



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Examensarbete
Magisternivå
VT 2009

Investeringsbedömning i lågkonjunktur

– En fallstudie av fyra tillverkande företag

Författare:

Martin Almemark

Erik Danielson

David Martinsson

Handledare:

Olof Arwidi

Stefan Yard

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Investeringsbedömning i lågkonjunktur – En fallstudie av fyra tillverkande företag
- Seminariedatum:** 2009-06-03
- Ämne/kurs:** FEKP01, Examensarbete magisternivå, 15 poäng
- Författare:** Martin Almemark, Erik Danielson, David Martinsson
- Handledare:** Olof Arwidi och Stefan Yard
- Fem nyckelord:** Investeringsbedömning, likviditet, lågkonjunktur, payback, soliditet
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka hur tillverkande företags investeringsbedömning skiljer sig mellan mer gynnsamma tider och i en lågkonjunktur.
- Metod:** I vår fallstudie använder vi oss av en deduktiv ansats och mestadels en kvalitativa data men med vissa kvantitativa aspekter. Datainsamlingsmetoden är intervjuer med respektive företag.
- Teoretiska perspektiv:** Den teori vi använt oss av är framförallt kalkylmetoden payback men även kalkylmetoder som NPV, IRR och diskonterad payback. Vi har även använt oss av teorier om kalkylränta, kapitalstruktur, soliditet, budgetar, investeringsmanualer, investeringstyper och sunk costs.
- Empiri:** Den empiri vi har använt oss av bygger på intervjuer med personer som är ansvariga för investeringsbedömningen på respektive fallföretag.
- Resultat:** Under en lågkonjunktur blir payback allt viktigare och payback-tiderna blir allt kortare. Kassaflödet blir viktigare eftersom mindre genereras internt och det blir svårare att få tag i extern finansiering. Investeringsbudgeten går från att både påverka och påverkas av likviditets och resultatbudgeten till att i stort sett endast påverkas av dem. Företagen gör färre långsiktiga investeringar i form av kapacitetsinvesteringar och strategiska investeringar. De satsar istället mer på kortsiktiga alternativ som kortsiktigt förbättrar soliditeten.

Abstract

- Title:** Investment Decisions in a Financial Crisis – A Case Study of four Manufacturing Companies
- Seminar date:** 2009-06-03
- Course:** FEKP01, Degree Project Master Level, Business Administration, Master Level, 15 University Credit Points
- Authors:** Martin Almemark, Erik Danielson, David Martinsson
- Advisors:** Olof Arwidi and Stefan Yard
- Key words:** Investment analysis, liquidity, financial crisis, payback, leverage
- Purpose:** The purpose of this thesis is to study how manufacturing companies change their investment analysis in a financial crisis compared with better times.
- Methodology:** In our case study we use a deductive approach and mostly qualitative data but with some quantitative aspects. The method of collecting data is interviews with each company.
- Theoretical perspectives:** The theory we have mainly used is the payback method but we have also used NPV, IRR and discounted payback. We have also used theories about discount rate, capital structure, leverage, budgets, investment manuals, different types of investments and sunk costs.
- Empirical foundation:** The data we used for this thesis is based on interviews with the people responsible for the investment analysis in each case company.
- Conclusions:** During a financial crisis the payback method becomes more important and the payback times gets shorter. The cash flow gets more important since less is generated internally and it is harder to get external financing. The investment budget was previously affected by, and affected, the liquidity and budget of profit and loss. During the financial crisis it is almost only affected by those budgets. The companies do less long term investments in form of capacity and strategic investments. Instead they do short term investments that improve the solidity short term.

Förord

Vi vill här ta tillfället i akt att tacka våra fallföretag och de respondenter vi intervjuat och som därmed gjort vår studie möjlig. Vi vill även rikta ett stort tack till våra handledare Olof Arwidi och Stefan Yard för deras insiktsfulla kommentarer under uppsatsens gång.

Lund, juni 2009

Martin Almemark

Erik Danielson

David Martinsson

Innehållsförteckning

1 INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND	1
1.2 PROBLEMDISKUSSION	4
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	6
1.4. SYFTE	6
1.5. AVGRÄNSNINGAR	6
1.6. MÅLGRUPP	7
2 METOD	8
2.1 ANGREPPSSÄTT	8
2.2 UNDERSÖKNINGSMETOD	9
2.2.1 FALLSTUDIE	9
2.3 DATAINSAMLING	10
2.3.1 INTERVJUTEKNIK	10
2.3.2 VAL RESPONDENTER	11
2.4 METOD- OCH KÄLLKRITIK	12
2.4.1 RELIABILITET	12
2.4.2 VALIDITET	12
3 TEORI	14
3.1 KALKYLMETODER	14
3.1.1 PAYBACK-METODEN	14
3.1.2 DISKONTERAD PAYBACK	16
3.1.3 NETTONUVÄRDESMETODEN (NPV)	16
3.1.4 INTERNRÄNTEMETODEN (IRR)	17
3.2 FÖRETAGS ANVÄNDANDE AV KALKYLRÄNTAN	17
3.3 SOLIDITETENS INVERKAN PÅ INVESTERINGSBEDÖMNINGEN	19
3.4 INVESTERINGSBUDGETAR	21
3.5 INVESTERINGSMANUALER	22
3.5 OLIKA TYPER AV INVESTERINGAR	23
3.6 KVALITATIVA FAKTORER	25
3.7 SUNK COST	26

4 EMPIRI	28
4.1 FÖRETAG A	28
4.2 FÖRETAG B	31
4.3 FÖRETAG C	33
4.4 FÖRETAG D	36
4.5 SAMMANFATTANDE EMPIRI	39
5 ANALYS	40
5.1 KALKYLMETODER	40
5.2 KAPITALSTRUKTUR OCH FINANSIERING	41
5.3 INVESTERINGSBUDGETAR OCH INVESTERINGSMANUALER	45
5.4 OLIKA TYPER AV INVESTERINGAR	47
5.5 KVALITATIVA FAKTORER	49
5.6 SUNK COST	50
6 RESULTAT OCH VIDARE FORSKNING	52
6.1 RESULTATDISKUSSION OCH SLUTSATSER	52
6.2 VIDARE FORSKNING	54
7 KÄLLOR	56
Bilaga – Intervjufrågor	59

1 Inledning

I det första och inledande kapitlet behandlas uppsatsens bakgrund som ligger till grund för efterföljande problematisering och syfte. Vidare redogör vi för arbetets avgränsningar och målgrupp.

1.1 Bakgrund

Investeringar kan beskrivas som en kapitalinsats som förväntas leda till en i någon form framtida avkastning, d.v.s. av framåtsyftande natur. Investeringsbedömningar har sedan länge varit en av de mest centrala problemställningar som företag har ställts inför. Hur utfallet av en investering gestaltar sig spelar en avgörande roll för företagets framtid och därmed är bedömningen av den, med alla dess kriterier, minst lika viktig för att kunna förutse effekterna (Bergknut, Elmgren-Warberg & Hentzel 1993).

Investeringsbedömning har som ekonomiskt ämnesområde varit med oss länge. Olika tekniker för det ekonomiska underlaget, som t.ex. diskonterade kassaflöden (DCF), där man med en bestämd kalkylränta bestämmer värdet på framtida kassaflöden, användes till viss del redan under 1800-talet som stöd för investeringsbeslut inom järnvägs- och skogsindustrin, och tankesättet kan spåras ännu längre bak i tiden (Segelod 1998). Generellt kan man säga att en mer utbredd och direkt användning hos företag världen över av just denna teknik dock har skett de senaste 50 åren i och med att företagsstrukturer har förändrats och investeringsbeslut blivit decentraliserade (Segelod 1998). Modeller som ”internal rate of return” (IRR) och ”net present value” (NPV) ryms inom DCF-analysen där just kalkylräntan är av mycket central betydelse. I akademiska kretsar har dessa modeller länge varit omskrivna och även i ekonomiska utbildningar helt klart dominerande, främst genom ett starkt inflytande från amerikanska handelshögskolor (Arwidi & Yard 1986). Intressant nog har de, historiskt i den verkliga företagsvärlden, inte haft den stora betydelse som förespråkats i teorin. I Sverige har företag t.ex. gärna gett investeringens återbetalningstid, den s.k. payback-

modellen, stort inflytande som underlag. Yard (1987) visar i en studie där 230 företag i Sverige undersöktes att 19 % av företagen endast använde payback-modellen, 23 % använde primärt payback och sekundärt diskonterade modeller (bl.a. NPV och IRR). 37 % använde primärt diskonterade modeller, sekundärt payback och 20 % använde endast diskonterade modeller. I en senare studie av Sandahl & Sjögren (2005) framgår det att av 128 studerade företag använde 78 % payback och 52 % använde NPV. Denna studie tog dock inte upp vilken metod som var primär och inte heller om metoderna användes samtidigt.

Hur ser då företagsekonomiska investeringsbedömningar ut idag? En första tanke kan vara att globaliseringens snabba utveckling har lett till en alltmer komplex världsekonomi med hårdnande konkurrens, svårare översikt och fler valmöjligheter som följd. Investeringsbedömningar borde rimligtvis ha anpassats till dessa nya förhållanden. En anpassning till de mer teoretiska modeller där fler variabler kan tas hänsyn till vore möjligtvis en bra gissning. Sagner (2007) drar i sin artikel "Capital budgeting: Problems and new approaches" slutsatsen att företag idag istället i större utsträckning kombinerar modeller för att få olika infallsvinklar i bedömningen. Hans argumentation tar den omfattande utfrågningen av ekonomichefer i USA, utförd av Graham & Harvey (2001), till en intressant nivå och han förklarar beteendet med att ekonomichefer inte verkar lita på DCF-modeller fullt ut. De väljer istället att t.ex. kombinera med payback-metoden för att försäkra sig om investeringens framtida kvalitet. Detta beteende kunde redan Renck (1966) och Yard (1987) fastställa i Sverige vilket kan tyda på att ovanstående gissning inte är så optimal. Dock lyfts konkurrenssituationen även fram och bekräftar den förstnämnda bilden. En hårdnande global konkurrens gör att det blir allt svårare att på pappret hitta klara värdeskapande investeringar. Detta gör goda bedömningar oavsett modell svårare att göra.

Med allt detta sagt om kalkylmodeller ska man dock inte glömma att även andra kriterier spelar in vid en investeringsbedömning, så som investeringsbudgetar, soliditeten hos företaget och kvalitativa faktorer. Budgetar kan exempelvis ha olika roller i företag som på olika sätt påverkar investeringsutrymmet, d.v.s. investeringsbudgeten. Ofta gör företag någon form av planering eller skapar prognoser om hur behovet av nyinvesteringar över en viss framtid ser ut. På vilket sätt investeringsbudgeten bestäms påverkar givetvis investeringsbedömningen och detta

görs på olika vis i olika företag. Ett citat från boken av Bergknut et al (1993:s.86) kan öka förståelsen, där typen av beslutsunderlag skiljs åt:

”Investeringsbedömningens uppgift är att skapa underlag för beslut om handlingar med långsiktiga konsekvenser. Investeringskalkyleringen har ett mera begränsat syfte att skapa ekonomiskt underlag för beslut om handlingar med långsiktiga betalningskonsekvenser.”

Omständigheterna kring ett investeringsbeslut kan dock göras ännu mer intressant. I skrivandets stund befinner vi oss i något skede av en världsomfattande lågkonjunktur, som en del ekonomer har valt att kalla den svåraste världsomfattande konjunkturedgång sedan ”The Great Depression” på 30-talet (Wall Street Journal, 081018). Uppfattningar om hur allvarlig den är eller kommer att bli kan alltid diskuteras, men vad vi just nu med en snabb blick på Financial Times hemsida kan konstatera, är att den är befintlig och i olika grader kännbar för företag. Under historiens gång har företagens investeringar följt de ekonomiska nedgångarna i och med att osäkerheten kring investeringar ökar vid en konjunktursvacka. En bidragande orsak kan även vara att företag inte har samma investeringsmöjligheter när tillgången till lånefinansiering begränsas (Ghemawat 1993). Detta fenomen benämns som en ”credit crunch” och är starkt märkbart i nuvarande kris. Den viktiga möjligheten till lån för investeringar hos företag försvinner när framförallt banker inte kan ställa upp. Detta i och med bristen på likviditet som är en följd av lägre riskbenägenhet och en utbredd misstro gentemot kapitalmarknaden som helhet (Svensk Exportkredit, 081001).

Av nationalräkenskaperna, som presenteras av statistiska centralbyrån, kan investeringsbeteendet bekräftas och näringslivets investeringar vände nedåt och minskade med 1,9 % under fjärde kvartalet 2008. Utvecklingen spås även att fortsätta under 2009, då investeringarna enligt SCB:s prognos kommer att minska med 14 % jämfört med 2008 (SCB, 090401). Samtidigt kan de flesta företag se fram emot en minskad efterfrågan av sina produkter och tjänster. En pessimistisk bild målas lätt upp, men detta till trots avstannar inte investeringsverksamheten hos företag helt. För att företag långsiktigt ska kunna växa behövs investeringar och många företag kräver löpande investeringar för att upprätthålla verksamhetens konkurrenskraft. T.ex.

rapporterar Ericsson in sin årsredovisning 2008 att investeringsnivån under 2009 kommer att fortsätta ligga på samma nivå jämfört med omsättningen och att ett nytt större projekt planeras med ett partnerföretag, där en större investering utöver det normala krävs. Företag som har möjlighet att investera i lågkonjunktur kan dessutom finna fördelar med en lägre räntenivå, bättre tillgång på arbetskraft och oftast lägre pris på insatsvaror, vilket teoretiskt kan tala för att genomföra investeringar just i en lågkonjunktur.

1.2 Problemdiskussion

I ljuset av den inledande beskrivningen kan vi först konstatera att investeringsvolymen under en lågkonjunktur förändras markant och ett rimligt antagande vore därmed även att investeringsbedömningen ute bland svenska företag påverkas. Att överhuvudtaget investera i en lågkonjunktur kan vara extra svårt då konsekvenserna av en potentiell felbedömning kan bli desto allvarigare. En frågeställning som uppstår är var i bedömningsprocessen sådana omständigheter får mest utrymme och hur företag väljer att kompensera för denna ökade komplexitet? En tillämpning som används under gynnsamma tider känns intuitivt fel att koncentrera sig på. När soliditeten i bolagen minskar och lönsamheten går ner kan därför företagets krav på investeringar och valet av modeller som används ändras.

Ett investeringsförslag går oftast genom en bestämd process hos ett företag, för att tillgodose att alla krav är uppnådda och att ett beslut fattas på en så bra grund som möjligt. Detta kan dock se mycket annorlunda ut beroende på bransch och framförallt typ av investering. Segelod (1998) gör t.ex. skillnad mellan strategiska och operationella investeringar, där strategiska beslut, så som investeringar i nya teknologier, marknader, produkter etc., slussas uppåt i företagshierarkin då de i större utsträckning påverkar företagets struktur och framtida riktning. Investeringar i befintliga strukturer för att upprätthålla produktion eller tjänster går under operationella investeringar. Vi kommer även att stöta på flera indelningar av investeringar i teorikapitlet, men denna grova klassificering delas av de flesta företag och akademiker. Det intressanta med denna distinktion är att strategiska investeringar oftast måste göras på osäkrare information om framtiden, medan operationella oftast har en historisk tillförlitlig bas att bedöma och kalkylera med. I slutändan handlar det

om kvaliteten hos den input som kalkylerna får, vilken kalkylmetod som passar bäst och hur företagen väljer att agera beroende av resultat. Om förändringar i investeringsbedömningen sker, är det då i dessa kalkylfaktorer vi finner de största förändringarna? Ett annat scenario kan vara att en ökad osäkerhet, i en lågkonjunktur, bidrar till att andra krav och bedömningskriterier får utgöra det största beslutsunderlaget. Investeringar kan även bli lönsamma eller förlustbringade beroende på hur konkurrenter agerar eller hur konsumtionen varierar, d.v.s. externa faktorer. Ett annat alternativ är att operationella investeringar får en karaktär av strategiska investeringar och behandlas i likhet med dessa.

I studien av Arwidi & Yard (1986) diskuteras just andra kriterier runt omkring kalkylmodellerna, som påverkar bedömningen. Studien visar att företagen ofta har soliditetsmål och att detta påverkar kapitalavkastningskravet i företaget som vidare påverkar investeringsvolymen. Den visar även att företagen ofta satte upp ett godtyckligt payback-krav oavsett investering och livslängd. Arwidi & Yard nämner vidare att företag måste ta hänsyn till investeringsutrymmet, men att ett allt för stor fokus på lönsamma marginalinvesteringar kan skapa problem och att investeringar av mer omfattande strategisk karaktär då uteblir. Begränsningar kan även uppstå beroende på hur investeringsutrymmet är prioriterat. Hur påverkas en investeringsbudget i en lågkonjunktur och har andan budgetar inflytande eller förtur?

Att kunna få en generell bild av om och hur bedömningar i en lågkonjunktur skiftar lär dock vara svårt, då en lågkonjunktur drabbar företag på olika sätt. På branschnivå delar företag egenskaper som bör göra en generalisering möjlig, men fortfarande är företagets finansiella ställning och hur bra det står rustat för en nedgång av stor betydelse för agerandet. Just denna lågkonjunktur, som startade med en finansiell kris har lett till att företag som är beroende av externt kapital för sin utveckling och överlevnad har fått det extra svårt. Den globala omfattning som lågkonjunkturen har fått lämnar dock ingen helt opåverkad och det är onekligen svåra tider företagen måste genom, där investeringsbeslut bör vara noga genomtänkta.

Som ovan redogjorts för, har många undersökningar dock visat att investeringsbedömning inte är helt överensstämmande med det som förespråkas i teorin. Ett mer lockande och kortsiktigt tänkande blir tydligt med t.ex. ett soliditetsmål

som ”ursäkt” för att inte genomföra lönsamma investeringar som skulle generera högre soliditet i framtiden. Även s.k. sunk costs, utbetalningar som enligt teorin inte ska beaktas, kan lätt påverka investeringsbedömningar och leda till att man felbedömer möjligheter. I vilken grad beaktas dessa idag? Lättare sagt än gjort, men sammanfattningsvis konstaterar vi att studierna av svenska företag som hittills nämnts inte är helt nya och att de heller inte behandlar vilka faktorer hos investeringsbedömningar, kalkylmässiga och mer kvalitativa, som förändras under lågkonjunkturer.

1.3 Problemformulering

Bakgrunden i kombination med problemdiskussionen har lett oss till att undersöka följande problemställning:

- Hur förändras de kriterier tillverkande företag använder vid en investeringsbedömning under en lågkonjunktur jämfört med normala tider?
- Ändras de faktorer som påverkar tillverkande företag vid en investeringsbedömning under en lågkonjunktur jämfört med normala tider?
- Ändras valet av primär kalkylmetod under en kristid?

1.4. Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur tillverkande företag under en lågkonjunktur bedömer investeringsalternativ, samt om, och i så fall hur denna bedömning skiljer sig från mer gynnsamma perioder. Uppsatsen ska belysa hur bedömningen och besluten är påverkade av lågkonjunkturrens verkningar så som ändringar i finansieringsmöjligheter, efterfrågan och osäkerhet.

1.5. Avgränsningar

Den centrala problematiken för uppsatsen ligger i bedömningen av investeringen, d.v.s. inte själva investeringens utfall utan enbart hur ett investeringsalternativ behandlas och vad som leder till att det även utförs. Påverkande faktorer kan vara av olika slag, vilka vi finner i hela bedömningsprocessen och därför inkluderar. Vi

kommer diskutera olika kalkylmetoder men inte diskutera varje i detalj då det leder oss ifrån den specifika problemformuleringen.

1.6. Målgrupp

Uppsatsen riktar sig till studenter, lärare och personer med intresse för området investeringsbedömning inom företagsekonomin. En fördel är om läsaren har förkunskaper i företagsekonomiska resonemang, då ökad förståelse och insikt kan fås av uppsatsen och det blir lättare att själv reflektera över analyser och slutsatser. Uppsatsen är även intressant för investerare på marknaden som vill få en djupare inblick i hur tillverkande företag resonerar i en lågkonjunktur och även för företagen själva i jämförande syfte.

2 Metod

I det andra kapitlet kommer vi att diskutera kring och argumentera för val av de metoder som används. Vidare beskriver vi även hur urvalet är gjort och en diskussion om validitet och reliabilitet förs.

2.1 Angreppssätt

När angreppssätt ska väljas brukar två huvudsakliga metodansatser, induktiv och deduktiv ansats, ställas mot varandra. En induktiv ansats innebär att forskaren själv försöker skapa en teori utifrån den empiri som samlas in. Tanken med detta är att problemet ska angripas på ett förutsättningslöst sätt där det som faktiskt framkommer i undersökningen, och inte forskarens förväntningar, står till grund för de slutsatser denne kommer fram till (Bryman & Bell 2005). Det argumenteras dock ofta för att inte heller ett induktivt angreppssätt är helt förutsättningslöst eftersom även val av undersökningsfenomen utgör en form av teoretiskt ställningstagande. Med en deduktiv ansats är det istället teorin som är utgångspunkten för hur forskningsproblemet angrips. Utifrån de teorier som finns inom ett visst område skapar sig forskaren vissa förväntningar som sedan styr hur undersökningen utformas. Den deduktiva ansatsen går alltså från teori till empiri. En nackdel med detta kan vara att de data som samlas in väljs för att stödja de teorier som utgör utgångspunkten för studien, och att viktig information därmed kan förbises (Bryman & Bell 2005).

Utifrån vår problemformulering anser vi att en deduktiv ansats är det bästa angreppssättet för vår uppsats. Av tidigare forskning (Yard 1987) framgår det att investeringsbedömning ute i svenska företag i mycket stor utsträckning är baserad på kända modeller på området. Vår ambition är att utreda vilka av dessa teorier som används i lågkonjunkturer, inte att utveckla en egen teori för hur företagen bör agera. Vi anser därför att en deduktiv ansats, där vi utgår ifrån de teorier som finns om investeringsbedömning, är en rimlig utgångspunkt för vårt forskningsproblem. Mot

denna utgångspunkt kan ställas resultatet från vår i huvudsak explorativa undersökning om investeringsbedömning i lågkonjunktur.

2.2 Undersökningsmetod

I valet av undersökningsmetod är det framförallt fråga om att välja mellan en kvalitativ eller kvantitativ metod. Enligt Bryman & Bell (2005) skiljer sig dessa metoder åt på ett djupare plan än huruvida forskaren ägnar sig åt kvantifiering eller ej. Med en kvantitativ metod är t.ex. utgångspunkten generellt sett en deduktiv ansats, och forskaren använder sig av naturvetenskapliga normer med tron på att det finns en objektiv observerbar verklighet. Allmänt för den kvalitativa metoden är istället att ett induktivt synsätt används och att tonvikten ligger på hur individer tolkar den verklighet som skapas av dem själva. I den kvalitativa metoden är tolkningen av data minst lika viktig som framtagandet av den. Det ska dock nämnas att det är mycket sällsynt, och kanske inte heller önskvärt, att endast tillämpa en av de två metoderna. Denscombe (2000) hävdar t.ex. att en kombination av de båda metoderna är det optimala.

Vilken metod som används ska värderas utifrån hur väl den skaffar fram svar på problemformuleringens fråga till empirin (Bryman & Bell 2005). Vi förutsätter i vår undersökning att det finns en observerbar verklighet, och vi använder oss av befintliga teorier för att få svar på de frågor vi ställer. Vår undersökningsmetod kan därför i viss mån ses som kvantitativ. Den huvudsakliga metoden kommer emellertid att vara kvalitativ. Vi kommer att använda oss av intervjuer som datainsamlingsmetod, vilken kan anses vara typisk för den kvalitativa metoden. Det sätt på vilket vi ämnar analysera dessa data är även det i linje med det synsätt som kännetecknar den kvalitativa metoden. Vi vill tränga djupare ner i det studerade fenomenet för att förstå bakgrunder och orsaker till beteendet ute i de studerade företagen. I enlighet med Denscombes (2000) åsikt kommer denna blandning av kvalitativ och kvantitativ metod kunna ge oss en djupare förståelse för problemet.

2.2.1 Fallstudie

För att på bästa sätt besvara den problemställning som ställts upp genomför vi en fallstudie på fyra företag. Styrkan med fallstudier är enligt Bell (1993) att forskaren kan koncentrera sig på en specifik företeelse och få fram de faktorer som är avgörande

men som kan förbli dolda i t.ex. survey-undersökningar. Vår förhoppning är att vi genom att endast studera ett fåtal företag mer ingående på ett bra sätt ska kunna utröna vilka faktorer som är viktiga vid investeringsbedömning i lågkonjunkturer. Den kritik som framförts mot fallstudie som undersökningsmetod fokuserar framförallt på svårigheten att generalisera resultaten av en sådan studie (Bell 1993). Genom att använda fyra företag istället för ett enda ökar möjligheten att göra generaliseringar utifrån resultatet av studien. Vi vill dock påpeka att generaliserbarheten inte kan göras så stor med endast fyra företag. Det skulle vid mer tid och större tillgänglighet till företag vara intressant att utöka studien till fler företag.

2.3 Datainsamling

Det är vanligt att skilja mellan primär och sekundär data. Primär data är material som forskaren själv samlar in medan sekundär data är material som samlats in av andra (Rienecker & Jörgensen 2002). Vi kommer att använda primär data i form av de intervjuer vi genomför med personer i fallföretagen. Enligt Bell (1993) är en stor fördel med intervjuer att de är mycket flexibla. Det ger forskaren möjlighet att ställa följdfrågor och att uppfatta på vilket sätt en fråga besvaras, såsom tonfall och pauser. De främsta nackdelarna med intervjuer som datainsamlingsmetod är enligt Bell att de tar lång tid och att det finns risk för så kallad "bias" där forskaren låter sina egna förutfattade meningar påverka utfallet. Eftersom investeringar i lågkonjunkturer är ett mycket komplext område, där det är svårt att i förväg veta vilka faktorer som är viktiga, är intervjuer med öppna frågor att föredra framför en enkätundersökning. Att göra intervjuer kommer att ge oss möjlighet att vara mer flexibla och ställa följdfrågor vilket i vårt fall är extra viktigt eftersom vi inte på förhand kan veta exakt vad som kommer att fokuseras på ute i företagen.

2.3.1 Intervjuteknik

Enligt Bell (1993) finns det två ytterligheter när det kommer till olika typer av intervjuer. I ena änden av spektret finns den helt strukturerade intervjun. Denna är i stor utsträckning att jämföra med en enkät med den skillnaden att det är intervjuaren och inte respondenten som fyller i svaren. I den andra änden av spektret befinner sig istället den helt ostrukturerade intervjun som är mer att jämföra med ett informellt samtal utifrån olika valda teman. Ju mer strukturerad en intervju är desto lättare blir

analysarbetet, men det kan även leda till att vissa intressanta och viktiga insikter går förlorade. För att på bästa sätt kunna besvara frågan om vilka faktorer som är viktiga vid investeringsbedömning i en lågkonjunktur använder vi oss av en semistrukturerad form av intervjuer. Vi utgår ifrån olika teman och har även flera färdigformulerade frågor förberedda. Vi lämnar dock ett relativt stort utrymme för respondenterna att själva utveckla sina tankar kring de olika frågorna. Detta förfarande ger oss möjlighet att fokusera intervjuerna samtidigt som det ger den flexibilitet som krävs för detta hitintills relativt utforskade område.

2.3.2 Val respondenter

Vi har valt att fokusera på tillverkande företag som är relativt stora och som även är verksamma internationellt. Det har också varit av betydelse att de företag som valts drabbats ganska hårt av lågkonjunkturen. Vi har valt dessa företag eftersom det ger oss större möjlighet att se vilka effekter konjunkturedgången har haft. För att tydliggöra kontrasterna mellan goda och dåliga tider har vi emellertid även med ett företag som inte drabbats särskilt hårt av krisen.

Vår tanke var från början att ha med sex företag i undersökningen. Två av dessa tvingades dock att lämna återbud. Det ska nämnas att dessa företag var mycket hårt drabbade av konjunkturen, och att det därför kan tänkas att de var mindre villiga att sätta av tid till ett möte. Det faktum att de företag som drabbats allra hårdast inte är med i undersökningen borde därför tas i beaktande när resultaten tolkas.

Vid valet av respondenter har ambitionen varit att tala med personer så högt upp i organisationen som möjligt. Dessa personer har oftast varit med och utvecklat och har inflytande över reglerna för investeringsbedömningen i företagen. Detta gör också att de har större kännedom om bakgrund och orsaker till att reglerna ser ut som de gör än personer längre ner i organisationen. Dessutom har även personer med högre befattningar större insikt i finansieringen av investeringarna. Det vanliga är att CFO har huvudansvaret för investeringsbedömningen i företagen. Därför har vi i första hand försökt träffa personer med just denna befattning i våra fallföretag. I de fall där vi inte haft möjlighet att träffa CFO har vi istället valt att intervjua högt uppsatta controllers. En förteckning av respondenterna följer nedan:

Företag A, Investeringsansvarig

Företag B, Investeringsansvarig

Företag C, CFO

Företag D, CFO

2.4 Metod- och källkritik

För att få en hög reliabilitet och validitet är det viktigt att ha ett kritiskt förhållningssätt vid valet av metod och källor.

2.4.1 Reliabilitet

Reliabilitet handlar enligt Bryman & Bell (2005) om huruvida resultatet av en undersökning skulle bli detsamma om den gjordes om på nytt. I just detta fall handlar det om ifall de resultat vi får gäller för kriser i allmänhet eller endast för just denna kris. Ett sätt att förbättra reliabiliteten på det området hade t.ex. kunnat vara att även undersöka hur investeringsbedömningen påverkades av 1990-talskrisen. Vi bedömer det emellertid som mycket svårt att i dagsläget genomföra en bra undersökning av detta eftersom det kan vara svårt att få tag på de personer som var ansvariga vid den tidpunkten, och p.g.a. att dessa personer av olika anledningar såsom glömska eller ovilja inte skulle vara förmögna att svara på de frågor vi har på ett tillräckligt tillförlitligt sätt. Vi väljer därför istället att, i den mån sådan forskning finns, istället jämföra våra resultat med studier gjorda av andra forskare. Dessutom anser vi att resultaten av vår undersökning kan ge viktiga insikter även om den nuvarande ekonomiska krisen ses som en isolerad händelse.

2.4.2 Validitet

Validitet behandlar frågan om huruvida metoden som används verkligen mäter eller undersöker det som forskaren avser att mäta och om det är möjligt att generalisera resultaten av undersökningen i en bredare kontext (Bryman & Bell 2005). Det är även vanligt att skilja på intern och extern validitet när metoden i en undersökning granskas.

Intern validitet handlar enligt Bryman & Bell (2005) om huruvida ett orsakssamband är hållbart eller ej. Frågan är alltså om metoden är bra för att undersöka det problem som föreligger. Vi har valt att använda oss av en fallstudie av ett fåtal företag där vi genom intervjuer med personer som är ansvariga för investeringsbedömning tar reda på vilka faktorer som är viktiga och förändras i en lågkonjunktur. Vi anser att detta är ett bra sätt att få svar på våra frågor och vi inser samtidigt att det ställer mycket höga krav på oss som intervjuare. Det är av yttersta vikt för den interna validiteten i undersökningen att intervjuerna genomförs på ett bra sätt och att rätt frågor ställs till respondenterna.

Extern validitet bedömer enligt Bryman & Bell (2005) om resultaten av undersökningen kan generaliseras utöver den specifika undersökningskontexten. Just generaliserbarhet är som tidigare nämnts en av de största nackdelarna med fallstudie som undersökningsmetod. För att öka generaliserbarheten av våra resultat har vi valt att studera fyra företag istället för ett enda. Det kommer att bli svårt att utifrån resultaten av en undersökning fokuserad på ett relativt litet antal respondenter dra specifika slutsatser för hur investeringsbedömningen i svenska tillverkande företag hanteras i lågkonjunkturer. Våra resultat kommer dock förhoppningsvis att ge nya insikter på området.

3 Teori

I teorikapitlet kommer vi att ta upp teorier och vad tidigare studier kommit fram till att företagen tar i beaktande vid investeringsbedömning och hur de går tillväga. Detta kommer att vara relevant för den fortsatta studien då vi utifrån dessa kriterier undersöker en eventuell förändring i en lågkonjunktur.

3.1 Kalkylmetoder

I följande avsnitt kommer vi att beskriva olika kalkylmetoder som är vanligt förekommande i litteraturen och som även används i företagen. Vi har valt ut de metoder vi anser mest relevanta för vår uppsats då de beskrivs flitigt i litteraturen, och undersökningar visar att dessa även används i företagen.

3.1.1 Payback-metoden

Arnold (2005) beskriver payback som en metod då företaget räknar ut hur lång tid det förväntas ta för summan av investeringens framtida kassaflöden att bli lika stor som utflödet för investeringen. Formeln för payback kan skrivas enligt nedan (Arnold 2005):

$$\text{Payback} = \frac{G}{a}$$

G = Grundinvesteringen

a = Årligt kassaflöde från investeringen

Formeln bygger på att kassaflödena är lika stora varje år. Är de inte det får man räkna annorlunda men det viktiga är att se när investeringen har betalat tillbaka sig. Fördelar med payback är att den är enkel att använda och förstå samt att den tar hänsyn till att en investering som betalar sig snabbt minskar risken. Investeringar med kort payback

ger även flexibilitet eftersom dessa betalar tillbaka sig snabbt vilket även kan vara användbart då företagen har dålig likviditet (Arnold 2005). Även om fördelarna kan ses som många och användandet är stort är ofta akademiker skeptiska till payback. De nackdelar som ofta nämns är att payback inte tar hänsyn till tidsvärdet av pengar, att det inte tas någon hänsyn till vad som händer efter tidshorisonten och att payback-krav sätts godtyckligt utan teoretisk grund (Arnold 2005). Arwidi & Yard (1986) skriver att företag ofta missgynnar långsiktiga investeringar eftersom payback-kravet ofta inte sätts i relation till livslängden. En investering på tio år med en payback på tre år är betydligt mer lönsam än en investering med livslängd tre år och payback två år. De skriver vidare att de som främst använder payback är högriskföretag och att det främst är i svåra ekonomiska tider.

I studien av Yard (1987) delas företag in i följande fem kategorier utifrån hur de presterar:

1. Mycket bra presterande
2. Bra presterande
3. Normalt presterande
4. Dåligt presterande
5. Mycket dåligt presterande

Han visar att en relativt (i förhållande till de som använder diskonterade modeller) stor majoritet av företagen använde payback i grupperna 4 och 5. Även i grupp 2 var det en relativt stor majoritet som använde payback. Bland de företag som låg i grupp 2 var kontrasterna inte lika tydliga men det var en viss majoritet i att använda payback. Det var endast i grupp 3 som det var en kraftig dominans i användandet av diskonterade metoder. Yard menar vidare att de grupper som använder payback i stor utsträckning gör det för att antingen återvinna finansiell styrka (dåligt presterande gruppen) eller för att fokusera på flexibilitet och hålla valmöjligheterna uppe.

Nilsson & Persson (1993) menar att payback lämpligt kan användas som första sållning av investeringar för att sedan göra mer detaljerade kalkyler.

3.1.2 Diskonterad payback

Diskonterad payback fungerar ungefär likadant som vanlig payback. Skillnaden är att diskonterad payback tar hänsyn till tidsvärdet av pengar genom att diskontera samtliga kassaflöden med kalkylräntan (Arnold 2005). Anledningen att använda diskonterad payback kan liknas med anledningarna att använda vanlig payback och fördelarna och nackdelarna kan ses som i stort sett de samma. Vi vill dock liksom Yard (1987) poängtera att de båda metoderna ger i stort sett samma resultat men att med diskonterad payback blir formeln betydligt mer komplicerad varpå vanlig payback är att föredra.

3.1.3 Nettonuvärdesmetoden (NPV)

Nettonuvärdesmetoden (NPV) är den metod som förespråkas flitigast i läroböcker. Metoden är att nuvärdesberäkna alla kassaflöden med en kalkylränta och summera dessa. NPV ges i absoluta tal och vid positivt NPV bör investeringen genomföras. Formeln för NPV beräkningen kan skrivas enligt följande (Arnold 2005):

$$NPV = -G + \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

G = Grundinvesteringen

CF = Kassaflödet

k = Kalkylräntan

t = År från referenstidpunkten

Arnold (2005) beskriver att fördelarna med NPV är att metoden tar hänsyn till tidsvärdet av pengarna, investerarnas avkastningskrav för den risk de utsätts för och att den mäter i absoluta tal vilket innebär att en investering med positivt värde skapar värde för aktieägarna. Det sista är även en nackdel eftersom det gör modellen svår att förstå och att kommunicera. Nilsson & Persson (1993) påpekar att metoden, liksom alla andra diskonterade modeller, är mycket känslig för valet av kalkylräntan varpå det är viktigt att denna är rätt. Vi återkommer till svårigheterna med detta i avsnittet om kalkylräntan.

3.1.4 Internräntemetoden (IRR)

Internräntemetoden (IRR) är också en diskonterad modell men som mäter investeringars lönsamhet i relativa tal. För att räkna fram internräntan använder man samma formel som i NPV-beräkningen men NPV sätts till 0 och kalkylräntan är den som ska räknas fram. Arnold (2005) skriver formeln enligt följande:

$$-G + \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+k)^t} = 0$$

$i \geq k$: *Investera*

$i < k$: *Investera inte*

G = Grundinvesteringen

CF = Kassaflödet

i = Internräntan

k = Kalkylräntan

t = Antalet år från referenspunkten

Fördelar med IRR är att den visar värdena i relativa termer vilket kan vara lättare att kommunicera, den tar även hänsyn till tidsvärdet av pengar och avkastningskravet från investerare. Nackdelen med IRR är att den inte kan mäta absoluta värden vilket kan ge rankingproblem, den kan heller inte mäta okonventionella kassaflöden, d.v.s. kassaflöden där in och utflöden ändras mer än en gång.

3.2 Företags användande av kalkylräntan

Kalkylräntan är den ränta som används för att diskontera de framtida kassaflödena i de diskonterade kalkylmodellerna. Enligt Arnold (2005) är det lämpligt att använda den vägda genomsnittskostnaden för kapital (WACC):

$$WACC = k_{eq} * \frac{Eq}{(Eq + D)} + k_d * \frac{D}{(Eq + D)} * (1 - t)$$

WACC = Genomsnittskostnaden för kapital

k_{eq} = Kostnaden för eget kapital

E_q = Summan eget kapital

k_d = Kostnaden för lånat kapital

D = Summa lånat kapital

t = Skattesatsen

Även om Arnold väljer att definiera kalkylräntan som WACC enligt ovan visar Yard (1987) att företag inte alltid bestämmer den på detta sätt. Många företag arbetar med att bestämma kalkylräntan som en alternativkostnad för kapitalet och vissa följer en gammal regel. Även här kommer vi att hålla den mesta av diskussionen till WACC eftersom det är det som ofta förespråkas av akademiker.

Då teorin om WACC tas upp diskuteras ofta teorin om optimal kapitalstruktur. Teorin om optimal kapitalstruktur kom av Miller & Modigliani (Arwidi & Yard 1986) och bygger på att det finns en optimal kapitalstruktur där kostnaden för kapital är minimerad. Andelen lån och eget kapital ska bestämmas till marknadsvärdet. Kostnaden för lån kan bestämmas genom att analysera den faktiska kostnaden av företagets handlade lån om möjligt. Kostnaden för eget kapital kan bestämmas på flera olika sätt men vi kommer endast att diskutera *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) vilken kan skrivas enligt följande (Koller, Goedhardt & Wessels 2005):

$$E(R_i) = r_f + \beta_i * (E(R_m) - r_f)$$

$E(R_i)$ = Förväntad avkastning för aktien och används här som kostnad för eget kapital

r_f = Riskfria räntan

β_i = Företagets känslighet till marknadsförväntningar

$E(R_m)$ = Förväntad avkastning från marknaden

Det vi vill visa med detta är att om företaget tror på en optimal kapitalstruktur bör deras kalkylränta relateras till detta genom WACC. Om de sedan bestämmer kostnaden för eget kapital genom CAPM kommer företaget påverkas av marknadens rörelse. Detta är synnerligen intressant i vår frågeställning eftersom den berör konjunkturförändringar i marknaden. Vi vill även visa att enligt teorin kommer även företagets kalkylränta att förändras om de väljer att låna mer och ändra soliditeten i

bolaget. Det hänger ihop med att vid ändrad kapitalstruktur ändras företagets β -värde och därmed WACC som i sin tur kan ses som kalkylräntan. Formeln för att visa β -värdets koppling till kalkylräntan ser ut enligt följande (Koller et al 2005)

$$\beta_e = \beta_u \left(1 + \frac{D}{E}\right)$$

β_e = Företagets β -värde med lån

β_u = Företagets β -värde utan lån

D/E = Skuldsättningsgraden i företaget (se nedan)

Enligt ekvationen ändras företagets β -värde då de lånar mer vilket ändrar kostnaden för eget kapital och till sist leder till ändring av WACC och kalkylräntan.

Studien av Arwidi & Yard (1986) visar dock att inget av de då studerade företagen använde sig av teorin om optimal kapitalstruktur. Istället kopplades kalkylräntorna till soliditets- och räntabilitetsmått, olika krav på olika investeringar för att fördela en begränsad investeringsvolym, marknadsräntan för dyraste lånealternativet eller praxis. Deras studie visar även att företag höjt kalkylräntan under lågkonjunkturer för att höja kraven på investeringar. I en studie av Segelod (1996) där han frågat 54 olika företag om deras investeringsrutiner visar det sig att åtta företag använder WACC och att 7 av dessa har olika WACC för olika länder. Sandahl & Sjögren (2005) visade i sin studie av Sveriges börsbolag på A-listan och O-listan att hälften av bolagen ändrade kalkylräntan beroende av investeringens storlek eller karaktär och att detta är betydligt vanligare att justera än krav på återbetalningstid. De menade dock att detta kan antyda att kravet på återbetalningstid redan innehåller en försiktighetsåtgärd i sig.

3.3 Soliditetens inverkan på investeringsbedömningen

Soliditetsmått kan skrivas på flera olika sätt men kärnan är att definiera hur stark företagets kapitalstyrka är. Det kan vara lämpligt för att veta om företaget klarar en konjunkturedgång eller inte (Hansson, Arvidsson & Lindquist 2001). Vi kommer i vår uppsats att definiera soliditet enligt följande två sätt:

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

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Skulder}}{\text{Eget kapital}}$$

Ovan i ekvation 2 kan skuldsättningsgrad ses som ett mått på soliditet. Företag har ofta uppsatta soliditetsmått som de vill upprätthålla. Anledningen till att ha soliditetsmått är att behålla finansiell säkerhet och finansiell flexibilitet i företaget. Gandemo & Astély (1983) skriver att om soliditeten blir lägre försämras företagets lånemöjligheter och på så vis den finansiella flexibiliteten. Även Johansson & Runsten (2006) menar att en tillräcklig soliditet kan vara viktig för att inte riskera företagets överlevnad.

Det skulle kunna tänkas att soliditeten skulle vara kopplad till att företaget har en teoretisk optimal kapitalstruktur. Detta torde dock inte gälla i verkligheten då tidigare studier av bl.a. Arwidi & Yard (1986) visar att inget sådant samband finns mellan företagets val av soliditetsmål och optimal kapitalstruktur. I studien ovan har det dock visats att det finns en koppling mellan företagets investeringsbedömning och soliditetsmål. De menar att det valda soliditetsmål företagen har påverkar i vilken utsträckning olika investeringar kan göras och vilka krav som ställs på dem. Enligt deras resonemang görs investeringar i större utsträckning i goda tider när företaget har en stark soliditet. Studien visar att det finns problem med att inte göra investeringar eller att ställa för höga krav på dem under dåliga tider. Detta eftersom lönsamma investeringar på lång sikt förbättrar soliditeten men att soliditeten på kort sikt kan förbättras av att avstå investeringarna. Enligt resonemanget skulle ett företag i lågkonjunktur som avstår från att göra lönsamma investeringar p.g.a. låg soliditet få ytterligare svårigheter på sikt. Det bör sägas att även om soliditet är viktigt för många företag och påverkar investeringsbedömningen så behöver inte det vara fallet för alla företag. Yard (1987) visar att soliditeten upplevdes som ett mindre problem i mitten av åttiotalet än vad tidigare studier visat, bl.a. Arwidi & Yard (1986).

3.4 Investeringsbudgetar

Investeringsbudgetar är de beräknade utgifterna för planerade investeringar. Dessa används för att planera företagets in och utflöde av likvida medel (likviditetsbudget) och vad det finns för möjlighet i förhållande till de uppsatta mål som finns, exempelvis soliditetsmål. Investeringsbudgeten görs ofta i samband med övriga budgetar och påverkas därför av både resultatbudgeten och likviditetsbudgeten. Företag gör ofta en långsiktig strategisk plan av vilka typer av investeringar som bör göras de närmaste tre åren och kortare investeringsbudgetar för det närmaste året (Nilsson & Persson 1993)

Det finns olika sätt att jobba med investeringsbudgetar. I en studie av Segelod (1996) fanns det t.ex. en grupp med företag som först tittade på investeringar och deras strategiska möjligheter och sedan gjorde de årliga budgetprocesserna där investeringarna snarare påverkade budgeten än tvärt om. Ett annat exempel är ett företag från Arwidis & Yard (1986) studie där företaget först prognostiserade framtida balansräkning, lönsamhet, omsättning och kapitalbindning. Därefter har ett utrymme för investeringar räknats ut som en residual och med påverkan av soliditetsmål och likviditetsmål. Det sistnämnda företaget är ett företag med en längre tids ekonomiska svårigheter och investeringsnivån har varit begränsad på grund av mycket hårda krav och den budgetmodell som används. Företagen i Segelods studie hade troligtvis inte minskat sin investeringsnivå i samma utsträckning trots dåliga tider med tanke på hur de utformat sin budgetprocess. Gandemo & Astély (1983) tar upp att anledningen till att det kan dras ner eller skjutas på investeringar i dåliga tider är att många betalningar är fasta under kortare tidsperioder. Exempel på sådana betalningar är löner, skatt, arbetsgivaravgifter och även inflödet av likvida medel kan vara svårt att påverka p.g.a. hårdnande konkurrens om kunderna och då lägre priser. Nilsson & Persson (1993) nämner att om konjunkturen ändras och investeringen inte längre ses som lönsam måste företaget vara flexibelt och inte genomföra investeringen. Resonemanget är intressant i kontrast till Segelods (1996) studie där samtliga intervjuade hävdade att investeringsprojekt bör läggas i lågkonjunktur eftersom räntenivån är lägre, priserna för upphandling mer pressade och tillgängligheten på kompetent arbetskraft är större. Ett sådant resonemang visar att det bör finnas fördelar med att lägga investeringar även i lågkonjunktur.

Resonemanget ovan om företaget i Arwidi & Yards (1986) studie kan kopplas till företag med soliditetsmål som begränsar investeringsmängden. Företaget i deras studie har haft ekonomiska svårigheter och begränsar investeringarna genom att budgeten görs först. Detta kan leda till problemet att lönsamma investeringar inte kan genomföras eftersom budgetbegränsningen skapar svårigheter för företaget att genomföra långsiktiga investeringar som på sikt leder till förbättrad soliditet. Därmed inte sagt att företag inte behöver ta hänsyn till utrymmet i budgeten när investeringsmängden bestäms.

3.5 Investeringsmanualer

Segelod (1996) skriver att investeringsmanualer främst lämpar sig vid investeringsbeslut av små och medelstora investeringar. Beslut om större investeringar fattas ofta högre upp i organisationen och utan att följa manualen alltför strikt. Investeringsmanualer går ut på att sätta regler för divisioner, dotterbolag och affärsenheter gällande investeringsbeslut. Det kan gälla hur bedömningen ska göras, när de kan fatta beslut själva eller när beslutet måste fattas på koncernnivå. I Segelods studie (1996) visades att av de 29 företag som hade manualer hade 24 av dem en beloppsbegränsning, d.v.s. vid belopp över beloppsgränsen måste beslutet gå till koncernnivå. Det var även vanligt att klassificera olika typer av investeringar men det fanns ingen bakomliggande orsak till varför. Studien visade även att det läggs mer tyngd vid flexibilitet i investeringen än att mäta risk. Det visade sig även att företag håller olika strikt på sina manualer och i vissa ärenden kan payback-kraven variera mellan 1-5 år beroende av investeringstyp, andra företag hade betydligt striktare krav.

Kopplat till investeringsmanualer är även var i företagen beslut fattas om investeringar ska göras. Detta är ofta nedskrivet i manualerna och används som ett styrverktyg av företaget. En studie från Sandahl & Sjögren (2005) visar att:

- 46 % delegerade vissa beslut till divisioner av dotterbolag medans vissa fattades på koncernnivå
- 20,2 % lät investeringsbedömningen först göras på divisions eller affärsområdesnivå och sedan på koncernnivå.
- 15,5 % delegerade med hänsyn till belopp eller investeringstyp

- 4,6 % delegerade alla beslut till dotterbolagen eller divisionerna

Resultaten visar att det skiljer sig ganska vitt åt hur pass uttalade policys företag har men också att de flesta fattar beslut om vissa investeringar på koncernnivå och andra på dotterbolags- eller divisionsnivå.

3.5 Olika typer av investeringar

I företag finns olika typer av investeringar och företagen definierar dem olika och ställer olika krav på dem. Nilsson & Persson (1993) delar in investeringar i inriktningsinvesteringar och anpassningsinvesteringar. En inriktningsinvestering är en strategisk investering som är vald eftersom den passar den strategiska inriktningen företaget följer. En anpassningsinvestering är en investering som görs för att anpassa kapacitet eller ersätta utsliten utrustning. Dessa investeringar är ofta mindre men fler till antalet. Enligt Nilsson & Persson (1993) är det ofta lättare att kalkylera anpassningsinvesteringar eftersom utfallet är mer känt och inriktningsinvesteringar är mer osäkra. I studien av Segelod (1999) visas att tillverkande företag normalt fattar beslut om strategiska investeringar högt upp i organisationen och att anpassningsinvesteringar i större utsträckning kan fattas längre ner i organisationen. I en studie av Yard (1987) tenderar företag att höja kalkylräntan för mer riskfyllda investeringar. Detta borde innebära att företag är mer villiga att höja kalkylräntan för en inriktningsinvestering än en anpassningsinvestering. Detta ska dock ställas i kontrast till vad Arwidi & Yard (1986) visar i ett av sina studerade företag. Där visar de hur expansionsinvesteringar i nya produktionsmetoder (inriktningsinvesteringar) har den lägsta kalkylräntan och att mer anpassningsinriktade investeringar har högre kalkylränta. Nilsson & Persson (1993) visar att anledningen till detta torde vara att anpassningsinvesteringar i högre grad utnyttjar befintliga produktionsmetoder och tidigare gjorda inriktningsinvesteringar och ger därför en högre avkastning. Det kan därför vara orättvist att jämföra de olika typerna av investeringar på samma villkor och en högre kalkylränta kan motiveras för anpassningsinvesteringar.

För den fortsatta uppsatsens gång vill vi även dela in investeringar ytterligare. Vid denna indelning kommer vi utgå från några av de investeringstyper som beskrivs i Nilsson & Persson(1993) och Arwidi & Yard (1986). Vi kommer inte dela upp det

exakt som dem, utan en indelning som är relevant för vår fortsatta uppsats och vi kommer även lägga till två kategorier som Honko (1981) beskriver som tvingande investeringar och investeringar för att säkra ställningen på marknaden.

1. *Säkerhets-, miljö- och hälsoinvesteringar* – Honko (1981) beskriver denna typ som tvingande investeringar men att det dock ska betonas att det ofta existerar flera alternativ.
2. *Marknadssäkrande investeringar* – Denna typ av investeringar är för att företagen ska behålla sin marknadsposition. Om denna typ inte görs kan företaget tappa marknadsandelar.
3. *Ersättningsinvesteringar* – Går ut på att ersätta befintlig utsliten produktionsutrustning med ny. Dessa är lämpliga att göra då kostnaderna blivit för höga med den gamla utrustningen och ny utrustning skulle ge bättre lönsamhet.
4. *Rationaliseringsinvesteringar* – Investering i sänkta kostnader genom ökad automatisering eller investeringar i kringutrustning. De är ofta många, små och har liten osäkerhet eftersom produktion och produkt är känd.
5. *Kapacitetsinvesteringar* – Investering i ökad kapacitet av befintliga produkter och produktionsmetoder. Är ofta lämpliga att genomföra då prognostiserad efterfrågan överstiger befintlig produktionskapacitet.
6. *Strategiska investeringar* – Investeringar i nya produkter eller nya produktionsmetoder och är den enda av dessa som verkligen kan ses som en inriktningsinvestering.

Strategiska investeringar kan ses som en inriktningsinvestering, kapacitetsinvestering kan ibland ses som inriktning och ibland som anpassning (beror på om den har rationaliserande- eller ersättningseffekter) och de fyra översta kan ses som anpassningsinvesteringar. Honko (1981) menar att klassindelningen av investeringarna är bra för att variera sin bedömning på ett i förhand planerat sätt men även för att styra sin investeringspolitik i önskad riktning. Honko (1981) skriver liksom Arwidi & Yard (1986) att olika investeringstyper ofta har olika avkastningskrav. I listan är investeringstyperna numrerade från 1-6, där ett innebär att investeringen har lägst avkastningskrav och sex att den har högst. Denna indelning skulle enligt Honko visa att investeringarna är olika riskfyllda vilket stämmer överens med Yards (1987)

resonemang men går emot Arwidi & Yard (1984) och Nilsson & Persson (1993) där Anpassningsinvesteringar ska ha högre kalkylränta än inriktningsinvesteringar. Till Honkos (1981) ska dock tilläggas att han menar att investeringar ska jämföras inom sina klasser och inte mellan klasserna i allt för hög grad.

3.6 Kvalitativa faktorer

I litteraturen kan det ofta framställas som att investeringsbedömning är en process där företaget bör göra investeringen om den prognostiseras ha positivt kassflöde. I praktiken ser det dock annorlunda ut, ofta måste företag ta hänsyn till andra faktorer som inte har med lönsamhetsmått att göra. Shank (1996) beskriver i sin artikel fyra steg företaget bör gå igenom vid en investeringsbedömning:

1. Identifiera investeringar
2. Analysera kassaflödena av investeringarna
3. Väg detta mot kvalitativa faktorer som inte går att kvantifiera
4. Välj att genomföra investeringen eller inte

Shank (1996) menar i sin artikel att investeringar måste ses med helheten i företaget som strategi, relationer med kunder och leverantörer o.s.v. Han skriver bl.a. i sin artikel om strukturella och verkställande kostnadsdrivare som kan vara viktiga att ha i åtanke när en investering görs.

Strukturella kostnadsdrivare berör företagets strategiska val av ekonomisk struktur och är bl.a. skalekonomi och lärande i organisationen. Skalekonomi handlar om att företaget sänker kostanden per producerad enhet med högre produktion och lärande innebär att företaget sänker kostanden per producerad enhet då den ackumulerade outputen ökar för de anställda. Lärande i organisationen motiverar att företaget inte vill ha för hög omsättning på anställda i företaget. Hoque (2005) identifierar även produktionskomplexitet och omfattningen med verksamheten som strukturella kostnadsdrivare.

Enligt Shank (1996) berör de verkställande kostnadsdrivarna företagets förmåga att prestera inom vald ekonomisk struktur. De verkställande kostnadsdrivarna kan vara

frågor som berör de anställda. Är de anställda inblandade i investeringsprocessen och är det motiverande eller omotiverande för de anställda att genomföra investeringen. Det kan även vara frågor som berör om investeringen förbättrar effektiviteten totalt i företaget, om det kommer vara tekniska svårigheter o.s.v.

Det Shank (1996) vill visa med artikeln är att det inte bara går att välja att göra alla investeringar med positivt NPV och inte heller välja bort alla som inte har det. Det kan finnas andra variabler som företaget måste se till och detta kan vara synnerligen intressant i en lågkonjunktur då variabelernas relevans ev. kan ändras på grund av ändrade förutsättningar för företaget.

3.7 Sunk cost

För att få en så korrekt bedömning av en investering som möjligt är det viktigt att enbart inkludera de utbetalningar som tillkommer p.g.a. investeringen. Bedömningen ska basera på framtida betalningsströmmar som följer av investeringen, där utgångstidpunkten för beslutet blir avgörande (Bergknut et al 1993). Innan ett investeringsbeslut tas kan t.ex. utredningsutbetalningar eller utbetalningar för planering uppstå som alltså strikt inte ska tas med, även om det vid en första anblick kan verka högst relevanta. Arnold (2005) betonar detta problem med ett bra exempel, där beslutet för att ta en flygplanstyp i produktion föranledes av mycket stora utbetalningar i form av utveckling och design. Dessa utbetalningar, om än omfattande, ska alltså inte påverka beslutet i och med att de tidsmässigt ligger före själva investeringsbeslutet om en framtida produktion och försäljning. Gränsdragningen kan vara svår och Arnold förklarar vidare att just beslut baserade på detta resonemang är svåra att stå fast vid, då de kan ge sken av att vissa utbetalningar inte beaktas och att pengar spenderas utan eftertanke, vilket får negativa konsekvenser för ledning och företag. Wang & Yang (2001) gör i sin artikel "Fixed and sunk costs revisited" en uppdelning av totala kostnader av en investering som kan vara vägledande. Problematiken ligger i hur man väljer att klassificera totala utbetalningar och författarna skiljer mellan två typer.

**sunk costs vs. avoidable costs (relaterade till tiden) och
fixed costs vs. variable costs (relaterade till produktionen)**

När man växlar mellan indelningen uppstår ofta missförstånd, där fixed costs likställs med sunk costs, vilket beroende av situationen kan vara felaktigt. Sunk costs är alltid fixed costs som inte går att undvika och avgörande blir alltså tidpunkten då beslutet tas.

4 Empiri

I detta kapitel presenterar vi resultaten av undersökningarna hos de fyra företagen. Intervjusvaren har legat till grund för texten som sammanfattar och betonar det väsentliga för studien. Intervjufrågorna har inkluderats som bilaga.

4.1 Företag A

Företaget är en leverantör till bilindustrin och agerar på den globala marknaden. De verkar i en kapitalintensiv bransch där det behövs stora resurser för att sköta tillverkningen av produkterna. Deras produktion passar in i processindustrin och de är därför beroende av att flödet av produkter flyter på bra och att de inte har onödiga flaskhalsar. Företaget har tillverkning i flertalet länder och försäljning i många fler. De har en huvudprodukt men som de tillverkar i flera olika former för olika ändamål. Branschen de verkar i är priskänslig och det är viktigt med effektivitet för att hålla nere kostnaderna och vidare priserna. Företaget ser det därför som viktigt att ligga i framkant när det kommer till teknologi och produktion. De talar därför om vikten av rationalisering för att vara kostnadseffektiva i tillverkningen. Företaget har därför utökat sin tillverkning de senaste åren i delar av världen som Sydamerika och Asien. Anledningen till att företaget ökat här är att de är viktiga tillväxtmarknader där deras kunder expanderar och de andra marknaderna som de är stora på är mer mogna marknader. Efterfrågan på företagets produkter har stigit stadigt de senaste fem åren och resultaten har varit goda.

Företaget har konjunktur känsliga kunder och är på så vis även själva konjunktur känsliga. Detta har lett till att efterfrågan har sjunkit kraftigt sedan den globala finanskris som råder idag slog till. De har fått stänga flertalet tillverkningsanläggningar och även dra ner tillverkningen där de har valt att behålla tillverkning. En stor utmaning just nu enligt företaget är att reducera kapaciteten till en nivå som motsvarar efterfrågan, innan krisen var problemet snarare det motsatta.

I sin investeringskalkylering använder sig företaget av nettonuvärdesmetoden (NPV), internräntemetoden (IRR), payback och diskonterad payback. Den metod företaget lägger mest vikt vid i normala tider är payback med ett payback-krav på tre år. Investeringar med längre payback-tid är inte aktuella om de inte är av en strategisk karaktär som exempelvis en ny fabrik. Strategiska investeringar är dock inte aktuella under rådande situation. De motiverar användandet av payback med att kassan är mycket viktig och det är viktigt att få tillbaka pengarna. Under rådande lågkonjunktur har detta krav skärpts ytterligare och de överväger nu inga investeringar med över 18 månader payback eftersom tillgången på kapital är mycket begränsad. Kalkylräntan företaget använder i sina diskonterade modeller är satt till 10 % för samtliga typer av investeringar. Företaget säger att den är bestämd genom att beräkna WACC men att den sedan är satt något högre än WACC för att de vill vara säkra på att få tillräcklig avkastning på kapitalet. Nivån på kalkylräntan har inte ändrats under krisen och de har heller inte några planer på att ändra den i framtiden.

Företaget har ett uppsatt soliditetsmål de måste hålla. Detta mål är inte satt genom den optimala kapitalstrukturen utan snarare som ett krav från banker där företaget har lån. Företaget har avtal med bankerna och får inte försämra sin soliditet under detta mål. Detta är en av de stora anledningarna, tillsammans med utvecklingen i efterfrågan, att investeringarna det senaste året dragits ner kraftigt. En annan anledning är de försämrade kassaflödena som också styr investeringsbesluten i bolaget.

De jobbar aktivt med investeringsbudgetar i företaget. De har dels årliga investeringsbudgetar men de stäcker sig ända till fem år med större osäkerhet desto längre fram i tiden det är. Investeringsbudgeten har dragits ner kraftigt 2009 jämfört med 2008 och förväntas minska ytterligare för 2010. De hade som plan att minska investeringsbudgeten med 30 % men de verkar endast klara 25 % eftersom de har flertalet påbörjade projekt som kostar pengar. Det ska dock sägas att om dessa projekt inte hade haft positivt NPV med dagens situation i vetskap hade de avbrutits så samtliga av de som färdigställs har fortsatt positivt NPV. För 2010 räknar de med att minska investeringarna ytterligare p.g.a. den rådande konjunkturen och eftersom de kommer ha färre påbörjade investeringar. När de budgeterar påverkar resultatbudgeten

investeringsbudgeten men även tvärt om. De menar att budgetarna inte bestäms separat eller i viss ordning utan i en samordnad process.

Samtliga investeringsbeslut fattas av moderbolaget av högre chefer eller styrelsen. Dotterbolagen ses mer som kostnadscenter och de får resurser allokerade till sig om modern tycker att det är lönsamt jämfört med andra investeringsmöjligheter i koncernen. De har manualer för hur investeringsbedömningen ska göras men det är endast en mall för dotterbolagen att följa när de föreslår investeringar till moderbolaget. De nivåer som investeringsbeslut fattas på ändras inte i bolaget utan det fortsätter att vara toppstyrt och manualerna ändras inte heller.

Som nämnts tidigare är det inte aktuellt att göra några strategiska investeringar under lågkonjunkturen. De väljer att inte genomföra dessa nu eftersom det är för stor risk under rådande konjunktur men också eftersom de har ont om likvida medel och de har ett soliditetsmål att hålla. De gör inte heller kapacitetsinvesteringar i dagsläget eftersom ett av de stora problemen är överkapacitet i bolaget. Om kraven som de har på investeringar är uppfyllda kan de genomföra rationaliseringsinvesteringar och ersättningsinvesteringar om de är absolut nödvändiga. Företaget har en prioriteringslista som visar hur de väljer att göra investeringar:

1. Hälsa- och säkerhetsinvesteringar
2. Investeringar som krävs för att förse nya kontrakt med de specifika produkterna
3. Investeringar som krävs för att förse existerande kontrakt med de specifika produkterna
4. Investeringar som sänker kostnaderna

Som syns ovan är säkerhet och hälsa för de anställda av högsta prioritet och sådana investeringar genomförs alltid. Som fjärde prioritering kommer sänka kostnaderna, detta ska dock ändå ses som en mycket viktig faktor. Det är kalkyler och ekonomiska fakta som styr investeringar och de låter sig inte påverkas av att anställda varslas utan jämför det rakt av mot investeringarna. Företaget uttrycker dock att de är mycket noga med att behålla nyckelanställda eftersom det vore svårt att bygga en fungerande

process i bolaget utan dem. Dessa anställda ska i största mån även behållas under lågkonjunkturen.

4.2 Företag B

Detta företag har genomgått olika ägarstrukturer och har de senaste åren haft en stabil och positiv utveckling. Företagets produkter säljs vidare som råvaror till olika industrier och de har haft en växlande soliditet och en kraftig ökning av omsättningen genom främst förvärv de senaste åren. Företaget är verksamt globalt och ledande inom många olika nischer för sin breda bransch, där konkurrensen varierar beroende på nisch.

Branschen ses som konjunkturkänslig då den befinner sig längre ner i produktionskedjan och är beroende av tillverkande industrier av olika slag, men även då priset av insatsråvaror starkt påverkar kostnaderna. Konkurrensfördelar nås av företagen genom produktdifferentiering och en bred kundkrets. Marknaden i stort spås i framtiden att bli mer konkurrensintensiv och pressad när företag från de nya starka ekonomierna ökar sin närvaro. Företaget utvecklas åt samma håll som övriga aktörer i västvärlden mot ett ökat fokus på produktspecialiseringar där investeringar i forskning och utveckling blir en betydande framgångsfaktor. En fortsatt hög uppköps- och sammanslagningsaktivitet förutspås även på marknaden. De senaste åren har betydande investeringar genomförts, och förvärv av passande nischföretag för att stärka konkurrensfördelar och vinna marknadsandelar har gjorts. Lågkonjunkturen har och kommer att påverka företaget starkt och deras långsiktiga mål är att satsa på nya marknader och på fortsatt produktutveckling för att kunna hävda sig i konkurrensen. Efter en stark minskad orderingång i slutet på 2008 kan företaget nu känna en liten uppgång igen, men 2009 spås som mycket osäkert och de producerar fortfarande en bra bit från full kapacitet.

Företaget har för en tid sedan genomgått en omorganisation och de har delat upp företaget i tre divisioner. Detta har även påverkat investeringsrutinen, men genomgripande är att investeringens omfattning bestämmer var i organisationen beslutet kan tas. Avdelningar skickar förslag på var de tycker sig behöva investeringar till chefer över avdelningsnivå. Cheferna bedömer sedan vilka investeringar som anses

lämpliga att genomföra och beslutar även om dessa till ett belopp under tre miljoner kronor. Ska investeringar över tre miljoner genomföras skickas förslagen vidare till en investeringskommitté som ger rekommendationer till VD eller styrelse. Investeringar delas upp i följande tre klasser som även bestämmer prioriteringen.

1. Säkerhet och miljö
2. Operationellt
3. Strategiskt

I rådande lågkonjunktur prioriteras därför strategiska investeringar bort och oavsett konjunkturläge bestämmer företagets kassaflöde investeringsverksamhetens omfattning. De ser klara fördelar med att investera i lågkonjunktur men i och med att kassaflödet har försämrats och att tillgången till lån har begränsats finns det inga möjligheter att göra så. Trots den snabbt försvagade konjunkturen lyckades företaget dock behålla ett relativt bra kassaflöde en bit in i lågkonjunkturen men effekterna är nu kännbara och kommer troligen förbli så längre in på året. De försenade effekterna beror på företagets specialiserade produkter. De lägger stor vikt vid att inte tappa kapacitet kring dessa och att snabbt kunna ställa om när efterfrågan vänder för att inte tappa marknadsandelar. Detta märks exempelvis genom att de fortfarande satsar på två strategiska projekt som utgör en stor del av investeringsbudgeten, även då budgeten jämfört med 2008 års budget minskat och att det står i strid med ovanstående prioriteringslista. Investeringsverksamheten har drabbats hårt och man har medvetet försenat aktiviteter och satt hårdare krav på förslagen från avdelningar för att möta den mer svårbedömda framtida utvecklingen. Investeringsbudgetar används och det görs primärt en bedömning av vad som behövs för att bestämma omfattningen, men i slutändan påverkas de helt av den övriga budgetprocessen. Detta var framförallt märkbart i starten av rådande lågkonjunktur där planerade investeringar fick skäras ner i takt med att det fanns mindre utrymme för dessa. Då ägaren är ett private equity-bolag har soliditetshänsyn vid vanliga investeringar tonats ner och företaget tar själv upp lån. Soliditet behandlas istället högre upp i företagshierarkin tillsammans med ägarna.

Payback-metoden är företagets förstahandsmetod vid bedömningar, men IRR och NPV används vid större och framförallt strategiska investeringar där payback-tiden oftast är

över det normala. I payback-kravet märks även åtstramningen i lågkonjunkturen och investeringsförslag måste idag ha en betydligt snabbare payback-tid än normalt. Det bör dock påpekas att även i lågkonjunkturen är typ av investering av stor betydelse. Operationella investeringar får en allmän hårdare bedömning och man skjuter gärna på dem om t.ex. underhåll kan ge ytterligare några års livslängd. I de fall där IRR och NPV används som bedömningsunderlag ändras inte kraven i en lågkonjunktur. Generellt används en kalkylränta på 11 % för investeringar.

Företaget använder sig av investeringsmanualer som ser likadana ut på varje nivå, men där betoningen på vissa detaljer ändras beroende på investering. En detaljerad kalkyl med IRR krävs exempelvis för de strategiska förslagen, men i övrigt läggs stor vikt på den rent kvalitativa beskrivningen av projektet. För att understryka vikten av en korrekt bedömning i och med lågkonjunkturen har det för företaget blivit viktigare att följa de formella kraven i manualen än tidigare. Inget i beslutsordningen ändras p.g.a. av lågkonjunkturen utan förslagen behandlas enligt den ovan beskrivna ordningen.

Investeringar följs upp av en projektledare för att övervaka om de utvecklas enligt planen och de tillämpar en skala på 1-3, där 3 är bättre och 1 sämre än planen, för att bedöma fyra olika områden för investeringen; kostnad, tidsram, verifiering av produktion och kundrespons. Det blir dock i regel svårt att konkret genom utvärderingen säga om investeringen gick bra, då förhållanden ofta ändras. Undantagsvis händer det att investeringsprojekt utvecklas alltför negativt, vilket oftast är en följd av att företaget inte har fått de priserna som de planerat. Projekten försenas då medvetet till dess att företaget bedömer att de kan få tillfredsställande kassaflöden från dem.

4.3 Företag C

Företaget är en ledande aktör i sin bransch som domineras av ett fåtal utländska företag. De levererar specialiserat råmaterial till olika producenter i värdekedjan, bl.a. leverantörer till fordonsindustrin, men även som slutprodukt i tillverkningsprocesser. Det senaste året har försäljningen för företaget varit skiftande med hög omsättning i början som i takt med fordonsindustrins och världskonjunkturens nedgång gått mot allt lägre nivåer. Genom en stor exportandel har företaget fått positiva effekter från en svag

svensk krona och de har historiskt haft en god soliditet. Den överskådliga framtiden bedöms dock som mycket osäker med tanke på lågkonjunkturen och de har minskat på personalstyrkan för att möta nedgången.

Företagets marknad karakteriseras av hård konkurrens och överkapacitet. Branschen är dock fortfarande relativt ung och den förväntas växa ytterligare på lång sikt. Produkten ger eftertraktade egenskaper hos många industrier, och nya områden för användning utforskas ständigt. Produktionen är genom dess olika processer och anpassningsmöjligheter maskin- och teknologiberoende, vilket gör branschen till mycket kapitalintensiv. En central del i företagets affärsidé är dessutom att kunna producera material specifikt efter kunders önskemål, vilket sätter stor press på just flexibilitet hos maskiner. Konjunkturkänsligheten är även stark då insatsråvaror för produktionen styr kostnader och försäljningen sker till konjunktur känsliga industrier.

Vid investeringsbedömningar delas investeringar först in i klasser, vilket leder till olika prioriteringar och krav:

- Säkerhets- och miljöinvesteringar
- Ersättningsinvesteringar
- Kapacitetsinvesteringar
- Innovationsinvesteringar

Investeringar i säkerhet och miljö har inga formella krav att uppfylla då de oftast är mer eller mindre nödvändiga. Ersättningsinvesteringar har generellt ett krav på minst tre års payback-tid och kapacitets- och innovationsinvesteringar bedöms med flera faktorer och mer individuellt. Under sämre tider görs inga kapacitetsinvesteringar, och kraven höjs för bl.a. payback, från tre år till ca ett år hos ersättningsinvesteringar. I regel har företaget även inställningen att allt som kan stoppas ska stoppas. De investeringar som görs får en mer kortsiktigt fokus på kassaflöde. Det som dock ska poängteras är att man är mån om att inte tappa marknadsandelar när konjunkturen vänder, vilket är lätt hänt i företagets bransch om inte investeringar i produktutveckling sker för att möta marknadens krav. Ett för defensivt agerande kan ge stor skada på lång sikt och man försöker ha ett synsätt som sträcker sig över konjunkturcykler, där plats ges för innovationsinvesteringar även i en lågkonjunktur.

Företaget arbetar inte med soliditetsmål vid bedömningar, förutom vid större investeringar utöver det normala och man har inte upplevt några svårigheter att bibehålla den historiska soliditetsnivån. Den hårdare prioriteringen av investeringar är snarare försiktighetsåtgärder och signaler till marknaden att företaget är inne i en kris och att de anpassar sig för att minimera skadan och riskexponeringar. Företaget använder sig inte av investeringsbudgetar utan arbetar efter en treårsplan där de genom prognoser bedömer omfattningen och var i företaget behovet är som störst. Denna revideras oftast och detta har även skett kraftigt för 2009, där planen är att investera en bit under 100 % av avskrivningar jämfört med ca 140 % för 2008. Investeringarna styrs framförallt av kassaflödet. Det faktum att tillgången till lån har begränsats genom nuvarande finanskris drabbar även investeringsverksamheten långsiktigt. Finansieringen av strategiska investeringar och förvärv är till stor del beroende av långa lån, vilka blivit för dyra för företaget. De fortfarande tillgängliga korta lånen kan inte täcka hela finansieringen och ju längre denna situation består, ju mer drabbar det investeringarna.

Investeringsmanualer används i företaget och dessa ser likadana ut oavsett typ av investering. Var i företagshierarkin beslut kan tas styrs av beloppet och en fabrikschef kan exempelvis godkänna ett belopp på 0,5 miljoner medan belopp över 7 miljoner går upp till styrelsen. En särskild anställd med både ekonomisk och teknisk bakgrund stämmer löpande av investeringar och sköter även uppföljningen kring större investeringar som direkt rapporteras till styrelsen

Företaget använder sig av diskonterade modeller där de mindre investeringarna bedöms genom i förstahand diskonterad payback, med fokus på payback-tiden. De räknar med en kalkylränta då det är av vikt att återspegla tidsvärdet av pengar. Ju mer betydande investeringar desto mer vikt läggs på IRR, där kravet ligger runt 30 %, och NPV. Som redan nämnts skärps payback-kravet i lågkonjunktur och IRR och NPV ändras i regel inte, men får mindre betydelse då input blir mer osäker och resultaten av kalkylerna blir mindre tillförlitliga. Parametrar räknas visserligen ut, men en viss magkänsla har också betydelse. Kalkylräntan sätts individuellt genom diskussion med bl.a. revisorer och vid användandet av WACC bestäms denna genom benchmarking eller genom att uppskatta kostnaden för kapital och addera en riskpremie. Dessa

kalkyler ställs dock ”upp och ner” i en lågkonjunktur och det blir svårt att gå efter några förutbestämda mått, förutom simplare metoder som payback. Kvalitativa faktorer får mest betydelse i säkerhets- och miljöinvesteringar samt i strategiska investeringar, vilket inte förändras i lågkonjunkturer. En klar kvalitativ faktor är dock att företaget vill visa investerare och marknaden att nödvändiga rationaliseringar genomförs för att klara lågkonjunkturen så bra som möjligt och att det därför är nödvändigt att även dra ner på investeringsverksamheten.

Sammanfattningsvis kan det sägas att företaget anser att de har utrymme för en större omfattning av investeringar. På grund av den drastiskt försämrade omsättningen bedöms emellertid riskerna som allt för stora och framtiden som allt för oviss. Ledningen är dock övertygad om att omsättningen åter igen kommer att stabilisera sig på en sund nivå. Med de skärpta kraven har de avstått från många investeringar, men prioriterat vissa längre strategiska investeringar för att just stå redo när det vänder upp.

4.4 Företag D

Företaget är en svensk privatägd tillverkare i livsmedelsindustrin som har två fabriker i Sverige. De marknadsför sina produkter både utomlands och i Sverige som är den överlägset största marknaden. De viktigaste exportmarknaderna är de övriga nordiska länderna. Under de senaste åren har resultatet påverkats negativt av stigande råvarupriser samt kostnader för att lägga ner en fabrik och centralisera verksamheten. Resultatnivån förväntas dock stiga i framtiden delvis på grund av fördelar man får från den genomförda centraliseringen. I början av 2000-talet upplevde företaget några svåra år med negativa resultat. Sedan dess har det emellertid gått betydligt bättre, och även om försäljningen inte har ökat volymmässigt har de tagit marknadsandelar på sitt huvudområde. Företaget investerar mycket, ungefär dubbelt så mycket som de gör i vinst årligen. Ägarna vill dock hålla risken nere och har därför inga lån.

Efterfrågan på företagets produkter har inte påverkats av lågkonjunkturen. Krisen har dock påverkat priser på vissa råvaror som de är beroende av. På det stora hela har dock lågkonjunkturen i mycket liten utsträckning förändrat företagets situation. De ser även ljus på framtiden och räknar med att fortsätta att ta marknadsandelar även om den totala marknaden inte förväntas växa volymmässigt.

I företaget finns en särskild kommitté som behandlar investeringar. I denna ingår VD, CFO, controller och avdelningschefer. Kommittén diskuterar olika investeringar varefter VD tar det slutgiltiga beslutet. De vanligaste typerna av investeringar är rationaliseringsinvesteringar och ersättningsinvesteringar. En av anledningarna till att andelen ersättningsinvesteringar är så hög är att företaget själva levererar sina produkter till kunderna och därför är i behov av många fordon. Dessa slits ut relativt snabbt och behöver då ersättas. Räknat i pengar görs emellertid mest investeringar inom produktionen.

Den faktor som anses viktigast vid investeringsbedömning är kassaflödet. Dessa avgör helt nivån på investeringarna eftersom företaget inte vill ta några lån. Av detta följer även naturligt att soliditeten inte har någon betydelse för nivån på investeringar eftersom de enda skulderna de har är avsättningar till pensioner och leverantörsskulder. Nivån på investeringar har inte heller påverkats av lågkonjunkturen. Innan krisen hade företaget under en period investerat något mer än normalt. Av den anledningen har de inte valt att utnyttja det läge med lägre kostnader för investeringar som uppstått i och med lågkonjunkturen. Exempelvis har det blivit billigare att köpa lastbilar, men detta har inte påverkat företagets inköp på det vis att de passar på att köpa in mer än planerat.

Företagets budgetar har inte påverkats av lågkonjunkturen. Det som framförallt påverkar lönsamheten är råvarukostnader och lönekostnader. Även om dessa poster i viss mån påverkas av konjunkturen är inverkan i stort mycket liten. Företaget arbetar med investeringsbudgetar som löper på fyra år. Dess påverkas framförallt av likviditetsbudget och i förlängningen av resultatet. Det är alltså de övriga budgetarna som påverkar nivån på investeringar och inte tvärt om. Företaget har många lönsamma investeringar som de skulle kunna genomföra men som skjuts på framtiden på grund av bristen på likviditet. Detta grundar sig dock på ägarnas önskan att inte belåna verksamheten, och inte på faktiska möjligheter att anskaffa mer kapital.

Den huvudsakliga metod som används vid kalkylering är payback. Anledningen till det är dels att likviditeten är viktig och dels att det är lätt att förstå för alla i investeringskommittén och övriga oavsett utbildningsbakgrund. I vissa fall görs även

andra beräkningar som NPV och IRR. Diskonteringsräntan som används sätts dock godtyckligt och i slutändan är det alltid payback som avgör i alla fall. Det finns inget uttryckligt avkastningskrav från ägarnas sida och företaget har inte heller några lån. Det går därför inte att beräkna någon WACC i traditionell betydelse. Vid förvärv ser dock processen för investeringsbedömning annorlunda ut och vanliga kalkyleringsmetoder som t.ex. DCF används.

Företaget arbetar med månadsvis uppföljning av investeringar. Har en investering väl påbörjats avslutas den alltid. I vissa fall kan den dock skjutas upp. Inga NPV-beräkningar genomförs för att se om projektet fortfarande är värdeskapande.

Utöver lönsamhetsmått läggs även stor betydelse på strategiska faktorer. Företaget strävar efter att vara ledande och skapa nya produkter som är svåra att kopiera för konkurrenter. Det finns ett tänk i organisationen som liknar det synsätt som präglar realoptioner, där även framtida investeringsmöjligheter som följer av investeringar tas med i bedömningen. Dessa tas dock inte explicit med i de kalkyler som görs för olika investeringar. Utöver strategiska faktorer ges inte andra kvalitativa faktorer särskilt stor vikt vid investeringsbedömningen.

Sammanfattningsvis har företaget påverkats mycket lite av lågkonjunkturen. Det som avgör vilka investeringar som görs är payback och strategiska skäl. De investeringar som inte blir gjorda avstås ifrån på grund av att de har för dålig payback. Investeringsnivån avgörs i princip helt och hållet av kassaflödet.

4.5 Sammanfattande empiri

	Företag A	Företag B	Företag C	Företag D
Kalkylmetoder som används	Payback, NPV, IRR, Diskonterad Payback	Payback, IRR, NPV	Diskonterad Payback, NPV, IRR	Payback
Huvudsaklig kalkylmetod	Payback	Payback	Diskonterad Payback	Payback
Förändringar i användandet av kalkylmetoder	Forkortad paybacktid	Forkortad paybacktid	Forkortad paybacktid, mer fokus på payback jämfört med andra metoder	Har ej förändrats
Vad avgör nivån på investeringar	Soliditet p.g.a. convenanter från banker, samt kassaflöden	Kassaflöden	Kassaflöden, kostnaden för nya långa lån, andel av avskrivningar	Kassaflöden
Förändringar av vad som avgör investeringsnivå	Har ej förändrats	Har ej förändrats	Högre kostnad för nya lån har gjort att kapitalanskaffningskostnader har fått större betydelse	Har ej förändrats
Använt av investeringsbudgetar /planer	Sätts på fem år sikt och påverkas och påverkas av övriga budgetar	Använder investeringsbudget som påverkas både av vilka investeringar som behövs men även i stor utsträckning av kassaflödet	Använder ej budget i traditionell betydelse, men övergripande plan finns	Sätts på fem år och påverkas av kassaflöden
Förändringar av investeringsbudgetar /planer	Har sänkts kraftigt	Har sänkts kraftigt	Har sänkts kraftigt	Har ej förändrats
Finansiering av investeringar	Möjligheten att ta upp nya lån begränsas av convenanter på befintliga lån samt det operationella kassaflödet	Svårare att få lån på grund av konjunkturen	Dyrt att ta nya långa lån	Vill ej ta lån och är därför helt beroende av kassaflödet
Prioritering av olika investeringstyper	Säkerhetsinvesteringar prioriteras högst, därefter investeringar som görs för att vinna specifika kunder, kapacitetsinvesteringar behövs ej p.g.a.sjunkande efterfrågan	Säkerhet prioriteras högst, därefter operationella investeringar och sist strategiska, kapacitetsinvesteringar behövs ej p.g.a.sjunkande efterfrågan	Säkerhetsinvesteringar prioriteras högt och även de som leder till direkta kostnadsbesparingar, strategiska investeringar görs men i mindre utsträckning, kapacitetsinvesteringar behövs ej p.g.a.sjunkande efterfrågan	Säkerhetsinvesteringar prioriteras högt, stort fokus på förbättringar och underhåll av produktionsanläggningar, strategiska investeringar ges ibland hög prioritet
Kvalitativa faktorer	Generellt avgör ekonomiska faktorer men man vill behålla nyckellanställda	Kvalitativ bedömning görs där även andra faktorer än rent finansiella tas hänsyn till	Signalera till marknaden att företaget anpassar till krisen på alla plan även genom att investera mindre	Utöver strategiska skäl ges väldigt lite utrymme till kvalitativa faktorer
Övrigt	Kraven på investeringar blir svårare att upprätthålla p.g.a. lägre efterfrågan	Det har blivit viktigare att följa formella regler i och med lågkonjunkturen	Har soliditetsmål men detta påverkar inte investeringsnivån i dagsläget	Har ej påverkats mycket av konjunkturen, utnyttjar inte de lägre prisnivåerna för att göra investeringar nu i lågkonjunkturen

Tabell 1. Viktigaste kriterier och faktorer för fallföretagen vid en investeringsbedömning samt hur de förändras i lågkonjunkturen.

5 Analys

I analysen nedan kommer vi att diskutera studiens empiri utifrån teorin. Vi kommer även att ta in egna aspekter som vi anser relevanta. Tanken med analysen är att föra en diskussion som avslutande ska leda oss fram till undersökningens resultat och resultatdiskussion.

5.1 Kalkylmetoder

Vad gäller de kalkylmetoder som användes i fallföretagen kan det konstateras att den absolut mest frekvent använda metoden var payback. Även om payback var den huvudsakliga kalkylmetoden redan innan krisen framgick det att den blivit ännu viktigare under nuvarande lågkonjunktur. Företag A, B och C hade samtliga ett ökat fokus på payback och de hade även skärpt kraven för investeringar genom att sänka payback-tiden. Den anledning företagen angav till att de hade ökat fokus på payback var att det var viktigt att titta på kassaflödena och likviditeten. Detta stämmer även väl med teorier om att investeringar med kort payback-tid är att föredra när företaget har dålig likviditet (Arnold 2005). Det finns även paralleller att dra med Yards studie (1987) där han konstaterade att payback bl.a. var vanligt i företag som presterade dåligt och mycket dåligt (kategori 4 och 5), och att skälet till detta var att de ville återvinna finansiell styrka.

Även i fallföretag D var payback den dominerande metoden. Skillnaden i detta företag var dock att situationen inte ändrats i lågkonjunkturen och att skälen till att den används så mycket delvis skiljer sig åt från skälen i de övriga företagen. Likviditeten var viktig även för dem, men av den anledningen att den privata ägaren inte ville ta upp några lån, och inte därför att företaget presterade dåligt. Ett annat skäl till att payback användes var att metoden är mycket lätt att förstå för alla som var inblandade i investeringsbeslutsprocessen. Detta hävdas även ofta vara en av de stora fördelarna med payback enligt akademiker (Arnold 2005).

Användandet av andra kalkylmetoder som NPV och IRR hade inte förändrats i den bemärkelsen att reglerna för dem hade ändrats. Inget av företagen hade justerat kalkylräntan eller ändrat kraven för NPV eller IRR. Detta kan ställas i kontrast till tidigare studier (Arwidi & Yard 1986) som har visat att företag justerar kalkylräntan då de vill höja kraven på investeringar. Det skall dock sägas att den starka fokusen på payback gör att justeringen av kalkylräntan blir mindre relevant. Som anledning till att det fokuseras mindre på DCF-modeller ser vi framförallt två saker: en ökad osäkerhet i framtida kassflöden, samt den ökade fokusen på payback som grundar sig i företagens likviditetsproblem. Likviditetsaspekten har redan diskuterats, men ytterligare en anledning till den minskade fokusen på DCF-metoder till förmån för payback är alltså den ökade osäkerheten inför framtiden som företagen upplever under lågkonjunkturen. Detta var extra tydligt i fallföretag C men märktes också i företag A och B, även om likviditeten var den viktigaste faktorn för dem. Det kan tilläggas att företag C har en mycket starkare finansiell ställning och en bättre balansräkning än företag A och B.

Osäkerhetsaspekten kan även kopplas till finansieringen av investeringarna. För att kunna finansiera investeringarna med banklån måste företagen visa att de kan betala tillbaks lånen. I detta avseende är det mycket mer intressant för bankerna att se att de kommer att få tillbaka sina pengar snarare än att investeringarna bidrar så mycket som möjligt till företagets värde. Att fokus ökar på payback och minskar på DCF-metoder kan ses som att kassaflöden prioriteras framför värdeskapande. Det skulle vara möjligt att dra denna tanke så långt att bankernas inflytande ökar i lågkonjunktur på bekostnad av aktieägarnas inflytande. Detta ligger emellertid utanför ämnet för denna uppsats.

5.2 Kapitalstruktur och finansiering

Kapitalstrukturen utgör en intressant faktor i vår studie. Enligt empirin och tidigare studier har den för investeringsverksamheten en klar betydelse och i akademiska kretsar har den i decennier varit omdiskuterad. Många artiklar och böcker har skrivits om hur kapitalstrukturen i ett företag bör bestämmas, vad som påverkar den och hur den i företagets utveckling borde varieras. Som i teorikapitlet redogjorts för bygger i princip alla dessa antaganden på den snart 50-åriga teorin av Modigliani och Miller, som kortfattat säger att det finns en optimal kapitalstruktur. Dock har som nämndes i teorikapitlet användandet av dessa teorier tidigare varit mycket begränsad (Arwidi &

Yard 1986). Just i detta gap mellan den finansiella teorin och verkligheten kan vi finna intressanta aspekter kring investeringsverksamheten. Inget av de undersökta företagen visar på att det finns ett tankesätt där en optimal kapitalstruktur eftersträvas, vilket skulle kunna vara en anledning för att prioritera antingen lån eller internt genererade medel för finansiering av investeringar.

Framförallt märkbart är detta i företag D som undviker lån helt och hållet. En optimal kapitalstruktur, för att kunna få den lägsta kostnaden för kapitalet och därmed även öka värdet för ägarna, är just något som verkar vara för diffust bland de undersökta företagen. Efter konstaterandet kan man fråga sig om detta verkligen är den rätta anledningen till varför tankesättet undviks? Förmodligen inte. Generellt borde det vara så att företag helt enkelt inte kan eller vill gå efter sådana riktlinjer, då en rad andra avgörande faktorer istället bestämmer hur finansieringen kan ske. Företagen i vår studie är inga undantag. Ett extremfall är företag D som framhäver att lån inte är önskvärda eftersom de ses som ett riskmoment och ett externt inflytande i företaget. Ett annat motiv finner vi i företag A, som visserligen vill förbättra sin soliditet, men inte har möjligheten p.g.a. försämrade resultat. Intressant nog delar de två företagen därmed kassaflödet som helt klart avgörande medel för finansieringen och även motivet med att bibehålla soliditeten. Ingen tanke finns dock på en optimal kapitalstruktur enligt teorin även om företag D har möjligheten att styras efter den. Motiven verkar snarare att stärkas i en lågkonjunktur, framförallt för företag A som nu har strikta mål att följa gällande sin soliditet. Företag B och C har inga uttalade mål gällande kapitalstrukturen vilket gör de mer främmande för teorin.

Trots ovanstående resonemang finner vi att företag A och C använder sig av WACC på olika sätt vid bestämmandet av kalkylräntan. I investeringsbedömningar bestäms därmed värdet på investeringen med hjälp av WACC. WACC och dess uppbyggnad är, som i teorin beskriven, beroende av hur kapitalstrukturen ser ut, men verkar sakna denna koppling i verkligheten. Istället förenklas uträkningen, och detaljer som exempelvis att räkna med CAPM för att få kostnaden för det egna kapitalet utelämnas. Ett mer godtyckligt tillämpande används istället av fallföretagen genom uppskattning, benchmarking eller vedertagna kalkylräntor som har varit med dem en längre tid. Vi ska dock påpeka att detta visserligen går i detalj och kanske inte kom fram i intervjuerna trots våra försök att gräva efter det. Ett annat scenario kan ha varit att den

intervjuade personen helt enkelt inte var involverad i bestämmandet, men vi kan även anta att *om* det skulle ha funnits en mer ingående kalkylering, så skulle detta förmodligen på något sätt ha framkommit i och med att personerna trots allt har höga positioner i företaget. Frågan är då om den påstådda WACC som kalkylränta i företagen verkligen är WACC? Med tanke på hur den bestäms och hanteras är det nog så att andra faktorer prioriteras före de som i teorin associeras med WACC-kalkyleringen. Rådande lågkonjunktur kan därmed inte anses återspeglas i kalkylräntan direkt, som vi i teorin fastslog att det fanns möjlighet till. Kalkylräntorna får en mer underordnad roll i lågkonjunkturen och det koncentreras mer på hårdfakta och lättbeskrivande mått. Som redogjorts för nämner företag C exempelvis att krisen har lett till att kalkyldetaljer inte kan ta hänsyn till omständigheterna på ett trovärdigt sätt, varför dessa inte får någon betydande uppmärksamhet eller förändras. Just detta synsätt kan man även ana i de andra företagen. Sammanfattningsvis kan vi konstatera att företagen har en kalkylränta men det råder bristande kunskap på hur den ska tas fram.

Efter denna diskussion av kalkylräntan kan vi åter igen komma tillbaka till kapitalstrukturen och soliditeten. Vi kunde fastställa att om ett soliditetsmål finns, som i företag A och D, står det mycket högt upp på prioritetlistan. Målet begränsar därmed även investeringsverksamheten då finansieringsalternativet lån försvinner. I företag D var det p.g.a. ovilja att ta upp lån eftersom det ökar den finansiella risken. I företag A däremot hade det andra förklaringar, vilket leder oss till en intressant aspekt. Företaget brottas i och med lågkonjunkturen med svåra ekonomiska problem och hade redan innan det en låg soliditet. Problemet som uppenbarar sig för investeringsverksamheten, och som förstärks kraftigt med lågkonjunkturen, är att investeringar får högre krav vid bedömning i kombination med att soliditetsmålet prioriteras. D.v.s. att ta sig ur det problematiska ekonomiska läget är helt överordnat vilket kan få konsekvenser som i själva verket motverkar syftet. Ett citat från studien av Arwidi & Yard (1986:s.99) belyser detta precist:

”Det är vanligen både kostsamt och ineffektivt att försöka nå en soliditetsförbättring genom en begränsning av investeringsvolymen. Orsaken till detta naturligtvis är att lönsamma investeringar ger soliditetshöjande överskott, varför soliditetssänkningen efter investeringsutbetalningen endast blir tillfällig.”

Frågan blir om detta är realistiskt i en lågkonjunktur, speciellt i fallet med företag A? Den oförutsägbarhet som uppstår när marknaden och omsättningen förändras så radikalt är nog för stor för att hitta säkra lönsamma investeringar. Logiken är dock uppenbar. Att dra ner på investeringar, som är motorn i företaget, för att göra kortsiktiga besparingar får onekligen långsiktiga konsekvenser när ett förbättrat kassaflöde därmed inte kan uppnås. Till detta ska även läggas att företag A styrs av sina lån genom avtalsförbindelser (convenanter) om att inte sänka sin soliditet. Även om företaget inser ovanstående problematik kan man alltså inte göra något åt det. I en lågkonjunktur kan dock åter igen allvaret bli så stort att investeringar får en underordnad roll, när företaget med en minskad omsättning och en osäkrare framtid, egentligen inte kan uppvisa några självklara projekt som kan generera framtida överskott. Detta är självklart ett worst-case-scenario men det intressanta är att det skulle kunna spådas på när kraven på investeringar i en redan dålig marknad dras upp. Om detta är fallet med något av företagen går emellertid inte med säkerhet att säga. Svårigheten hos företagen blir att avgöra balansgången mellan en sund och överdriven restriktivitet som kan komma omedvetet genom ovanstående egna finansieringsbegränsningar.

Företag B och C har inga direkt uttalade soliditetsmål vid investeringsbedömningarna och inte heller i en lågkonjunktur. De begränsas istället av en annan effekt som är påtaglig i rådande lågkonjunktur. Credit crunch-fenomenet som beskrevs inledningsvis har inverkan på hur finansieringen sker och får därmed samma effekt som de senast nämnda begränsningarna i företag A och D. Man blir mer beroende av internt genererade medel och lönsamma investeringar konkurrerar med varandra om en begränsad finansiering. Korta lån är dock fortfarande till viss del tillgängliga. Vi kan se att problemet då borde bli att koncentrera sig på att omfördela prioriteten kring vilka investeringar som ska genomföras, istället för att fastna i ett farligt beteende att konsekvent utesluta de som behöver längre lånefinansiering. Företag B uppvisar exempelvis det tankesättet och låter längre investeringar ta en del i den åtstramade investeringsbudgeten, för att inte förlora framtida kassaflöden.

Med detta sagt ser vi att de undersökta företagen inte har något större utrymme att investera utöver vad kassaflödet kan ge. Om inte soliditetsmålen begränsar företagen

så fastnar det istället på att det faktiskt inte går att få tag på lån. Möjligtvis inget uppseendeväckande i sig, men kan man då klandra de två företagen att följa ett soliditetsmål i en lågkonjunktur? Förmodligen inte. Vi ska dock poängtera att företag C nämner, om än något motsägelsefullt, att det finns plats för fler investeringar men att de prioriteras bort p.g.a. andra anledningar relaterade till lågkonjunkturen, vilka vi senare kommer att analysera.

5.3 Investeringsbudgetar och investeringsmanualer

Samtliga fallföretag arbetar i någon form med både investeringsbudgetar och investeringsmanualer, även om företag C istället väljer att kalla sin budget för en plan. De tre företag som har påverkats negativt av konjunkturen har alla dragit ner på investeringsbudgeten kraftigt, medan företag D inte förändrat omfattningen av sin investeringsbudget. Generellt kan det sägas att investeringsbudget, resultatbudget och likviditetsbudget ömsesidigt påverkar varandra under normala förhållanden. Under rådande lågkonjunktur har dock rutinerna utvecklats på det viset att investeringsbudgeten styrs av de andra budgetarna istället för en ömsesidig påverkan. Innan lågkonjunkturen undersökte alltså företagen i större utsträckning vilka investeringar som behövdes innan investeringsbudgeten sattes. I fallföretag B var tidigare detta en viktig avgörande faktor när investeringsbudgeten sattes, men nu bestäms istället omfattningen nästan uteslutande av kassaflödet. Gemensamt för de fallföretag som påverkats av konjunkturen är alltså att omfattningen på investeringsbudgetarna minskat markant, samt att de i större utsträckning än innan krisen bestäms av resultat- och likviditetsbudgetarna.

På vilket sätt likviditetsbudgeten påverkar nivån på investeringar är mycket tydligt. När det inte finns lika mycket pengar att investera för går det naturligtvis inte att investera lika mycket. Hur resultatbudgeten påverkar investeringsnivån är emellertid inte fullt lika uppenbart, men detta sker i huvudsak på två olika sätt. För det första påverkar resultatet på lång sikt likviditeten varför resultatbudgeten indirekt påverkar investeringsnivån. På ett mer konkret sätt gör även de lägre försäljningsnivåerna i nuvarande resultatbudgetar att vissa investeringar, som exempelvis kapacitetsinvesteringar och flaskhalsar i produktionen, inte längre är nödvändiga att genomföra. Det ska dock nämnas att samtliga fallföretag har flera lönsamma

investeringar som de väntar med att genomföra p.g.a. att de inte har tillräcklig tillgång till pengar. Det torde därför vara ett rimligt antagande att likviditetsbudgeten tillmäts absolut störst betydelse vid utformandet av investeringsbudgeten i nuvarande lågkonjunktur.

Det resonemang utifrån Arwidi & Yard (1986) och Segelod (1996) om att företag som har dålig soliditet måste genomföra investeringar för att på sikt förbättra soliditeten finner vi, som nämndes ovan i diskussionen om kapitalstruktur, inget stöd för i de undersökta företagen. I de tidigare nämnda studierna var dock situationen något annorlunda. I de fallen hade företagen finansiella problem, men marknaden och konjunkturen i stort var normala. En förklaring till att företagen inte väljer att investera sig ur krisen skulle kunna vara att de inte anser att de själva är orsaken till den dåliga situationen utan att det endast beror av externa faktorer. Om dessa externa förhållanden dessutom endast är tillfälliga skulle det inte finnas samma incitament för dessa företag att investera som det gör för företag i finansiella svårigheter under normala konjunkturförhållanden.

En intressant iakttagelse som rör investeringsmanualer är att även om de inte förändrats innehållsmässigt så har det blivit viktigare att följa de formella regler som finns i manualerna. Beloppsgränser eller på vilken nivå besluten fattas har inte ändrats. Däremot har det blivit viktigare att kunna argumentera för varför vissa investeringar ska genomföras, och det har därmed även blivit viktigare att exakt följa de riktlinjer som finns för beslutsprocessen. I fallföretag B fanns en tradition av att vara mer informell och inte strikt tillämpa reglerna i investeringsmanualerna om det fanns andra argument för varför en särskild investering skulle genomföras. Efter krisen har dock detta utrymme för mer kvalitativa argument minskat betydande.

I Segelods undersökning (1996) hävdade samtliga respondenter att investeringar bör läggas i lågkonjunktur eftersom priserna vid en upphandling blir mer pressade, räntenivån är lägre och tillgången på kompetent arbetskraft större. Detta var dock inget som utnyttjades av något av våra fallföretag. Det företag som främst hade kunnat dra nytta av lågkonjunkturen för att göra billigare investeringar var fallföretag D. Ett av deras större investeringsområden var lastbilar som blivit betydligt billigare sedan krisen. Företaget hade diskuterat att köpa in fler lastbilar än normalt för att utnyttja de

lägre priserna men avstått p.g.a. att de under en period innan krisen gjort mer investeringar än normalt. Resterande fallföretag medgav att det fanns fördelar med att investera i lågkonjunktur men att de inte hade möjlighet att utnyttja det. Detta kan bero på att resonemanget med att investeringar blir billigare i lågkonjunktur inte håller fullt ut just i dagens situation. Trots att räntenivån är mycket låg leder bankernas höjda riskpremier till att det blivit dyrare för företagen att ta upp långa lån än tidigare.

5.4 Olika typer av investeringar

I teorin beskrev vi olika typer av investeringar, vad som karaktäriserar dem och skillnader i krav mellan dem. I empirin har vi sedan tagit upp hur våra analyserade företag prioriterar olika typer av investeringar i lågkonjunkturen. Ett första mönster vi kan se är att samtliga företag även i lågkonjunktur ser säkerhets-, miljö- och hälsoinvesteringar som högsta prioritet. Det var även dessa som Honko (1981) beskrev som tvingande och som hade lägst avkastningskrav. Detta stämmer överens med hur företagen beskrev att lönsamhetsaspekten inte var av stor vikt vid dessa beslut, snarare att välja det bästa av de existerande alternativen. Det andra mycket tydliga mönstret vi ser är att i företag A, B och C är kapacitetshöjande investeringar helt bortprioriterade under lågkonjunktur. Företagen resonerar att eftersom efterfrågan saknas är kapacitetsinvesteringar irrelevanta i lågkonjunkturen. Även strategiska investeringar prioriteras lågt. Dock säger företag C att de är medvetna om att det är viktigt att se långsiktigt och att vissa strategiska investeringar görs.

Vi ser att bristen på kapacitetsinvesteringar och strategiska investeringar kan ses i relation till Honkos (1981) resonemang om att det är dessa som det ställs högst krav på och det är även dessa som innebär mest risk. Att de investeringar som det normalt ställs högst krav på blir bortprioriterade i tider där bristen på kapital och lönsamhet är stor kan ses som naturligt enligt oss. Det kan vidare ses att i en lågkonjunktur ökar risken för bolagen och det kan då synas onödigt att spä på denna risk ytterligare genom att genomföra riskfyllda investeringar. Det måste även sägas att liksom företagen anser vi att då det saknas efterfråga på marknaden blir kapacitetsinvesteringar irrelevanta på kort sikt. Detta kan relateras till det som Arwidi & Yard (1986) skriver om soliditeten och att långsiktiga investeringar ofta undviks för att förbättra soliditeten trots att studier visar att soliditeten på sikt förbättras mer om långsiktiga investeringar görs.

Detta kan även ställas i kontrast till det som diskuterades i avsnittet om budgetar ovan, att det under en lågkonjunktur saknas en stor del av det som kan ses som normal efterfrågan och det är inte bara enskilda företag som går dåligt. Därför kan det, som fallföretagen beskriver, vara svårt att motivera kapacitetsinvesteringar och långsiktiga strategiska investeringar eftersom förutsättningarna ändras så radikalt. I Arwidi & Yard (1986) var det mer enskilda företag som gått dåligt och då kan dessa typer av investeringar eventuellt vara mer motiverade för att förbättra soliditeten på sikt.

De investeringar som görs i företag A utöver säkerhetsinvesteringar är framförallt marknadssäkrande investeringar och i sista hand rationaliseringsinvesteringar. Denna prioritering är liknande i företag B och C. Det kan också jämföras med Honkos rangordning av kravställande på investeringar och vilken risk de har. Dessa investeringar tenderar att göras oftare under en lågkonjunktur än, som nämnts ovan, kapacitetsinvesteringar och strategiska investeringar. Även detta torde hänga ihop med en lägre risk och att det normalt ställs lägre krav på dessa än föregående nämnda investeringar. Den lägre risken visas i att det är lättare att se vilka fördelar de kommer att ge i framtiden och det är lättare att kalkylera med säkrare kassaflöden.

I företag D ser situationen något annorlunda ut. De är inte drabbade av lågkonjunkturen och de prioriterar därför olika typer som vanligt men även här är säkerhets-, miljö- och hälsoinvesteringar viktigast. Eftersom de inte är drabbade av konjunkturen kan strategiska investeringar och kapacitetsinvesteringar vara aktuella, det beror från fall till fall. Bolaget får ses i kontrast till de bolag som är drabbade av konjunkturen och det kan vara detta fall som liknar normalfallet.

Sammanfattningsvis kan det sägas att i en lågkonjunktur är fortfarande säkerhets-, miljö och hälsoinvesteringar viktigast och det är inget man tummar på från företagen. Vidare ser vi att de företag som drabbats av lågkonjunkturen (A, B och C) väljer att helt prioritera bort kapacitetsinvesteringar och att strategiska investeringar prioriteras bort kraftigt. Detta vill vi koppla till att vissa företag vill förbättra soliditeten kortsiktigt och att vissa vill förbättra kassaflödet kortsiktigt vilket gynnar kortsiktiga investeringar. Detta kan i sitt hela perspektiv även kopplas till de korta payback-tider som företagen ställer som krav. Sådana krav hänger ihop med soliditetsmålen och kassaflödesmålen vilket i sin tur gör att långsiktiga investeringar får svårt att

genomförs i en lågkonjunktur där soliditeten påverkas negativt, det är dyrt att få lån och kassaflödet försämras.

5.5 Kvalitativa faktorer

I teorin diskuterade vi att företag inte endast kan titta på hårda ekonomiska fakta och prognoser om framtiden. De måste se till helheten i företaget, hur en investering kommer att ge fördelar eller nackdelar som inte kan tydliggöras av en kalkyl. I empirin har vi sedan sett hur företagen agerar i praktiken. Samtliga företag i vår studie anser att det är ekonomiska fakta som styr huruvida en investering görs eller inte. Det lämnas i huvudsak inte plats för att ta in kvalitativa faktorer som anställdas inflytande eller hur vida företagen vill behålla sina anställda. Vi har dock identifierat några kvalitativa faktorer för tre av företagen som har betydelse vid investeringsbedömningen och besluten. I företag A påpekas att de vill behålla sina nyckelanställda i företaget samtidigt som de påpekar att det ändå är främst ekonomiska fakta som styr. De motiverar detta med att det är svårt att bygga en bra process utan kompetent personal. Ett sådant resonemang kan jämföras med Shanks (1996) resonemang om att det är viktigt för företag att behålla sina nyckelanställda. Ett sådant resonemang kan vi se som något viktigare under en lågkonjunktur eftersom företagen då varslar mycket personal. Det kan då vara viktigt att behålla rätt personal för att vara beredd då konjunkturen vänder och inte göra investeringar som leder till varslande av för stor del av de nyckelanställda.

I företag B tas det också hänsyn till kvalitativa aspekter i viss grad. Detta gäller framförallt för strategiska investeringar där beskrivningen av kvalitativa data blir mycket viktigt. Det tyder på att de försöker se helheten men detta torde inte bli allt för påtagligt i en lågkonjunktur där företagets strategiska investeringar minskar kraftigt och istället tas investeringar fram där det är lättare att förutspå framtida kassaflöden.

Företag C har ett synnerligen intressant resonemang angående en kvalitativ faktor som påverkar deras investeringsbedömning. De vill inte göra för mycket investeringar även om de har möjlighet till investeringar inom payback-kravet och positivt NPV. Detta beror på att de vill signalera till marknaden att de tar krisen på allvar och att de gör något åt det genom att minska investeringsvolymen och inte bara varsla personal.

Resonemanget saknar till stor del finansiellt teoretiskt stöd men det skulle kunna ge marknaden en positiv bild och det ger en bild av att företaget bryr sig om sina anställda. Resonemanget som företaget för är intressant men det är svårt för oss att dra en generell slutsats om att detta förekommer i stor utsträckning men det vore mycket intressant att forska vidare på i framtiden.

Sammanfattningsvis är det svårt att komma fram till en generell slutsats annat än att de flesta företag menar att det är synnerligen hårda ekonomiska fakta som investeringsbesluten mestadels fattas på. Resultatet kan bero på att vi tittar på tillverkande företag och framförallt industriföretag. Det är möjligt att resultatet skulle bli ett annat om serviceföretag undersöktes. De kvalitativa faktorer vi hittat är intressanta och de påverkas i viss mån av lågkonjunkturen men det är svårt få en helhetsbild då det skiljer sig mycket mellan företagen. De tydligaste kvalitativa faktorer vi ser är i företag A och C som vill behålla sina nyckelanställda respektive signalera till marknaden att de tar konjunkturen på allvar.

5.6 Sunk cost

Företagen följer och bevakar hur investeringsprojekten utvecklas och det finns inget som tyder på att de läggs ner p.g.a. inflytandet av redan gjorda utbetalningar. Bedöms det i ett redan påbörjat projekt att framtida kassaflöden inte gör investeringen lönsam läggs projektet oftast ner eller om möjlighet finns som avvaktande tills lönsamhet kan fås. Företag B har exempelvis en intern modell där investeringar får olika utfall enligt en skala. Företag D genomför alltid påbörjade investeringar eller skjuter som sagt undantagsvis på investeringar vid olönsamhet. Det finns dock en viss problematik i att ta reda på hur företagen konkret hanterar sunk-costs som gör det svårt att få en klar bild. Frågorna blir mer invecklade, då man vill styra att svaren antingen bekräftar eller motsäger teorin. Osäkerheten finns kvar i svaren om respondenten verkligen svarade på lönsamheten med de tidsmässigt korrekta kostnaderna i åtanke. Det är dessutom lätt att ge en förskönande bild på att företaget alltid genomför lönsamma respektive stoppar olönsamma investeringar, utan att behöva gå in på detaljerat tankesätt. Den striktare bedömning som vi konstaterat att investeringar i en lågkonjunktur får, kan tänkas leda till att redan gjorda utbetalningar inkluderas i syfte att vara mer restriktiv. Det skulle i så fall motsätta säga teorin.

De undersökta företagen bedöms dock generellt agera enligt teorin att enbart göra lönsamhetsbedömningar på framtida kassaflöden och att inte inkludera historiska utbetalningar. Det skulle här vara intressant att få möjligheten att undersöka enskilda investeringar mer noggrant för att få ytterligare bekräftelse. Detta ryms dock inte inom tidsramen för undersökningen då andra påverkande faktorer skulle blivit åsidosatta.

6 Resultat och vidare forskning

I det sjätte kapitlet sammanställer vi de resultat som har framkommit genom analysen av empirin. Vi tar avslutningsvis upp vidare forskningsområden som är intressanta för studien.

6.1 Resultatdiskussion och slutsatser

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur tillverkande företag under en lågkonjunktur bedömer investeringsalternativ, samt om, och i så fall hur denna bedömning skiljer sig från mer gynnsamma perioder. Genom att intervjua personer som är ansvariga för investeringar i fyra olika tillverkande företag har vi kommit fram till flera slutsatser om vilka faktorer som är viktiga och hur kriterierna för investeringsbedömning ändras.

En faktor som har påverkat företagen under lågkonjunkturen är att det har blivit svårare att anskaffa kapital vilket gjort att kriterierna för investeringsbedömningen har förändrats. Det som framförallt har hänt är att likviditet och kassaflöden har blivit oerhört viktigt. Kassaflödet avgör både nivån på investeringar i företagen, och i stor utsträckning även vilka investeringar som genomförs. När mindre pengar kommer in i företaget från den löpande verksamheten, samtidigt som det blir svårare att få tag på externt kapital, leder detta till att företagen investerar mindre. Vår studie visar även att den större fokuseringen på kassaflöden har lett till att payback blivit ännu viktigare under lågkonjunkturen. Företagen ändrar också kriterierna vid investeringsbedömning på det sättet att payback-kraven blir tuffare med snabbare återbetalningstider. Den större fokuseringen på payback har även gjort att andra kalkylmetoder som NPV och IRR blivit mindre viktiga. Det leder i sin tur till att det inte är någon idé att justera kalkylräntan, vilket tidigare studier (Arwidi & Yard 1986) visat att företagen gjort för att höja kraven. Vår slutsats blir att payback blir viktigare för företagen vilket även stöds av Yards (1987) studie där han visade att företag som gick dåligt använde payback i större utsträckning än diskonterade modeller. Slutsatsen är vidare att primär

kalkylmetod ej ändrats i våra fallföretag men att hårdare krav ställs på payback-tiderna vilket vi antar är en generell bild för företag under lågkonjunkturen.

Det har under lågkonjunkturen också skett en förändring i hur investeringsbudgetar sätts i företagen. Tidigare påverkade resultat- likviditets- och investeringsbudgetar varandra ömsesidigt. Behovet av investeringar kunde avgöra investeringsnivån, och övriga budgetar kunde i viss mån anpassas därefter. Under lågkonjunkturen styrs dock ramar och innehåll i investeringsbudgeten så gott som helt och hållet av resultat- och likviditetsbudgeten. Detta kan ställas i kontrast till de studier som visade att vissa företag gör investeringsbudgeten tillsammans med de övriga budgetarna vilket även våra fallföretag gjorde innan lågkonjunkturen. Det torde vara en allmän bild att lågkonjunkturen påverkar i vilken ordning budgetarna görs. Det kan även tänkas att investeringsbudgeten tidigare var mer utav en prognos över vilka investeringar som skulle göras medan de nu istället verkligen är en budget som måste hållas. Vår slutsats är att under en lågkonjunktur påverkar likviditets- och resultatbudgeten investeringsbudgeten som i sin tur utgör en begränsning för hur mycket investeringar som företagen kan göra. Den begränsade tillgången på kapital som är mycket påtaglig i nuvarande lågkonjunktur har alltså lett till att investeringsbudgeten blivit viktigare att följa.

En intressant aspekt var att företagen inte har ändrat var i företagen beslut om investeringar fattas. Företagen har heller inte ändrat beloppsbegränsningar för på vilken nivå i företagen investeringsbeslut kan fattas. Dessa två aspekter var något som vi i inledningen av studien antog skulle kunna ha förändrats under lågkonjunkturen, men det verkar som företagen väljer att begränsa investeringsmängden på andra sätt. Ett annat mönster som var mycket tydligt var att det har blivit viktigare att följa investeringsmanualer. Manualer användes även tidigare men det var inte lika viktigt att följa dessa till punkt och pricka vid investeringsbedömningen. Eftersom färre investeringar genomförs har det blivit viktigare att motivera varför vissa investeringar genomförs och andra inte. I och med detta drar vi slutsatsen att det även är av större vikt att följa alla riktlinjer och att fatta besluten på konkreta grunder.

När det kommer till vilka typer av investeringar som fortfarande genomförs respektive vilka som skjuts på framtiden är det mycket tydligt att kortsiktiga investeringar

prioriteras framför långsiktiga. Säkerhets- och miljöinvesteringar görs fortfarande eftersom de inte går att undvika. Däremot görs mycket få strategiska investeringar, och kapacitetsinvesteringar görs inte över huvud taget eftersom det inte finns tillräcklig efterfrågan för att de ska vara lönsamma i nuvarande konjunkturläge. Företagen genomför inte heller långsiktiga investeringar för att stärka sin soliditet i framtiden, utan väljer att göra de investeringar som ger bra kassaflöden på kort sikt. Anledningarna som vi ser till att långsiktiga investeringar inte görs är att det saknas tillräcklig efterfrågan, att det ökar osäkerheten för företagen eftersom kassaflödena blir osäkrare, men också att det är dyrt att få långa lån till finansieringen av investeringarna. Den slutsats vi kan dra av detta är att de teorier som Arwidi & Yard (1986) uttrycker om att soliditeten förbättras mer på lång sikt om långsiktiga investeringar genomförs inte håller i lågkonjunktur. Det beror på att företagen är så pass kraftigt begränsade vad gäller likviditet och möjlighet till finansiering, och krav på snabb återbetalning blir då ett mer relevant kriterium än långsiktig avkastning.

Ett av våra företag prioriterade att behålla nyckelanställda även under lågkonjunkturen. Deras attityd stämmer väl överens med Shanks resonemang om att företag bör ta hänsyn till fler faktorer än att endast prioritera de mest lönsamma investeringarna. Detta skulle kunna vara något som existerar i fler företag men vi vågar inte dra slutsatsen att det är ett generellt fenomen. Det var även intressant att se att ett av företagen valde att avstå från vissa investeringar för att visa att de tar krisen på allvar. Detta stöds inte av någon av de teorier vi tittat på men är synnerligen intressant för vidare forskning och något vi misstänker skulle kunna förekomma i fler företag.

Slutligen vill vi säga att de teorier som finns rörande investeringsbedömning kastas om något eftersom marknaden förändras så pass radikalt. Det går inte att efterfölja de teorier som finns eftersom de ofta är baserade på normala förhållanden. Under rådande lågkonjunktur ser vi tydligt att helt andra förhållanden gäller.

6.2 Vidare forskning

Under tiden som arbetet med uppsatsen fortlöpt har det uppstått vissa frågeställningar som vi p.g.a. tids- och resursbegränsningar inte haft möjlighet att besvara i denna uppsats. Därför ger vi följande förslag till vidare forskning:

- Undersöka vilka signaler företag vill sända ut till marknaden via sitt investeringsbeteende samt om detta förändras i lågkonjunktur.
- Genomföra en studie av hur maktförhållandena mellan aktieägare och kreditgivare förändras, och hur deras inflytande över företagets verksamhet påverkas av en lågkonjunktur.
- Göra en större studie där fler företag deltar och dela in dessa i olika branscher.
- Göra en survey-undersökning av ett stort antal företag med mer fokus på kalkylmetoder.

7 Källor

Publicerade källor

Arnold, Glen (2005), *Corporate financial Management*, tredje upplagan, Pearson Education Limited, Essex

Arwidi, Olof & Yard, Stefan (1986), *Kriterier för investeringsbedömning – Teori och tillämpning*, Författarna och Bokförlaget Doxa AB, Lund

Bell, Judith, (1993), *Introduktion till forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund

Bergknut, Per, Elmgren-Warberg, Jill & Hentzel, Mats (1993), *Investering i teori och praktik*, Studentlitteratur, Lund

Bryman, Alan & Bell, Emma, (2005), *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber ekonomi, Malmö

Denscombe, Martyn, (2000), *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund

Gandemo, Bertil & Astély, Sandor (1983), *Finansiell planering*, sjunde upplagan, PA Nordstedts & Söners förlag, Stockholm

Ghemawat, Pankaj (1993), *The risk of not investing in a recession*, Sloan Management Review, Sloan

Graham, J.R. & Harvey, C.R. (2001), *The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field*, Journal of financial economic, New Orleans

Hansson, Sigurd, Arvidsson, Per & Lindquist, Hans (2001), *Företags- och räkenskapsanalys*, nionde upplagan, Studentlitteratur, Lund

Honko, Jaakko (1981), *Planering och kontroll av investeringar*, tredje upplagan, Prisma, Arlöv

Hoque, Zahirul (2005), *Strategic Management Accounting*, andra upplagan, Prentice Hall

Nilsson, Sven-Åke & Persson, Ingvar (1993), *Investeringsbedömning*, femte upplagan, Liber-Hermods, Malmö

Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2006), *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt – Mål samband och mätmetoder*, tredje upplagan, Studentlitteratur, Lund

Koller, Tim, Goedhardt, Marc & Wessels, David (2005), *Valuation – Measuring and managing the value of companies*, fjärde upplagan, McKinsey & Company, Hoboken, New Jersey

Renck, Olle (1966), *Investeringsbedömning i några svenska företag*, Esselte Tryck, Stockholm

Rienecker, Lotte & Jørgensen, Peter (2002), *Att skriva en bra uppsats*, Liber, Malmö

Sagner, James (2007), *Capital budgeting: Problems and new approaches*, Wiley Periodicals Inc., Wilmington

Sandahl, Gert & Sjögren, Stefan (2005), *Investeringsbeslut - En spegling av praxis och normer*, Bokförlaget BAS, Göteborg
Segelod, Esbjörn, s. 49-65
Yard, Stefan, s. 127-148
Sandahl, Gert, Sjögren, Stefan, s. 69-102

Segelod, Esbjörn (1996), *Capital Budgeting Procedures – Experience from Major Swedish Groups*, företagsekonomiska institutionen vid Uppsala universitet, Uppsala

Segelod, Esbjörn (1998), *Capital budgeting in a fast-changing world*, Elsevier Science Ltd, Kidlington

Segelod, Esbjörn (1999), *Organizational structure and control of investments*, Höskolebiblioteket i Västerås, Västerås

Shank, John K (1996), *Analysing Technology Investments – from NPV to Strategic Cost Management (SCM)*, Management Accounting Research, 1996, 7, Academic Press Limited,

Wang, Henry & Yang, Bill Z., (2001), *Fixed and sunk costs revisited*, Heldref Publications, Washington DC

Yard, Stefan (1987), *Kalkyllogik och kalkylkrav – samband mellan teori och praktik vid kravställandet på investeringar i företag*, Studentlitteratur, Lund

Elektroniska källor

Ericsson Årsredovisning 2008, 090414

http://www.ericsson.com/ericsson/investors/financial_reports/2008/annual-report.shtml

Statistiska Centralbyrån (2009),

http://www.scb.se/Pages/PressRelease_263786.aspx och

http://www.scb.se/Pages/Product_22908.aspx?produktkod=NR0103&displaypressrelease=true&pressreleaseid=263310

Svensk Exportkredit (2008), 090414, *Nyhetsbrev Oktober*,
http://www.sek.se/upload/Nyhetsbrev/SEK_308.pdf

Wall Street Journal (2008), 090414, *Worst crisis since '30s, with no end yet in sight*,
<http://online.wsj.com/article/SB122169431617549947.html>

Bilaga

Intervjufrågor

Inledning

- Vilken position har du på företaget?
- Hur är din uppfattning att företaget gått de senaste 5 åren?
- Har du märkt någon skillnad det senaste året?
- Hur ser ni på framtiden?
 - Orderingång?
 - Försäljningsvolym?
- Hur är ditt inflytande över investeringsbedömningen?
 - Har du möjlighet att påverka reglerna för investeringsbedömningen? Vilka faktorer tycker du/företaget är viktiga vid investeringsbedömning?
- Vad skulle du säga är specifikt viktigt för ert företag att tänka på vid investeringar i lågkonjunktur?
 - Ser du något specifikt med investeringar i den här lågkonjunkturen?

Soliditet

- Har ni något soliditetsmål i företaget?
 - Varför har ni det målet/Varför inte?
 - Har ni upplevt svårigheter att upprätthålla målet det senaste året?
 - Hur påverkas investeringar av det målet?

Budgetar

- Hur ser företagets budgetar ut för framtiden? Är de lägre på grund av lågkonjunkturen?
- Hur stor volym för investeringar är budgeterad för 2008 jämfört med 2009?
- Använder ni er av investeringsbudgetar?
 - Vilken tidsram har ni för dessa?
 - Hur bestäms omfattningen av investeringarna?
 - Påverkar de andra budgetarna investeringsbudgeten eller påverkar investeringsbudgeten de andra budgetarna?
- Påverkar soliditetsmålet nivån på investeringsbudgeten?
- Hur upplever ni möjligheterna anskaffa kapital?
 - Är det dyrare eller billigare?
 - Är det svårare eller lättare?

Metoder

- Vilka metoder använder ni normalt vid investeringskalkylering?
 - Vilken är förstahandsmetoden?
 - Har detta förstahandsval ändrats under lågkonjunkturen?
- Varför/Varför inte?

Kalkylränta

- Vad använder ni för kalkylränta i era diskonterade metoder?
 - Hur är kalkylräntan framtagen?
 - Om WACC, hur är kostnaden för lån och eget kapital beräknat?
 - Justerar ni kalkylräntan för olika investeringar? Varför/Varför inte?
 - Ändras kalkylräntan under lågkonjunktur? Höjs den eller sänks den?
 - Vad mer påverkar ändringar av kalkylräntan i er bedömning?

Investeringsmanualer

- Använder ni er av investeringsmanualer i koncernen?
- För vilka typer av investeringar används dessa och upp till vilka belopp?
- Hur ser era investeringsmanualer ut?
 - Specificeras kalkylränta? Livslängd? Paybacktid?
- På vilka nivåer kan investeringsbeslut tas?
 - Vilken typ av investeringar tas normalt på vilken nivå?
 - Har detta ändrats under lågkonjunkturen?
- Hur strikt tillämpas investeringsmanualerna?

Sunk costs

- Hur jobbar ni med uppföljning av tidigare investeringar?
- Har ni investeringar påbörjade som inte längre har positivt NPV med dagens situation i vetskap och utgångspunkt idag?
 - Genomför ni dessa investeringar eller avbryter ni? Varför?
- Har ni påbörjade investeringar som ej kommer genomföras p.g.a. att totala kassa utflödet förväntas bli för stort och ej ge positivt ROIC?
 - Skulle dessa investeringar ha positivt NPV om de gjordes med endast framtida kassaflöden i åtanke?

Kvalitativa faktorer

- Finns det kvalitativa faktorer att ta hänsyn till vid investeringsbedömningen?
- Tas det mer eller mindre hänsyn till dessa i dagens lågkonjunktur?
 - Har de förändrats med lågkonjunkturen?
- Undviks lönsamma investeringar p.g.a. att företaget vill behålla anställda?
- Finns det strategiska skäl som avgör huruvida investeringar görs eller inte under nuvarande lågkonjunktur?

Case

- Kan du beskriva en nyligen genomförd investering
 - Varför gjorde ni den
 - Hur skulle karaktärisera den
- Beskriv en investering ni avstod från
 - Vad var anledningen till det?
- Har ni lönsamma investeringar idag som ni undviker att genomföra?
 - Varför investerar ni inte?