



Handelshögskolan  
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

# Landrisk på Tillväxtmarknader

*– En Fallstudie av Svenska Multinationella Företag*

Seminariearbete D-nivå i  
Industriell och finansiell ekonomi

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet  
Vårterminen 2007

Mattias Jernström 800405  
Jonas Rybrand 811007

Handledare: Peter Svahn

***Tack till:***

*Vår handledare Peter Svahn, AstraZeneca, EKN, SCA, Scania, SKF, och Swedfund*

*Mattias & Jonas*

## Sammanfattning

**Bakgrund & Problem:** Tillväxtmarknader har de senaste decennierna lockat investerare med låga produktionskostnader och hög tillväxt. Dessa marknader är generellt mer volatila än mogna marknader. De uppvisar även ett större utbud av risker som främst är av en negativ natur. Empiriska undersökningar har på senare tid visat att korrelationen marknader emellan har ökat vilket talar för att de landsspecifika riskerna bär på ett betydande inslag av marknadsrisk vilket innebär att dessa risker ej kan diversifieras bort fullt ut.

Landrisk har de senaste åren skapat mycket debatt i den akademiska världen där det råder en oenighet om vilka metoder för att uppskatta den som är att föredra. Vidare har denna oenighet skapat förvirring inom den praktiserande världen och lett till att många olika metoder praktiseras vilka ofta baseras på godtyckliga justeringar, magkänsla och svagt empiriskt material. Ett gap har uppstått mellan praktik och teori där de mer sofistikerade modellerna har haft svårt att vinna acceptans. Med tanke på den vikt som företagen lägger på analyser av landrisk borde det vara av stort intresse och vikt att den metod som används för att ta hänsyn till landrisk i kapitalbudgeteringen görs på ett medvetet och noggrant sätt. Att välja metod är ett viktigt beslut då modellerna kan ge upphov till vitt skilda kapitalkostnader. Detta har således väckt vårt intresse och föranlett denna studie.

**Syfte:** Syftet med denna uppsats är att bidra till förståelsen för hur fyra svenska multinationella företag behandlar landrisk och vilken effekt detta har på investeringsprocessen. Vidare vill vi undersöka hur de resonerar kring ämnet och vad som föranlett deras val av metod. Med detta vill vi ge en ökad insikt i hur stor genomslagskraft den akademiska litteraturen har haft på de studerade företagens sätt att ta hänsyn till landrisk i tillväxtmarknader. Men vi vill även baserat på de studerade företagen förklara diskrepansen mellan den akademiska och den praktiserande världen.

**Metod:** En kvalitativ metod har använts för att besvara problemformuleringarna. Telefonintervjuer har genomförts med fyra svenska multinationella företag som alla till hög grad är exponerade mot landrisk. Intervjuobjekten har alla god insikt i sina respektive företags investeringar på tillväxtmarknader.

**Slutsats:** SCA och SKF använde kvantitativa metoder där de främst förlitade sig på landriskbedömningar gjorda av ratingbolag medan Scania och AstraZeneca gjorde kvalitativa bedömningar. Att analytiskt se över landrisken på ett kvantitativt och systematiskt sätt gör det lättare för företagen att allokera resurser och objektivet ta ställning till värdet på investeringar. Inställningen till vilka metoder som föredrogs kan spåras till faktorer som tradition, branschspecifika egenskaper och svårigheten att applicera landriskmodeller i företagens beslutssituationer.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>Inledning</b>  | <b>2</b>  |
| 1.1      | Bakgrund  | 2         |
| 1.2      | Problemdiskussion   | 4         |
| 1.3      | Problemformulering  | 5         |
| 1.4      | Syfte   | 6         |
| <b>2</b> | <b>Metod</b>  | <b>7</b>  |
| 2.1      | Val av ämne   | 7         |
| 2.2      | Kvalitativ metod  | 7         |
| 2.2.1    | Kvalitativ fallstudie   | 7         |
| 2.3      | Datansamling  | 8         |
| 2.4      | Val av Teorier  | 9         |
| 2.5      | Urval   | 9         |
| 2.6      | Intervjumanual  | 10        |
| 2.7      | Intervjuobjekt  | 10        |
| 2.8      | Analys  | 12        |
| 2.9      | Validitet och källkritik  | 12        |
| <b>3</b> | <b>Teori</b>  | <b>13</b> |
| 3.1      | Bör det vara en extra landriskpremie vid investeringar i tillväxtmarknader? | 13        |
| 3.2      | Metoder för att ta hänsyn till landrisk                                     | 14        |
| 3.2.1    | Justera diskonteringsräntan (Justerade CAPM modeller)                       | 14        |
| 3.2.2    | Justera landriskpremien för exponering                                      | 19        |
| 3.2.3    | Justera kassaflöden   | 20        |
| 3.2.4    | Vilken metod är att föredra?  | 21        |
| 3.3      | Tidigare studier  | 21        |
| 3.4      | Teori- praxis gapet   | 23        |
| <b>4</b> | <b>Presentation av företag</b>  | <b>25</b> |
| 4.1      | SCA   | 25        |
| 4.2      | Scania  | 25        |
| 4.3      | SKF   | 25        |
| 4.4      | AstraZeneca   | 25        |
| <b>5</b> | <b>Resultat och Analys</b>  | <b>26</b> |
| 5.1      | Företagens metoder för att ta hänsyn till landrisk                          | 26        |
| 5.1.1    | SCA   | 26        |
| 5.1.2    | SKF   | 27        |
| 5.1.3    | Scania  | 28        |
| 5.1.4    | AstraZeneca   | 29        |
| 5.2      | Teori-praxis gapet  | 30        |
| 5.2.1    | SKF   | 30        |
| 5.2.2    | SCA   | 31        |
| 5.2.3    | Scania  | 32        |
| 5.2.4    | AstraZeneca   | 33        |
| <b>6</b> | <b>Slutsats</b>   | <b>35</b> |
| 6.1      | Förslag till vidare studier   | 38        |
| <b>7</b> | <b>Referenser</b>   | <b>39</b> |
| 7.1      | Böcker  | 39        |
| 7.2      | Artiklar  | 39        |
| 7.3      | Internetkällor  | 40        |
| 7.4      | Intervjuer  | 41        |
| <b>8</b> | <b>Appendix</b>   | <b>42</b> |

# 1 Inledning

---

*Bakgrunden i detta kapitel ska ses som ett avstamp till den problemdiskussion som följer.*

---

## 1.1 Bakgrund

Den ökade globaliseringen har lett till att företag och investerare idag blir allt mer aktiva på den internationella scenen. Investeringar i utlandet är mer vanligt och detta ställer krav på en medvetenhet om de risker detta innebär. Tillväxtmarknader har de senaste decennierna lockat investerare med låga produktionskostnader och hög tillväxt. De finansiella marknaderna har i dessa länder öppnats upp för utländskt kapital och möjligheten till hög avkastning på de investerade pengarna har attraherat utländska investerare.

Tillväxtmarknader är generellt mer volatila än mogna marknader. De uppvisar även ett större utbud av risker som främst är av en negativ natur. Exempel kan vara att värdlandet ändrar ekonomiska och legala regelsystem, valutaväxelsvårigheter, expropriering av tillgångar, och generell institutionell instabilitet. Vidare, då nämnda risker är relativt främmande för utländska investerare så är sannolikheten större att dyra misstag begås i tidiga år. (Lessard, 1996)

I en empirisk undersökning utförd av Keck et al. visar de att 95 % av f.d. avgångsstuderanter vid Chicago Business School säger sig använda någon form av diskonterad kassaflödesanalys när de värderar internationella investeringar (Keck et al., 1998). En liknande studie bland svenska företag visade att 75 % använde sig av diskonterad kassaflödesanalys (DCF-analysen) vid utvärdering av direkta utlandsinvesteringar (Holmén & Pramborg, 2006). Detta kräver att en diskonteringsränta beräknas. Den vidspridda användningen av DCF-analysen tillsammans med Economic Value Added (EVA) och andra värderingsbaserade utvärderingsmetoder bör innebära att uppskattningarna av den internationella kapitalkostnaden kan påverka viktiga ekonomiska beslut och att betydande företagsresurser går åt till att förfina sådana uppskattningar (Keck et al., 1998).

I DCF-analysen är WACC den mest använda diskonteringsräntan. Det är även vad akademisk litteratur rekommenderar för att diskontera framtida kassaflöden (Bruner et al., 1998). Vidare då kostnaden för skulder, skattesatsen och kapitalstruktur är relativt enkla att uppskatta hamnar således fokus på uppskattningen av kostnaden för eget kapital (Bruner, 2003). Den mest praktiserade och populära metoden för att beräkna kostnaden för eget kapital är Capital Asset Pricing Model (CAPM) (Harvey & Graham, 2001; Brounen et al, 2004). CAPM mäter förhållandet mellan risk och avkastningen på en tillgång. De antaganden som ligger till grund för modellen är att investerarna är väldiversifierade, rationella och att transaktionskostnaderna är låga för att diversifiera sig (Brealey et al., 2004). Estrada (2000) skriver att CAPM förutsätter att kapitalmarknaderna är effektiva och integrerade med varandra. Kritik har riktats

mot CAPM för att inte vara applicerbar på marknader som inte är fullt integrerade, såsom tillväxtmarknader (Estrada, 2000).

Bekaert (1995) identifierar tre typer av barriärer till att tillväxtmarknader ska bli integrerade. Den första typen är legala barriärer som uppkommer då åtskillnader görs mellan utländska och inhemska investerare vad gäller t.ex. ägarrestriktioner och skatter. Den andra typen är indirekta barriärer som uppstår genom skillnader gällande tillgänglighet av information, redovisningsstandarder samt investerarskydd. Den tredje typen är barriärer som kommer utav landsspecifika risker som avskräcker utländska investerare och leder till segmentering. Dessa risker inkluderar likviditetsrisk, politisk risk, ekonomisk risk, makroekonomisk instabilitet och till viss del valuta risk. Man kan hävda att dessa risker är diversifierbara men ett sådant argument sägs emot av att mycket resurser spenderas på att mäta exempelvis länders politiska risk. (Bekaert, 1995). Argument som talar för att de landsspecifika riskerna bär på ett betydande inslag av marknadsrisk och således inte är fullt ut diversifierbara är att senare empiriska undersökningar har visat på att korrelationen marknader emellan har ökat (Damodaran 2003).

Landrisk har de senaste åren skapat mycket debatt i den akademiska världen där det råder en oenighet om vilka metoder för att uppskatta den som är att föredra. Vidare har denna oenighet skapat förvirring inom den praktiserande världen och lett till att många olika metoder i dag praktiseras. Ett gap har uppstått mellan praktik och teori där de mer sofistikerade modellerna har haft svårt att vinna acceptans (Sabal, 2004). Att landrisken är relevant att beakta har ingalunda varit självklart historiskt sett. Detta beror på att det länge ansågs vara något som – om inte företagen själva – åtminstone ägarna/investerarna kunde diversifiera bort. Men på senare tid har allt fler börjat ifrågasätta detta synsätt i och med globaliseringens ökande fart. Barriärer gentemot handel och finansiella flöden har till stora delar försvunnit och informationsflödena har ökat dramatiskt. Detta har till stor del lett till en omfattande integrering av världen produkt- och finansmarknader med få transaktionskostnader till följd. Dessa antaganden tillsammans med den populära föreställningen av den globaliserade världen har lett till att en korrelation - av icke betydelselös karaktär - uppstått. Detta har även senare empiriska undersökningar funnit belegg för. Det vill säga att en kris i t.ex. Mexiko kan ha en effekt på en marknad som till synes inte har något med landet i fråga att göra. Holmén och Pramborg (2006) menar att en stor majoritet av de svenska börsföretagen använder sig och lägger stor tyngd på någon form av diskonterad kassaflödesanalys. Med tanke på den vikt som företagen lägger på dessa analyser borde det vara av stort intresse och vikt att den metod som används för att ta hänsyn till landrisk i kapitalbudgeteringen görs på ett medvetet och noggrant sätt. Detta har således väckt vårt intresse och föranlett denna studie.

## 1.2 *Problemdiskussion*

Oenigheten bland akademiker, investmentbanker och utövare gör att metoderna varierar och ofta involverar godtyckliga justeringar baserade på magkänsla och svagt empiriskt material (James & Koller, 2000). Pereiro (2006) skriver att akademiker troligen föredrar en modell med en statistiskt robust design. Utövare föredrar troligen en som är enkel att applicera och ger acceptabla eller rimliga kapitalkostnader vilka ligger i linje med analytikernas uppfattning av projektets risk. Att välja metod är ett viktigt beslut då modellerna kan ge upphov till vitt skilda kapitalkostnader (Pereiro, 2006). Pereiro (2001) använde sig av sju olika modeller för att beräkna kostnaden för eget kapital för ett argentinskt företag vilken då visade sig variera mellan 7,5 % och 30,8 %. Eftersom kostnaden för eget kapital kan variera såpass mycket länder och modeller emellan, så är det därför viktigt att företagen som investerar på tillväxtmarknader har en klar uppfattning om hur de ska uppskatta diskonteringsräntan (Bruner et al., 2003).

Bruner et al. (2003) kom fram till samma slutsats när de applicerade fyra olika modeller på företag på fem tillväxtmarknader. Vid investeringar på mogna marknader är valet av modell av mindre betydelse men på tillväxtmarknader är skillnaden stor då kostnaden för eget kapital varierade mellan 3 % och 10 % beroende på vilken modell som användes. Dessa skillnader förklarades med olika uppskattningar av beta, inflation, politisk risk och avkastning på kapitalmarknaden.

Ett annat exempel från Asien visar på hur olika metoder kan leda till vitt skilda värderingar. Under förhandlingar mellan ett sydkoreanskt företag och ett europeiskt visade sig det att de två parterna hade kommit fram till helt olika värderingar av det sydkoreanska företaget. Detta hade till stor del sin bakgrund i att företagen hade olika syn på framtida förändringar i lagar och avregleringen av industrin (James & Koller, 2000). Detta visar på problemet med att olika metoder för att uppskatta landrisk kan ge skilda uppfattningar om vilka risker som ska tas hänsyn till.

I en studie visar Keck et al. att när osäkerheten på marknaden ökar tenderar utövare att bli mindre rigorösa i sina analyser. Tumregler och uppskattningar baserade på magkänsla ersätter analytiska modeller vilket leder till att DCF-analysen blir mindre precis. Resultatet blir att managers tar beslut grundat på analyser vilka baseras på tvivelaktiga uppskattningar (Keck et al., 1998). Holmén och Pramborg visar i sin studie att två tredjedelar av svenska företag justerar sina avkastningskrav när de investerar på marknader med högre politisk risk. Studien visar även att tumregler används flitigare på dessa marknader vilket förklaras av att managers inte har tiden eller resurserna att göra mer precisa uppskattningar av de risker som föreligger (Holmén & Pramborg, 2006). Keck et al (1998) fortsätter med att säga desto mer osäker marknaden blir desto mer tid och resurser bör företaget ägna åt DCF-analysen.

Tillväxten av finansiella marknader i Asien och Latinamerika tillsammans med föreställningen av den tilltagande globaliseringen har gjort analysen och uppskattningen av landrisk till en allt mer kritisk del inom värderingsområdet de senaste åren. När företag och investerare globaliserar sina verksamheter samtidigt som de finansiella marknaderna expanderar i världen så ställs vi i allt högre grad inför frågor hur dessa risker associerade med globaliseringen ska kunna uppskattas. (Damodaran, 2003)

Många företag inkluderar en landriskpremie i diskonteringsräntan när de utvärderar internationella investeringar, särskilt då det gäller projekt i tillväxtmarknader. Premien läggs på för att ta hänsyn till den högre risk som karaktäriserar dessa marknader men också för att beakta företagets bristande erfarenhet av dessa okända förhållanden. Dock är grunden för dessa justeringar av diskonteringsräntan ofta godtyckliga och dessutom reflekterar de inte på ett korrekt sätt tillgänglig objektiv information. Vidare tar dessa justeringar varken hänsyn till managers förmåga att hantera riskerna eller att bristen på erfarenhet minskar med tiden. Resultatet blir att företag ofta överdiskonterar förväntade kassaflöden för att ta hänsyn till dessa risker och på så sätt straffas investeringar på tillväxtmarknader. Godtyckliga justeringar misslyckas även med att fokusera managers uppmärksamhet på strategiska och finansiella åtgärder som kan reducera riskerna. (Lessard, 1996) Keck et al. fortsätter med att säga att inkludandet av godtyckliga justeringar i diskonteringsräntan orsakar inte bara att finansiellt kapital kan allokeras felaktigt utan kan också påverka utvärderingen och användningen av företagets humankapital. Managers på vissa marknader kan genom en alltför hög diskonteringsränta bli orättvist behandlade genom att det blir svårare för dessa att få igenom investeringsbeslut i de länder som upplevs som riskfyllda. (Keck et al., 1998)

Det finns ett flertal metoder för hur landrisken ska tas hänsyn till. Akademiker är oeniga huruvida avkastningskravet, kassaflöden eller både och ska justeras för den högre risken. De modeller där en landriskpremie beräknas baseras i de flesta fall på CAPM. Hur man beräknar premien och betavärdena skiljer sig dock åt modellerna emellan. Kassaflödesmetoderna innebär att man beräknar olika riskers påverkan på kassaflöden. Studier visar att företagen hellre tar hänsyn till risken i diskonteringsräntan än i kassaflöden (Keck et al., 1998; Pereiro, 2006). Att beräkna olika riskers påverkan på kassaflöden kan vara svårt medan en höjning av diskonteringsräntan är ett mer bekvämt och enkelt sätt att ta hänsyn till den ökade risken (Ferguson et al, 1999). Vilken metod som används för att uppskatta landrisk får stort utslag på investeringens värde och därmed hur resurser allokeras inom företaget.

### **1.3 Problemformulering**

Utifrån problembakgrunden ovan hade det varit intressant att se hur svenska företag verksamma på tillväxtmarknader tar hänsyn till landrisk i sin kapitalbudgetering. Då det framförallt är stora multinationella företag som har verksamhet och erfarenhet av



tillväxtmarknaderna och då det krävs en viss storlek på investeringarna för att det ska vara relevant och lönsamt att uppskatta olika risker har vi valt att fokusera på några stora svenska multinationella företag med betydande investeringar på dessa marknader. Vi kontaktade företag som passade in på beskrivningen ovan och fick en positiv respons. Nästan samtliga företag ansåg att det var ett intressant och relevant problem och ställde sig positiva till en intervju.

Den första frågeställningen för vår uppsats är:

*1. Hur tar fyra stora svenska multinationella företag hänsyn till landrisk i kapitalbudgeteringen och vad har detta för effekt på deras investeringsprocess?*

Vidare har det framställts olika antaganden i den akademiska litteraturen om vilka faktorer som kan tänkas påverka valet av metod för att uppskatta landrisk. Det är därför även intressant att undersöka rationaliteten bakom metodvalet, dvs hur företagen resonerar kring sina val av metod och hur mycket intryck den akademiska litteraturen har haft på företagen. Det vill säga om det existerar ett teori-praxis gap gällande uppskattningen av landrisk och dess sedermera implementation i kapitalbudgeteringen.

Den andra frågan för uppsatsen blir således:

*2. Vad är rationaliteten bakom valen av de metoder företagen använder för att uppskatta landrisk på tillväxtmarknader och hur mycket överensstämmer dessa val med rådande akademisk teoribildning?*

## **1.4 Syfte**

Syftet med denna uppsats är att bidra till förståelsen för hur fyra svenska multinationella företag behandlar landrisk och vilken effekt detta har på investeringsprocessen. Vidare vill vi undersöka hur de resonerar kring ämnet och vad som föranlett deras val av metod. Med detta vill vi ge en ökad insikt i hur stor genomslagskraft den akademiska litteraturen har haft på de studerade företagens sätt att ta hänsyn till landrisk i tillväxtmarknader. Men vi vill även baserat på de studerade företagen förklara diskrepansen mellan den akademiska och den praktiserande världen.

## **2 Metod**

### **2.1 Val av ämne**

I kursen Capital Budgeting and Real Options så skrev vi kortfattat om detta ämne i ett grupparbete. Arbetet födde vårt intresse för ämnet då vi snabbt såg svårigheterna för företag att uppskatta landrisken på tillväxtmarknader. Vi kom fram till våra problemformuleringar efter att dels ha genomfört en omfattande litteraturgenomgång innan arbetat satte igång och dels efter att ha samtalat med olika experter som arbetar med dessa frågor. Exempel på dessa är Exportkreditnämnden som bland annat arbetar med att bedöma landrisk på utvecklingsmarknader och Swedfund som har lång erfarenhet av att investera tillsammans med svenska företag på riskfyllda marknader. Dessa samtal kommer dock ej att ingå i uppsatsen men var mycket värdefulla just för att finna relevanta frågeställningar och ge oss en god bakgrundsbild till ämnet.

### **2.2 Kvalitativ metod**

Holme och Solvang (1991) beskriver att valet mellan kvantitativ och kvalitativ metod som strategiskt där man ska fokusera på vilken av dem som bäst kan belysa det problemområde som behandlas. Vi har valt en kvalitativ metod för att bäst besvara problemformuleringarna och syftet därför att den enligt Holme och Solvang (1991) kännetecknas av:

- (i) Riklig information om få undersökningsenheter; går på djupet.
- (ii) Osystematiska och ostrukturerade observationer, t.ex. djupintervjuer eller intervjumall utan fasta frågor eller svarsalternativ.
- (iii) Man intresserar sig för det säregna, det unika eller eventuellt avvikande.

Vi vill genom att undersöka ett mindre antal företag få en djupare förståelse för vilka metoder de använder och varför de valt dessa. Fördelen med ett kvalitativt angreppssätt är att vi under hela vår uppsats kunnat vara flexibla. Om ny information tillkommit har vi kunnat förändra vårt arbetssätt. Vidare har vi även kunnat variera våra metoder för att närma oss företagen samt sättet att ställa frågor. Nackdelen med den kvalitativa metoden är att det är svårt att dra generella slutsatser för ett stort antal enheter genom att endast undersöka ett fåtal (Holme Solvang, 1991). Detta är dock inget vi har eftersträvat. För oss var en kvalitativ metod mer användbar då vi ville föra ett mer djupgående resonemang kring företagets val av metod.

#### **2.2.1 Kvalitativ fallstudie**

Fallstudier karaktäriseras av att man undersöker ett fåtal objekt i en mängd avseenden. Väljer man två eller flera fall ges även möjligheten att jämföra fallen men samtidigt som man måste

minska tiden som ägnas åt varje fall (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001). För vår del var en fallstudie med ett par företag mycket användbar då vi vill undersöka problemområdet från flera olika perspektiv och även till viss del jämföra företagen med varandra.

### **2.3 Datainsamling**

Det empiriska material vi samlat in för vår uppsats har enbart inhämtats genom intervjuer. Detta gav oss primärdata om hur företagen resonerar kring valet av metod och hur de behandlar landrisk på tillväxtmarknader. Ett annat tillvägagångssätt är att samla in försthandsinformation genom en enkätundersökning. Detta hade varit lämpligt om vi endast velat undersöka hur företagen uppskattar landrisk. I vår studie där vi också undersöker hur företagen resonerar kring sina val var intervjuer en mer lämplig metod då dessa tillät mer djupgående diskussioner. Vidare hade det varit svårt att genom enkätundersökningar återge metoder som är mer kvalitativa i sin natur och bygger på intuition och tumregler.

Vi utförde fyra telefonintervjuer och en personlig intervju. Eriksson och Wiedersheim-Paul (2001) listar några för- och nackdelar med telefonintervju. Den går snabbt att genomföra, det är en låg kostnad per intervju och följdfrågor kan ställas. Nackdelarna är att man inte kan ställa alltför komplicerade frågor, man kan inte visa bilder och det kan vara svårt att ställa känsliga frågor. Efter att ha vägt för- och nackdelarna mot varandra beslutade vi oss för att huvudsakligen genomföra intervjuerna per telefon. Detta för att den formen var mest lämplig för uppsatsens tidsram och att respondenterna befann sig på olika platser i landet. Det hade inneburit många tidskrävande resor för vår del om vi beslutat oss för att göra personliga intervjuer.

Alla intervjuer spelades in för att vi lättare skulle kunna bearbeta det insamlade materialet i efterhand. Att samtalet spelas in kan av vissa personer upplevas som hämmande och därför uttrycker de sig mer försiktigt (Ejvegård, 1996). Dock upplevde vi aldrig att så var fallet utan alla respondenterna verkade vana vid intervjusituationen. Alternativet är istället att föra anteckningar under intervjun. Vi valde likväl att spela in för att på så sätt undvika att missa viktig information och för att kunna koncentrera oss på dialogen med respondenten.

Ejvegård (1996) beskriver att andra källor, utöver förstahandsinformation, som man kan lita på är vetenskapliga artiklar och uppsatser i vetenskapliga tidskrifter där innehållet i texten har granskats och kontrollerats. Dessa artiklars syfte har ofta varit ett annat än vårt och kan därmed betecknas som sekundärdata. Genom hela vårt uppsatsarbete har vi granskat tidigare skrivna vetenskapliga artiklar inom området. Dessa har sökts fram med hjälp av databaserna JSTOR, Business Source Premier, Science Direct, Blackwell Synergy och LIBRIS. Vidare har böcker och artiklar sökts fram genom bibliotekskatalogen GUNDA och sökmotorn Google Scholar. Nyckelord i vår informationssökning har bl. a. varit investment in emerging markets, international cost of capital, country risk och political risk. Det mesta av sökandet har utförts

på engelska då artiklarna inom vårt forskningsområde huvudsakligen är skrivna på detta språk.

## **2.4 Val av Teorier**

I valet av teorier har vi utgått från forskare som anses vara de mest ansedda inom det valda ämnet. Vi har genomfört en rigorös genomsökning av artiklar och böcker och använt de som mest frekvent refereras till och förespråkas. Dessutom valde vi att använda oss främst av nya utarbetade teorier då dels ämnet utvecklats mycket på senare år och dels betydelsen av landrisk har skiftat då korrelationen länder emellan har ökat. De teoretiska huvudområdena har fram för allt kretsat kring metoder för att beräkna *landriskpremier* samt *kassaflödesjusteringar*. Ett annat område vi har undersökt är teori relaterat till *teori-praxis gapet*.

## **2.5 Urval**

I studier av investeringspraxis har det visat sig att stora företag i högre utsträckning använder sig av mer sofistikerade metoder (Graham & Harvey, 2001; Brounen et al, 2004; Holmén & Pramborg, 2006). De har större möjlighet att anskaffa specialistkunskap och kan avsätta arbetstid åt att hantera investeringsfrågor professionellt. De har även fler och större investeringar vilket bör innebära en högre grad av sofistikerad.(Sandahl & Sjögren, 2005)

Storleken var därför av betydelse eftersom vi ville undersöka företag som har välutvecklade metoder för sina investeringsbedömningar. Vidare eftersöktes multinationella företag som har verksamhet i flera tillväxtmarknader. En lämplig grupp av företag var stora multinationella industriföretag, dels därför att de sannolikt på grund av sin storlek sysslar med riskbedömning och dels därför att de har en lång tradition av att göra affärer och investeringar på nämnda marknader. Detta borde ha resulterat i en gedigen kunskap i specifika risker som kan uppstå samt hur dessa bör behandlas.

Ett första urval baserades på företag listade på stockholmsbörsen. Efter detta undersöktes i vilken omfattning de var aktiva på tillväxtmarknader. En lista sammanställdes med 15 företag vilka alla har betydande verksamhet på dessa marknader. Vi ville främst komma i kontakt med företag vars investeringar i hög grad var utsatta för landrisk och vi sorterade därför bort några av företagen på listan då dessa av olika skäl inte hade särskilt stor exponering mot landrisk, t. ex att de inte hade direktinvesteringar utan endast bedrev exportverksamhet. Vi tog även kontakt med en konsultfirma, en riskkapitalist och Exportkreditnämnden (EKN) för att få ett bredare perspektiv av riskbedömningar på tillväxtmarknader. De flesta inledande kontakter gjordes via telefon där respektive företags växel kontaktades och vi bad att få prata med någon på finansavdelningen. Detta gjorde att vi fick kontakt med en person med kompetens inom vårt undersökningsområde. Av de tillfrågade fick vi positiva svar av AstraZeneca, Scania, SCA, SKF, Swedfund, EKN, Ericsson och PriceWaterHouseCoopers.

Det kan tilläggas att Volvo och Skanska kontaktades men avböjde medverkan då de inte tar hänsyn till landrisk i någon större utsträckning. Ericsson och PriceWaterHouseCoopers kunde tyvärr inte ställa upp på intervju innan sista inlämningsdagen och kommer därför inte att ingå i studien.

## **2.6 Intervjumanual**

Holme & Solvang (1991) beskriver att i den kvalitativa intervjun vill man inte ha för stor styrning från forskarens sida. Därför använder man sig inte av ett standardiserat frågeformulär. Likväl ska forskaren ha en uppfattning om vilka frågor man vill diskutera under intervjun. Vi skapade en intervjumanual med en rad diskussionspunkter vi ville ta upp med alla respondenter. Under själva intervjuerna följde vi denna men lämnade även utrymme för att fördjupa oss i vissa av respondenternas svar eller följa upp idéer som i vissa fall dök upp.

Respondenterna förbereddes inför intervjuerna genom att vi skickade ut ett e-postmeddelande med en beskrivning av uppsatsämnet. Detta för att vi på bästa sätt skulle kunna utnyttja den intervjutid som avsatts för oss. För att värma upp respondenterna inleddes samtalen med att varje respondent fick beskriva sin bakgrund samt ett par faktabaserade frågor. Efter det följde en rad diskussionsfrågor vilka var mest intressanta för uppsatsen. Eriksson och Wiedersheim-Paul (2001) beskriver på vilket sätt frågor inte ska formuleras. Man ska inte: ställa slutna frågor eller ledande frågor, ställa alltför komplicerade frågor, lägga in värderingar i frågorna eller ställa flera frågor samtidigt. Vi har försökt följa dessa råd och i största möjliga mån använt oss av öppna frågor där respondenten tillåts att diskutera frågan. Vidare har vi försökt vara tydliga och inte ställt flera frågor samtidigt. Inför intervjuerna har vi förberett oss genom att undersöka företagets hemsidor och deras årsredovisningar. Vissa av frågorna har därför omformulerats inför intervjuerna för att anpassas till företagen och respondenterna. Vid intervjuerna upptäckte vi att respondenterna i sina svar ofta svarade på flera av våra frågor samtidigt. Detta berodde till stor del på att många av våra frågor låg inom samma ämnesområde och att dra paralleller mellan dem låg nära till hands. Ett exempel på intervjumallen finns att läsa i appendix.

## **2.7 Intervjuobjekt**

Alla företag kontaktades inledningsvis via telefon eller e-post. I de flesta fallen hänvisades vi till flera olika personer inom företagen. För att säkerställa att den mest lämpliga personen för uppgiften var den vi skulle intervjua beskrev vi alltid vårt uppsatsämne och vad vi ville diskutera. Respondenterna hade alla centrala positioner inom sina respektive företag vilket gjorde dem lämpliga till att besvara våra frågor. Dock medförde detta att deras tid var begränsad vilket märktes då vi i vissa fall fick vänta länge på att få en intervju.

Tabell 1 Tabell över respondenter

| Respondent       | Företag     | Befattning                                      | Bakgrund   |
|------------------|-------------|---|--|
| Jonas Almqvist   | Swedfund    | Investment<br>Manager Africa                    | -  |
| Oskar Lindström  | SCA         | Chief Business<br>Analyst                       | Arbetar med strategi- och investeringsprocessen på SCA. Han är ansvarig för analys av investeringsförslag som går upp till styrelsen. Har skrivit SCA:s investeringshandbok. |
| Göran Linbro     | Scania      | Group Controller                                | Har arbetat på Scania i 17 år. Var tidigare koncernredovisningschef.   |
| Kent Konradsson  | Scania      | Chef för Corporate<br>Control and<br>Governance | Har arbetat på Scania i 25 år. Tidigare CFO i Australien och England. Jobbar med bolagsstyrning och den finansiella modellen.  |
| Patrik Wittboldt | SKF         | Manager Mergers<br>& Acquisitions               | Började på SKF i september 2006. Tidigare arbetat med corporate finance på Ernst & Young   |
| Ove Nyström      | EKN         | Kreditriskanalytiker                            | Har jobbat med corporate finance på PWC och även jobbat på Standard & Charter Bank i Singapore.  |
| Leif Johansson   | AstraZeneca | Accounting<br>Technical Director                | Jobbat på AstraZeneca i 33 år. Var tidigare koncernredovisningschef  |

I tabellen ovan presenteras alla respondenterna och deras befattningar. De flesta av intervjuobjekten har lång erfarenhet av att arbeta på sina respektive företags finans- och investeringsavdelningar. Intervjuerna med EKN och Swedfund kommer inte att ingå i fortsättningen av uppsatsen då materialet från dessa var avsett att ge oss en god bakgrundsbild och ett avstamp till våra kontakter med företagen. Vi har genom att vara väl förberedda och pålästa försökt skapa en diskussion som våra respondenter funnit intressant.

## **2.8 *Analys***

Teorin och materialet från intervjuerna har vi delat in i två huvudkategorier. Den första kategorin behandlar metodanvändningen och den andra behandlar teori-praxis gapet och rationaliteten bakom metodanvändningen. I analysen har teorin och intervjumaterialet inom varje kategori ställts mot varandra. Denna uppdelning följer våra två problemformuleringar där analysen kring metodanvändning relateras till den första formuleringen. Medan analysen kring teori-praxis gap behandlar den andra formuleringen. I det femte kapitlet där vår analys presenteras har vi valt att varva empiri med teori dels för att upprepningar ska undvikas och dels för att läsaren bättre ska kunna följa våra kopplingar mellan teori och empiri.

## **2.9 *Validitet och källkritik***

Med validitet menas att man som forskare verkligen mäter det man avser att mäta (Ejvegård, 1996; Eriksson & Wiedersheim-Paul, 2001). För att säkerställa att de personer vi har intervjuat haft kunskap inom det område vi undersöker har vi inför varje intervju beskrivit vårt uppsatsämne. Då respondenterna svarat på våra frågor bedömer vi att deras kunskap varit tillräcklig för att resultatet av intervjun ska kunna bedömas som tillförlitligt. Vidare hade alla lång erfarenhet av att jobba med de frågor vi undersöker vilket också tyder på att den information vi fått är trovärdig. Alla respondenterna erbjöd sig att svara på kompletterande frågor om vi behövde återkomma till dem vilket har gett oss möjligheten att reda ut oklarheter om de skulle uppstå.

Det finns mycket skrivet kring ämnet tillväxtmarknader. Vi har valt att främst använda oss av ansedda och erkända forskares artiklar och bland dessa välja ut dem som är mest relevanta för vårt forskningsområde. Artiklarna har sedan legat till grund för vårt teorikapitel. Vi har granskat alla artiklarna kritiskt och gjort en subjektiv bedömning av värdet på deras innehåll. Den information vi använt oss av har vi i möjligaste mån försökt få bekräftad från flera olika källor. De teorier som presenteras i teorikapitlet har således flera olika författare gett sina synpunkter på.

### 3 Teori

*Teorikapitlet inleds med att beskriva varför landrisk framför allt har blivit viktigt på senare år och visar vilka faktorer som måste till för att den ska vara relevant. Efter detta följer teori som är närmre relaterat till uppsatsens frågeställningar.*

#### **3.1 Bör det vara en extra landriskpremie vid investeringar i tillväxtmarknader?**

Damodaran skriver att medan det för de flesta är uppenbart att investeringar på tillväxtmarknader är mer riskfyllda än investeringar på mogna marknader så är det inte lika självklart att detta innebär att en extra riskpremie ska tillskrivas investeringar på dessa marknader. Detta grundar sig i att den enda risk som anses relevant och således ska beaktas är den så kallade marknadsrisken, det vill säga risk som ej kan diversifieras bort. Frågan blir då dels huruvida den extra risk som en investering utsätts för på tillväxtmarknader är diversifierbar eller ej och dels huruvida den marginella investeraren anses vara globalt diversifierad. (Damodaran, 2003)

Det är lätt att argumentera för att en investering i tillväxtland såsom Kina eller Brasilien är mer riskfylld än en investering i en mogen marknad. Det är dock mycket svårare att säga om detta resulterar i att en extra riskpremie ska tillämpas för dessa marknader. Detta beror på att den enda risk som borde påverka räntefaktorn är risk som ej är diversifierbar. Om vi antar att marknader i tillväxtländer är lätt korrelerade med varandra och med mogna marknader så borde riskerna i dessa marknader vara diversifierbara - åtminstone för ägarna även om företagen inte själva kan göra det – och ska således inte ”straffas” med en landriskpremie . Om det å andra sidan är så att dessa marknader uppvisar en hög korrelation med andra marknader så ska en riskpremie tillskrivas investeringar på dessa marknader som påvisar hur känsliga de är för kriser i andra delar av världen. Frågan blir då vilket synsätt som empiriskt är riktigt. För två årtionden sen var det inte många investerare som brydde sig om tillväxtmarknaderna och empiriska undersökningar visade också på låg korrelation, vilket gjorde att argumentet för att landrisk kunde diversifieras bort då hade starka belägg. Men med tiden har korrelationen stadigt ökat, delvis på grund av globaliseringen av världens produkt- och finansmarknader. Detta har bekräftats i senare empiriska undersökningar där problem i en marknad har visat sig spridas till andra marknader med vilken den förra har haft få eller inga uppenbara kopplingar till. Så av dessa skäl tyder det på att en landriskpremie är nödvändig att beakta. (Damodaran, 2003)

När det gäller frågan huruvida den marginella investeraren är globalt diversifierad eller ej menar Damodaran (2003) att trots att handelsbarriärerna har minskat betydligt så tenderar investerare fortfarande i sin portfölj ha en större vikt av investerat kapital på sin hemmamarknad. Samtidigt är marknaderna inte integrerade utan fortfarande delvis



segmenterade vilket begränsar investerarens möjligheter att snabbt gå in eller ut ur specifika länders marknader. (Damodaran, 2003) Detta tar även Pereiro upp då han beskriver att även om världsmarknaden vore integrerad så räcker det med att investerarna upplever den som delvis segmenterad för att det ska få samma effekt. I praktiken görs det alltså ingen skillnad mellan att världen är segmenterad eller att den bara upplevs som sådan av investerarna (Pereiro, 2006). Keck et al. (1998) visar i en undersökning ett exempel på just detta där det visade sig att investerare upplevde Mexiko som en delvis segmenterad marknad. Detta trots att statistisk data över kapitalflöden och handel har visat att landet inte skiljer sig särskilt mycket från t ex. Italien.

### **3.2 Metoder för att ta hänsyn till landrisk**

Det senaste årtiondet har en uppsjö av olika metoder framkommit. Man kan i teorierna urskilja två olika generella tillvägagångssätt. Det första är att ta hänsyn till den ökade risken genom att justera diskonteringsräntan. Det andra tillvägagångssättet är att justera kassaflödena för den ökade risken.

#### **3.2.1 Justera diskonteringsräntan (Justerade CAPM modeller)**

För att ta hänsyn till den ökade risken på tillväxtmarknader justerar många företag diskonteringsräntan (Keck et al., 1998). Dessa justeringar görs i beräkningen av kostnaden för eget kapital. CAPM modellen är den mest förekommande modellen bland företag för att beräkna kostnaden för eget kapital. (Graham & Harvey, 2001; Brounen et al, 2004). När denna modell har applicerats på tillväxtmarknader har det visat sig att kapitalkostnaden har blivit mycket låg, ibland lägre än den riskfria räntan. Förklaringen är att då korrelationen mellan tillväxtmarknader och mogna marknader är relativt låg vilket resulterar i att betavärdena är små (Harvey, 2005).

Ett annat problem när CAPM modellen applicerats på tillväxtmarknaderna är att det har varit svårt att beräkna marknadsriskpremien. Ett vanligt sätt att uppskatta riskpremien är att se till det förflutna. En jämförelse görs mellan vad man som investerare hade tjänat på att investera i kapitalmarknaden jämfört med vad avkastningen hade varit i en riskfri investering såsom statsobligationer. Argumentet för att använda historiska riskpremier är helt enkelt att om investerare historiskt sätt har tjänat i snitt fem procent mer genom att investera i aktier än statsobligationer så är rimligt att anta att detta även kan förväntas i framtiden. Problemet med denna metod är dess precisionsbrist vilket grundar sig i aktiers och obligationers volatilitet över tiden. Konsekvensen av denna volatilitet är att en premie om fem procent kan komma med ett standardfel som är så betydande att uppskattningen blir oanvändbar. Detta standardfel är en funktion av den årliga standardavvikelsen i avkastningen på aktiemarknaden och antalet år av data som finns tillgängligt. Problemet när det gäller tillväxtmarknader är att det mycket sällan finns tillgång till historiska data som sträcker sig tillräckligt långt tillbaka. I marknader såsom Brasilien, Ryssland och Indonesien kan det i bästa fall vara möjligt att få fram

trovärdig data som sträcker sig tio, tjugo år tillbaka. Kombinera sen detta med den starka volatilitet som karaktäriserar avkastningen på dessa aktiemarknader och slutsatsen blir att historiska riskpremier kan uppskattas för dessa marknader men de blir värdelösa pga. de stora standardfelen i uppskattningarna. (Damodaran, 2003) För att kapitalkostnaden bättre ska reflektera den upplevda risken har flertalet justerade CAPM modeller tagits fram just för tillväxtmarknader.

### 3.2.1.1 Ratingsmetoden

$$R = R_f + B_i(R_m - R_f) + CR$$

**Formel 1 Källa: Sabal (2004) s. 156**

$R$  är avkastningen på eget kapital

$R_f$  är den riskfria räntan, ofta hämtad från den amerikanska marknaden

$B_i$  är betavärdet på ett jämförbart projekt i hemlandet

$R_m$  är den förväntade avkastningen på marknadsportföljen, ofta hämta från den amerikanska marknaden

$CR$  är den specifika landriskpremien

En enkel och snabb metod för att estimerar kostnaden för eget kapital är att inkludera en landriskpremie ( $CR$ ) i CAPM modellen. Landriskpremien kan beräknas genom att använda sig av ratings som tillhandahålls av företag såsom Moody's och Standard & Poor. Dessa ratings mäter ett lands kreditrisk, snarare än risken på eget kapital, men de påverkas av många faktorer som även ligger till grund för risken på eget kapital. Dessa faktorer inkluderar stabiliteten på ett lands valuta, budget, handelsbalans och dess politiska stabilitet. Att använda sig av t.ex. Moody's är ett bekvämt sätt att mäta landrisk, men det finns negativa sidor av att använda dem som enda mått. Ratingföretag släpar efter marknader när det gäller att svara på förändringar i den underliggande kreditrisken. Vidare kan företagens fokus på kreditrisken skymma andra risker som påverkar kapitalmarknaden. Ett alternativ till Moody's och S & P är att använda andra företag som har mer omfattande mått gällande länders risker. Problemet blir att översätta dessa mått till ett procenttal. (Damodaran, 2003)

Enligt Estrada finns det två problem med att använda landsratings. Det första problemet är att metoden är designad för att uppskatta en landriskpremie som är samma för alla investeringar i landet och därmed tar man inte hänsyn till att olika investeringar har olika landriskexponering. Det andra problemet härrör från svårigheterna att sätta ett numeriskt värde på nämnda ratings, vilket i sig är kritiskt för en kvantitativ analys och är enligt författaren en högst subjektiv process. (Estrada, 2000)

### 3.2.1.2 Obligationsmodellen

Med denna metod beräknas kostnaden för eget kapital på samma sätt som i Ratingsmetoden. Skillnaden är sättet på vilken landriskpremién (CR) uppskattas. Denna metod är kanske den enklaste och mest använda för att uppskatta landriskpremién. Man jämför avkastningen på en obligation utgiven i det specifika landet, i en valuta som tillåter för jämförelse med en obligation i en mogen marknad (Harvey, 2005). Ett annat sätt att uttrycka det är att företag kan uppskatta landrisken genom att mäta spridningen mellan en amerikansk obligation och en obligation utgiven i dollar av landet i fråga. Landriskpremién är spridningen mellan dessa två obligationers avkastning (Lessard, 1996). Men Damodaran påpekar att denna spridning är volatil med stundtals kraftiga skiftningar vilket talar för argumentet att använda ett medelvärde av spridningen på låt oss säga två år istället för spridningen för tillfället. (Damodaran, 2003)

Denna metod har blivit kritiserad av flera akademiker (Sabal, 2004; Harvey, 2005). Ett problem med denna metod är att landriskpremién är samma för alla tillgångar i landet även om de i olika grad är exponerade för landrisken. Vidare förutsätts att ett lands kreditrisk är detsamma som landrisken. Genom att inkludera en landriskpremie baserad på kreditrisk i diskonteringsräntan så antas risken för att ett land inte kan betala sina skulder vara rätt proxy för den risk som påverkar investeringen (Sabal, 2004). En annan invändning mot denna metod är att det har framhållits att statobligationer i tillväxtländer i bland har högre risk än obligationer utfärdade av några av landets storföretag (Sabal, 2004; Harvey, 2005). Alla länder har inte heller obligationer utgivna i en jämförbar valuta, som t. ex Dollar eller Euro (Estrada, 2000).

### 3.2.1.3 Relativ standardavvikelse

Risken på investerat kapital kan definieras som standardavvikelsen i aktiepriser, där en hög standardavvikelse indikerar en högre risk. Medan historiska premier, som tidigare nämnts, fungerar som en grov uppskattning så är de ett vanligt sätt på vilka relativa standardavvikelser uppskattas. Dessa får man genom att dela standardavvikelsen i en tillväxtmarknad med standardavvikelsen i en mogen referensmarknad. Den totala risken kan sedan fås fram genom att multiplicera den relativa avvikelserna med den mogna marknadspremién.

$$\text{Relativ standardavvikelse land X} = \frac{\text{Standardavvikelse land X}}{\text{Standardavvikelse USA}}$$

**Formel 2 Källa: Damodaran (2003) s.10**

$$\text{Marknadsriskpremién Land X} = \text{Marknadsriskpremie USA} * \text{Relativ standardavvikelse land X}$$

**Formel 3 Källa: Damodaran (2003) s 10.**

Modellen dras med samma problem som alla metoder som använder sig av historiska värden, dvs. att uppskattningarna blir grova pga. den korta historiken över data i tillväxtländer. Det är

även problematiskt att använda standardavvikelse som definition av risk på marknader med så vitt skilda marknadsstrukturer och likviditet. Vissa av dessa marknader kan vara illikvida och därför uppvisa låg standardavvikelse trots att den faktiska risken kan vara hög. Att använda denna metod på en sådan marknad kommer således att underskatta risken. Att standardavvikelsen oftast är uttryckt i lokal valuta gör dessutom att den behöver anpassas och uttryckas i samma valuta. (Damodaran, 2003)

### 3.2.1.4 Blandad modell

Relativ standardavvikelse kan också användas tillsammans med obligationsmetoden som beskrivits ovan. Den relativa standardavvikelsen är då uttryckt som standardavvikelsen på det investerade kapitalet relativt till standardavvikelsen på obligationer. Anledningen till detta är att risken på det investerade kapitalet i landet sannolikt är högre än kreditrisken i landet. Den totala risken uppskattas sen genom att multiplicera den relativa standardavvikelsen med landets kreditrisk.

$$\text{Landriskpremie} = \text{Obligationsspridning} * \left( \frac{\sigma_{\text{Marknad}}}{\sigma_{\text{Obligation}}} \right)$$

Formel 4 Källa: Damodaran (2003) s. 11

### 3.2.1.5 Lessards modell

$$R = R_f + CR + B_l * B_{us} (R_m - R_f)$$

Formel 5 Källa: Pereiro (2006) s. 169

$B_l$  är landets betavärde

$B_{us}$  är betavärdet på ett jämförbart projekt på företagets hemmamarknad

Lessard förespråkar en metod där både kreditrisken och risken på eget kapital ska fångas in i kapitalkostnaden. Risken på eget kapital ska reflekteras i landets betavärde, vilket är en produkt av två underliggande dimensioner. Den första är volatiliteten på landets aktiemarknad jämfört med den amerikanska, som fungerar som en proxy för världsmarknaden. Den andra faktorn är korrelationen mellan ändringar i värde på landets marknad och på en amerikansk benchmark portfölj. Landets betavärde syftar till att reflektera risken på eget kapital men fångar inte eventuell inverkan som negativa risker som t.ex. expropriering och betalningssvårigheter kan ha på kassaflöden. Dessa risker kan enligt Lessard uppskattas genom tre olika metoder. (Lessard, 1996).

- i) Den första modellen är obligationsmetoden som har beskrivits tidigare.
- ii) Den andra metoden är att använda sig av regeringars exportkreditnämnder, vilka säljer försäkringar mot bl. a. expropriering och inbördeskrig. De premier som tas ut av dessa nämnder kan användas som ett mått på landrisk. Problemet är att de

täcker bokvärdet på investeringen och inkluderar inte förväntade framtida kassaflöden.

- iii) Den tredje metoden är att använda sig av politisk risk ratings. Dessa mått överensstämmer väl med hur obligationsmetoden rangordnar länder. Svårigheten med att använda sig av ratings är att översätta dem till faktiska justeringar i avkastningskravet eller i kassaflöden.

Om marknaden är ny för det investerande företaget så föreslår Lessard en metod för att ta hänsyn till bristen på erfarenhet. Ett exempel är att justera ned kassaflöden med 10 % första året, 8 % andra året för att det femte året inte ha någon justering. Samtidigt justeras kostnaderna uppåt med 5 % första året för att sedan minska och inte ha någon justering alls det femte året. (Lessard 1996)

Ett problem med Lessards modell är att den tenderar att överskatta kapitalkostnaden då vissa risker räknas in dubbelt. Genom att ta hänsyn till marknadsrisken genom betavärdena så inkluderas redan vissa landrisker. När sedan en specifik landriskpremie inräknas i avkastningskravet tas riskerna hänsyn till dubbelt. (Pereiro, 2006)

### 3.2.1.6 Godfrey & Espinosa

Modellen som föreslås av Godfrey och Espinosa är till stor del lik den som Lessard förespråkar.

$$R = R_f + CR + \sigma_i / \sigma_{us} (R_m - R_f)0,6$$

**Formel 6 Källa: Pereiro (2006) s 169.**

För att ta hänsyn till ett lands kreditrisk så beräknas CR genom obligationsmetoden. Ett exempel beskrivs där en tioårig amerikansk obligation ger en avkastning på 6,25 % och en filipinisk 10-årig obligation ger 15,25 %. Differensen på 9 % reflekterar den ökade risken att landet inte kan betala sina lån, kreditrisken. För att även mäta risken för det investerade kapitalet är nästa steg att mäta volatiliteten på landets kapitalmarknad och relatera den till en mogen kapitalmarknad, ofta den amerikanska. Detta värde tjänar som ett justerat betavärde specifikt för landet. Betavärdet fokuserar på landets totala risk vilket enligt författarna är lämpligt på tillväxtmarknader då det i dessa länder är den totala risken som är störst.

Att kreditrisken och risken på eget kapital till viss del har samma källor och därmed räknas in två gånger menar Godfrey och Espinosa att de löser genom att skriva ner risken för investerat kapital med 40 %. Denna justering har sin grund i en undersökning som visar att 40 % av variationen i volatiliteten på kapitalmarknaden kan härröras från variationen i kreditrisken. Dock kritiserar deras lösning för att vara godtycklig då konstanten är mer trolig att variera över tiden och marknader.(Pereiro, 2006) Estrada skriver att det är svårt att uppskatta just hur

mycket av risken som dubbelräknas på ett ordentligt och vederbörligt sätt. Dessutom påpekar han att det inte är alla länder som utfärdar dollar denominerade obligationer. ( Estrada 2000)

### 3.2.1.7 Erb, Harvey och Viskanta metoden

Erb et al (1996) har tagit fram en metod där kostnaden för eget kapital kan beräknas utan CAPM modellen. Metoden bygger på en enkätundersökning som ges ut två gånger varje år. I undersökningen, som görs av Institutional Investor, bedömer banker på en skala mellan 0 till 100 olika länders kreditvärdighet. 100 representerar är den lägsta risken att ett land inte kan betala sina skulder. Faktorer som influerar den upplevda kreditrisken är risk för expropriering, inflation, valutavolatilitet och ekonomisk stabilitet är några exempel. Kreditbedömningen ska reflektera den framtida förväntningen av ett specifikt lands kreditrisk. (Harvey, 2005). Modellen de använder är:

$$R = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Log}(RR) + \varepsilon$$

**Formel 7 Källa: Harvey (2005) s. 11**

Epsilon är regressionsresidualen och  $\text{Log}(RR)$  är den naturliga logaritmen av landkreditbedömningen, vilken uppdateras två gånger om året. Med modellen ger en högre bedömning (låg risk) en lägre förväntad avkastning. Fördelen med denna modell är att kostnaden för eget kapital kan beräknas även om landet inte har en kapitalmarknad.(Harvey 2005). Modellen bygger dock på subjektiva bedömningar vilka endast uppdateras två gånger varje år (Pereiro, 2006). Vidare är kostnaden för eget kapital landsspecifik och kan inte appliceras på företagsnivå (Estrada, 2000)

### 3.2.2 Justera landriskpremien för exponering

En annan fråga som måste tas hänsyn till är att alla företag på en marknad inte nödvändigtvis har samma exponering för risken i ett land (James & Koller, 2000). Av denna anledning föreslår Damodaran (2003) att man multiplicerar landriskpremien med företagets betavärde vilket visas i formeln nedan.

$$\text{Kostnad för eget kapital} = \text{Riskfri ränta} + \text{Beta} (\text{Marknadspremie} \cdot \text{Mogen Marknad} + \text{Landriskpremie})$$

**Formel 8 Källa: Damodaran (2003) s. 18**

På detta sätt antar man att de företagen med betavärden över ett är mer exponerade mot landrisk än de med betavärde under ett. Fördelen med betavärden är att de är lätta att få tag på medan nackdelen är att de mäter den totala exponeringen för makroekonomisk risk, vilket förmodligen inte är det bästa måttet för att mäta exponeringen mot landrisk. (Damodaran, 2003)

Damodaran (2003) föreslår därmed ett annat tillvägagångssätt där varje företag har en exponering för landrisk som skiljer sig från dess exponering mot all annan marknadsrisk. Författaren väljer att kalla detta mått av ett företags exponering för landrisk för lambda. Detta tillvägagångssätt förändrar i huvudsak den förväntade avkastningsmodellen till en två-faktors modell, där den andra faktorn är landrisken med lambda som mäter dess exponering för den samma.

$$\text{Kostnadföretaget kapital} = \text{Riskfri ränta} + \text{Beta}(\text{Marknadspremie} / \text{Mogenmarknad}) + \lambda(\text{Landriskpremie})$$

**Formel 9 Källa: Damodaran (2003) s. 18**

Det kanske mest tilltalande och enklaste sättet att uppskatta lambda på är att se var det specifika företaget genererar sina intäkter och hur mycket av dessa som kan anknytas till en specifik marknad. (Damodaran, 2003)

### 3.2.3 Justera kassaflöden

#### 3.2.3.1 James & Kollers modell

James och Koller kritiserar inkluderingen av en landriskpremie i diskonteringsräntan och menar att ett mer korrekt sätt att ta hänsyn till risken är att istället justera kassaflöden med hjälp av sannolikhetsfördelade scenarion. Managers får då en bättre uppfattning av hur riskerna påverkar värdet på investeringen och kan därför arbeta förebyggande för att mildra effekterna av negativa konsekvenser. Modellens första steg innebär att flera olika scenarion utvecklas vilka baseras på hur makroekonomiska faktorer påverkar landet och industrin. Dessa faktorer inkluderar inflation, BNP-tillväxt, valutakursen och låneräntan. Dessa scenarion ska sedan kopplas samman med hur de påverkar kassaflöden och kostnader. Nästa steg är att arbeta fram scenarion som bygger på hur industrin utvecklas och hur dessa påverkar investeringens värde.

De framtagna scenarion används sedan för att beräkna kassaflöden vilka diskonteras med en industrispecifik kapitalkostnad justerad för kapitalstruktur och inflation. Författarna applicerade sin värderingsmodell på ett argentinskt företag och jämförde med den alternativa metoden att justera diskonteringsräntan för landrisk. De fann att deras värdering låg mycket närmre marknadsvärdet än den alternativa. (James & Koller, 2000)

Damodaran (2003) beskriver att en justering av kassaflöden för makroekonomisk risk i sig inte är en riskjustering. Han tar upp ett exempel där ett företag har ett förväntat kassaflöde på 100 men det är 10 % sannolikhet att man istället förlorar 50 på grund av politiska oroligheter. Förväntade värdet blir således  $100 * 0,9 - 50 * 0,10 = 85$ . Justeringen av kassaflödet är inte en riskjustering utan snarare ett korrekt sätt att uppskatta förväntade kassaflöden.

### **3.2.4 Vilken metod är att föredra?**

Det finns en uppsjö modeller framtagna för att ta hänsyn till landrisk. I föregående avsnitt har en presentation gjorts av de mest omskrivna och refererade modellerna. Det finns naturligtvis många fler metoder än de som presenterats och den akademiska världen har haft svårt att finna någon konsensus till vilken som är den bästa metoden. Några rekommendationer har ändå givits av ansedda författare, vilka har haft stor genomslagskraft inom området.

Damodaran (2003) förespråkar användandet av en landriskpremie uppskattad genom den blandade modellen justerad för exponering. Harvey (2005) väljer modell utifrån hur segmenterad marknaden upplevs att vara. För tillväxtmarknader väljer han ofta att uppskatta landriskpremien med flera olika modeller för att sedan använda sig av ett medelvärde av dessa. De modeller han upplever som mest användbara är obligationsmetoden, Damodarans blandade metod och Erb, Harvey, Viskanta metoden. Sabal (2004) väljer att förespråka att landrisken ska tas hänsyn till i kassaflödena i en modell likt James och Koller. På detta sätt får managers en bättre bild av hur riskerna påverkar värdet av investeringen.

### **3.3 Tidigare studier**

Keck et al. (1998) genomförde en enkätstudie bland tidigare studenter vid Chicago Business School. De undersökte hur den praktiserande världen värderar internationella investeringar och vilka metoder som används för att uppskatta en kapitalkostnad. Undersökningen visar att 95 % av respondenterna använder någon form av diskonterad kassaflödesanalys vid värderingar av projekt och de flesta justerar sina kapitalkostnader när de upplever att osäkerheten blir större.

Respondenterna fick besvara huruvida de kände en osäkerhet kring den värderingsmetod de använde. Något förvånande svarade 60 % att de tyckte deras metod var den bästa tillgängliga trots att det råder en osäkerhet kring vilken värderingsmodell som är mest lämplig vid internationella investeringar. Författarna förklarar detta med att respondenterna är för självsäkra. Undersökningen visar att när den uppskattade integrationen av marknaden minskar samt komplexiteten och osäkerheten ökar så förlitar sig respondenterna allt mindre på den lokala marknaden som ensam proxy för risk. (Keck et al., 1998).



|           | Unexpected<br>Inflation | Tax<br>Differentials | Political Risk<br>(e.g. expropriation) | Sovereign Risk<br>(Gov't default etc.) | Currency<br>Risk |
|-----------|-------------------------|----------------------|--|--|------------------|
| US        | 1                       | 2                    | 1                                      | 1                                      | 1                |
| UK        | 2                       | 3                    | 1                                      | 1                                      | 2                |
| Mexico    | 4                       | 4                    | 4                                      | 4                                      | 5                |
| Sri Lanka | 4                       | 3                    | 5                                      | 5                                      | 5                |

|               | Unexpected<br>Inflation | Tax<br>Differentials | Political Risk<br>(e.g. expropriation) | Sovereign Risk<br>(Gov't default etc.) | Currency<br>Risk |
|---------------|-------------------------|----------------------|--|--|------------------|
| Cash Flow     | 24                      | 71                   | 19                                     | 13                                     | 36               |
| Discount Rate | 55                      | 14                   | 65                                     | 66                                     | 42               |
| Indifferent   | 3                       | 8                    | 4                                      | 7                                      | 8                |
| No Adjustment | 18                      | 7                    | 12                                     | 14                                     | 13               |

**Figur 1 Källa: Keck et al (1998) s. 90**

Table 6 i figuren ovan visar vilka faktorer som respondenterna upplevde som viktigast när segmenteringen ökar. Inflation, politisk risk, kreditrisk och valutarisk upplevs alla som viktiga faktorer i Mexiko och Sri Lanka men inte i USA och England. Table 7 visar hur de olika faktorerna tas hänsyn till i den diskonterade kassaflödesanalysen. Inflation, politisk risk och kreditrisken tar majoriteten hänsyn till i diskonteringsräntan. Skatteskillnader tar de flesta hänsyn till i kassaflöden medan när det gäller valutarisken så är båda tillvägagångssätten i princip lika vanliga. Undersökningen visar att när osäkerheten ökar görs desto fler justeringar och användandet av tumregler ökar. Författarna anser att på det sätt som den praktiserande världen applicerar diskonterad kassaflödesanalys på internationella investeringar så spenderas för mycket tid på uppskattningar av kapitalkostnaden. Om kassaflödesanalysen genomfördes mer rigoröst och noggrant så skulle de resulterande analyserna rättfärdiga den tid och vikt beslutsfattare ägnar åt dem. (Keck et al, 1998)

Holmén och Pramborg (2006) undersökte vilka kapitalbudgeteringsmetoder svenska företag använder sig av vid utländska direktinvesteringar. Studien visar att när den politiska risken ökar ju mer förlitar sig företagen på tumregler såsom den i teorin kritiserade paybackmetoden. Förklaringen till detta menar författarna är att riskerna kan vara svåra att uppskatta och därmed komplicerade att ta hänsyn till i en diskonterad kassaflödesanalys. Detta visas genom att när den politiska risken ökar minskar användandet av NPV metoden och istället ökar användandet av payback. Vidare visar deras resultat att svenska företag ofta justerar deras kapitalbudgeteringsmetoder för landsspecifika politiska risker. 65 % av företagen justerar för politisk risk genom att öka diskonteringsräntan, justera kassaflöden, korta ned paybackperioden eller kräva högre vinstmultiplar. Även Sandahl och Sjögren (2005) visar att svenska företag använder sig av dessa metoder för att justera för risk. Dock konstaterar författarna att tekniker som justerar kassaflödena inte tycks vara särskilt vanliga bland svenska företag.

Pereiro (2006) visar i sin studie av värderingstekniker hos företag aktiva på den argentinska marknaden så justerar 78 % av dem sin diskonteringsränta för landrisk. 72 % av dem som

justerar sin diskonteringsränta använder sig av obligationsmetoden för att räkna ut premien medan övriga inte hade specificerat sin metod. Detta resultat ligger i linje med andra artiklars uppfattning om att obligationsmetoden är den mest populära för att justera landrisk (Harvey, 2005; Sabal, 2004)

### **3.4 Teori- praxis gapet**

Att företagen inte tillämpar teoretiskt korrekta metoder brukar i litteratur kallas teori-praxis gapet. Det går att urskilja två huvudlinjer som förklaring till detta gap. (Sandahl & Sjögren, 2005).

- (i) Den första förklaringen är att företagen saknar tillräcklig kunskap om metoderna och dess användning.
- (ii) Den andra förklaringen är att det inte går att tillämpa de mer sofistikerade kvantitativa metoderna på företagens beslutssituationer då dessa ofta är väldigt komplexa i sin natur.

Investeringssituationerna i läroböckerna stämmer inte överens med verkligheten då de är för tillrättalagda och förenklade hävdar kritiker. Vidare handlar det ofta om att "sälja in" investeringarna i företagen på både formella och informella vis vilket även det påverkar överensstämmelsen mellan teori och praxis. I Graham & Harvey (2001) och Pike (1996) studier tolkas resultaten efter den första linjen dvs. att det beror på brister i kunskap om metoderna inom företagen (Sandahl & Sjögren, 2005).

Sabal (2004) beskriver också denna teori och praxis gap men talar mer specifikt om landrisken på tillväxtmarknader. I linje med Sandahl och Sjögren ser han en förklaring i att de teoretiska landriskmodellerna anses för komplexa för att appliceras i praktiken.

CAPM är en attraktiv modell då den genom en relativt enkel ekvation genererar en kostnad för eget kapital. Den erbjuder ett enkelt sätt att beräkna diskonteringsräntan. Vidare då CAPM var designad för mogna marknader så verkar det rimligt att inkludera en landriskpremie vid investeringar på tillväxtmarknader. Även om analytiker är medvetna om att det finns mer teoretiskt förankrade modeller så blir dessa ofta förkastade för att vara svåra att applicera och förstå. Vidare desto mer komplexa modellerna är desto svårare blir det att förklara modeller för beslutsfattarna, vilka kanske saknar utbildning i modern finasteori. (Sabal, 2004). Traditioner och utbildningsnivå förekommer också som förklaring till gapet i Graham & Harveys (2001) studie där de finner att finanschefer med MBA utbildning i större utsträckning använder sig av mer sofistikerade metoder än de som saknar denna utbildning. Sabal ser även en förklaring i att de antaganden som görs i de teoretiska modellerna ligger långt ifrån den verklighet utövarna möter i dagliga beslutssituationer på tillväxtmarknader. Därför avfärdas dessa modeller till förmån för modeller som är praktiska, enkla och går snabbt att använda (Sabal, 2004).

Holmén och Pramborg menar att alltför teoretiskt komplexa modeller för att uppskatta politisk risk är relativt svåra att implementera i en NPV-analys. Bedömningar av politisk risk är ofta baserade på kvalitativa analyser och att översätta dem i kassaflödesjusteringar eller i landriskpremier är komplext samt tids- och resurskrävande. Då managers har begränsade resurser så använder de istället sig av tumregler för att undvika dessa kostnader och för att approximera det optimala beslutet (Holmén & Pramborg, 2006).

En annan faktor som spelar in i att det råder ett gap mellan teori och praxis är personliga incitament hos analytiker och beslutsfattare. Managers bestraffas om en investering på en tillväxtmarknad går dåligt men blir inte i någon större utsträckning belönade om den blir framgångsrik. Dessa incitament gör att de är mer troliga att bara rekommendera investeringar som kan ge extraordinära avkastningar (Sabal, 2004). Detta påminner om det som Sandahl och Sjögren (2005) talar om när de beskriver ”sälj situationen” vid investeringsbeslut, alltså att en manager väljer att använda de metoder han eller hon tror att beslutsfattaren föredrar.

Sandahl och Sjögren (2005) skriver också att tradition är en viktig grund för att bestämma kalkylräntan. När man bygger på tradition används erfarenheten av olika slags situationer som kan uppkomma och som företaget måste hantera. Detta gäller situationer och händelser inom företaget, i dess omgivning och på marknaderna. Vidare skriver de att kalkylräntan bygger på erfarenheten av beslutsprocessen och hur nivån på kalkylräntan slår ut dåliga projekt och bereder vägen för bra projekt. Om tradition bygger på sådana perspektiv och inte på att en enda en gång fastställd räntesats skall gälla, så kan begreppet tradition i hög grad inkorporera riskbedömning.

## **4 Presentation av företag**

### **4.1 SCA**

Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA är ett globalt tillverkningsföretag som utvecklar, producerar och marknadsför hygienartiklar, paketeringslösningar, pappersprodukter samt träprodukter. Koncernen omfattar 51 000 anställda spridda över alla världens kontinenter och under 2006 omsatte den 101 439 MSEK. De främsta marknaderna är Nordamerika och Europa, men SCA har också starkt fotfäste i Latinamerika och Asien och investerar för att växa på dessa tillväxtmarknader. ([www.sca.com](http://www.sca.com); SCA:s Årsredovisning 2006)

### **4.2 Scania**

Scania är en av världens ledande tillverkare av tunga lastbilar, bussar samt industri- och marinmotorer. Antalet anställda är 32 000 världen över och de bedriver verksamhet på över hundra marknader i Europa, Latinamerika, Asien, Afrika och Australien. Tillverkningen sker i Europa och Latinamerika och under 2006 omsatte koncernen 70 738 MSEK. Företaget upplever en stark tillväxt i Europa, Ryssland, Kina och Indien. ([www.scania.com](http://www.scania.com); Scania's Årsredovisning 2006)

### **4.3 SKF**

SKF-koncernen är en leverantör av produkter, kundanpassade lösningar och tjänster inom områden som omfattar rullningslager, tätningar, mekatronik, service och smörjsystem. Verksamheten är indelad i tre divisioner: Industrial Division, Service Division och Automotive Division. Antalet anställda är 41 090 och koncernen har produktionsanläggningar i 24 länder och omsatte 53 101 MSEK under 2006. Tillväxten för koncernen är stark på marknaderna i Östeuropa och Asien, speciellt i Kina och Indien. ([www.skf.com](http://www.skf.com); SKF:s Årsredovisning 2006)

### **4.4 AstraZeneca**

AstraZeneca är ett av världens ledande läkemedelsbolag med en omsättning 2006 på 26,5 miljarder dollar. De har över 66 000 anställda fördelat på 58 % i Europa, 27 % i Amerika, 15 % i Asien, Afrika och Oceanien. De bedriver tillverkning på 27 orter i 19 länder och har 16 R & D anläggningar i 8 länder. Vidare är de aktiva i över 100 länder med en växande verksamhet i viktiga tillväxtländer. På styrelsens årliga strategiöversiktsmöte var den ekonomiska utvecklingen i tillväxtmarknader en av huvudpunkterna. ([www.astrazeneca.com](http://www.astrazeneca.com); AstraZeneca:s Årsredovisning 2006)

## 5 Resultat och Analys

*Vi har valt att presentera och analysera empirin i samma kapitel. Detta för att underlätta för läsaren att se kopplingar som görs mellan teori och empiri.*

### 5.1 Företagens metoder för att ta hänsyn till landrisk

I detta avsnitt presenteras företagens metod för att ta hänsyn till landrisk. Vidare kritiserar varje metod utifrån de teorier som återfinns i kapitel 3.

#### 5.1.1 SCA

SCA berättar att de tidigare för att ta hänsyn till den ökade risken på tillväxtmarknader jämförde avkastningen mellan det specifika landets avkastning på en lång statsobligation utgiven i hårdvaluta (Dollar eller Euro) och en obligation utgiven av den amerikanska regeringen. Detta är den så kallade obligationsmetoden som togs upp tidigare i uppsatsen. Dock såg SCA två problem med den här metoden. Det första problemet var att det inte fanns obligationer utgivna i hårdvaluta i vissa av tillväxtmarknaderna som de var verksamma i. Det andra problemet var den höga volatilitet som karaktäriserade dessa marknader. Oskar Lindström ger ett exempel där han berättar om hur krisen i Ryssland 1998 gjorde att spridningarna på alla tillväxtländers obligationer blev stora. Ingen ville t.ex. köpa Sydafrikanska statsobligationer trots att de inte hade något med Ryssland att göra. Det fanns spridningseffekter som gjorde att metoden inte var lämplig. De började då titta på ett alternativ för att få ett mindre volatilt mått. SCA utgick från länder som gav ut 10-åriga statsobligationer i hårdvaluta och korrelerade hur de handlats både historiskt och idag med Moody's landratings. De fann en stor korrelation mellan bedömningarna och hur obligationerna handlades. SCA bestämde då att Moody's var en ganska god proxy för hur landrisken såg ut och uppfattades av marknaden och att det samtidigt var ett mått med lägre volatilitet än obligationspremier. Landbedömningarna översattes genom obligationsmetoden där SCA t.ex. fann att bedömningen A1 ungefär handlades till en premie av 1,3 % över en amerikansk statsobligation. Till sist justeras landriskpremien nedåt genom att den multipliceras med 0,8. Detta motiverar SCA med att räntetrenden har varit neråtgående vilket innebär att premien faller proportionerligt. Vid en kontroll för ett par år sedan fann de att premierna för tillväxtmarknaderna fallit generellt med 20 %. Dock tror Oskar Lindström att premierna numera är ännu lägre men väljer här att vara lite konservativ.

$$\text{Landriskpremie} = \text{kreditrisk} * 0,8$$

#### Formel 100 SCA:s modell

SCA använder sig av ratingsmetoden för att uppskatta landrisk och den kritik som riktats mot metoden är att den mäter ett lands kreditrisk vilket inte är det samma som risken som ägarna exponeras för. Även om dessa delvis har samma källor så löper ägarna en högre risk än

kreditgivarna. Detta kan göra att landriskpremien inte återspeglar all den risk som investeringen exponeras för. SCA är medvetna om denna skillnad men anser ändå att kreditrisken är en ganska bra proxy för den riskpremie som man ska ha för att bedriva verksamhet i det specifika landet. Lindström ger ett exempel på att de är medvetna om problematiken: *"Argentinska regeringen kanske är helt värdelös som gäldenär, det är ingen som vill låna pengar till dem. Men Argentina som land kanske är helt okej att göra affärer i. Men det är den bästa proxy vi har"*. Annan kritik som riktats mot ratingmetoden är att den släpar efter marknaden när det gäller att svara på förändringar i den underliggande kreditrisken. Detta ser SCA snarare som positivt då deras tidigare metod, obligationsmetoden, gav alltför volatila landriskpremier.

Vidare finns det problem med att översätta Moodys ratings till premier, men detta tycks SCA ha löst på ett rimligt och genomtänkt sätt genom att se till korrelation mellan bedömningarna och hur obligationerna handlats. Landriskpremien som SCA får fram med ratingmetoden applicerar de på alla investeringar i det specifika landet och justerar således inte för den individuella investeringens exponering för landrisken. Lindström säger att man skulle kunna argumentera för att olika investeringar i samma land har olika exponering och därför skulle ha haft skilda diskonteringsräntor, men säger att detta skulle bli för komplicerat.

Vidare säger Lindström att inga justeringar för landrisk görs i kassaflödena och payback period är inget som tas hänsyn till. Men samtidigt säger han att det är ju aldrig kul att göra en investering i en marknad som man upplever som relativt osäker om den precis klarar avkastningskravet men det har mer att göra med att det är skillnader mellan olika typer av investeringar. Investeringar i tillväxtländer är oftast expansionsinvesteringar där kassaflödena är mer osäkra jämfört med om du gör en investering för att minska dina kostnader. Men det är inget som kommer med i kalkylen utan görs mer kvalitativt. Således justerar SCA indirekt sina kassaflöden för att marknaden är främmande för dem och då de saknar erfarenhet. Enligt Lessard (1996) är detta en korrekt justering för att ta hänsyn till bristande kunskap om marknaden men påpekar att det är viktigt att denna justering försvinner efter ett par år. Detta bekräftar Lindström genom att säga att det är främst i ett initialt skede som de gärna ser att avkastningskravet klaras med en marginal. Återigen är det viktigt här att detta verkligen görs och att managers på dessa marknader inte diskrimineras. Risken att detta händer är naturligtvis större då det inte sköts på ett kvantitativt sätt.

### 5.1.2 SKF

SKF har i grunden samma metod som SCA där de använder sig av Moody's landratings för att beräkna en landriskpremie och översätter bedömningarna till premier på samma sätt. Men de ser även en nödvändighet att justera för att Moodys bara ser till landets kreditrisk vilket inte är det samma som den risk som ägarna i bolaget löper. Därför har de valt att multiplicera

kreditrisken med 1,5. Detta tal motiveras med att de tagit del av studier inom värderingsområdet genomförda av ansedda forskare där Damodaran då nämns som en viktig källa. Men även internationella hus och konsultbyråer har rådslagits. Sammantaget har dessa visat att risken ska justeras upp med ungefär 1,5. Då det måste sägas att justeringen verkar rimlig har vi inte funnit någon vedertagen uppfattning i den akademiska litteraturen till att justera upp med 1.5.

$$\text{Landriskpremie} = \text{kreditriskpremie} * 1,5$$

#### Formel 11 SKF:s Landriskpremiemodell

SKF har alltså svarat mot det första problemet att kreditrisk inte fullt ut återspeglar risken för ägarna. Detta har de gjort på ett genomtänkt och aktivt sätt där deras metod i slutändan liknar den blandade modellen beskriven av Damodaran. I metoden ska den relativa standardavvikelsen för varje land tas fram. Detta är som tidigare nämnts ofta problematiskt i tillväxtländer med knapphändig historisk data och illikvida kapitalmarknader. SKF har därför bestämt sig för att göra en generell justering för alla tillväxtmarknader. Patrik Wittboldt förklarar det på följande sätt: ” Vi vill ha enkla och raka vägar, men vi tar inte detta som en verklighet för allt vi gör i framtiden utan håller oss uppdaterade och ändrar om man tycker annorlunda.” De han här syftar på är deras rådgivare och akademisk litteratur inom området.

Vad gäller problematiken med att ta hänsyn till den specifika investeringens exponering mot landrisken så anser SKF likt SCA att det blir för komplicerat att ta hänsyn till i en kvantitativ modell. Dock är detta något de tänker på vilket beskrivs av Wittboldt: ”Om SKF köper ett bolag i Taiwan som har 80 % av sin försäljning i USA men produktionsfaciliteterna i Taiwan. Ska det då få fullt utslag av den Taiwaniska landrisken eller ska de då få bäring av att de faktiskt även säljer 80 % till USA. Rent teoretiskt kan de få det. De har ju inte lika mycket risk i sin försäljning. Men samtidigt är det där man har sin hemvist som företag där man kanske står den politiska risken i störst grad eller där man har sin produktion och sina anställda ... Vi baserar landrisken mycket på var företaget är inkorporerat.” Sedan fortsätter han med att beskriva att de tar hänsyn till om företaget likt exemplet ovan har mycket av sin försäljning i ett annat land. Men detta görs genom en kvalitativ analys.

### 5.1.3 Scania

Scania behandlar inte investeringar i tillväxtmarknader annorlunda i kalkylen än investeringar på mogna marknader. Således inkluderar de inte en landriskpremie i diskonteringsräntan utan använder sig av ett globalt WACC. De justerar inte heller kassaflöden för den ökade risken. De ser inget behov av en landriskpremie sett utifrån hur deras beslutsprocesser och beslutsvägar ser ut och med tanke på det sätt de jobbar på. Istället sker all bedömning av landrisk i en rent kvalitativ analys. I varje investeringsunderlag ska det göras en kommersiell bedömning och en landriskbedömning. Denna görs ofta på plats men inte alltid då även Scania executive board är delaktig i många stora investeringar. Scania betonar att

nuvärdeskalkylerna ska ses som ett bra hjälpmedel men har inte den tunga genomslagskraft på besluten som man förleds att tro. Den är viktig i det avseendet att den tvingar den investerande enheten att ta ställning och fundera över olika parametrar och antaganden, på så sätt hoppar man inte över något.

Samtidigt säger de att *”Ju längre ifrån en etablerad och utvecklad marknad man är desto högre blir kraven på att kalkylen ändå ger ett rejält tillskott.”* Detta är motstridiga uppgifter då de inte säger sig göra några skillnader i kalkylen på dessa marknader. Att Scania kräver ett högre värde av investeringar på osäkra marknader innebär att de indirekt i DCF-analysen tar hänsyn till den ökade risken på tillväxtmarknader. Dock är det svårt att utvärdera deras metod eftersom det kan vara upp till beslutsfattaren vad *”ett rejält tillskott”* är. Metoden blir en mental landriskbedömning bland dem som fattar investeringsbesluten vilken kan uppfattas som godtycklig. Detta medför att det finns en möjlighet att finansiellt kapital kan allokeras felaktigt men kan även påverka hur Scania utvärderar och använder sitt humankapital. Ett exempel kan vara om Scania har missbedömt risken på någon av deras tillväxtmarknader så kan deras lokala managers antingen diskrimineras eller gynnas beroende på om risken överalternativt underskattas. Användandet av kvalitativa bedömningar kan även medföra att Scania förbiser vissa risker då den kvantitativa analysen av riskerna på dessa marknader gör att företaget tvingas tänka igenom och ta ställning till de risker som ska uppskattas. Det visar också på det som Keck et al (1998) kom fram till i sin studie att då osäkerheten på marknaden ökar tenderar utövare att bli mindre rigorösa i sina analyser. Tumregler och uppskattningar baserade på magkänsla ersätter analytiska modeller vilket leder till att DCF-analysen blir mindre precis. Resultatet blir att managers tar beslut grundat på analyser vilka baseras på tvivelaktiga uppskattningar. Även Holmén och Pramborgs (2006) studie visade att tumregler användes flitigare när osäkerheten ökar. Genom att använda tumregler för osäkra marknader riskerar företaget att deras DCF-analys blir meningslös och tar i så fall upp resurser i onödan enligt Keck et al (1998).

#### **5.1.4 AstraZeneca**

Som Scania bedöms landrisk i AstraZeneca endast kvalitativt vid investeringsbeslut. Det finns kalkyler och nyckeltal med i investeringsunderlagen där både NPV och Payback används, men dessa har inte särskilt stor vikt vid besluten. Den stora risken som AstraZeneca ser är den politiska risken vilken alltid finns kvalitativt beskriven i de investeringsunderlag som läggs fram till styrelsen. Leif Johansson uttrycker det på följande sätt: *”Riskfaktorn beskrivs mer verbalt ... eftersom vi befinner oss på totalreglerade marknader så kan vi mer eller mindre ha behov att göra investeringar för att få igenom våra marknadsregistreringar och produkter. Så det är väldigt många mjuka variabler snarare än hårda variabler.”* Alltså AstraZeneca menar att trots att politiska beslut är viktiga så är de så reglerade att de inte har något val än att anpassa sig efter alla de beslut som tas om de vill vara kvar på marknaden. Leif Johansson fortsätter att beskriva varför de inte lägger någon större vikt vid nuvärdesberäkningar när han



ger ett exempel på en investering i en labbanläggning i exempelvis Indien. Den första produkten från den anläggningen kommer kanske om 20 år. Det är svårt att bedöma marknadssituationen om så lång tid. De kan komma ut som ledande på marknaden eller hamna långt efter konkurrenterna, det är mycket som är svårt att förutspå. Det går med andra ord inte att beräkna ett nuvärde av en investering där man inte vet när och om intäkter kommer skapas. Besluten är därför mer motiverade av marknadsskäl och marknadspositioner. Till skillnad mot Scania kan man ju säga att AstraZeneca är mer konsekventa i sin metodanvändning då de valt att lägga tonvikten på kvalitativa bedömningar rakt igenom och således lägger samma vikt (dvs. liten) på både kassaflöden och avkastningskrav. Förövrigt gäller samma kritik mot kvalitativa bedömningar och beslut baserade på magkänsla som i fallet med Scania.

## **5.2 Teori-praxis gapet**

I detta avsnitt behandlas hur stort intryck den akademiska litteraturen kring landrisk har haft på de undersökta företagens val av metod. Vidare beskrivs och analyseras de faktorer som låg bakom deras val av metod. Två vanliga huvudförklaringar till att det uppstår ett gap mellan teori och praxis är att kunskapen saknas om metoderna eller att de inte går att tillämpa på företagens beslutssituationer som anses vara för komplexa i sin natur.

### **5.2.1 SKF**

I SKF:s fall blir det tydligt att de tagit intryck av akademisk litteratur då de dels håller sig uppdaterade med hjälp av konsulter och andra experter och dels då de nämner att Damodaran är en viktig kunskapskälla. Som tidigare nämnts använder de sig av en landriskmetod som rekommenderas av just Damodaran men dock använder de den inte fullt ut. Detta är ett tecken på att den modell Damodaran föreslår är svår att implementera i verkligheten och Patrik Wittboldt säger: ”*Det är det som skiljer den akademiska och den praktiserande världen att det bästa sättet är kanske inte det mest praktiska sättet. Det är kanske svårt att få tillgång till informationen och det blir så många ställningstaganden man måste göra längs vägen så att det blir ”tjosan”.* När det blir för många subjektiva bedömningar så blir det inte så bra varför det kan vara bra att det är enkelt. I vårt fall där vi tar bond spread och multiplicerar det med 1,5 så har vi minimerat antalet egna bedömningar. Rätt eller fel detta är en justering som baseras på landets politiska och finansiella risk. Sen kan man alltid hävda att det inte är jämförbart eller att vi inte kompenserar för det fullt ut men vi tar ändå hänsyn till det.” I SKF:s fall handlar det alltså inte om en avsaknad av kunskap utan snarare om att metoden ska vara praktisk och enkel att applicera. Att landriskmodellerna är för komplexa för att appliceras i praktiken är även något som tidigare studier visar på. Framförallt när det gäller tillväxtmarknader. På frågan om hur väl metoden fungerar för SKF svarar de att den är så precis som det behövs, det är så många justeringar längs vägen ändå.

På frågan om de övervägde några andra metoder svarade Wittboldt ” *Nej, vi har tagit del av de modeller som finns eller åtminstone de som förespråkas av personer som sysslar med värdering och sedan vägt för och nackdelar. Det handlar om hur exakt man kan mäta landrisk men också hur enkelt och praktiskt det är att få fram siffrorna.*” Detta visar ytterligare på vikten av att den metod som används ska vara enkel och praktisk, men en annan faktor som diskuterats mycket är beteendemässig och handlar om att investeringsäskandet ska säljas in till beslutsfattarna. Det här tar Wittboldt upp när han berättar att chefer ofta inte vill ha exakta siffror utan hellre ser att de är ungefärliga. Detta är ett exempel på hur metoderna anpassas för att passa höga beslutsfattare.

Att det råder en oenighet bland den akademiska världen är något SKF har märkt då de säger att det finns flera olika sätt att ta hänsyn till landrisk vilka några är mer rätt eller mindre fel än andra. Det stora problemet enligt SKF är att få tillgång till den information som går in i modellerna. När de tar fram en diskonteringsränta så säger Wittboldt att de har en respekt för hur de går tillväga då en skillnad på +/- 1-2% kan ge ett stort utslag på värdet av investeringen. Detta visar på betydelsen av att ha en klar uppfattning om hur kalkylräntan ska uppskattas på tillväxtmarknader. Pereiro (2006) visade att det snarare kunde handla om en variation mellan 7,5 % och 30,8% beroende på vilken modell som valdes. Även Bruner et al (2003) pekade i sin studie på den ökade variationen på just tillväxtmarknader. Vidare har Wittboldt inte märkt av något tryck från ägarna när det gäller val av metod och säger att de traditionellt har varit ett riskavert företag. När det gäller frågan om de försöker diversifiera bort landrisk geografiskt så säger han att det inte är något de medvetet tänker på men att det blir ett geografiskt portföljtänkande naturligt i och med att de är så stora. De tänker snarare i banor som att de inte vill ligga för tungt på någon marknad.

### 5.2.2 SCA

SCA har inte lika uttalat som SKF tagit intryck av den akademiska litteraturen. Men lik väl använder de en metod som är omnämnd i flera artiklar och vanligt förekommande. Lindström säger att metoden de använder återspeglar situationen ganska väl och de har inte fått några jättekonstiga effekter som de kunde få förr då WACC:en kunde gå från 10 % till 16 % helt plötsligt och då var det bara att lägga ner projektet. Med den nya metoden blir det inte fel, man gör ett val och sen kör man, som Lindström uttrycker det. På frågan om hur de ställer sig till kritik som har riktats mot modellen svarar Lindström att det är den bästa tillgängliga som de har. Metoden som SCA använder sig av beskrivs i teorin som praktisk och enkel att applicera. Detta ligger i linje med de studier som visar att företag föredrar metoder vilka inte är alltför komplexa men samtidigt ger acceptabla siffror. Vid frågan på om de övervägt andra modeller så svarar Lindström nej, vilket tolkas som antingen att de har uteslutit andra modeller alternativt saknar kunskap om andra modeller.

Precis som SKF säger sig Lindström inte känna till något tryck från ägarna om vilka risker de ska ta hänsyn till. Det som Lindström tidigare beskrev att kriser såsom den i Ryssland 1998 får stora spridningar över världen är ett bra exempel på den ökade korrelationen mellan olika marknader. Han menade att det inte handlade så mycket om landspecifika risker då utan snarare fanns spridningseffekter som påverkade marknaden som helhet. På frågan då om de medvetet försöker diversifiera bort risk genom att sprida investeringar över flera länder och regioner svarar Lindström att de inte tänker på några diversifieringseffekter när de investerar utan det finns bättre sätt för aktieägarna att diversifiera risk än att vi ska göra det rent fysiskt. Detta argument är helt riktigt men något svar om det går att diversifiera bort risk geografiskt, alltså vilken uppfattning de har om världens marknader och dess korrelation går ej att utläsa.

### 5.2.3 Scania

Genom att Scania inte behandlar investeringar annorlunda i kalkylen på tillväxtmarknader så råder det naturligtvis ett stort gap mellan teori och praxis i det här fallet. Detta kan förklaras med en rad olika faktorer i Scantias fall. Investeringarna har under lång tid koncentrerats till deras kärnverksamhet, och som respondenterna säger är de ett väldigt fokuserat företag kring tunga fordon. De är helt övertygade om att ett företag som är mer av ett konglomerat måste utveckla sina analysmetoder på ett helt annat sätt. De tror att ett sådant företag måste vara mer modellorienterade. Genom åren har de byggt upp en stor erfarenhet kring sina marknader och verksamhet och därför blir kalkylen inte lika viktig berättar de. Medan detta låter rimligt kan det vara svårt att använda detta argument på tillväxtmarknaderna där erfarenheten kanske är lägre. Scania har dock inte haft så mycket stora investeringar på dessa marknader men som Linbro säger har de på senare år investerat inte helt oväsentliga summor på nya marknader framförallt i östra Europa där de växt kraftigt och fortsätter med att säga att där ställs vi ju inför en större osäkerhetssituation. Så ju mer de rör sig mot tillväxtmarknader ju större behov borde de ha av en analysmodell som tar hänsyn till bristen på erfarenhet och den högre osäkerheten på ett bättre sätt. Respondenterna säger också att man skulle kunna föra argument för att differentiera WACC:en på dessa marknader utan att det leder till en alldeles för stor övervikt på kalkylmomentet i beslutsprocessen.

På frågan om det inte blir problem med att ställa två investeringar mot varandra där en bygger på en mer kvantitativ bedömning (ofta mogna marknader) och en som bygger mer på kvalitativa bedömningar (ofta tillväxtmarknader) och veta hur resurser ska kanaliseras svarar de att det är väldigt sällan de har tvingats stå inför en situation där de tvingats göra det valet. Vi är ett lönsamt företag som växer organiskt och har egentligen aldrig haft problem med knappa resurser i det här avseendet. Han kan inte påminna sig ett fall där de har suttit med två investeringar på samma beslutsmöte med ambitionen att de måste välja bort en. De tillägger att om de skulle hamna i en situation där de har en serie av år med väldigt svaga kassaflöden och att de då skulle få en press på sig utifrån det perspektivet att de faktiskt måste sälja av en

del tillgångar och vara väldigt försiktiga med varje investering. ”Då kanske vi inte är perfekt tränade att göra det valet i dag. Så vi har inte levt i den situationen”. Linbro tar här upp problemet som han upplever med att ekonomer förstår vad WACC:en försöker återge men han har märkt ett problem som de har när de pratar med icke ekonomer. Det är att de har förutfattade meningar och att de inte förstår riktigt det höga avkastningskravet på 11 % som företaget använder utan tycker att det är snarare det är de 3-4% som de lånar pengar till som ska användas. Han fortsätter: ”Så vi har en skillnad mellan oss som jobbar med det här och de som ska försöka förstå vad ett WACC ska försöka återskapa. Så man får inte göra sig en otjänst genom att bli för teknisk och teoretisk i de här sammanhangen utan hålla tillbaka den delen också.”

En organisation som deras med många ickeekonomer måste tänka på utbildningsnivån och anpassa sina modeller så att de inte blir för komplicerade för de som jobbar med dem, här har vi ett tydligt fall av att det skiljer sig åt mellan olika branscher. Samtidigt är det sällan de gör några stora investeringar i tillväxtländerna jämfört med SCA och SKF varför det inte är lika viktigt i deras fall att det ingår i kapitalbudgeteringsprocessen på alla plan. De har t ex ingen förvärvsavdelning berättar respondenterna och har historiskt sätt bara genomfört 1-3 företagsförvärv årligen. Detta kan skötas av ett fåtal personer ofta på hög nivå inom företaget med den relevanta kunskapen och därför har de kanske inte haft några incitament att utveckla sin kapitalbudgeteringsprocess mer än vad som behövs.

Scania lägger mindre vikt vid den kvantitativa analysen vid investeringar på tillväxtmarknader. Samtidigt säger de att den fungerar som ett viktigt hjälpmedel då den tvingar managers att ta ställning och fundera över olika parametrar och antaganden så att de inte hoppar över något. Men då tillväxtmarknaderna karaktäriseras av en större osäkerhet och att det finns fler riskfaktorer att ta ställning till borde det innebära att betydelsen av en rigorös kvantitativ metod ökar. Detta är också vad den akademiska världen säger. Samtidigt visar empiriska studier att företag tenderar att lägga mindre vikt vid den kvantitativa metoden vid investeringar i tillväxtmarknader precis som Scania gör.

#### **5.2.4 AstraZeneca**

Även i fallet med AstraZeneca är gapet stort mellan teori och praxis. Det finns många faktorer som kan ligga bakom att AstraZeneca väljer att fokusera såpass mycket på den kvalitativa bedömningen. Som tidigare nämnts lever de i en högst osäker bransch som skiljer sig markant från de andra företagen i studien. Johansson beskriver att denna osäkerhet gör att det är svårt att veta något om framtiden. Dessutom är deras marknader totalreglerade vilket innebär att de inte har något större val än att följa alla de regler och politiska beslut som ett land fattar om de vill finnas på dessa marknader och sälja sina produkter. Dessutom har de om de lyckas med en produkt stora marginaler vilket betyder att de inte behöver bry sig om så mycket var deras

anläggningar ligger då potentiella kostnadsbesparingar som det innebär att välja ett land framför ett annat bara får en marginell betydelse för projektet. Detta bekräftas av Johansson då han säger: *”Även om vi investerar i storleksordningen två miljarder i anläggningar i Sverige så är det inte där de stora siffrorna ligger, det är ju framförallt i investeringar i forskning”* Om man jämför med de andra företagen i studien så är de betydligt mer konkurrentutsatta och måste pressa kostnader på ett helt annat sätt. Samtidigt måste de vara mycket mer medvetna om hur landsrisker kan påverka kostnader då de lever mer på marginalen. Igen kan man återkoppla till exemplet med det nya labbet i Indien där den första produkten kanske kommer först om 20 år. Då är det svårt att räkna fram några nuvärden och diskussionen handlar mer om att de måste vara där om de vill vara med och tävla i Indien i framtiden. De är beroende av marknadsläge och marknadsposition framförallt. De måste alltså fokusera mycket mer på strategisk planering i sin verksamhet vilket har satt sin prägel på organisation och företagskultur och därmed även kapitalbudgeteringsprocessen. Han tar ett exempel där han visar på koncernens senaste investering där de lägger ner 100 miljarder på något som de inte är säkra på att överhuvudtaget få tillbaka något. Men om det går bra däremot får de kanske tillbaka en eller två nollor till på det. I dem sammanhangen spelar det mindre roll var produktionsanläggningar ligger och den marginella kostnad en förlust av en sådan kan innebära. Dessutom investerar de främst i kunskap och det kapitalet återfinns till största del i säkra miljöer i väst. Det är ett helt annat sätt att arbeta på än vad som är fallet för företag såsom SKF, SCA och Scania. Samtidigt visar Johansson på att det finns en gräns även för dem där vinsterna inte motiverar risktagandet. Detta gäller Afrika där landriskerna är för höga och marknaderna är för svaga för att vinsterna ska motivera risken.

Argumentet att hänvisa till höga marginaler är förståeligt men rättfärdigar inte att kapital ej används på ett optimalt sätt, vilket är risken om investeringar ställs mot varandra baserat på kvalitativa bedömningar. En bransch som läkemedelsbranschen präglas i hög utsträckning av osäkerhet och måste därför vara högst flexibel i sin beslutsprocess. DCF-metoder såsom NPV-analyser och dess tillhörande avkastningskrav är förmodligen inte en passande metod i dessa sammanhang vilket bekräftas av Leif Johansson. Att då uppskatta och implementera landriskpremier på det vanligaste sättet genom en justerad CAPM-modell kan vara mindre relevant för AstraZeneca.

## 6 Slutsats

### *1. Hur tar fyra stora svenska multinationella företag hänsyn till landrisk i kapitalbudgeteringen och vad har detta för effekt på deras investeringsprocess?*

Alla företag i vår studie tar hänsyn till landrisk, dock skiljer sig deras metoder åt. SKF och SCA använder sig av landriskpremier som de inkluderar i diskonteringsräntan. Scania och AstraZeneca använder sig istället av en kvalitativ metod. Valet av metod har i sin tur stor inverkan på företagets investeringsprocess och hur de väljer att distribuera sina resurser bland företagets olika affärsområden och projekt. Att SCA använder sig av Moodys landratings, vilka bedömer kreditrisk, gör att de lägger på ett för lågt avkastningskrav på dessa investeringar då risken ägarna löper i dessa länder i de flesta fall är högre än den är för dem som utfärdar lånekrediter. De undervärderar alltså landsrisken och övervärderar således alla investeringar på tillväxtmarknader. SKF har valt att ta hänsyn till den ökade risk ägarna löper genom att multiplicera kreditrisken med 1,5. Ett problem med att justera upp alla kreditrisker med samma faktor är att förutsätta att förhållandet mellan kreditrisk och risken på eget kapital är samma i alla tillväxtländer. Vissa företag i tillväxtländer har till och med bättre kreditvärdighet än landet i sig. Denna justering kan ses som godtycklig men är en rimlig lösning på problemet då det är svårt att finna historisk data för att kunna uppskatta standardavvikelse på tillväxtmarknader. Dessutom släpar dessa ratings efter marknaden när det gäller att svara på förändringar i den underliggande kreditrisken vilket kan innebära ett problem om en kris uppstår i land vilket allvarligt påverkar kreditrisken. Detta kan företagen vara sena att reagera på om de förlitar sig på Moodys rating.

Vidare tar varken SCA eller SKF i kalkylerna hänsyn till att investeringar i samma land kan ha olika exponering mot landrisk utan applicerar samma landriskpremie på alla projekt. Detta medför att investeringar med en stor exponering mot landrisk underdiskonteras samtidigt som de med låg exponering överdiskonteras. Detta gynnar investeringar med en högre exponering vilka får ett högre värde än vad de borde ha haft.

Båda dessa företag har genom att använda kvantitativa modeller tvingats att ta ställning till och reflektera över alla antaganden de gör. Att analytiskt se över landrisken på ett kvantitativt och systematiskt sätt gör det samtidigt lättare för företagets managers att finna strategiska och finansiella åtgärder som kan reducera dessa risker. Att inkludera landrisken i nuvärdet underlättar även för beslutsfattare att mer objektivt ta ställning till värdet på investeringen. Det är då lättare att jämföra olika projekt och investeringar samtidigt som de som jobbar på fältet bättre vet på vilka grunder beslutsfattarna fattar sina beslut.

Det samma kan inte sägas för företagen, Scania och AstraZeneca, som använder kvalitativa metoder för att uppskatta landrisk. Den analytiska processen blir inte lika rigorös och riskerar

således att missa kritiska landspecifika risker. Vidare får de problem att allokera resurser mellan olika investeringsprojekt på ett korrekt sätt då det är svårt att avgöra vilka investeringar som ger mest värde utifrån subjektiva landriskbedömningar. Ett exempel kan vara en situation där en investering på en mogen marknad ställs mot en investering på en riskfylld tillväxtmarknad. Hur mycket högre värde ska den riskfyllda investeringen ha för att kompensera för den ökade landrisken? Risken för felbedömningar torde bli större och missgynna investeringar i miljöer där beslutsfattare har mindre kännedom och erfarenhet.

***2. Vad är rationaliteten bakom valen av de metoder företagen använder för att uppskatta landrisk på tillväxtmarknader och hur mycket överensstämmer dessa med rådande akademisk teoribildning?***

SKF och SCA som använder kvantitativa metoder understryker vikten av att metoderna är enkla och praktiska att implementera. De överensstämmer till viss del med rådande akademisk teoribildning där SKF:s metod baseras i vissa aspekter på Damodarans blandade metod, vilken även delvis förespråkas av Harvey (2005). SCA:s metod finns omnämnd i flertalet akademiska artiklar och har visat sig vara en vanligt förekommande metod bland företagen. Dock justerar både SCA och SKF sina metoder för att minska komplexiteten i appliceringen. Detta tyder på ett visst teori-praxis gap då företagen inte kan tillämpa metoderna i sin grundform på grund av deras komplexitet. Ändå tyder de två företagens val av metod på att de tagit intryck av litteratur vilken ändå inte gör gapet alltför stort. SCA beskrev att rationaliteten bakom deras val av metod var att den förra metoden gav allt för volatila premier vilket gjorde att analysmodellen förlorade mycket av sin praktiska användbarhet. Dessutom var det svårt att finna obligationer utgivna i hårdvaluta i vissa av de tillväxtmarknader som företaget var verksamma i. De insåg också bristerna med att se till kreditrisken men resonerade här att det var den bästa tillgängliga proxy de hade. Både SKF och SCA hade övervägt att justera för exponering i kalkylerna men båda kom fram till att det blir för komplicerat. SKF gör dock en kvalitativ bedömning av investeringars exponering mot landrisk.

I fallet med Scania och AstraZeneca är gapet större då de valt en kvalitativ metod. Scania trycker mycket på att deras långa tradition av att vara ett fokuserat bolag med lång erfarenhet av deras affärsverksamhet skulle minska behovet av en alltför komplicerad analysmodell. Hur företaget traditionellt har gjort något har ofta beskrivits som en faktor som har stor inverkan på hur saker och ting görs på ett företag. Detta gäller även kalkylräntan vilken just tradition har beskrivit i den akademiska litteraturen som att vara en viktig grund. Kalkylräntan bygger enligt resonemanget på erfarenheten av beslutsprocessen och lärdomar dras utifrån hur nivån på kalkylräntan slår ut dåliga projekt och bereder vägen för bra projekt. Om tradition bygger på sådana perspektiv och inte på att en enda en gång fastställd räntesats skall gälla, så kan begreppet tradition i hög grad inkorporera riskbedömning. I vissa av våra intervjuer har det också framgått att tradition är en betydelsefull faktor vid bestämmandet av avkastningskravet på tillväxtmarknaderna. Men erfarenheten av tillväxtmarknaderna är ofta svag och inte lika

hög som i hemmamarknaderna. Att då basera kalkylräntan på tradition från hemmamarknaderna, alternativt på knapphändig erfarenhet av den specifika marknaden, och sen applicera den på marknader som har andra förutsättningar och karaktär, borde här betyda att begreppet tradition inte inkorporerar riskbedömning på ett fullgott sätt. Landrisken blir högst bristfällig på dessa marknader när den har rationaliteten "tradition" som bakomliggande faktor. Vidare riskerar också olika investeringsförslag från olika delar av världen att antingen gynnas eller straffas beroende på beslutsfattarens kunskap om olika marknader och preferenser för de samma. Att ha kvalitativa landriskbedömningar som underlag för att bestämma var företaget ska allokera sina resurser kräver att personerna som tar besluten har god kännedom om alla potentiella marknader. Detta kan te sig svårt, speciellt då besluten ofta tas från företagets huvudkontor i hemlandet, vilka ofta (även i denna studie) beskriver hur osäkerheten ökar ju längre ifrån hemmarknaden de kommer. Det hade därför varit bättre om investeringarna fick konkurrera mer på liknande villkor genom att minimera antalet subjektiva bedömningar. Ett exempel på när subjektiva bedömningar spelar en viktig roll är när Scania kräver att investeringar i osäkra miljöer ska ge ett "rejält tillskott". Detta gör att vi förespråkar en noggrann och genomtänkt process för att uppskatta landrisk på ett kvantitativt sätt.

Vidare beskriver Scania att de vill hålla nere komplexiteten i DCF-analysen. De ser ett problem i att icke-ekonomerna som jobbar ute på marknaden inte förstår vad kapitalkostnaden försöker att återspegla. Att då inkludera en landriskpremie i diskonteringsräntan skulle förmodligen mötas av en ännu större skepsis bland dem som ska applicera DCF-analysen. Scania vill därför hålla nere komplexiteten då en kvantitativ uppskattning av landrisk skulle bli på en för teoretisk och teknisk nivå.

AstraZeneca motiverar sitt val att inte uppskatta landrisken kvantitativt med att deras bransch är så olik övriga att DCF-analysen inte spelar en viktig roll i deras investeringsbeslut. Deras marknader är så pass reglerade att trots att de anser att politiska beslut är viktiga så har de inget annat val än att anpassa sig om de vill vara kvar på marknaden. Vidare är deras uppskattningar av kassaflöden så pass osäkra att de hellre ser till mjuka variabler än till kalkyler. Om de då inte lägger någon större vikt vid DCF-analysen så blir inte en kvantitativ landriskbedömning vidare relevant för dem. De resonerar även så att deras marginaler vida överstiger de eventuella negativa effekter olika landrisk kan innebära. Dessutom anser de att deras främsta kapital, d.v.s. det intellektuella, främst återfinns i säkra miljöer i väst.



## **6.1 Förslag till vidare studier**

- Att göra en kvantitativ enkätundersökning bland alla svenska multinationella företag i hur de tar hänsyn till landrisk.
- Det hade varit intressant att genom en fallstudie undersöka vilken effekt olika sätt att beräkna landrisk skulle få på ett multinationellt företags investeringsprocess. Att då se hur stor effekt det skulle ha på deras nuvarande resursallokering världen över. Om det som exempel visade sig att användandet av andra metoder inneburit att vissa marknadsexpansioner varit felaktiga alternativt borde ha genomförts.

## 7 Referenser

### 7.1 Böcker

Brealey, R.A., Stewart, C.M. & Marcus, A.J., 2004, *Fundamentals of Corporate Finance*. McGraw-Hill/Irwin, New York.

Ejvegård R., 1996,. *Vetenskaplig metod*. Studentlitteratur, Lund.

Eriksson, L. T. & Wiederheim-Paul, F., 2001, *Att Utreda, Forska och Rapportera*. Liber Ekonomi, Karlshamn.

Holme I. M. & Solvang B. K., 1991. *Forskningsmetodik, Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Studentlitteratur, Lund.

Sandahl, G. & Sjögren, S., 2005, *Investeringsbeslut – En Spegling av Praxis och Normer*. Bokförlaget Bas, Göteborg.

### 7.2 Artiklar

Bekeart, G., 1995, *Market Integration and Investment Barriers in Emerging Markets*. The World Bank Economic Review vol no 1, s 75-107.

Brounen, D., de Jong, A. & Koedijk, K., 2004, *Corporate Finance in Europe Confronting Theory with Practice*. Tillgänglig via <https://ep.eur.nl/bitstream/1765/11111/1/ERS+2004+002+F%26A.pdf>

Bruner, R.F., Kenneth, E.M., Robert, S.H. & Robert, C.H., 1998, *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis*. Financial Practice and Education - spring/summer s 13-28.

Bruner, R.F., Conroy, R.M., Li, W., Lleras, M.P., & O'Halloran, E.F., 2003, *Investing in Emerging Markets*. Tillgänglig via <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2003.n2.3923?cookieSet=1>

Damodaran, A., 2003, *Measuring Company Exposure to Country Risk: Theory and Practice*. Tillgänglig via <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- Espinosa, R. & Godfrey, S., 1996, *A practical approach to calculating costs of equity for investments in emerging markets*. Journal of Applied Corporate Finance vol 9.3, s 80-89.
- Estrada, J., 2000, *The Cost of Equity in Emerging Markets: A Downside Risk Approach*. Emerging Markets Quarterly vol 4, s 19-30.
- Ferguson, M., Gluck, R. & Pettit, J., 1999, *A Method for Estimating Global Corporate Capital Costs: The Case of Bestfoods*. Journal of Applied Corporate Finance vol 12.3 s 80-90.
- Graham, J.R., & Harvey, C.R., 2001, *The Theory and Practice of Corporate Finance: evidence from the field*. Journal of Financial Economics vol 60, s 187-243.
- Holmén, M., & Pramborg, B., 2006, *Capital budgeting and political Risk: Empirical Evidence*. Tillgänglig via [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=881750](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=881750)
- Harvey, C.R., 2005, *12 Ways to Calculate the International Cost of Capital*. Tillgänglig via [http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA456\\_2006/Harvey\\_12\\_ways\\_to.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA456_2006/Harvey_12_ways_to.pdf)
- James, M., & Koller, T., 2000, *Valuation in Emerging Markets*. The McKinsey Quarterly number 4, s 80-85.
- Keck, T., Levensgood, E., & Longfield, A., 1998, *Using discounted cash flow analysis in an international setting: A survey of issues in modelling the cost of capital*. Journal of Applied Corporate Finance vol 11.3, s 82-99.
- Lessard, D.R., 1996, *Incorporating Country Risk in the Valuation of offshore projects*. Journal of Applied Corporate Finance vol 9.3, s 52-63.
- Pereiro, L.E., 2006, *The Practice of Investment Valuation in Emerging Markets: Evidence from Argentina*. Journal of Multinational Financial Management vol 16, s 160-183.
- Pereiro, L.E., 2001, *The Valuation of Closely-Held Companies in Latin America*. Emerging Markets Review vol 2, s 330-370.
- Sabal, J., 2004, *The Discount Rate in Emerging Markets: A Guide*. Journal of Applied Corporate Finance vol 16 spring, s 155-166.

### **7.3 Internetkällor**

[www.sca.com](http://www.sca.com) 2007-05-05 till 2007-05-30 Information om SCA samt Årsredovisning 2006

[www.skf.com](http://www.skf.com) 2007-05-19 till 2007-05-30 Information om SKF samt Årsredovisning 2006

[www.ekn.se](http://www.ekn.se) 2007-05-22 till 2007-05-30

[www.astrazeneca.com](http://www.astrazeneca.com) 2007-05-10 till 2007-05-30 Information samt Årsredovisning 2006

[www.scania.com](http://www.scania.com) 2007-05-07 till 2007-05-30 Information samt Årsredovisning 2006

## **7.4 Intervjuer**

Almtoft, Jonas, Investment Manager, Swedfund, 2007-05-10

Johansson, Leif, Technical Accounting Director, AstraZeneca 2005-05-15

Linbro, Göran, Group Controller och Konradsson, Kent, Chef för Corporate Control and Governance, Scania, 2007-05-11

Lindström, Oskar, Chief Business Analyst, SCA, 2007-05-14

Nyström, Ove, Kreditriskanalytiker, EKN, 2007-05-11

Wittboldt, Patrik, Manager Mergers & Acquisitions, SKF, 2007-05-22

## 8 Appendix

### *Intervjumall*

Företag:

Respondenten/-er:

Position:

Hur länge har du/ni jobbat på :

Vad har ni för bakgrund(utbildning/arbetslivserfarenhet):

Vilken/vilka utvärderingsmetod/metoder använder ni er av vid investeringsbelut?

NPV? Eller kassaflödesanalys?

Payback?

IRR?

ROA?

Använder ni samma avkastningskrav för hela koncernen? Om inte, på vilka grunder väljer ni att justera det? Olika divisioner, produkter, regioner kan ha olika krav resp. beräkningssätt.

Väljer ni att behandla investeringar annorlunda på utvecklingsmarknader (emerging markets) än på mogna marknader?

Hur går detta i så fall till? Höjer ni diskonteringsräntan, justerar kassaflöden eller både och? Använder ni kortare paybackperiod, lägger större vikt vid kvalitativa bedömningar, erfarenhet, tumregler?

Hur ofta utvärderas avkastningskravet på ert företag och vem har ansvaret för detta arbete?

Hur viktigt är avkastningskravet för er? Är det något som ofta diskuteras på företaget? Är landsrisk något som i så fall tas upp och läggs vikt vid? Om inte hur stor vikt anser ni att den diskonterade kassaflödesberäkningen har för vilka investeringar som tas? Borde inte samma vikt läggas på att räkna ut avkastningskravet på dessa marknader på ett korrekt och noggrant sätt?

Blir den kvantitativa analysen mindre viktig vid investeringsbeslut på dessa marknader? Varför?

Tycker ni att man bör lägga på en extra landsriskpremie vid investeringar på emerging markets t ex Kina och Brasilien? Är det något som ni gör idag?

Om ja, hur går ni tillväga för att mäta denna risk?

Varför valde ni denna metod?

Övervägde ni andra modeller när ni gjorde ert val?

Hur upplever du att den fungerar? Ge exempel på bra respektive dåliga beslut. När ni över- eller underskattat risken.

När du väl har uppskattat landsriskpremien, borde samma premie läggas på (gälla för) alla företagets projekt? Om du inte tycker så, hur skulle du gå till väga för att uppskatta den specifika investeringens eller projektets exponering mot landsrisken? Är detta något som görs idag? Är det något som kan komma bli viktigt i framtiden osv.

Det råder en oenighet både inom den akademiska och den praktiserande världen vilken metod som är att föredra.

- Känner ni en osäkerhet inför den metod ni använder?
- kan det vara en anledning till att det inte talas mycket om dessa premier?

Vilka risker tar ni hänsyn till genom att:

Justera avkastningskravet?

Justera kassaflöden?

Justera payback?

Övrigt?

Tänker ni på att diversifiera bort risken genom att sprida investeringarna över många länder? (Portföljtänkande)

Kan man diversifiera bort risken? Innebär att korrelationen är låg, det som händer i ett land ger lågt utslag i andra länder.

Vad har ni för tryck från era ägare vilka risker ni ska/får ta hänsyn till?

-Med utgångspunkt från en väldiversifierad ägare.

Hur ser ägarförhållandena ut på ert företag? Är det något som påverkar avkastningskravet och premien på dessa marknader tror du?

Skriver ni ner risken efter hur länge ni funnits på marknaden? Hur gör ni i så fall det? Finns det andra anledningar att justera efter tiden?

Det hävdas att den enda risken som företag ska ta hänsyn till är den systemetiska marknadsrisken eftersom det är den enda risken som en väldiversifierad ägare är beredd att betala för. Hur ser ni på detta?

Hur integrerade anser ni att dessa utvecklingsmarknader är idag? Hur tycker ni att utvecklingen har varit de senaste åren samt hur tror ni att det kommer utvecklas framöver? Är detta något som påverkar nivån på ert avkastningskrav?