detta menas att man huvudsakligen ägnar sig åt att frakta något åt någon annan. Som en kontrast till detta talas om en mer spekulativ shipping där fluktuationer i marknadsvärdet på produktionsresurserna står i fokus. Oavsett vilken typ av verksamhet som är den huvudsakliga så har konjunkturen och marknadspriserna på fartyg stor betydelse. Att företaget har möjlighet att agera och har tillgång till nödvändigt kapital är en förutsättning för att kunna vara framgångsrik.

I en undersökning av de mest framgångsrika företagen i den norska fiskeindustrin fann Dreyer och Grønhaug (2004) att medelvärdet för finansiell flexibilitet mätt som *net liquidity balance* för de 35 mest lönsamma företagen ligger på 0,12 eller 12 procent. I den svenska sjöfartsnäringen är medelvärdet 18,5 procent och medianvärdet 9 procent. Om man jämför med data från samtliga svenska aktiebolag

med fler än 50 anställda från perioden 1998-2003, ser fördelningen ut enligt nedanstående diagram. Data är hämtade från Hagberg (2006).



Figur 4. Finansiell flexibilitet mätt som likviditetsbuffert. Antal observationer 3 911.

För de svenska företagen ligger medelvärdet på cirka 10 procent och medianvärdet cirka 3,5 procent. Pinkowitz, Stulz och Williamson (2006) rapporterar en genomsnittlig svensk likviditet på 9,2 procent.¹⁷ Anledningen till att de svenska företagen ligger lägre än företagen i Dreyer och Grønhaug (2004) är rimligen att de endast hade de 35 mest lönsamma företagen i en enskild bransch, och histogrammet ovan visar samtliga svenska företag med fler än 50 anställda. En annan förklaring kan vara att det är karaktäristika för branschen som driver upp likviditeten i den norska fiskerieringen. På samma sätt ligger den

¹⁷ Pinkowitz, Stulz och Williamson (2006) jämför 35 länder och baserar sin undersökning på data hämtade från Worldscope under perioden 1988-1998, och inkluderar i sitt likviditetsmått värdepappersinnehav.

svenska sjöfartsnäringen betydligt högre jämfört med samtliga företag. Bates, Kahle och Stulz (2009) konstaterar att den genomsnittliga likviditetsnivån i amerikanska industriföretag mer än fördubblats mellan 1980 och 2006.¹⁸ De menar att försiktighet orsakad av större volatilitet i företagens kassaflöden är en av orsakerna. Företagen skulle således värdesätta den finansiella flexibilitet som följer av en likviditetsbuffert mer 2006 jämfört med 1980.

En annan förklaring till förekomsten av likviditetsbuffert i företagen kan sökas i institutionella faktorer som reglering och kontroll i syfte att skydda till exempel minoritetsägare (Pinkowitz, Stulz och Williamson, 2006). Kustadi och Wei (2011) fann i en undersökning av institutionella faktorer betydelse för likviditetshantering att företag som verkar i länder med starkare legalt skydd för minoritetsägare har ett mindre behov av att hålla likviditet i företaget. Här har dock endast ett land undersökts så det är svårt att göra några jämförelser, men nivån och förekomsten kan möjligen förklaras av det faktum att Sverige – liksom Norge – anses ha ett relativt starkt skydd för minoritetsägare. Institutionella faktorer kan dock vara av intresse som ett område för vidare forskning varför detta diskuteras ytterligare i kapitel 7.

Under alla förhållanden tycks företagen vilja ha en likviditetsreserv – eller annorlunda uttryckt, en överskottslikviditet som med en perfekt fungerande kapitalmarknad skulle vara överflödigt (Kim, Mauer och Sherman, 1998). En likviditetsbuffert bidrar till att skapa finansiell flexibilitet, något som ger företaget möjlighet att utnyttja affärsmöjligheter men bidrar också till uthållighet i sämre tider. Dessa positiva egenskaper hos likviditetsreserver anses av företagen uppenbarligen överväga kostnaderna, och det har redan tidigare i undersökningen konstaterats att det finns ett positivt samband med företagets lönsamhet.

Av resultaten framgår också att företagets storlek är negativt korrelerad med storleken på deras likviditetsreserv. Det tolkas här som att ju större företaget är desto mindre behov av en likviditetsbuffert i balansräkningen. Förklaringen kan bestå i att dessa företag har bättre tillgång till kapitalmarknaden och lättare att vid behov skaffa fram

¹⁸ Likviditetsnivån ökade från 10,5 procent 1980 till 23,2 procent 2006.

nödvändigt kapital. Denna förklaring ligger också väl i linje med Kim, Mauer och Sherman, (1998) som såg ett samband mellan storlek och kostnader för och tillgång till extern finansiering. Faulkender och Wang (2006) fann att företag med sämre tillgång till kapitalmarknaden hade en högre andel likviditet. På samma sätt fann Brown och Petersen (2011) att friktion i tillgången till kapital påverkade likviditetsnivåerna. Denis och Sibilkov (2010) fann att företag som var *financially constrained* ackumulerade likviditet i buffert för att kunna genomföra investeringar i stället för att använda sig av dyrare extern finansiering (eller sämre tillgång till kapitalmarknaden). Huruvida företagen i den svenska sjöfartsnäringen är *financially constrained* eller inte under den aktuella tidsperioden är dock inget som har undersökts särskilt här.

När skuldsättning i diskuterades ovan så lyftes sambandet mellan storlek och skuldsättning fram, och en förklaring som framhölls var just tillgång till kapitalmarknaden. I enlighet med det här förda resonemanget om varför företagen skulle värdesätta en likviditetsbuffert, så finns också ett negativt samband mellan storlek och likviditet. Ferreira och Vilela (2004) drog en liknande slutsats. De fann också en negativ koppling mellan likviditet och storlek vilket delvis förklarades av finansieringsmöjligheter. Detta var i sin tur avhängigt hur pass utvecklad kapitalmarknaden är i det enskilda landet.

Ferreira och Vilela (2004) fann också ett negativt samband mellan skuldsättning och likviditet, något som denna studie inte kan ge något stöd för. I korrelationsmatrisen i kapitel 4 ovan framgår att det finns en positiv korrelation som dock inte är statistiskt signifikant. Samtidigt kan storlek i sig vara ett tecken på lägre risk (Fama och French, 1995) vilket sin tur bidrar till att sänka kostnaderna för extern finansiering. För små rederier skulle det alltså i enlighet med detta resonemang vara mindre kostsamt att ha likviditetsreserver i bolaget jämfört med kostnaderna förenade med att gå till marknaden för att skaffa kapital och det pris man får betala för kapitalet. Andra empiriska undersökningar av svenska förhållanden har också visat att mindre företag tenderat att skapa likviditetsbuffertar (Lindblom, Sandahl och Sjögren, 2010).

En annan förklaring till att de mindre rederierna i undersökningen har likviditetsreserver kan vara att dessa i större utsträckning än de större är ägarledda. Mikkelsen och Partch (2003) resonerar om att ägandet har betydelse för mängden likviditet i bolaget, och att överskottslikviditet i enlighet med ekonomisk teori borde delas ut till ägarna då detta allokeras mer effektivt av dem själva än i företaget. Att så inte sker i mindre företag kan bero på att dessa är ägarledda, och att ägaren allokerar sitt kapital genom rederiet. Detta har emellertid inte undersökts särskilt men det kan konstaterats i och för sig att det är få av de svenska företagen som är börsnoterade. Detta förhållande bör emellertid inte innebära någon effekt på studiens resultat, då förekomsten av och storleken på företagens likviditetsbuffert visat sig ha ett positivt samband med lönsamheten vilket innebär att detta förhållande gäller även för de större företagen.

5.3 Tillväxt

Tillväxt är något som ofta eftersträvas. Tillväxt inkluderades i studien för att det är en variabel som skulle kunna påverka företagets prestationer, både negativt och positivt. Tillväxt antas också kunna påverka företagets kapitalstruktur och likviditet (se till exempel Jönsson, 2002, som undersökt finansiering i snabbväxande svenska företag). Tillväxt har emellertid inte visat sig ha betydelse för något av de undersökta prestationsmåten, räntabilitet på eget kapital respektive totalt kapital. Inte heller för marginalmåten; rörelsemarginal och nettomarginal. När man studerar de enskilda segmenten var och ett för sig, så saknar tillväxt också betydelse.¹⁹ Man hade kunnat argumentera för att tillväxt skulle vara negativt för lönsamheten i ett företag, då detta förutsätter kostsamma investeringar, perioder med höga kostnader och så vidare, men det finns inte ens ett negativt samband i den undersökta populationen.

Det finns inte heller någon statistiskt signifikant korrelation mellan variablerna storlek och tillväxt, varken negativ eller positiv. Tillväxt är endast korrelerat med segmentet passagerare, och då svagt negativt. Detta bör ses i belysning av att de flesta företag i segmentet passagerare är relativt sett mindre, och att segmentet har lägst

¹⁹ I segmentet container & ro-ro har tillväxt faktisk en viss positiv effekt på räntabilitet på totalt kapital, dock inte med stor statistiskt signifikans ($p=0,067$).

genomsnittlig lönsamhet. Tillväxt uppvisar i denna studie således inget samband med något av lönsamhetsmåten och inte heller med skuldsättning eller likviditet. Byoun (2008) fann emellertid att tillväxtföretag har hög skuldsättning, något som denna studie inte kan ge något tydligt stöd för.

Pinkowitz och Williamson (2002) fann att i företag med goda investerings- och tillväxtmöjligheter värdesattes likviditet högre än i jämförbara företag. På samma sätt fann Mikkelson och Partch (2003) att företag med stora likviditetsreserver växer mer än jämförbara företag. En förklaring är att dessa investerare mer och därför väljer att ha likviditetsreserver för att inte riskera en bristsituation. Man skulle därför förvänta sig en positiv korrelation mellan likviditetsbuffert och ett segment med goda investerings- och tillväxtmöjligheter. Det finns inga positiva korrelationer mellan likviditetsbuffert och något av de undersökta segmenten. Emellertid finns negativa och statistiskt signifikanta korrelationer mellan likviditetsbuffert och segmenten bulk och passagerare. En tolkning i enlighet med resonemanget från Pinkowitz och Williamson (2002) skulle i så fall vara att dessa segment inte hade goda tillväxtmöjligheter under den undersökta perioden 1997-2006. Vad gäller resonemanget om att företag med stora likviditetsreserver växer mer (Mikkelson och Partch, 2003) så ger inte denna studie något stöd för detta, vilket i och för sig inte behöver betyda att resonemanget inte är giltigt. Flertalet av företagen i denna undersökning är små och är således inte helt jämförbara.

5.4 Sammanfattande slutsatser

Brealey och Myers (2003) påstår att *”You can make a lot more money by smart investment decisions than by smart financing decisions”*. Med detta vill de säga att finansieringen inte är ett mål i sig. Det är investeringarna som är huvudsaken. Men det går inte att frikoppla finansieringsfrågan från verksamheten (jämför med Polesie, 1995). Studiens resultat visar att kapitalstrukturen påverkar lönsamheten i företaget och att ökad skuldsättning har en negativ effekt. Man bör dock betrakta varje investeringssituation för sig, varför det inte är rimligt att generellt uttala sig om val av finansieringsform.

Det har konstaterats att sjöfartsnäringen är en bransch där behovet av kapital är stort, varför en förhållandevis stor andel av kapitalet är

lånat. I en sådan bransch får naturligtvis överväganden om för- och nackdelar med en viss kapitalstruktur och storlek på tillgänglig likviditet betydelse för möjligheten att generera vinst. Tillgång till likviditet ger möjlighet att agera när affärsmöjligheter uppstår, och fungerar dessutom som buffert vid ekonomiska svårigheter. Nackdelarna är kostnaden för att hålla likviditet. Likviditet i bolaget kan normalt inte avkasta i närheten av en investering. Frågan om hantering och placering av tillfällig överskottslikviditet är något som inte har behandlats, inte heller kostnaden för att hålla överskottslikviditet i företaget. Däremot kan en framgångsrik hantering av överskottslikviditet bidra till att begränsa kostnaden med att hålla likviditet i företaget. På samma sätt som likviditetsreserver ger möjlighet att agera bidrar en kapitalstruktur som möjliggör ytterligare finansiering till företagets handlingsförmåga. Att ha tillgång till kapital, oavsett om det är likviditet eller möjlighet att skaffa externt kapital, är en framgångsfaktor.²⁰

Vad är det då som ger ett företag finansiell flexibilitet? Vad är det som avgör vilken skuldsättning och likviditetsbuffert ett företag har? Tidigare forskning har ofta studerat förklaringsfaktorer till både skuldsättning och likviditet var för sig (se kapitel 2 om relaterad forskning). Men vad skuldsättning och likviditet bidrar till i form av finansiell flexibilitet har sällan studerats sammantaget (Arslan, Florackis och Ozkan, 2010). Ovan har diskuterats att en anledning till att mindre företag håller en likviditetsbuffert är att de inte har lika god tillgång till kapitalmarknaden som de större, och att de större i sin tur har en högre skuldsättning just på grund av sin tillgång till extern finansiering. Man bör i sammanhanget reflektera över vad pengarna används till, och om det kan finnas skillnader mellan de större och de mindre företagen.

Tidigare studier har visat att det är företagets investeringsmöjligheter snarare än dess finansieringsmöjligheter som avgör värdet av finansiell flexibilitet (Pinkowitz och Williamson, 2002). Om så är fallet innebär det att tidigare fört resonemang om att större företag har

²⁰ De tidigare nämnda studierna av Gjesdal (2001, 2003) har gjorts inom ramen för forskningsprojektet "Kapitaltillgång som faktor för suksess i maritim verksamhet" på NHH finansierat av norska redarföreningen. Inom ramen för detta projekt betraktades kapitaltillgång som en framgångsfaktor, vilket också framgår av namnet.

större skuldsättning, bland annat på grund av bättre tillgång till kapitalmarknaden, gäller för att de har möjligheter att investera. De mindre företagen har större likviditetsreserver och lägre skuldsättning men i så fall snarare som en buffert i nedgång, något som stöds också av tidigare studier, till exempel ovan nämnda Arslan, Florackis och Ozkan (2010).

Om mindre företag har sin likviditetsreserv som en buffert för ekonomiskt ansträngda situationer, så är det inte i första hand investeringsmöjligheterna som styr förekomsten. Då handlar det snarare om rädsla för att tappa kontrollen i ett finansiellt nödläge. För de mindre rederierna kan en del av den upplevda kostnaden med att söka extern finansiering vara en fråga om kontroll och ägande. Arslan, Florackis och Ozkan (2010) fann att låg skuldsättning var viktigare än likviditetsreserver för att skapa finansiell flexibilitet, medan resultaten ovan pekar på det motsatta förhållandet. En anledning till att betydelsen av likviditetsreserver är större i denna studie skulle kunna vara att den innehåller många mindre företag där likviditet är viktigare än skuldsättningen för att skapa finansiell flexibilitet. Det skulle också kunna vara en delförklaring till varför tillväxten är så pass låg (2,5 procent). De mindre företagens finansiella flexibilitet styrs inte lika mycket av investeringsmöjligheter som de större, utan mer som ett skydd eller reserv i utsatta lägen.

För ett växande företag innebär det att tyngdpunkten i bibehållandet av finansiell flexibilitet vid något tillfälle flyttas från likviditet till skuldsättning. I avsnitt 6.2 nedan kategoriseras de svenska rederierna utifrån storlek i olika faser. Tänkbart är att en sådan förskjutning från likviditet till skuldsättning sker i kategorierna B och C – Tillväxt I och Tillväxt II.

5.5 Forskningsfrågan besvaras

Forskningsfrågan som ställdes i det första kapitlet löd:

I vilken utsträckning kan finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och tillgång till likviditet förklara företagets lönsamhet?

Frågan motiverades bland annat med utgångspunkt i den existerande litteraturen som undersöker bestämmande faktorer för kapitalstruktur

och likviditetsreserver i syfte att testa dessas betydelse för företagens lönsamhet. Ett annat motiv var att undersöka dessa faktorerens betydelse i en kapitalintensiv bransch som den svenska sjöfartsnäringen därtill bestående av nära nog uteslutande onoterade bolag.

Baserat på forskningsfrågan och tidigare studier utvecklades två hypoteser i kapitel 2 om vad som kunde förväntas av resultaten:

Hypotes 1: Högre skuldsättning i ett företag påverkar dess finansiella prestationer negativt.

Hypotes 2: Större likviditetsbuffert i ett företag påverkar dess finansiella prestationer positivt.

I föregående kapitel har betydelsen av kapitalstruktur och likviditet diskuterats med utgångspunkt i undersökningens resultat. Med tanke på forskningsfrågans utformning blir svaren relativa. Det kan konstateras att finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och likviditet har betydelse för företagens lönsamhet. Ökad skuldsättning påverkar finansiella prestationer negativt.

Hypotes 1 har således stöd i resultaten, och även om det går att finna empiriska belägg i litteraturen för motsatsen (Denis och McKeon, 2011), så kan det konstateras att ökad skuldsättning påverkar lönsamheten negativt i den svenska sjöfartsnäringen.

Hypotes 2 var att större likviditetsbuffert påverkade lönsamheten positivt vilket får klart stöd av resultaten. Det kan dessutom konstateras att likviditetsbuffert har större betydelse för företagens finansiella prestationer än en snävt definierad kapitalstruktur.

För att besvara forskningsfrågan, så kan det således sägas att både kapitalstruktur och likviditetsbuffert har betydelse för och påverkar företagens lönsamhet. Det finns också stöd för påståendet att kapitalstruktur och likviditetsbuffert är medel för att nå lönsamhet i företaget. Studiens resultat visar att kapitalstruktur och likviditet kan förklara cirka 10 procent av lönsamheten i den svenska sjöfartsnäringen. I enskilda segment kan det ha ännu större betydelse, som till exempel i passagerarsegmentet där R^2 ligger nära 28 procent,

vilket betyder att kapitalstruktur och tillgång till likviditet kan förklara en stor del av lönsamheten.

Detta tolkas som att god kapitalhantering är en framgångsfaktor för ett rederi, vilket kan sägas gälla även i andra branscher. Med ett sådant synsätt är det lätt att gå vidare i resonemang om strategi och interna resurser i ett företag. I de avslutande kapitlen utvecklas detta och andra resonemang bland annat som uppslag för fortsatta studier.

5.6 Bidrag – vad kan vi lära av detta?

I avsnitt 1.4 framhölls bidragen i denna studie, men några förtjänar att lyftas fram återigen. Avhandlingen bidrar för det första genom att undersöka finansiell flexibilitet och dess betydelse för lönsamheten. Den har ett empiriskt fokus och är baserad på tidigare litteratur. Vikten av finansiell flexibilitet har framhållits i flera studier (se till exempel Vithessonthi, 2010 och Denis, 2011) och här har undersökts hur lönsamheten påverkas av finansiell flexibilitet. Undersökningens resultat visar att finansiell flexibilitet har betydelse för lönsamheten; skuldsättning har ett negativt samband med lönsamheten och tillgång till likviditetsreserver har ett positivt samband med lönsamheten.

Genom att finansiell flexibilitet har betydelse för företagets lönsamhet, påvisas också ytterligare relevans i tidigare studier av finansiell flexibilitet. Man kan också dra slutsatsen att det även fortsättningsvis finns förutsättningar att ytterligare studera finansiell flexibilitet på grund av denna påverkan på lönsamheten. Genom att i denna studie kombinera kapitalstruktur och likviditet och dessa faktorer betydelse för lönsamhet ges ytterligare ett bidrag, då dessa faktorer i tidigare litteratur oftast studerats var för sig (Arslan, Florackis och Ozkan, 2010).

Studien bidrar vidare genom att isolera en viss bransch, i det här fallet sjöfart, och dessutom genom att studera onoterade företag. Dessutom, i avsnitt 2.7 ovan där vad som kunde förväntas av studien diskuterades, ifrågasattes också om ekonomisk teori såsom den diskuteras med utgångspunkt i till exempel Miller och Modigliani (1958), Beaver (1998) eller Fama och French (2002) också gäller för den ekonomiska struktur i vilka de flesta svenska rederier verkar. Denna studie bidrar genom att besvara den frågan med att så inte tycks

vara fallet. En förklaring till de mindre företagens lägre skuldsättning kan vara sämre tillgång till kapitalmarknaden. Resultaten tyder på att den kapitalmarknad som de svenska rederierna verkar på inte fungerar friktionsfritt. Detta gäller i vart fall för de mindre rederierna som genom att ha större andel egenfinansiering och större likviditetsbuffert än stora, inte tycks ha lika god tillgång till kapitalmarknaden. Åtminstone kan det antas att dessa mindre rederier ser vissa kostnader förenade med extern finansiering och därför föredrar andra sätt.

Resultaten är också relevanta genom att peka på betydelsen av god kapitalhantering som en framgångsfaktor för företagen. I god kapitalhantering ligger – utöver de något statiska måtten skuldsättning och likviditetsbuffert som använts här – företagets hantering av likviditet och kassaflöde, något som inte har undersökts.

Avhandlingen är vidare praktiskt relevant genom att beskriva den svenska sjöfartsnäringens tillstånd under perioden 1997-2006. Faktorer som lönsamhet, skuldsättning, likviditet, omsättning och tillväxt i de olika segmenten har kartlagts och beskrivits.

Studien och dess genomförande väcker ytterligare frågor och områden som vore intressant att få belysta, vilket behandlas i det avslutande kapitel 7 om fortsatt forskning.

IV

REFLEKTIONER OCH
FORTSATT FORSKNING

KAPITEL 6

Reflektioner

I detta kapitel finns kommentarer till studien och reflektioner om vad som kan påverka företagens finansiella prestationer, samt reflektioner om den svenska rederinäringens sammansättning och tillstånd. Här finns också en diskussion om den svenska sjöfartsnäringen och en kategorisering av de svenska rederierna i olika faser baserad på storlek med koppling till finansiell flexibilitet. Denna följs av en sammanfattande beskrivning av den svenska sjöfartsnäringen utifrån finansiell flexibilitet i form av skuldsättning och likviditetsbuffert.

Dessa reflektioner och kommentarer är frikopplade från forskningsfrågan och den undersökning som rapporterats i de föregående kapitlen. Kapitlet avslutas med en diskussion om undersökningen som sådan.

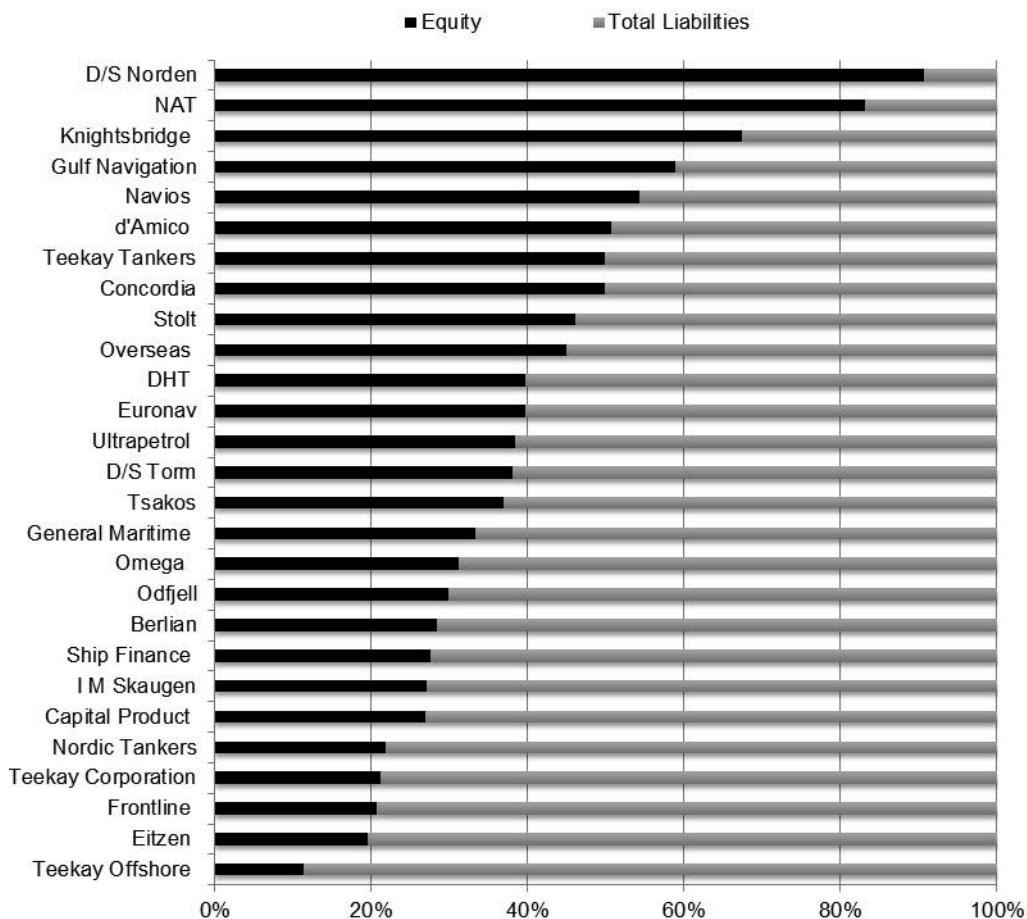
6.1 Att finansiera verksamheten och vad mer?

I studien har undersökts vilken betydelse finansiell flexibilitet i form av kapitalstruktur och likviditet har för företags lönsamhet. Kapitalstrukturen har i takt med ökad skuldsättning en negativ effekt och likviditet har en positiv effekt. Finansiell flexibilitet som det har definierats kan förklara cirka 10 procent av lönsamheten och i vissa segment hela 27 procent. Därutöver har några kontrollvariabler som storlek och segment i vissa fall befunnits ha betydelse.

Förklaringsvärden som ovan mellan 10 och 27 procent kan kanske betraktas som låga. Å andra sidan kanske inte betydelsen av förklaringsvärden ska överskattas. I en översikt över empiriska studier som undersöker förklaringsfaktorer för kapitalstrukturen fann man att R^2 varierade mellan 18 och 29 procent beroende på hur modellen specificerats (Lemmon, Roberts och Zender, 2008). Således är det andra icke-observerade faktorer än de som tidigare identifierats inom forskningen som styr kapitalstrukturen. Författarna drar bland annat slutsatsen att dessa ofta är förhållandevis stabila över tid och företagsspecifika. Om man tillämnar ett liknande resonemang på denna studie, så kan man först och främst konstatera att kapitalstruktur och likviditet kan förklara cirka 10 procent av lönsamheten i den svenska sjöfartsnäringen. I enskilda segment kan det ha ännu större betydelse, som till exempel i passagerarsegmentet där R^2 ligger nära 28 procent, vilket betyder att kapitalstruktur och tillgång till likviditet kan förklara en stor del av lönsamheten. Om finansiering kan förklara en del av lönsamheten, vad förklarar då resten? Det kan naturligtvis finnas redovisningsbaserade finansiella faktorer som oavsiktligt utelämnats, men det finns inga uppenbara sådana och det finns heller ingen uppenbar anledning att anta det. En mer trolig förklaring är att det finns faktorer av mer kvalitativ art, något som berörts i samband med analysen av resultaten ovan. Dessa faktorer kan vara av både intern och extern karaktär, vilket diskuteras nedan.

I en jämförelse mellan några av världens 100 mest framgångsrika rederier²¹ så har man funnit stora skillnader i kapitalstruktur. I figur 5 till höger illustreras skillnaden i skuldsättning för 27 av dessa företag.

²¹ Rederierna rankades utifrån ett flertal kriterier som ROE, ROA, omsättning, market-to-book-värde etc, av tidskriften Marine Money baserat på 2009 års resultat.



Figur 5. Kapitalstruktur i några globala rederier. Balansräkningens fördelning mellan eget kapital och skulder.

Dessa rederier handlar globalt. Storleksmässigt placeras alla i kategorin Mega med en omsättning över 1 miljard kronor enligt diskussionen i avsnitt 6.2 nedan. De har sitt säte i olika länder. Sammantaget bedöms dessa rederier vara bland de mest framgångsrika globalt. Hur kan det skilja så mycket mellan bolagen i deras kapitalstruktur? D/S Norden är nära nog helt egenfinansierat med en soliditet på 90 procent, medan rederier som Teekay och Frontline har en soliditet mellan 10 och 20 procent. Resultaten från undersökningen som här är genomförd visade att likviditet och kapitalstruktur har betydelse för lönsamheten (mellan 10 och 27

procent av räntabiliteten kan förklaras av finansiell flexibilitet, där de högre värdena återfinns i till exempel passagerarsegmentet). Rederierna i diagrammet ovan är alla framgångsrika även mätt som avkastning, varför det i deras fall är fler faktorer än kapitalstruktur som har betydelse för lönsamheten. Förklaringar kan förmodligen sökas på samma håll som diskuterats ovan, i till exempel tillgång till kapitalmarknad och storlek, men också i faktorer som ägande och kontroll (ägande diskuteras ytterligare som utgångspunkt för fortsatt forskning i kapitel 7 nedan).

Exempel på interna faktorer kan vara företagets affärsmodell, företagsledning, organisation och styrning som har avgörande betydelse för företagets lönsamhet. Externa faktorer kan vara förhållandet till företagets källor till kapital som ägare och långgivare där till exempel banken inte är beredd att låna ut mer än 40 procent, det vill säga företagets kapitalstruktur omöjliggör ytterligare finansiering. Det kan också vara institutionella faktorer som till exempel hur väl kapitalmarknaden fungerar. I denna undersökning har det framgått att det finns anledning att ifrågasätta detta åtminstone vad gäller de mindre företagen. Andra institutionella faktorer som lyfts fram i flera studier med koppling till företagens finansiering (till exempel Rajan och Zingales, 1995, Bancel och Mittoo, 2004 och Pinkowitz, Stulz och Williamson, 2006) är olika länders rättssystem och rättstraditioner. Skillnader kan finnas i skydd för investerare och synen på eget kapital, konvertibler och utländskt kapital. Bancel och Mittoo (2004) fann bland annat att de skandinaviska länderna skiljer sig från övriga europeiska länder härvidlag.

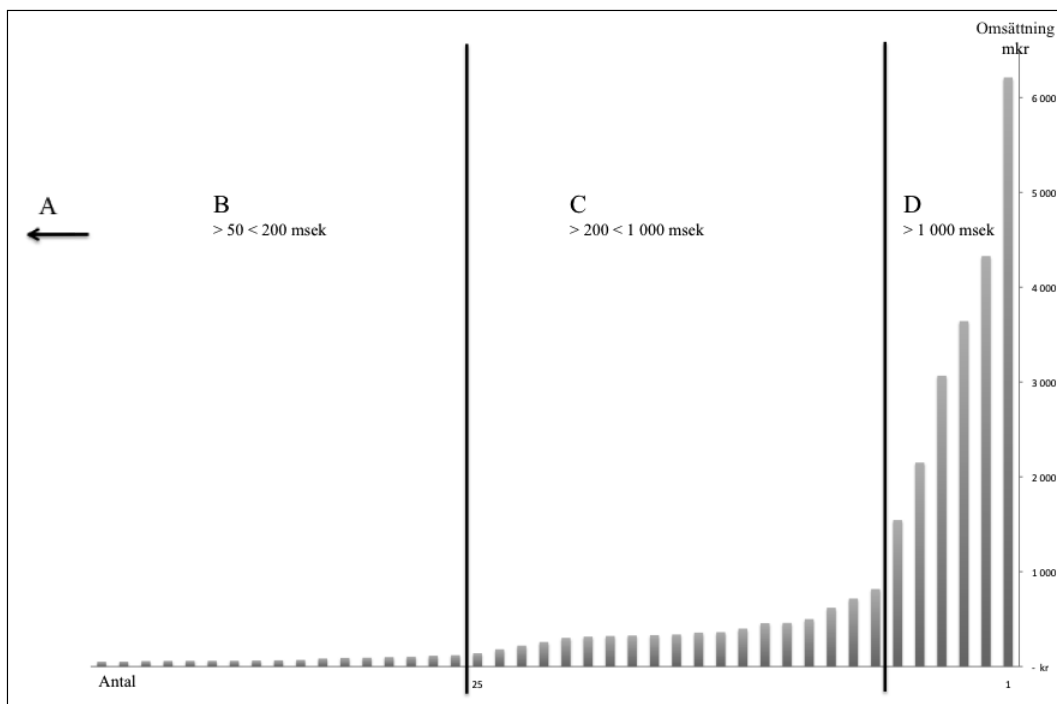
I kapitel 7 nedan, med förslag till fortsatta studier, diskuteras två möjliga vägar att undersöka andra faktorer som kan bidra till lönsamhet. Den ena rör olika typer av flexibilitet utöver finansiell flexibilitet som här har undersökts, och den andra har ett resursbaserat perspektiv på företag och vilka interna resurser som ger företag konkurrensfördelar.

6.2 Mindre och större företag

Ovan har konstaterats att tillväxt inte tycks ha betydelse för företagets lönsamhet. Det finns inte heller något samband mellan lönsamhet mätt

på olika sätt och tillväxt.²² Storlek har däremot ett positivt samband med lönsamhet. Det finns också en positiv korrelation mellan storlek och skuldsättning vilket innebär att större företag har en högre skuldsättning. På samma sätt finns en negativ korrelation mellan storlek och likviditet vilket innebär att mindre företag har större likviditetsreserver.

Om det är positivt att vara ett större företag, varför är då tillväxten så låg? Mediantillväxten för ett rederi i undersökningen är 2,5 procent. Fördelningen av de svenska rederiföretagen i undersökningen utifrån omsättning visades i ett diagram i kapitel 4. Nedan har den svenska rederinäringen utifrån årlig omsättning delats in i fyra kategorier, A, B, C och D, där A med en omsättning under 50 miljoner kronor har lämnats utanför bilden.



Figur 6. Kategorisering av svenska rederier baserat på omsättning år 2006.

Kategori A ligger utanför figuren till vänster.

²² I segmentet för container & ro-ro fanns dock en viss statistiskt signifikant positiv effekt av tillväxt på räntabilitet på totalt kapital.

De gränsdragningar som gjorts gör inte anspråk på att vara exakta eller att de generaliseringar som görs nedan gäller för alla företag, däremot ger de en intressant bild av den svenska sjöfartsnäringen.

Det stora flertalet företag i rederinäringen finns i grupp A som i bilden ovan lämnats utanför, men som finns längst till vänster och fortsätter cirka 10 centimeter åt vänster. Grupperna B och C har ungefär lika många företag, medan grupp D med de största rederierna innehåller sex företag.

TABELL 19. Kategorisering baserat på omsättning.

<i>Kategori</i>	<i>Omsättning (MSEK)</i>	<i>Antal</i>	<i>Andel</i>
A) Små	< 50	205	83 %
B) Tillväxt I	> 50 < 200	19	7,7 %
C) Tillväxt II	> 200 < 1 000	17	6,9 %
D) Mega	> 1 000	6	2,4 %
	Totalt	247	100 %

Utan att studera de olika grupperna närmare, kan man göra sig vissa föreställningar om vilken typ av rederier och hur finansieringssituationen ser ut, och koppla samman det med tillväxt. Dessa föreställningar stämmer i huvudsak med *pecking order*-teorin, men också med empiriska undersökningar av svenska förhållanden Lindblom, Sandahl och Sjögren (2010).

Om man inledningsvis betecknar rederier i grupp A som ”små”, med en årlig omsättning under 50 miljoner kronor, kan två rimliga antaganden göras om företagen i denna grupp. För det första att många av de företag som hamnat i denna grupp inte nödvändigtvis uteslutande ägnar sig åt rederiverksamhet, utan har kommit med i urvalet på grund av den uppgivna SNI-koden. Flera företag har verksamhetsbeskrivningar som innehåller flera olika verksamheter, till exempel ”handel med värdepapper och rederiverksamhet”. För det andra att många av de mindre rederier som ibland kallas för livsstilsskeppare ingår här. Med detta menas bland annat att det inte finns någon självklar strävan efter att expandera verksamheten eller att man inte vill släppa kontrollen över sitt rederi. I den minsta kategorin återfinns också förmodligen flertalet passagerarredier. Ovan har

också konstaterats en statistiskt signifikant negativ korrelation mellan storlek och passagerarsegmentet vilket tolkats som att detta segment innehåller mindre företag.

Grupp B utgörs av företag med en årlig omsättning över 50 miljoner men under 200 miljoner kronor. Denna grupp av företag har kallats för Tillväxt I. Med det avses att de har börjat växa, men det kan antas att så har skett i huvudsak finansierat med åtminstone inledningsvis egna medel. Av studiens resultat framgår också att mindre rederier i högre utsträckning än större är egenfinansierade.

I den följande kategorin Tillväxt II, med företag med en årlig omsättning över 200 miljoner kronor men mindre än 1 miljard kronor, växer företagen men då med hjälp av externt kapital. Det externa kapitalet kan komma antingen i form av nytt aktiekapital om nya ägare släpps in, eller i form av lånat kapital från bank eller annan finansiär – eller en kombination därav. Det kan antas att företag som börjat söka extern finansiering har en starkt uttalad målsättning om att expandera verksamheten och därför behöver kapital utifrån. I kraft av storlek kan det också vara lättare att erhålla nödvändigt kapital till rimliga kostnader givet kopplingen mellan storlek och risk för konkurs (jämför Kim, Mauer och Sherman, 1998, Ferreira och Vilela, 2004, Faulkender och Wang, 2006, etc. som alla finner ”fördelar” med storlek och möjligheten att erhålla extern finansiering).

I den sista kategorin ”Mega” återfinns de med svenska mått stora rederierna med en årlig omsättning över 1 miljard kronor. Under den aktuella perioden fanns sex rederier i denna kategori.²³ Företag i denna kategori har andra möjligheter än de mindre rederierna att erhålla kapital genom att till exempel söka börsnotering eller genom att ge ut obligationer på en internationell kapitalmarknad. I kategorierna Tillväxt II och Mega återfinns merparten av rederierna som tillhör segmenten container & ro-ro och tankar, men även bulk.

När företagen börjar växa i faserna Tillväxt I och II sker en förskjutning av fokus för den finansiella flexibiliteten från likviditet till extern lånefinansiering. Detta har diskuterats ovan. En ytterligare

²³ Dessa var Stena Line Scandinavia AB, NYKCool AB, Stena Bulk AB, Atlantic Container Line AB, Walleniusrederierna AB och Broström Tankers AB.

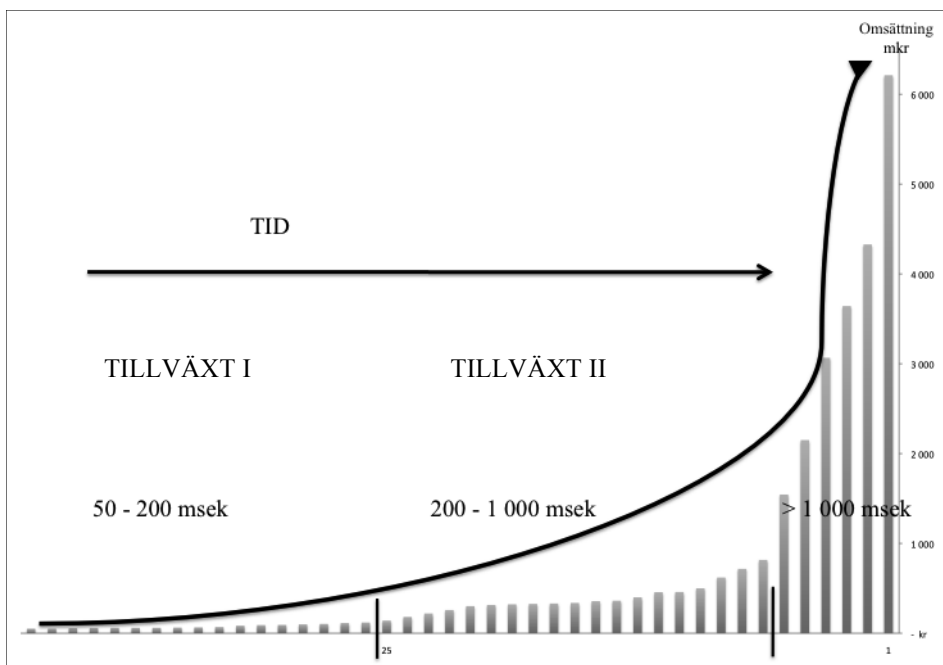
förändring kan vara att företagets ledning och kontroll ändras. De mindre företagen är ofta ägarledda, där det inte finns några skillnader i incitament mellan ägaren och företagets ledning. När företaget förändras kan ledningen av det övertas av tjänstemän, varpå risk uppstår för en principal-agentproblematik där ledningen och ägarna kan ha olika intressen och drivkrafter (Jensen och Meckling, 1976). Dessa skilda incitament kan i sig ha påverkan på företagets finansiering (se till exempel Mikkelson och Partch, 2003 och Pinkowitz, Stulz och Williamson, 2006), vilket diskuteras ytterligare som uppslag för fortsatt forskning nedan i avsnitt 7.2.

Om resonemangen ovan sammantaget innebär att mindre företag värdesätter finansiell flexibilitet som en buffert, och att större företag värdesätter finansiell flexibilitet utifrån sina investeringsmöjligheter, så är förhållandet mellan finansiering, investering och finansiell prestation mer komplext än delar av denna undersökning haft som antagande (för ytterligare diskussion om antagande bakom studien se avsnitt 6.4 nedan). Den finansiella flexibiliteten hos ett företag består både av likviditet och av kapitalstruktur som kan möjliggöra investeringar. Både aktiv- och passivsidan i företagets balansräkning bidrar till den finansiella flexibiliteten. Möjligen är komplexiteten också en följd av denna studies population. De tidigare studier som har refererats är oftast gjorda på amerikanska företag som är stora. De kan i så fall ha en mer likartad finansieringssituation, de är till exempel noterade på en börs med tillgång till den delen av kapitalmarknaden. I den svenska sjöfartsnäringen är en stor del av företagen små och kan som diskuterats ha svårigheter att få tillgång till kapitalmarknaden, i vart fall inte utan att det är förenat med betydande kostnader.

Ett förhållande som redan har nämnts, och som påverkar företagen, rör tillgången till finansiering. Det finns anledning att anta att de restriktioner som i tidigare forskning framhållits för mindre företag att erhålla extern finansiering också gäller för de svenska rederierna. En bidragande orsak till varför det finns så få stora rederier i Sverige skulle i så fall vara svårigheter att erhålla finansiering i olika tillväxtfaser – givet att viljan att växa finns. I en studie som jämförde bland andra USA, Storbritannien och Sverige med avseende på möjligheten att erhålla extern finansiering (Lööf, 2004) fann man att svenska förhållanden inte var lika gynnsamma som i framför allt

USA. Orsaker som framhålls var den större finansiella marknaden, mer varierad aktiemarknad, större konkurrens i banksektorn och mer utvecklade kanaler för riskkapital (Löof, 2004). Flera studier har vidare funnit att faktorer som ett rättssystem som skyddar investerare, eller om landet är bankcentrerat eller marknadscentrerat har effekter på tillgången till extern finansiering men också ägandet påverkas (se till exempel La Porta, et al, 1997, 1999, 2000). Varför finansieringssituationen ser ut som den gör för svenska rederier är emellertid en fråga som har legat utanför denna avhandling.

I figur 6 klassificerades den svenska rederinäringen utefter storlek mätt som omsättning i kategorierna Små, Tillväxt I, Tillväxt II och Mega. Denna återfinns nedan, dock med en annan utformning. Om det antas att den ögonblicksbild som figuren visar av storleksfördelningen av svenska rederier i princip har ett liknande utseende över tid, oavsett om det är år 2006, 1996, eller 1986, så innebär det att figuren också – givet företagets tillväxt – visar en rörelse för ett enskilt företag över tid. Ett företags tillväxtkurva skulle i så fall motsvara en ögonblicksbild av alla företag i branschen.



Figur 7. Företagens tillväxt över tid.

Det skulle i så fall innebära att företag tillbringar en längre tid i fasen som Små innan före faserna Tillväxt I och II för att därefter sluta som ett företag i Mega-kategorin. Ett exempel skulle kunna vara rederiet Furetank där det tog 43 år att gå från ett till två fartyg. Därefter tog det ytterligare sju år att gå från två till fem fartyg. Furetank används här endast som illustration utan att närmare ha studerat expansionsplaner eller finansieringssituationen i företaget specifikt.²⁴

6.3 Sjöfartsnäringen i Sverige

Avhandlingen innehåller en beskrivning av den svenska sjöfartsnäringen under perioden 1997 till 2006. I detta avsnitt ges en sammanfattande bild utifrån resultaten. Inledningsvis kan man konstatera att de allra flesta svenska rederier är små. Av de 247 rederier som ingår i undersökning är det 36 stycken som har en omsättning som överstiger 50 miljoner kronor och befinner sig i faserna Tillväxt I och Tillväxt II. Sex företag har en omsättning överstigande en miljard kronor och kan placeras i kategorin Mega.²⁵ Mediantillväxten är 2,5 procent årligen under perioden även om medelvärdet är betydligt högre (54 procent) vilket förklaras av att undersökningen innehåller många små företag, vilket matematiskt innebär att dessa "lättare" erhåller en högre procentuell tillväxt. Av de olika undersökta segmenten uppvisar bulksegmentet den högsta årliga tillväxten på 5,5 procent i medianvärde under perioden 1997-2006. Den lägsta tillväxten har segmentet för container & ro-ro som inte har haft någon tillväxt alls i medianvärde och 2,8 procent i medelvärde. Räntabiliteten på eget kapital har i medelvärde varit noll, och i medianvärde nära 7 procent. Räntabiliteten på totalt kapital är högre, med 5,7 procent i medelvärde och 4,5 procent i medianvärde. Man kan tycka att med tanke på riskerna förknippade med stora investeringar i en konjunkturkänslig bransch som sjöfart, så är avkastningen förhållandevis låg. Bulk och tankersegmenten har haft den högsta räntabiliteten på eget kapital mätt som medianvärde, medan passagerarsegmentet varit det minst lönsamma. Mätt som medelvärde har passagerarsegmentet till och med haft en negativ räntabilitet på eget kapital.

²⁴ För en utförlig beskrivning av rederiet Furetank, se Forsberg (2001).

²⁵ Avser sista året i undersökningen 2006.

Huvudfokus för undersökningen har varit rederiernas skuldsättning och likviditet vilket sammantaget bidrar till finansiell flexibilitet, något som möjliggör både uthållighet och möjlighet att agera när tillfälle till investering ges. Resultaten visade att ökad skuldsättning påverkar lönsamheten negativt och att förekomsten av likviditetsbuffert påverkar lönsamheten positivt. Likviditetsbuffert tycks ha större betydelse än skuldsättningen, något som diskuterats i kapitel 5 ovan. Storleken på rederiernas likviditetsbuffert varierar mellan 14 och 17 procent av balansomslutningen i genomsnitt, medan medianvärdena varierar från cirka 5 procent (bulk) upp till 10 procent (container & ro-ro). Skuldsättning är också något som varierar mellan segmenten, där container & ro-ro har den högsta skuldsättningen och bulk och passagerarsegmenten den lägsta.

I analysen av resultaten diskuterades om och hur finansiell flexibilitet värdesattes av företagen. Tidigare studier (till exempel Arslan, Florackis och Ozkan, 2010) har visat att mindre företag utnyttjar finansiell flexibilitet i form av likviditetsreserver i syfte att ha en buffert i större utsträckning än större företag, medan större företag å andra sidan använder skuldsättningen för att skapa finansiell flexibilitet som möjliggör investeringar. Möjliga orsaker till detta har också diskuterats ovan i kapitel 5. Undersökningens resultat visar att detta gäller förhållande skulle kunna gälla även i den svenska rederinäringen. Det finns ett positivt samband mellan storlek och skuldsättning och ett negativt samband mellan storlek och likviditetsbuffert. De mindre svenska rederierna har således lägre skuldsättning och större likviditetsreserver än de större som har högre skuldsättning och mindre likviditetsreserver. I avsnitt 6.2 ovan gjordes en grov indelning av de svenska rederierna i fyra kategorier utifrån deras omsättning. Det har redan påpekats att de allra flesta rederierna i Sverige är små, och följaktligen ingår de flesta i kategorin Små. De två därpå följande kategorierna har kallats Tillväxt I och II, då dessa är större än det stora flertalet. Troligen är det dessa rederier – 36 stycken år 2006 – som skulle kunna ha möjlighet att växa till megakategorin (med mer än en miljard kronor i omsättning). För att den utvecklingen ska vara möjlig är den finansiella flexibiliteten i form av både kapitalstruktur och likviditet av stor betydelse. Att ha tillgång till kapital är en viktig faktor i olika faser och beroende på fas kan detta vara internt eller externt kapital. Att rederier med ambition

att växa har tillgång till kapital bör således vara av stor vikt för att det ska vara möjligt.

6.4 Begränsningar i studien

Det kan vara på sin plats att reflektera över studiens begränsningar. Den har för- och nackdelar vad gäller utformning och genomförande. Vad gäller utformningen handlar det främst om modellerandet och de antaganden som ligger bakom dess design, och på det sätt på vilket jag har valt att besvara forskningsfrågan. Utöver sedvanliga misstag bör eventuella mer systematiska svagheter diskuteras. I denna studie är det framförallt modellen och dess specifikation som kan ifrågasättas, de resultat som erhålls av modellen och därmed slutsatserna som kan dras.

Modellen som sådan skulle kunna vara felaktigt specificerad eller utelämnat viktiga variabler. Själva konstruktionen kan ifrågasättas utifrån det faktum att den inte säger något om kausalitet, det vill säga att det kanske inte är den finansiella flexibiliteten – kapitalstruktur och likviditet – som påverkar lönsamheten, utan tvärtom. Det går att argumentera för att det förhåller sig så, men för att undersöka kausalitet har tester gjorts med tidsförskjutna oberoende variabler (så kallad Granger-kausalitet). Ett sådant test kan kritiserats för att det inte kan undersöka vad man brukar avse med orsak och verkan (Kennedy, 2008). Resultaten visar att kausaliteten inte går i någon annan riktning än vad som antas här vad gäller betydelsen av likviditet för lönsamhet mätt som ROE. Vad gäller skuldsättningens påverkan så går det inte att utesluta att kausaliteten går åt andra hållet.

TABELL 20. Granger-test

<i>Variabel</i>	<i>p-värde ROE</i>	<i>p-värde ROA</i>
Skuldsättning t-1, t-2	0,525	0,476
Likviditetsbuffert t-1, t-2	0,086	0,737

Siffrorna visar signifikansnivåer av Chi2-test med tidsförskjutna variabler, de två närmast föregående åren.

Det bör påpekas att utgångspunkten för studien inte är att det finns en direkt koppling mellan skuldsättning och likviditetsbuffert å ena sidan och företagens lönsamhet å andra sidan. Snarare är det de förutsättningar som skapas av likviditetsbuffert och kapitalstruktur som genom att möjliggöra agerande bidrar till att skapa lönsamhet.

Om företaget genererar vinster så kommer det att – givet att allt inte delas ut – öka det egna kapitalet samt amortera skulderna över tid, vilket påverkar skuldsättningen och kapitalstrukturen. I studier som undersöker förklaringsfaktorer för kapitalstrukturen har lönsamhet ibland inkluderats, till exempel Lemmon, Roberts och Zender (2008). De fann att lönsamhet påverkar skuldsättningen negativt, vilket i och för sig överensstämmer med resonemanget i denna studie. Å andra sidan fann de också att kapitalstrukturen i ett företag är förhållandevis stabil över en längre tidsperiod (20 år undersöktes). När något inträffar som påverkar kapitalstrukturen åt något håll, tenderar denna att återgå till den tidigare företagsspecifika nivån efter en tid. Även Denis och McKeon (2011) fann att företag återgår till tidigare skuldsättningsgrad även om det i deras studie gick långsamt. Man kan därför dra slutsatsen att även om vinster (Lemmon, Roberts och Zender, 2008) eller öknings av företagets skulder (DeAngelo och DeAngelo, 2007) kan påverka kapitalstrukturen på kort sikt, har företaget en målsättning för sin kapitalstruktur som man försöker återställa.

DeAngelo och DeAngelo (2007) hävdar till och med att på längre sikt är upptagandet av lån endast tillfälliga avvikelser från ett långsiktigt skuldsättningsmål. Den önskade kapitalstrukturen är ett av de verktyg som företaget använder sig av för att generera vinst vilket också rimligen är företagets överordnade mål. Man kan alltså acceptera modellen som giltig över tid, även om vinster kortsiktigt kan påverka kapitalstrukturen. Resultaten av undersökningen visade också att likviditet har större betydelse för lönsamheten än vad skuldsättningen har (se kapitel 4 ovan).

En förklaring till att kausalitetens riktning inte har kunnat fastställas genom ett så kallat Granger-test kan vara att förutsättningarna skiljer sig åt mellan de olika kategorierna som framhölls i avsnitt 6.2. Företag i kategorierna Små och Tillväxt I har förmodligen inte lika goda möjligheter som företag i Tillväxt II och Mega att påverka sin egen

finansieringssituation. I Små och Tillväxt I värdesätts likviditet för att klara uthållighet och löpande verksamhet, medan Tillväxt II och Mega möjligen på ett mer aktivt sätt kan söka finansiering och har större både frihet och möjlighet att göra det. I de mindre kategorierna kan det tänkas att kapitalstrukturen i högre grad är styrd av yttre omständigheter än i de större kategorierna. En ytterligare dimension i frågan om kausalitet är de olika segmenten. Utan att det har undersökts särskilt kan det finnas anledning att anta att förhållandena i olika segment skiljer sig åt på ett sätt som gör att entydiga resultat vad gäller kausaliteten inte gått att erhålla.

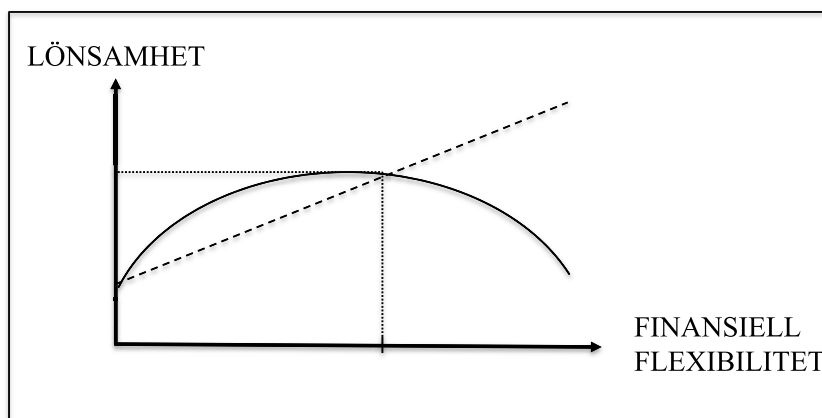
Vad gäller utelämnade variabler har hänsyn tagits till faktorer som storlek, tillväxt och segment. Finansiell flexibilitet kan förklara cirka 10 procent av lönsamheten när hela den svenska sjöfartsnäringen undersöks. I enskilda segment, som till exempel passagerare stiger förklaringsvärdet upp till 27 procent. I ekonomisk forskning finns förvisso en tendens att övertolka betydelsen av förklaringsvärden i form av R^2 , trots de statistiska begränsningar som existerar i måttet som sådant (Kennedy, 2008). Man skulle dock kunna säga att den största delen av lönsamheten förklaras av andra faktorer än de som undersökts här. Det kan alltså finnas utelämnade variabler som kan förklara lönsamheten, men sannolikt är dessa av mer kvalitativ art än utelämnade redovisningsbaserade variabler. Exempel på sådana faktorer har diskuterats ovan i avsnitt 6.3. Det kan vara interna faktorer som organisation och kompetens eller ägande. Det kan också vara externa faktorer som kapitalmarknadens funktion i det aktuella landet eller lagstiftning till skydd för investerare. Denna typ av faktorer som kan förklara lönsamheten diskuteras också mer i samband med förslag till fortsatt forskning i det avslutande kapitel 7. Icke desto mindre förklarar finansiell flexibilitet (övriga undersökta variabler) så mycket som 10 procent av företagets lönsamhet och i vissa segment över 25 procent av lönsamheten.

Det faktum att studien baseras på svensk redovisning nämndes i kapitel 3 som en potentiell felkälla i förhållande till tidigare forskning. Av de resultat som studien har givit finns det ingen uppenbar anledning att tro att det är redovisningen i sig som har drivit resultaten. Slutsatserna från denna undersökning ligger väl i linje med vad som förväntats utifrån tidigare forskning och undersökningens utformning. Inte heller eventuell mätproblematik förknippad med

redovisningen som sådan – vilken i kapitel 2 nämndes som en potentiell felkälla – verkar ha påverkat resultaten negativt. Det går förmodligen att istället påstå att resultat erhöles trots dessa potentiella felkällor, och att om dessa kunde ha hanterats så hade resultaten blivit ännu starkare, men inte annorlunda. Möjligen kan de två nämnda faktorerna bidra till att jämförelser med andra studier försvåras vad avser resultaten, men resultaten som sådana kvarstår vad gäller de svenska rederiernas förhållanden.

Modellen som använts i undersökningen (se avsnitt 3.2) bygger på ett förenklat antagande om ett linjärt samband mellan lönsamhet och finansiell flexibilitet. I praktiken är förhållandet mellan dessa variabler sannolikt betydligt mer komplext. Om förhållandet vore linjärt så skulle varje enhet av ytterligare finansiell flexibilitet bidra till en högre lönsamhet. Det kan antas att denna effekt är avtagande, eftersom förekomsten av en likviditetsbuffert av en viss storlek också har en kostnad. Detsamma gäller skuldsättningens negativa inverkan på lönsamheten. Vid ett visst läge kommer kostnaden för att hålla skuldsättningen på en viss nivå att överstiga nyttan i form av ytterligare lönsamhet. Då har företaget nått en nivå där ytterligare finansiell flexibilitet inte bidrar till ytterligare lönsamhet, utan tvärtom medför kostnader som sänker lönsamheten.

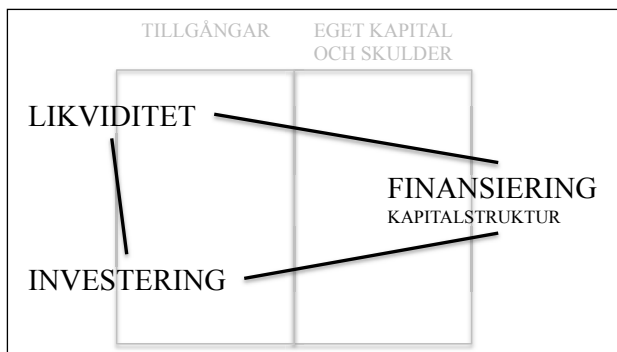
I figur 8 nedan illustreras antagandet om det linjära sambandet mellan finansiell flexibilitet och lönsamhet av den streckade linjen, och den heldragna kurvan avser att avspegla det nyss beskrivna förhållandet.



Figur 8. Samband mellan lönsamhet och finansiell flexibilitet.

En tänkt punkt i skärningen mellan den streckade linjen och den heldragna kurvan skulle utgöra en tänkt ”optimal” eller största möjliga positiva effekt på lönsamhet av ytterligare finansiell flexibilitet. Ytterligare finansiell flexibilitet skulle till följd av kostnaden för denna påverka lönsamheten negativt.

I avsnitt 2.5 ovan nämndes några tidigare studier som undersökt nära samband mellan företagets finansiering och verksamhet (Bertmar och Molin, 1977, Polesie, 1995, Johansson och Runsten, 2005), och att det antogs i praktiken inte vara möjligt att helt separera dessa faktorer. I kapitel 5 ovan påpekades att tidigare studier antyder att investeringsmöjligheter snarare än finansieringsmöjligheter styr företagets kapitalstruktur och likviditet, och att det inte går att helt frikoppla finansieringsfrågan från verksamheten.



Figur 9. Likviditet och kapitalstruktur möjliggör investeringar.

På samma sätt som det inte är möjligt att helt separera företagets verksamhet från finansiering, är det kanske inte heller möjligt att separera olika typer av flexibilitet. I centrum för denna studie har varit finansiell flexibilitet. I avsnitt 2.1 redogjordes för olika typer av flexibilitet som förklaringsfaktorer till konkurrensfördelar (hämtat från Dreyer och Grønhaug, 2004). Finansiell flexibilitet var den typ av flexibilitet som i den studien befanns ha störst betydelse för lönsamma företag. Vid studier av företag eller branscher med tillgång till kvantitativa data kan en klassificering av olika typer av flexibilitet utan större svårighet göras, till exempel att volymflexibilitet kan mätas genom variationer i årsvolymer eller att arbetsflexibilitet kan mätas genom variationer i årliga lönekostnader. I praktiken torde

lönekostnad och årsvolym vara nära sammanflätade med faktorer som försäljning, intäkter och annan finansiering. I praktiken torde det vara flera faktorer i samverkan som bidrar till företagets samlade prestation och lönsamhet. Det bör dock i sammanhanget uppmärksammas att här konstaterades finansiell flexibilitet kunna förklara upp till över 20 procent av räntabilitet på eget kapital i segmentet för container & ro-ro och över 25 procent i passagerarsegmentet.

Det kan slutligen konstateras att studiens resultat stödjer tidigare forskning, vad som kan uppfattas som logiskt utifrån här gjorda antaganden och förda resonemang, och motsägs inte heller av de representanter från sjöfartsnärings och kreditgivare som tagit del av undersökningen. Sammanfattningsvis kan man konstatera att resultaten, trots de olika typer av störningar och metodologiska svagheter som diskuterats, är robusta. Detta tyder på att de underliggande mönster som har fångats upp i undersökningen bör vara mycket starka.

KAPITEL 7

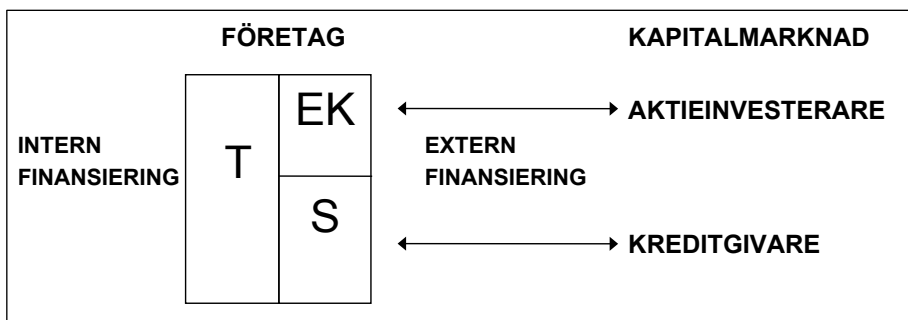
Fortsatt forskning

Det finns flera fortsättningar på denna undersökning. Traditionellt nämnda krav på ”mer, längre och djupare” kan i och för sig vara rimliga, men det som presenteras i detta kapitel är vägar framåt baserade på frågor som har aktualiserats under arbetets gång och av avhandlingens slutsatser, men också utifrån vissa områden i litteraturen som skulle kunna erbjuda möjligheter att gå vidare. Alla av de nedan föreslagna fortsatta studierna har dock koppling till företagets finansiering och prestationer. Nedan följer en redogörelse för ett antal områden som vore intressanta att gå vidare med.

7.1 Ägande och kontroll

Vilken betydelse har ägandet i ett rederi? *Corporate control* är en faktor som sägs kunna förklara kapitalstrukturen i företag, se till exempel Harris och Raviv (1991). Ägarförhållanden är inget som har undersökts särskilt i denna studie. Det kan dock konstateras att mycket få av de svenska rederierna är noterade. Vem eller vilka som äger rederierna har inte kontrollerats. Ägarförhållanden kan antas ha betydelse för tillgången till kapital och företagets så kallade *pecking order*, och därmed också kapitalstrukturen i bolaget. Vem som har kontroll över ett företag har samband med hur det finansieras.

Med en förenklad bild över företagets finansieringsmöjligheter så har de olika typerna av kapital en koppling till vem som har inflytande över företaget.



Figur 10. Företagets finansieringsmöjligheter.

Om den dominerande kapitalformen är eget kapital, så har aktieägarna det största inflytande. Om företaget i huvudsak lånefinansierar verksamheten, så har långivarna ett stort inflytande.

Ägarens finansiella ställning och möjligheter kan också vara en förklaring till kapitalstruktur och likviditet i företaget. Om ett företag har en ägare som kontrollerar det, så har det betydelse hur ägarens finansiella ställning är. Om ägaren är en juridisk person så kan det finnas andra dotterbolag vars ställning påverkar. Om ägaren är en fysisk person så har dennes privatekonomiska ställning betydelse. Har denne gått i borgen för bolaget? Har ägaren diversifieringsmöjligheter som gör att risker kan spridas? Har ägaren andra bolag med andra verksamheter? Förekomst av andra bolag i en multinationell koncern är något som Singh och Hodder (2000) finner ha betydelse för finansiell flexibilitet och kapitalstruktur (framförallt av skattemässiga skäl). Detta är exempel på faktorer där ägandet kan ha betydelse för företagets finansiella ställning. I Sverige finns unika möjligheter att genom offentliga register och systemet med personnummer undersöka om en person har engagemang i flera företag och därigenom också möjligheter att sprida risker och finansiering. Av de svenska

rederierna är det många som är små, och förmodligen också ägda av en eller ett fåtal privatpersoner.²⁶

En annan faktor med betydelse för kapitalstrukturen kan också vara det geografiska läget – i vilket ”kluster” rederiet finns. Det kan tänkas att detta har betydelse för tillgången till kapital. Kapitalltillgång är i sig en faktor som kan förklara förekomst av, och storlek på likviditetsbufferten i ett företag. Klustertillhörigheten kan förmodligen antas ha större betydelse för mindre rederier, likt de flesta av de svenska, än för större globala aktörer.

Några svenska studier fokuserar också på ägande och nätverkens betydelse. Lennerfors (2009) studerade denna aspekt med särskilt fokus på tankrederier i Stockholm under perioden 1980-2000. Den studien hade som utgångspunkt bland annat Gletes studier av ägandets betydelse för den industriella utvecklingen (se till exempel Glete, 1987 och 1994).

Ägandets betydelse, eller kanske snarare det förändrade ägandets betydelse, framhålls av Brodin, Lundkvist, Sjöstrand och Östman (2000). De menar att bland annat ett mer institutionaliserat och indirekt ägande och ökad ägarfokusering har bidragit till ett mindre långsiktigt perspektiv på företagen och deras verksamhet. Det vore därför intressant att se hur olika typer av ägande påverkar företag och verksamheter. Vilken typ av ägare finns i framgångsrika rederier? Hur har ägandet sett ut i rederier som inte varit framgångsrika (jämför till exempel med tankrederierna i Stockholm på 90-talet som nämndes ovan)?

Det har tidigare nämnts att framförallt storlek och skuldsättning står i omvänt förhållande till varandra. Detta har tolkats som att mindre rederier har en högre grad av egenfinansiering. Detta skulle i sin tur kunna bero på faktorer som tillgång till kapitalmarknaden och kostnader för extern finansiering. Ett ytterligare skäl skulle kunna vara att många av dessa mindre redare är så kallade ”livsstilskeppare” som

²⁶ I en studentuppsats undersöktes kapitalstrukturen i ett antal större svenska företag, både noterade (small och mid-cap) och onoterade, familjeägda (>20% av rösterna) och med spritt ägande. Dessa faktorer tycktes inte innebära någon signifikant skillnad för företagens skuldsättning givet att företagen är av samma storlek och i liknande branscher (Andrén och Forsell, 2012).

har en rädsla för att förlora kontrollen över företaget, må det vara till en bank eller nya ägare. Det finns således flera områden nämnda ovan som berör ägande och kontroll och som är intressanta att undersöka vidare i den svenska sjöfartsnäringen.

7.2 Företag i olika faser av sin utveckling

I avsnitt 6.2 ovan placerades de svenska rederierna i fyra kategorier; Små, Tillväxt I, Tillväxt II och Mega. Kategorierna Tillväxt I och II utgörs av företag som genomgår en övergångsfas från ett fokus på kassa och likviditetsreserver till lånefinansiering och investeringar som möjliggör kraftigare tillväxt. En studie av finansieringssituationen för svenska snabbt växande företag genomfördes av Jönsson (2002). Den studien visade att både tillväxttakt och storlek har betydelse för finansieringen.

För att närmare studera finansiering i olika faser krävs en studie av ett annat slag än den som nu har genomförts. En sätt att göra detta är att först identifiera ett eller flera företag som idag befinner sig i kategorierna Tillväxt II eller Mega, och därefter undersöka hur deras utveckling sett ut genom att studera företagets situation bakåt i tiden. För en djupare förståelse av vad som har påverkat utvecklingen kan den finansiella informationen kompletteras med intervjuer med beslutsfattare och andra i företaget som har haft insyn och inflytande.

I företag där fokus i finansieringsfrågan flyttas från kassa och likviditetsreserver till lånefinansiering och tillväxtinvesteringar är inte detta den enda förändringen. En annan förändring som i sig kan påverka finansieringen är om ledningen i företaget ändras. Mindre företag är ofta ägarledda, medan ett företag i tillväxtfas kan få en extern professionell ledning. I och med detta finns också risk för att en situation uppstår där ägare och ledning i företaget har olika incitament – en principal-agentproblematik har uppstått (Jensen och Meckling, 1976).²⁷ Detta kan i sig ha ytterligare påverkan på företagets finansiering och likviditetshantering (Jensen, 1986).

²⁷ Frågan om ägande och styrning i en dylik situation har berörts i avsnitt 7.1 ovan, men med en annan infallsvinkel.

Mikkelson och Partch (2003) för ett resonemang om att ägandet har betydelse för mängden likviditet i bolaget, och att överskottslikviditet i enlighet med ekonomisk teori borde delas ut till ägarna då detta allokeras mer effektivt av dem själva än i företaget. Att mindre rederier i undersökningen har likviditetsreserver kan således bero på att dessa företag är ägarledda. Ägarna använder rederiet för att allokeras kapital. När ett företag flyttar fokus från likviditet till extern upplåning för att finansiera investeringar och tillväxt i faserna Tillväxt I och II, kan intresset för likviditetsreserver i bolaget minska också på grund av förändringar i företagets ledning. Om ägaren inte längre tar lika aktiv del av företagets ledning, minskar dennes intresse av att hålla likviditet i bolaget. Detta kan således innebära att tyngdpunkten i den finansiella flexibilitetens innehåll skiftar från likviditet till skuldsättning när företagen blir större, varav en förklaring skulle vara förändrat ägande.

Pinkowitz, Stulz och Williamson (2006) använder också agentteori som förklaring till ägarbeteende kopplat till likviditetsnivåer i företag. Deras poäng är att företag som verkar i rättsliga miljöer med starkare skydd för minoritetsägare värdesätter likviditet mer, då risken inte är lika stor att kontrollerande ägare missbrukar företagets likviditet till på bekostnad av minoritetsägarna. Bates, Kahle och Stulz (2009) undersöker orsaker till ökande likviditetsnivåer i amerikanska industriföretag, men finner emellertid inget stöd för att agentproblematiken i sig skulle vara anledningen.

För att studera hur principal-agentproblematik introduceras och dess effekter på finansieringen, kan en studie utformas på liknande sätt som beskrevs ovan. Ett antal företag identifieras i storlekskategorierna Tillväxt II eller Mega, och därefter följs deras utveckling bakåt i tiden kompletterat med intervjuer med både ägare och företagsledning. Det vore också möjligt att studera ovan nämnda aspekter med hjälp av statistiska metoder med en större population om det går att isolera effekterna av förändrad ledning eller övergången från Tillväxt I och II.

7.3 Flexibilitet som en fördel i konkurrenssituationer

I kapitel 2 berördes studier av flexibilitet i den norska fiskeindustrin (Dreyer, 1998 och Dreyer och Grønhaug, 2004). Dessa studier av flexibilitet i olika former kräver tillgång till ytterligare data som inte är så lätt att få. När de nämnda studierna genomfördes hade författarna tillgång till omfattande och detaljerad information om den norska fiskenäringen tack vare årlig och kontinuerligt insamlad statistik i ”Driftsundersøkelsen i Fiskeindustrien”. Detta är statistik som årligen samlas in från företag i den norska fiskenäringen av Fiskeriteknologisk Forskningsinstitut. I Sverige saknas tillgång till denna typ av offentlig statistik ner på detaljnivå om verksamheten i företagen, utöver den offentligt rapporterade finansiella informationen. Data skulle kunna insamlas genom kontakter med företag som bedöms som särskilt intressanta. Tänkbart är att man fokuserar på ett systematiskt urval, med exempelvis två grupper av företag bestående av de 10 procent som är mest lönsamma och de 10 procent som är minst lönsamma. Därefter kan man genom att jämföra de två grupperna undersöka vilken betydelse som olika typer av flexibilitet har för lönsamhet i de svenska rederiföretagen.

Dreyer (1998) och Dreyer och Grønhaug (2004) studerade flexibilitet i den norska fiskeindustrin. De fann flexibilitet betydelsefullt, men är det möjligt att överföra resultaten från denna speciella bransch till andra branscher? En annan möjlig studie är således att undersöka hur resultaten står sig i förhållandet till andra branscher, och inte bara den svenska sjöfartsnäringen. Man bör också överväga att undersöka även andra former av flexibilitet och deras betydelse i den svenska sjöfartsnäringen.

7.4 Resursbaserade förklaringar till lönsamhet

Ovan nämndes Miller och Shamsie (1996) när flexibilitet kopplades till resursbaserad teori. Inom detta fält kan andra alternativa och eller kompletterande förklaringar sökas till vad som gör företag framgångsrika. Resursbaserad teori ligger till grund för omfattande forskning om vad som gör företag framgångsrika på olika sätt. Newbert (2007) har sammanställt en stor mängd empirisk forskning på området i syfte att undersöka hur underbyggd den resursbaserade synen på företag och dess möjligheter att skapa konkurrensfördelar är.

Han fann emellertid att bara något mer än hälften (53 procent) av de undersökta studierna gav empiriskt stöd åt resursbaserad teori.

Armstrong och Shimizu (2007) har i en sammanställning över empiriska resursbaserade studier funnit bland annat att tidigare studier inte i tillräckligt hög grad kontrollerat för externa påverkande faktorer såsom bransch och tid. För att koppla till den aktuella studien så har hänsyn tagits till just dessa faktorer (bransch och tid), men inte andra faktorer som undersöks särskilt inom det resursbaserade perspektivet. Hur mycket kan interna faktorer som resurser av det slag som åsyftas inom det resursbaserade perspektivet förklara de svenska rederiernas olika prestationer? Givet den resursbaserade synen på resurser såsom varande bland annat sällsynta (*rare/unique*), värdefulla och ej imiterbara (Barney, 1991) kanske det finns anledning att direkt leta efter sådana inom rederinäringen istället för att söka efter möjliga förklaringsfaktorer. Vad skulle kunna vara exempel på sådana faktorer i sjöfartsnäringen? Möjligen kan man fånga det genom fördjupade fallstudier av enskilda särskilt framgångsrika rederier. Fallstudier diskuteras ytterligare nedan.

Brownlie och Spender (1995) diskuterar företagsledningens omdöme (judgement) som en faktor som påverkar företags strategi, och följaktligen förmodligen också framgång (Brownlie och Spender, 1995). Resonemanget bygger delvis på Spender (1980) och dennes term ”*industry recipe*”, vilket uttrycker den kärna av övertygelser och antaganden som företagsledningar delar inom en viss bransch (Spender, 1980). Om detta ”recept” visar sig vara framgångsrikt kommer det att etableras som god sed eller praxis för företagsledningar i denna bransch. Detta är något av en variant på resonemang om konkurrensfördelar (till exempel Porter, 1985, om *competitive advantage*), och fokuserar således på ledningens kompetens i aktuell bransch. Utifrån detta skulle en förklaring till vissa företags misslyckande kunna vara att företagsledningen inte haft tillgång till, eller kunnat ta till sig ”receptet” för den aktuella branschen. Genom att välja ett eller flera företag bland de mest framgångsrika och de som inte är det, kan man undersöka hur dessa skiljer sig åt från varandra.

7.5 Behovet av likviditet och kapital i olika branscher

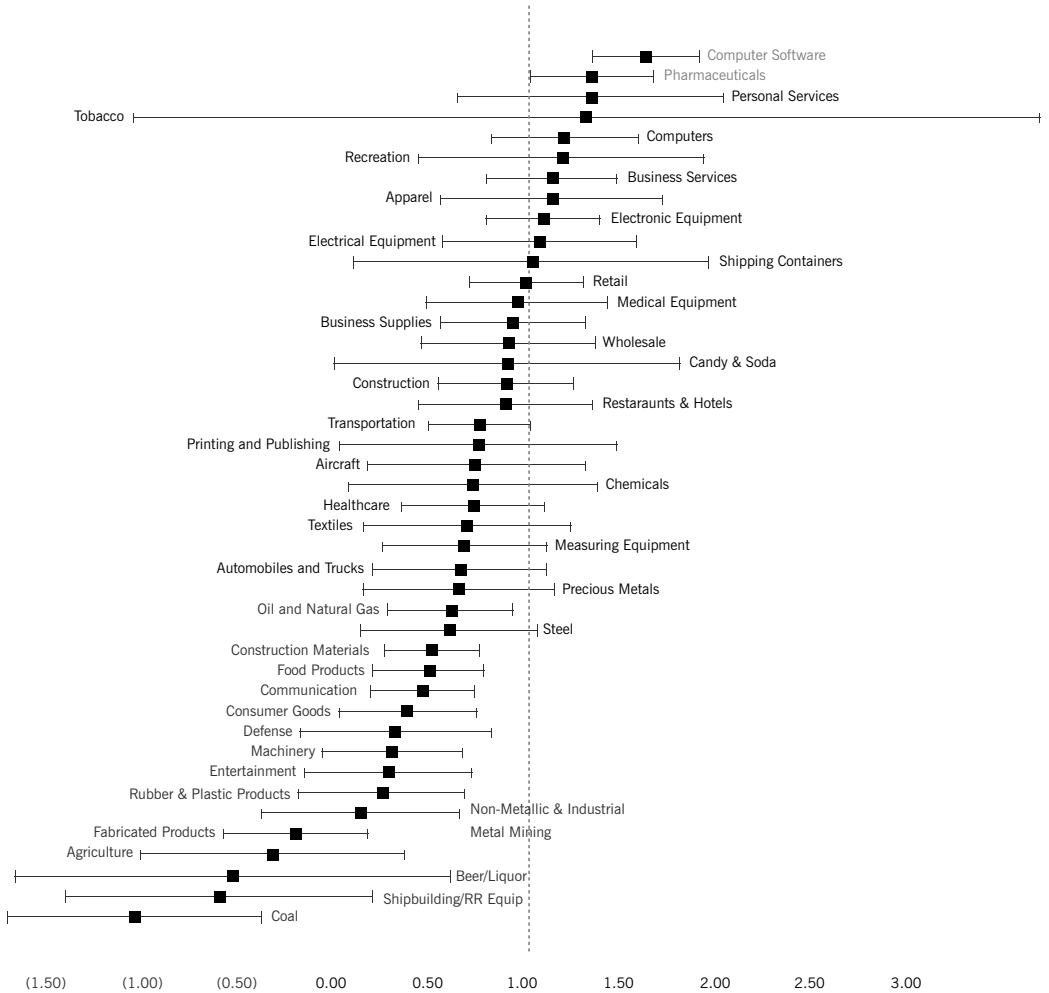
I denna studie har den svenska rederinäringen studerats. Resultaten visar att finansiell flexibilitet uppenbarligen värdesätts av företagen och har betydelse för lönsamheten. Man kan vidare anta att för de mindre företagen har likviditet större betydelse och för de större företagen har skuldsättning större betydelse (se resonemanget ovan). Det gäller således i rederinäringen, och frågan är hur det ser ut i andra branscher?

Likviditetsbufferten i den svenska sjöfartsnäringen är i genomsnitt cirka 18,5 procent, bland de mest lönsamma norska fiskeföretagen cirka 12 procent och bland svenska aktiebolag med fler än 50 anställda cirka 10 procent. Man kan fråga sig varför det finns skillnader mellan dessa grupper av företag. Intuitivt bör förklaringar sökas i verksamheter i olika branscher ställer olika krav på kapitalhantering. Inte minst med tanke på resonemang förda tidigare i denna avhandling om god kapitalhantering som en framgångsfaktor, är detta något som kan studeras vidare. Pinkowitz och Williamson (2007) undersökte hur likviditetsreserver värderades i olika branscher. De fann att tillväxtmöjligheter påverkade värdet av likviditet positivt och att detta skiljde sig åt mellan olika branscher.

Figuren på följande sida är hämtad från deras undersökning och illustrerar skillnader i värdet av ytterligare en dollar i likviditet.

Figure 1 **Estimated Value of Cash for 43 Different Industries**

The estimated value of cash is represented by the black square.
 The purple lines provide the 90% confidence interval for the estimate.
 Industries whose names are in purple (gray) have a value of cash significantly less (greater) than \$1.00.
 Industries with names in black have values of cash not significantly different from \$1.00



Figur 11. Värdet av ytterligare en dollar i likviditet i olika branscher.

Värdet beräknas genom en regression av företagets marknadsvärde, där förändringen i likvida medel utgör en oberoende variabel där koefficienten utgör värdet av ytterligare en dollar. Hämtad från Pinkowitz och Williamson, 2007.

Av figuren framgår att värdet av likviditet delvis kan förklaras av karaktäristika för olika branscher och därmed olika investeringsbehov. Branscher som är relativt mogna med förhållandevis låg tillväxt eller branscher med små investeringsbehov eller stabila kassaflöden värderar likviditet jämförelsevis lågt (Pinkowitz och Williamson, 2007). Exempel på sådana branscher är jordbruk, kol och järnväg. Längre upp i bilden finns branscher där likviditet värderas högre såsom mjukvara och läkemedel. Dessa kan karaktäriseras som tillväxtbranscher med osäkra kassaflöden och investeringar. Det bör påpekas särskilt att de företag som ingår i deras undersökning är i relation till företagen i svensk rederinäring alla stora.

Ovan drogs slutsatsen att mindre företag värdesätter en likviditetsreserv högre än större företag. Genom att följa upp Pinkowitz och Williamsons undersökning och studera andra branscher kan ytterligare insikt nås om situationen för mindre respektive större svenska företag avseende finansiell flexibilitet. En ytterligare aspekt att lägga till de redan nämnda skulle kunna vara kostnaden för att ha finansiell flexibilitet. Finansiell flexibilitet kostar naturligtvis, till exempel till priset av att inte fullt ut kunna utnyttja den hävstång som lånefinansiering kan erbjuda (Powers och Tsyplakov, 2008). Man kan anta att dessa kostnader ser olika ut beroende på företagets specifika förutsättningar. En studie av detta skulle kunna ge ytterligare kunskap om finansiell flexibilitet.

I denna studie har bransch hållits konstant. Det vill säga att hela studien är genomförd i en och samma bransch – den svenska rederinäringen. Om man ska gå vidare och studera andra branscher, kan det finnas anledning att hålla storleken på företag konstant. Detta eftersom villkoren och behoven för företagen kan se olika ut beroende även på storlek. Man skulle därför fokusera på företag av en viss storlek i en viss bransch eller jämföra mellan företag av olika storlek i samma bransch. Det finns stora möjligheter att variera och kontrollera för olika externa faktorer med denna typ av studie.

7.6 Fördjupade studier av enskilda företag

I undersökningen som rapporteras här har den svenska sjöfartsnäringen studerats på aggregerad nivå under tioårsperiod 1997 till 2006. Vissa generella slutsatser har kunnat dras om betydelsen av

faktorer som storlek, lönsamhet, tillväxt och skuldsättning med mera. Dessutom har observationer gjorts om finansieringen för företag i olika situationer. Dock har det inte varit möjligt att härigenom säga något om situationen i de enskilda företagen.

Situationen i varje företag är unik vad gäller verksamhet, investeringar och finansiering. För att fånga detta så behövs en mer ingående analys av förhållandena i ett eller flera företag som kan baseras på intervjuer och mer detaljerade undersökningar av företagets situation. En sådan studie skulle kunna kopplas också till det resursbaserade perspektivet som diskuterats ovan, och avse ett eller flera särskilt framgångsrika företag.

För att få större förståelse för hur företag förhåller sig till och arbetar med finansiell flexibilitet för att möjliggöra aktiviteter som i sin tur skapar lönsamhet och dessutom ta del av hur man resonerar i företagen kring dessa frågor, så är en mer avgränsad men fördjupad studie kombinerad med intervjuer lämplig. Ovan har diskuterats skillnader mellan stora och små företag, men det kan antas att det också finns skillnader mellan noterade och onoterade företag. Noterade företag har redan genom sin notering en bättre tillgång till kapitalmarknaden, samtidigt som företaget utsätts för tryck från ägarna att inte bli överkapitaliserade och hålla överskottslikviditet i bolaget. Detta sammantaget gör att det kan finnas skillnader i hur bolagens balansräkningar ser ut, och hur man ser på finansiell flexibilitet och hur denna ska skapas i företaget. Det vore därför lämpligt att mer djupgående studera ett mindre antal större företag som både är noterade och onoterade.

7.7 Sammanfattning

Denna undersökning, dess resultat och därpå följande diskussion och slutsatser har som framgått i detta kapitel givit upphov till ett flertal idéer om fortsatta studier.

Nära till hands ligger att undersöka andra branscher på motsvarande sätt tillsammans med fördjupade studier av enskilda företag genom intervjuer eller enkäter. Lindblom, Sandahl och Sjögren (2010) baserade sin undersökning på enkäter till svenska företag. Det ger

möjligheter att skapa en mer nyanserad bild av hur företagen själva uppger sig resonera utifrån en viss kapitalstruktur eller likviditetsnivå.

Ovan har också beskrivits företag i olika faser. Jönsson (2002) undersökte finansiering i snabbt växande företag. I detta sammanhang finns flera aspekter att studera ur företagets perspektiv – men också från investerar- eller kreditgivarperspektiv – som till exempel tillväxt och företagets tillgång till kapital.

Båda dessa möjligheter till fortsatta undersökningar skulle också bidra till en ökad förståelse av de underliggande mönster och förhållanden som ligger till grund för resultaten i denna avhandling.

Summary in English

Profitability and Financial Flexibility The Swedish Shipping Industry 1997-2006

Introduction

Research on the topic of financial flexibility was given a special issue in the *Journal of Corporate Finance* (17, 2011). The emerging literature is an indication of a growing interest in financial flexibility. Financial flexibility is defined as “*a firm’s capacity to mobilize its financial resources in order to take preventive and exploitive actions in response to uncertain future contingencies to maximize the firm value*” (Byoun, 2008) and similarly, “*Financially flexible firms are able to avoid financial distress in the face of negative shocks, and to readily fund investment when profitable opportunities arise*” (Gamba and Triantis, 2008). Firms that are financially flexible are characterized by having high cash levels and/or low debt ratios (Lie, 2005, Arslan, Florackis and Ozkan, 2010).

Company managers also emphasize the importance of financial flexibility. In studies covering both the USA and Europe, financial flexibility is said to be the most important goal of their firms’ financial policies (Graham and Harvey, 2001 examines CFOs in the US, Bancel and Mittoo, 2004, in a survey of European managers, and a similar study was performed in Sweden by Lindblom, Sandahl and Sjögren, 2010).

Given the fact that research on financial flexibility has grown and the importance of financial flexibility put forward by company managers, financial flexibility ought to have an impact on company performance. Vithessonti (2010) even claims that financial flexibility is “*critical to firm performance*”.

If one wants to study the impact of financial flexibility on company performance, one would want to examine an industry that is capital intense, such as real estate, forestry or shipping. Investments in ships

require access to large amounts of capital. The shipping industry is further characterized by fluctuating asset values and volatile cash flows due to changes in the economic situation (Stokes, 1992). Hence, one could expect that financial flexibility is of more importance in the shipping industry since it is less stable (Killi, Rapp and Schmid, 2011).

If the shipping industry is suitable to study financial flexibility, then why study the Swedish shipping industry in particular? One may assume that smaller, unlisted companies do not have the same access to capital markets as larger companies have, e.g. due to market frictions, higher transaction costs and risk (Fama and French, 1995, Kim, Mauer and Sherman, 1998, Ferreira and Vilela, 2004, and Faulkender and Wang, 2006). This implies that financial flexibility is important for smaller unlisted companies. In Sweden financial data for unlisted companies is publicly available, which makes this kind of study possible.

Thus, the subject for this dissertation is to examine if, and to what extent, financial flexibility can explain company financial performance. This is done by means of a basic statistical model examining financial data from the Swedish shipping industry during the period 1997-2006. This is further elaborated in section B below, "*Frame of reference and methodology*". Financial flexibility is here defined as constructed by capital structure (measured as leverage) and liquidity. Company performance is defined as financial performance in terms of return on equity and return on total assets.

This study contributes to the existing literature in several ways. Firstly, many previous studies claim the importance of financial flexibility and by this study it is possible to examine what impact financial flexibility has on what ought to be companies superior goal, profitability and survival. By doing this it is also possible to examine the relevance of previous research. If financial flexibility has no impact on company performance, then there is limited use in continuing this path of research.

Secondly, this study contributes by combining two streams of research into financial flexibility, namely research on determinants of capital structure and research on cash management policies and the value of

liquidity. These two streams have often been studied separately (Arslan, Florackis and Ozkan, 2010). Financial flexibility in terms of both capital structure and liquidity may contribute to existing theories of capital structure. DeAngelo and DeAngelo (2007) even put it as drastically as “*financial flexibility is the critical missing link for an empirically viable theory [of capital structure]*”, followed by Mura and Marchica (2010) “*a crucial missing link in capital structure theory*”. Thirdly, previous studies have mostly been on an aggregated level, mixing industries and segments. Here industry is held constant, while controlling for different segments, whereby differences among industries will not distort the results.

Fourthly, by examining financial flexibility and its impact on companies’ financial performance it is possible to observe the capital market and its functioning. If there were no friction on the capital markets, then there would be no or little value in financial flexibility. By including unlisted and smaller companies it is possible to make conclusions of the functioning of the capital market for these companies, and the shipping companies in specificity.

Frame of reference

Financial flexibility is an area of research that has been given growing attention in the last decade (Bancel and Mittoo, 2011). Financial flexibility is something created by the firms’ capital structure and liquidity/cash management, and these areas have previously most often been studied separately (Arslan, Florackis and Ozkan, 2010).

Within the field of corporate capital structure, there are numerous studies that examine different determinants of firms’ capital structure, perhaps starting with Modigliani and Miller (1958). Fama and French (2002) review many empirical studies on capital structure testing the two main theories, trade-off theory and pecking order theory. They find that there is support for both of them, and that the theories share many similar assumptions.

In this study, capital structure is part of what creates financial flexibility together with cash reserves/liquidity. Previous research on liquidity has not been as voluminous as the above mentioned research

on capital structure, even if Kim, Mauer and Sherman (1998) claims that the question of the value of liquidity is one of the unanswered questions in finance. The determinants of firm cash levels is examined in many studies, and factors like market friction (Brown and Petersen, 2011), size (Ferreira and Vilela, 2004), institutional factors like investor legal protection (Kusnadi and Wei, 2011) and agency costs (Jensen, 1986 and Bates, Kahle and Stulz, 2009) are put forward. In this study the differences in cash levels are not examined per se, rather the question of how cash holdings may contribute to firm performance by creating financial flexibility.

Research on financial flexibility has grown in recent years (Vithessonthi, 2010). There are several similar definitions of financial flexibility, but in this dissertation the definition used by for example Ang and Smedema (2011) is used: *"the ability of a firm to handle negative income shocks and to take advantage of positive shocks to their investment opportunity set"*. There are several different areas of interest in this research. Starting with Donaldson (1961) and debt capacity, which in later research forms part of what is defined as financial flexibility, to more recent research such as the special issue of the Journal of Corporate Finance (17, 2011).

Financial flexibility is said to explain why companies show less leverage than what ought to be expected (Killi, Rapp and Schmid, 2011) and why otherwise considered as excess cash levels is held by companies (Faulkender and Wang, 2006).

The kind of research undertaken in this dissertation is inspired by previous studies (like the ones mentioned above), which are within the field of capital market based-accounting research. The theoretical frame of reference underlying the related studies is based on economic theory, classified by for example Chua (1986) as mainstream. Examples of this kind of thinking can be found in Watts and Zimmerman (1986) and Beaver (1998).

Methodology and data

Given the importance ascribed to financial flexibility in previous literature, this study aims to examine if, and to what extent financial

flexibility can explain financial performance. Financial flexibility is here narrowly defined as made up of capital structure and cash levels. A basic model is used where firm financial performance is a function of financial flexibility.

Performance of firms can be measured in several ways (Barney, 2001). In this study it is financial performance of companies that is of interest. In this kind of study financial ratios like return on assets (ROA) and return on equity (ROE) is commonly used (Li and Simerly, 1998, Gjesdal, 2001). Capital structure is narrowly defined as the mix between equity and debt, and leverage is often used to capture this (Bates, Kahle and Stulz, 2009). Firm liquidity is defined as the cash to assets ratio, which is also a common measure (Kim, Mauer and Sherman, 1998, Ferreira and Vilela, 2004). Thus the model is constructed as below:

$$Performance = leverage + cash\ ratio$$

To control for other factors that may have an effect on financial performance, several control variables are included in the final models. Size (measured as log turnover) is included due to the fact that it may have an impact on firm financing opportunities (Faulkender and Wang, 2006), and as it may act as a proxy for risk (Fama and French, 1995). Growth is also included as it may affect financing (Mikkelsen and Partch, 2003).

The shipping industry is not homogenous. Different segments face different conditions, business models and risks. Every company included in the study has been classified accordingly in to four different segments as used by Lloyd's Register; *tanker, bulk and general cargo, container and ro-ro*, and *passenger*. Subsequently, dummy variables have been used in the model to control for different segments.

In an attempt to characterize business cycles and changes in the economic environment, single years in the examined period have also been used as control variables. However, this did not seem to have any effect on the results, which is why this is left out and not mentioned further.

Consequently, the two main models used were as follows:

$$\begin{aligned} ROE_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 leverage_{it} + \beta_2 cash\ ratio_{it} + \beta_3 growth_{it} \\ & + \beta_4 size_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\ & + \beta_7 container \& roro_{it} + \beta_8 passenger_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

and

$$\begin{aligned} ROA_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 leverage_{it} + \beta_2 cash\ ratio_{it} + \beta_3 growth_{it} \\ & + \beta_4 size_{it} + \beta_5 tanker_{it} + \beta_6 bulk_{it} \\ & + \beta_7 container \& roro_{it} + \beta_8 passenger_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

The data consists of all Swedish shipping companies registered as such according to their official industry and activity description²⁸ during the years 1997 to 2006. The total number of companies existing for the entire period were 247, resulting in 2 470 observations in total. After elimination of incorrect or missing values 2 057 firm year observations were left. The data was processed in the computer software Excel, and the statistical analysis was carried out in Stata.

Findings

Descriptive statistics (not reported here) show that there are differences in size between the shipping companies. Many of the companies included in the study are small. Within each segment there are also differences in profitability (ROE and ROA), leverage and cash ratio.

First, a correlation matrix (not reported here) showed that several variables were correlated. ROE and ROA were negatively correlated with leverage and positively correlated with cash-ratios. This is what could be expected given the assumption that leverage and the cash level creates financial flexibility that in turn makes actions possible that contributes to profitability. Size correlates positively with leverage and negatively with cash-ratio, indicating that larger

²⁸ The Swedish SNI-classification based on the European Classification of Economic Activities, NACE Rev. 2.

companies have relatively more debt and that smaller companies keep relatively more cash.

Secondly, the results from the main regressions (with the two main dependent variables measuring firm financial performance as profitability), shown below, indicate that as expected, leverage has a negative and statistically significant impact on both ROE and ROA. Correspondingly, cash levels have a positive and statistically significant impact on both ROE and ROA.

The coefficient of leverage is smaller than the coefficient of cash-ratio, indicating that cash levels have a larger impact on firm performance. This could possibly be explained by the many smaller companies in the dataset, with respect to the positive correlation between size and leverage and the negative correlation between size and cash-ratio, given that smaller companies tend to have less debt and higher cash levels.

Growth does not seem to have any effect on firm financial performance. Size, however, has a positive and significant effect on both ROE and ROA, indicating that larger companies are more profitable.

Other tests were also conducted, but not reported here. The main regressions were tested per segment and the results were robust. Two other measures of profitability, operating margin and net margin, were also used as dependent variables and the results were similar and robust.

Table D.1. Return on equity.

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std.dev.</i>	<i>P-value</i>
Constant	- 0,005 (- 0,04)	0,112	0,966
Leverage	- 0,024*** (-11,59)	0,002	0,000
Cash-ratio	0,767*** (4,16)	0,185	0,000
Growth	0,001 (0,03)	0,006	0,976
Size	0,046** (1,97)	0,023	0,049
Tanker	0,443** (2,04)	0,217	0,041
Bulk	0,138 (0,62)	0,222	0,536
Container & Ro-ro	1,758*** (4,93)	0,356	0,000
Passenger	- 0,227 (-1,46)	0,156	0,144

* p < 0,1 ** p < 0,05, and *** p < 0,01 N=1 796 R²=0,090. Z-values within brackets.

Table D.2 Return on total assets.

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std.dev.</i>	<i>P-value</i>
Constant	0,035* (1,85)	0,019	0,064
Leverage	- 0,001*** (-3,06)	0,000	0,002
Cash-ratio	0,146*** (5,03)	0,029	0,000
Growth	0,001 (0,85)	0,001	0,394
Size	0,020*** (5,54)	0,004	0,000
Tanker	0,054 (1,55)	0,035	0,121
Bulk	0,026 (0,73)	0,036	0,463
Container & Ro-ro	0,132** (2,32)	0,057	0,021
Passenger	- 0,041 (-1,65)	0,025	0,098

* p < 0,1 ** p < 0,05, and *** p < 0,01 N=1 796 R²=0,035. Z-values within brackets.

If the findings are in line with what was to be expected according to the reasoning above – increased leverage has a negative effect on profitability and higher cash leverage has a positive effect on profitability – then how much can it explain? R^2 is a measure of how much of the variation in the dependent variable that can be explained by the independent variables.

Financial flexibility in terms of leverage and cash levels can explain approximately 10 percent of ROE and 3,5 percent of ROA in the Swedish shipping industry as a whole. When split up into different segments the explanatory power rises. For example, 27 percent of ROE is explained by the independent variables in the passenger segment and 24 percent in the container and ro-ro segment. This indicates that financial flexibility is more important in certain segments. Overall, these findings suggest that financial flexibility has an impact on firm financial performance. Conclusions and implications are discussed in the concluding section below.

Conclusions and further research

It has been shown that financial flexibility is of importance for the profitability of Swedish shipping companies. The results indicate that profitability is negatively affected by increased leverage and positively by cash holding. It appears that smaller companies have higher levels of cash holdings. One explanation for this might be that larger companies have better access to financing through capital markets, which is also supported by higher leverage in larger companies.

If one turns to the definition of financial flexibility, which is said to be the ability to handle both negative income shocks and positive events in the investment opportunity set, then one can conclude that in particular smaller companies keep cash reserves as a buffer for times of negative economic development. The larger companies use their capital structure and leverage to be able to invest when the opportunity arises. The need for financial flexibility is more determined by investment opportunities than by financing opportunities, which is why it is also possible to conclude that larger

companies may have more investment opportunities and that they are also more profitable than the smaller companies.

To relate to what was stated in the initial section *Introduction* above regarding the relevance of studies of financial flexibility, it is possible to conclude from the observations made in this study that further research on financial flexibility might be fruitful. Financial flexibility, leverage and cash levels do have an impact on firm financial performance.

There are several paths for further research from the results observed here. More in-depth and thorough studies of individual companies would give insights to more than just specific company's financial position, but through interviews it would be possible to assess the management's opinions and reasoning behind their financial policy.

Another kind of study would be to further examine the role of ownership and control and the effect on capital structure and financial flexibility. Studies of ownership and control as determinants of capital structure have been carried out before, but in Sweden there is an opportunity to do the same for unlisted companies. It is possible to access information on owners' private financial status in Sweden. It is also possible to investigate private individuals other stockholdings, ownership interests and board assignments.

A third kind of study would be to further examine unlisted companies in different phases of growth, their financing opportunities and access to the capital markets.

Referenser

Litteratur

- Aivazian, Varouj A. & Berkowitz, Michael K. 1998. "Ex Post Production Flexibility, Asset Specificity, and Financial Structure". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. Winter 98. Vol. 13, Issue 1. 1-20.
- Almeida, Heitor, Campbello, Murillo & Weisbach, Michael S. 2011. "Corporate Financial and Investment Policies When Future Financing Is Not Frictionless". *Journal of Corporate Finance*. (17) 2011. 675-693.
- Andrén, David & Forsell, Jonna. 2012. Kandidatuppsats. *Swedish Capital Structure. An Investigation of the Differences between Public Companies and Private Family Businesses*. Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.
- Ang, James & Smedema, Adam. 2011. "Financial flexibility: Do firms prepare for recession?". *Journal of Corporate Finance*. (17) 2011. 774-787.
- Armstrong, Craig E. & Shimizu, Katsuhiko. 2007. "A Review of Approaches to Empirical Research on the Resource-Based View of the Firm". *Journal of Management*. Vol 33. No 6. 959-986.
- Arslan, Özgür, Florackis, Chrisotomos & Ozkan, Aydin. 2010. "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance". Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1234682>
- Asztély, Sandor. (1964). *Den externa räkenskapsanalysens möjligheter och begränsning då det gäller svenska aktiebolags årsredovisning*. Göteborg: Företagsekonomiska institutionen vid Handelshögskolan i Göteborg.
- Bancel, Franck & Mittoo, Usha R. 2004. "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms". *Financial Management*. Winter 2004. 103-132

- Bancel, Franck & Mittoo, Usha R. 2011. "Financial flexibility and the impact of the global financial crisis. Evidence from France" *International Journal of Managerial Finance*. Vol. 7 No 2. 179-216.
- Barney, Jay B. 1991. "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage". *Journal of Management*. Vol. 17. No 1. 99-120.
- Barney, Jay B. (2001). *Gaining and sustaining competitive advantage* (2nd ed.). Upper Saddle River, N.J. : Prentice Hall.
- Bates, Thomas W., Kahle, Kathleen M. & Stulz, René M. 2009. "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?" *The Journal of Finance*. Vol. LXIV, No 5. October 2009.
- Beaver, William H. (1998). *Financial Accounting: An Accounting Revolution* (3rd ed). Upper Saddle River, N.J. : Prentice Hall.
- Berger, Peter L. & Luckmann, Thomas. (1966/1979). *Kunskapssociologi: hur individen uppfattar och formar sin sociala verklighet*. Stockholm. Wahlström & Widstrand.
- Bertmar, Lars & Molin, Göran. (1977). *Kapitaltillväxt, Kapitalstruktur och Räntabilitet. En analys av svenska industriföretag*. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Bertmar, Lars. (1979). *Löner, lönsamhet och soliditet i svenska industriföretag*. Särtryck ur SOU 1979:10. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Bonaime, Alice A., Hankins, Kristine Watson, & Harford, Jarrad. 2011. "Financial Flexibility, Risk Management, and Payout Choice". (March 14, 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1747036>
- Branch, Alan E. (1989). *Elements of shipping*. (6th ed.). London, Chapman and Hall.

- Bradshaw, M.T., Bushee, B.J. & Miller, G.S. 2004. "Accounting Choice, Home Bias, and U.S. Investment in Non-U.S. Firms". *Journal of Accounting Research*, Volume 42, Issue 5. December 2004. 795-841.
- Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2003). *Principles of Corporate Finance*. Boston. McGraw-Hill.
- Brodin, Bengt, Lundkvist, Leif, Sjöstrand, Sven-Erik & Östman, Lars. (2000). *Koncernchefen och ägarna*. Stockholm: EFI vid Handelshögskolan i Stockholm.
- Brown, James R. & Petersen, Bruce C. 2011. "Cash holdings and R&D smoothing". *Journal of Corporate Finance*. (17) 2011. 694-709.
- Byoun, Soku. 2008. "Financial Flexibility and Capital Structure Decision". Working paper. Baylor University. December 2008.
- Cheng, Philip C. (1979). *Financial management in the shipping industry*. Centreville, Maryland: Cornell Maritime Press, Inc.
- Childs, Paul D., Mauer, David C. & Ott, Steven H. 2005. "Interactions of corporate financing and investment decisions: The effects of agency conflicts". *Journal of Financial Economics*. 76 (2005, 667-690.
- Chua, W. F. 1986. "Radical Developments in Accounting Thought", *The Accounting Review*, Vol LXI No 4, pp. 601-632.
- Clark, Brian J. 2010. "The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence. (March 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1499497>
- DeAngelo, Harry & DeAngelo, Linda. 2007. "Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility" (October 10, 2007). Marshall School of Business Working Paper No. FBE 02-06. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=916093>
- Denis, David J. 2011. "Financial flexibility and corporate liquidity". *Journal of Corporate Finance*. 17 (2011) 667-674.

- Denis, David J & Sibilkov, Valeriy. 2010. "Financial Constraints, Investment and the Value of Cash Holdings". *Review of Financial Studies*. Vol. 23 Issue 1, 247-269.
- Denis, David J. & McKeon, Stephen B. 2011. "Debt Financing and Financial Flexibility: Evidence from Pro-active Leverage Increases" (May 2011). AFA 2010 Atlanta Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1361171>
- Donaldson, Gordon. (1961). *Corporate Debt Capacity*. Washington: D.C. Beard Books.
- Donaldson, Gordon. (1994). *Corporate restructuring: managing the change process from within*. Boston, Massachusetts. Harvard Business School Press.
- Dreyer, Bent. 1998. *Kampen for tillværelsen - et studium av overlevelsesstrategier i fiskeindustrien*. Norges fiskerihøgskole, Universitetet i Tromsø, Tromsø.
- Dreyer, Bent, & Grønhaug, Kjell. 2004. "Uncertainty, flexibility, and sustained competitive advantage". *Journal of Business Research*, 57, 484-494.
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. 1995. "Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns". *The Journal of Finance*. Vol. L, No. 1. March 1995
- Fama, Eugene F. & French, Kenneth R. 2002. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt". *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, 1-33.
- Faulkender, Michael & Petersen, Mitchell A. 2006. "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?" *Review of Financial Studies*, Vol. 19, 45-49.
- Faulkender, Michael & Wang, Rong. 2006. "Corporate Financial Policy and the Value of Cash". *The Journal of Finance*. Vol. LXI, No.4.

- Ferreira, Miguel A. & Vilela, Antonio S. 2004. "Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries". *European Financial Management*. Vol. 10, No. 2. 2004. 295-319
- Forsberg, Per. (2001). *Berättelser och omdömen i en redares vardag*. Kungälv: Bokförlaget BAS.
- Gamba, Andrea & Triantis, Alexander. 2008. "The Value of Financial Flexibility". *Journal of Finance*. Vol. LXIII, No. 5.
- Gjesdal, Frøystein. 2001. "Measuring Financial Performance: A Case Study" SNF-Report No. 44/01. Foundation for Research in economics and business administration. Bergen. November 2001.
- Gjesdal, Frøystein. 2003. "The Accounting Rate of Return: Some Analytical results" Working Paper No. 71/03. Institute for research in economics and business administration. Bergen. December 2003.
- Glete, Jan. (1987). *Ägande och industriell omvandling*. Stockholm. SNS Förlag.
- Glete, Jan. (1994). *Nätverk i näringslivet*. Stockholm. SNS Förlag.
- Graham, John R. & Harvey, Campbell R. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field". *Journal of Financial Economics*, 60, 187-253
- Greene, William H. (2008). *Econometric Analysis*. 6th edition. Upper Saddle River, New Jersey. Pearson Prentice Hall.
- Gustavsson, Sten-Olof. 1984. "Flexibility and productivity in complex production processes". *International Journal of Production Research*, 22 (5), 801-808.
- Hagberg, Andreas. 2006. *Nyckeltal och konkurs: En studie av svenska företag 1998-2003*. Göteborg: School of Business, Economics and Law. Göteborg University.

- Hagberg, Andreas, Rimmel, Gunnar, & Bergqvist, Rickard. 2007. *Launching the Lighthouse Database - in search of taxonomy and structure to comfort academia and Swedish shipping industry*. Paper presented at the 19th Nordic Academy of Management Conference, Bergen, Norway.
- Harris, Milton & Raviv, Artur. 1991. "The Theory of Capital Structure". *The Journal of Finance*. Vol. XLVI, No.1. 297-355.
- Heshmati, Almas. 2001. *"The Dynamics of Capital Structure: Evidence from Swedish Micro and Small Firms"*. SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No. 440. Stockholm School of Economics. Stockholm.
- Holme, Idar Magne, & Solvang, Bernt Krohn. (2002). *Forskningsmetodik : om kvalitativa och kvantitativa metoder* (2 ed.). Lund: Studentlitteratur.
- Hope, Ole-Kristian. 2003. "Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study". *Journal of Accounting Research*, 41 (2), 235-272.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review*. May, 1986. Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
- Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael. (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt. Mål, samband och mätmetoder*. Lund: Studentlitteratur
- Jönsson, Clary. 2002. *Finansiering i snabbt organiskt växande företag*. Göteborg: School of Business, Economics and Law. Göteborg University.
- Kennedy, Peter. (2008) *A Guide to Econometrics*. 6th edition. USA. Blackwell Publishing.

- Killi, Andreas, Rapp, Marc Stefen & Schmid, Thomas. 2011. "Can Financial Flexibility Explain the Debt Conservatism Puzzle? Cross-Country Evidence from Listed Firms. (April 18, 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1814182>
- Kim, Chang-Soo, Mauer, David C. & Sherman, Ann E. 1998. "The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.33. No 3. September 1998.
- Kustadi, Yuanto & Wei, K.C. John. 2011. "The determinants of corporate cash management policies: Evidence from around the world". *Journal of Corporate Finance*. (17) 2011. 725-740.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. 1997. "Legal Determinants of External Finance". *The Journal of Finance*. Vol. LII, No 3. 1131-1150.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio & Shleifer, Andrei. 1999. "Corporate Ownership Around the World". *The Journal of Finance*. Vol LIV, No 2. 471-517.
- La Porta, Rafael, Lopez-de-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei & Vishny, Robert. 2000. "Investor protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*. 58 (2000). 3-27.
- Lau, R.S.M. 1996. "Strategic Flexibility: A New Reality for World-Class Manufacturing". *SAM Advanced Management Journal*. 61 (2), 11-15.
- Lemmon, Michael L, Roberts, Michael R. & Zender, Jaime F. 2008. "Back to the Beginning: Persistence and the Cross-Section of Corporate Capital Structure". *The Journal of Finance*. Vol LXIII, No 4. 1575-1608.
- Lennerfors Taro, Thomas. (2009). *Stockholmsrederierna. Ägandet och nätverkens betydelse för tanksjöfartens utveckling i Stockholm 1980-2000*. Göteborg. Breakwater Publishing AB.
- Li, Mingfang & Simerly, Roy L. 1998. "The Moderating Effect of Environmental Dynamism on the Ownership and Performance Relationship". *Strategic Management Journal*. Vol. 19, No. 2 (Feb. 1998) 169-179

- Lie, Erik. 2005. "Financial Flexibility, Performance and the Corporate Payout Choice". *Journal of Business*. Vol. 78. No 6.
- Lindblom, Ted, Sandahl, Gert & Sjögren, Stefan. 2010. "*Financial structure decisions in large business firms*". Paper presented at the Portugal finance Network 2010 Conference, Ponta Delgado, Azores.
- Löf, Hans. 2004. "Dynamic optimal capital structure and technical change". *Structural Change and Economic Dynamics*. 15 (2004). 449-468.
- Marton, Jan. (1998). *Accounting and Stock Markets. A Study of Swedish Accounting for International Investors and Analysts.*, Göteborg University, Göteborg.
- Mikkelson, Wayne H. & Partch, M. Megan. 2003. "Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol 38. No 2. June 2003.
- Miller, Danny, & Shamsie, Jamal. 1996. "The Resource-Based View Of The Firm In Two Environments: The Hollywood Film Studios From 1936 To 1965". *Academy of Management Journal*. 39 (3), 519-543.
- Modigliani, Franco & Miller, Merton H. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*, Vol. 48, 261-297.
- Mossin, Jan. 1968. "An Optimal Policy for Lay-Up Decisions". *Swedish Journal of Economics*. Vol. 70. Iss. 3. September 1968.
- Mura, Roberto & Marchia, Maria-Teresa. 2010. "Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity" (April 1, 2010). Manchester Business School. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=891562>
- Myers, Stewart C. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance*. 39. 575-592.

- Newbert, Scott L. 2007. "Empirical Research on the Resource-Based View of the Firm: An Assessment and Suggestions for Future Research". *Strategic Management Journal*. 28. 121-146.
- Palmberg, Johanna, Johansson, Börje & Karlsson, Charlie. 2006. *Den svenska sjöfartsnäringens ekonomiska och geografiska nätverk och kluster*. Institutet för Näringslivsanalys, Internationella Handelshögskolan i Jönköping.
- Pettersson, Anna Karin. 2011. *Redovisning av fartyg i Europeiska rederier – Redovisningsval*. Göteborg: School of Business, Economics and Law. Göteborg University.
- Pinkowitz, Lee & Williamson, Rohan G. 2002. "What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings". (October 8, 2002). Georgetown University, McDonough School of Business. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=355840>
- Pinkowitz, Lee, Stulz, René & Williamson, Rohan. 2006. "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis" *The Journal of Finance*. Vol. LXI, No 6. December 2006.
- Pinkowitz, Lee & Williamson, Rohan. 2007. "What is the Market Value of a Dollar of Corporate Cash?". *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 19, No 3. Summer 2007.
- Polesie, Thomas. (1995). *Drift och finans – aspekter på företags ekonomi*". Lund: Liber-Hermods AB.
- Powers, Eric & Tsyplakov, Sergey. 2008. "What Is the Cost of Financial Flexibility? Theory and Evidence for Make-Whole Call Provisions". *Financial Management*. Autumn 2008. 485-512.
- Rajan, Raghuram G. & Zingales, Luigi. 1995. "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance*. Vol. L, No 5.

- Simerly, Roy L. & Li, Mingfang. 2000. "Environmental Dynamism, Capital Structure and Performance: A Theoretical Integration and An Empirical Test". *Strategic Management Journal*. 21. 31-49.
- Singh, Kuljot & Hodder, James E. 2000. "Multinational capital structure and financial flexibility". *Journal of International Money and Finance*. 19 (2000), 853-884.
- Sjöfartens Bok 2009. Göteborg. Svensk Sjöfarts Tidnings Förlag AB.
- Son, Young K., & Park, Chan S. 1990. "Quantifying opportunity costs associated with adding manufacturing flexibility". *International Journal of Production Research*, 28 (6), 1183-1194.
- SOU 1998:129. 1998. *Svensk sjöfartsnäring – hot och möjligheter*. Slutbetänkande från Utredningen om sjöfartens struktur- och kapital-situation.
- Stokes, Peter. (1992). *Ship Finance - Credit expansion and the boom-bust cycle*. Bodmin, Cornwall: Lloyd's of London Press Ltd.
- Stopford, Martin. (2007). *Maritime Economics*. 2nd edition. Routledge.
- Subramaniam, Venkat, Tang, Tony T., Yue, Heng & Zhou, Xin. 2011. "Firm structure and corporate cash holdings". *Journal of Corporate Finance*. (17) 2011. 759-773.
- Titman, Sheridan & Wessels, Roberto. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". *The Journal of Finance*. Vol. LXLIII, No 1. 1988.
- Tong, Zhenxhu. 2011. "Firm diversification and the value of corporate cash holdings". *Journal of Corporate Finance*. (17) 2011. 741-758.
- Vithessonthi, Chaiporn. 2010. "Financial Flexibility, Financial System, and Organizational Change". *The Business Review*, Vol 15. No 1. 72-82. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1548227>

Watts, Ross L., & Zimmerman, Jerold L. 1986. *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

Intervjuer

Anders Dreijer, vice verkställande direktör, Broström AB. 2010-05-12

Svante Karlsson, vice verkställande direktör, Stena AB. 2010-06-10

Företag i studien

Adigo AB
Ahlmark Chartering AB
Ahlmark Lines AB
Allt i Båtcharter Olsson AB
Anders Månssons Försäljnings
AB
Angsholmen Rederi AB
Arboga Rederi AB
Ari Marin AB
Atlantic Container Line AB
Baltic Sail Ship AB
Barkens Ångslups AB
Bergmans Ångfartygs AB
Bitumen Shipping AB
Björns Sjöservice AB
Blidösundsbolaget AB
BM Invest AB
Bohuslänska Kusten, Rederi
AB
Brax Shipholding Rederi AB
Broström Ship Management
AB
Broström Tankers AB
Bröderna Östermans
rederiaktiebolag
Canalroute AB
Charterfrakt Baltic Carrier AB
Chemveg AB
Clay Bay Shipping AB
Concordia Maritime AB
Confidence Four AB
Contralo Scandinavia AB
Crown Shipping AB
Cycle Supply Alf Jacobsson
AB
D.L.S. Shipping AB
Dag Engström Rederi AB
DFDS Tor Line AB
Dyröns Sjötransporter AB
EE Shipping AB
Ekships AB
Ektank AB
Enetta AB
Engström Shipping AB
Erik Thun AB
EurCareer AB
Fiducia Rederi AB
Finnlines Ship Management
AB
First Line AB
Fredlund Marserv AB
Furetank Rederi AB
Fångö Taxibåtar AB
G.A. Rederier AB
Granita AB
Granströms Rederi AB
Gripsholms-Mariefreds
Ångfartygsaktiebolag
Gräskö Sjötransport AB
GTB Maritime Chartering &
Management AB
Gute bogser & Marin Service
AB
Gävle Skärgårdstrafik AB
Göta Kanal Charter Stockholm
AB

Göteborg - Styrso
 Skärgårdstrafik, AB
 Göteborgs Skärgårdsgods AB
 Hagelins Charter AB
 Hamntrafiken i Stockholm AB
 Haninge charter och sjötaxi AB
 HC Marin Konsult AB
 Hjerterö Rederi AB
 Holy House Shipping AB
 Ichi Ban Yachting AB
 Jan Hilmersson Bogser AB
 Jennie II Båtcharter AB
 K.E. Nordgrens Rederi AB
 Kent Knutsson Marinkonsult
 AB
 Kent Krusell Fartygsservice
 AB
 Klart Skepp Stocksund AB
 Koster Marin AB
 Krabbeskärs Rederi AB
 Krokholmens Sjötrafik AB
 Kustarbeten för Miljö o Sjö
 Kungälv AB
 L-Line Rederi AB
 Lady Ellen Charter AB
 Laurin Maritime AB
 Ljusterö Sjö Shipping AB
 Lundashipping AB
 M/F Runa II Sjötransport AB
 Mariestads Skärgårdstrafik AB
 Marin-Tjänst A. Druse AB
 Marinvest Development AB
 Marstrandsbåtarna AB
 Martour AB
 My Shipping AB
 Nordström & Thulin AB
 Northwest Rederi AB
 Norrbyskärsfärjan AB
 Northsea Shipping AB
 NYKCool AB
 Nynäs Sjötrafik AB
 OH Skärgårdsservice AB
 On duty Rederi AB
 Orion Shipping AB
 Ornö Allservice AB
 Ornö Sjötrafik AB
 Papega AB
 Penta Holding AB
 Percy Bancks Rederi AB
 Polena Rederi AB
 PRL Sverige AB
 Propoint Marine Electronics
 AB
 Pytheas Shipping And Trade
 AB
 Rederi AB Amore
 Rederi AB Atala
 Rederi AB Christer Skantze
 Rederi AB Dagny
 Rederi AB Doggen
 Rederi AB Evernia
 Rederi AB Fairship
 Rederi AB Hornet
 Rederi AB Ishavet
 Rederi AB Mälaren -
 Hjälmaren
 Rederi AB Nestor
 Rederi AB Nordship
 Rederi AB Origo
 Rederi AB Runmarö Kanal
 Rederi AB Situla
 Rederi AB Soya
 Rederi AB Veritas Tankers
 Rederi AB Vänertank
 Rederi Birger Jarl AB
 Rederi Skidbladner AB

Rederi Österleden AB
 Rederi AB Wallenco
 Rederiaktiebolaget Alpen
 Rederiaktiebolaget ASTREA
 Rederiaktiebolaget Ballerina
 Rederiaktiebolaget Bohus Line
 Rederiaktiebolaget Castor
 Rederiaktiebolaget Dagskär
 Rederiaktiebolaget Dalavik
 Rederiaktiebolaget Donsötank
 Rederiaktiebolaget Grisslan
 Rederiaktiebolaget Göta Kanal
 Rederiaktiebolaget Heron
 Rederiaktiebolaget Karlsborgs
 Marina
 Rederiaktiebolaget Kind
 Rederiaktiebolaget Lea
 Rederiaktiebolaget NETA
 Rederiaktiebolaget Novator
 Rederiaktiebolaget Polar (Polar
 Shipping Ltd)
 Rederiaktiebolaget Runa
 Rederiaktiebolaget Runn
 Rederiaktiebolaget Skrovot
 Rederiaktiebolaget
 Skärgårdsgross
 Rederiaktiebolaget Sofia
 Linnéa
 Rederiaktiebolaget Uman
 Rederiaktiebolaget Walhall
 Rederiaktiebolaget Willy
 Johansson
 Rederiaktiebolaget Älvtank
 Rederiservice i Göteborg AB
 Remi Charter AB
 Ressel Rederi AB
 Retacom Securities AB
 Revenge Rederi AB
 Romira Rederi AB
 Royal Stockholm Cruise Line
 AB
 Rundviks Rederi AB
 Sandhamns Båttaxi AB
 Sandhamns Rederi AB
 Sandströms Sjötransporter AB
 Sandö Leasing AB
 Sasson Charter AB
 Scandlines AB
 Sea You Rederiet AB
 SeaWind Line AB
 Segelfartygs Kompaniet
 Stockholm AB
 Ship Exchange Sweden AB
 Sinbad Chartering Company
 AB
 Sisse Hanssons Engineering
 AB
 Sjötorps Marina AB
 Skärgårdsservice A. Green AB
 Skärgårdstrafik i Uppsala AB
 Skärhamns Bunker AB
 Sonnys Skärgårdsland AB
 SRAB Shipping AB
 Stavnäs Båttaxi,
 Skärgårdstrafik och Charter
 AB
 Stena Bulk AB
 Stena Line Scandinavia AB
 Stena Marine Management AB
 Stena Rederi AB
 Stena Sessan AB
 Stockholmen Rederi AB
 Stockholms Sjötrafik AB
 Stockholms Södra Skärgård
 Samtrafik AB

Stockholms
Ångslupsaktiebolag
Storholmen - Lindekullen AB
Storholmens Rederi AB
Storsjöskutan Rederi AB
Svenska Orient Linien AB
Svenska Rederiaktiebolaget
Öresund
Swacro Invest AB
Swecruising AB
Swedia Rederiaktiebolag
Sydfart AB
Söderholms Båttaxi AB
Söderköpings Rederi AB
Tarbit Shipping AB
Tarpon Charter AB
Thun Ship Management AB
TK design AB
Tolico AB
Torgot AB
Torke Rederi AB
Torsö Rederi AB
Transatlantic Crewing AB
Transatlantic Fleet Services
AB
Transatlantic Hornet AB
Transatlantic Project and
Contract Cargoes AB
Transatlantic Shipping AB
Transbulk 1904 AB
Transmarin, AB
Triton Shipping AB
Trälhavets Rederi AB
TT-Line AB
Tynningö Sjötrafik AB
Tärntank Rederi AB
Utö Sjöservice AB
Utö Sjötransporter AB
V.T. Maritime Shipping AB
Vadstena Sjöfrakt AB
Vattenriket Båtsightseeing AB
Vaxholms Marina AB
Ven-Trafiken AB
Viking Rederi AB
Vinga Safir AB
Väderötrafiken AB
Walleniusrederierna AB
Walwal AB
Waxholms Ångfartygs AB
Westco, AB
Westfrakt AB
Wiberg Shipping AB
Wittskär Rederi AB
Ångbåtsaktiebolaget
Polstjärnan
Ångslupsaktiebolaget Unionen
Ö-vik Båtcharter AB
Ö-viks Shipping AB
Ö.F. Östersjöfrakt AB
Öckerö Bunkerfrakt AB
Östersjöfart, AB
Österströms Logistik AB
Österströms Rederi AB
Österströms Sweden AB