



School of Business  
Economics and Law  
GÖTEBORG UNIVERSITY

Handelshögskolan  
Magisteruppsats  
vid Företagsekonomiska institutionen

# Företagsanalys och shareholding

– En fallstudie om Cevian Capital AB och  
dess förvärv

*Magisteruppsats / Master Thesis*

*Författare:*

Henrik Norén

Ulrik Norén

Hans-Erik Wahll

*Handledare:*

Professor Thomas Polesie

*Företagsekonomi* med inriktning mot  
Externredovisning och företagsanalys

HT 2006

# Sammanfattning

## Magisteruppsats inom företagsekonomi med inriktning mot Externredovisning och företagsanalys, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, VT 2006

**Författare:** Henrik Norén, Ulrik Norén och Hans-Erik Wahll

**Handledare:** Professor Thomas Polesie

**Titel:** Företagsanalys och shareholding – En fallstudie om Cevian Capital AB och dess förvärv

**Problembeskrivning:** Under år 2006 förvärvade Cevian Capital AB, med dess företrädare Christer Gardell och Lars Förberg i spetsen, en aktiepost i det svenska företaget Volvo. Detta skapade starka reaktioner i såväl det svenska näringslivet som hos svenska politiker, vilket kom att avspeglas i media. Farhågor väcktes om att Cevian Capital AB:s närvaro i Volvo skulle kunna vara menligt för det sistnämnda företags långsiktiga strategiska mål. Vidare fruktades att närvaron skulle förorsaka arbetslöshet. Andra bedömare ansåg dock att förvärvet skulle mottagas såsom någonting positivt för den svenska kapitalmarknaden. Således framträdde en konflikt om ägarskap mellan olika företagsintressenter.

**Frågeställning:** Vilken är Cevian Capital AB:s affärsidé, vilka motiv bakomliggjer densamma och vad händer med de bolag som företaget inträder i?

**Syfte:** Denna studies syfte är att utföra företagsanalyser för att därigenom kartlägga och vinna ökad kunskap om Cevian Capital AB utifrån shareholder-teori (aktieägarvärdeorienterad teori); att kartlägga företags affärsidé för att försöka klargöra dess agerande samt beskriva vilka effekter detta får för de förvärvade bolagen, samt att utforska vilka motiv som bakomliggjer företags förvärv.

**Studiens urval och avgränsningar:** Cevian Capital AB har inträtt såsom ägare i sju bolag. Endast fem av dem har undersökts mellan åren 1999-2006. Vidare gäller att några av de övriga bolagen inte inkluderas i samtliga undersökningsområdena. Studierna faller inom de företagsanalytiska områdena.

**Tillvägagångssätt:** Vi har utfört företagsanalyser bestående av olika nyckeltal, primärt baserade på årsredovisningsmaterial, av de av Cevian Capital AB uppköpta bolagen för att klargöra gemensamma trendutvecklingar och trendbrott som kan härledas till det förstnämnda företaget. För att skönja vad Cevian Capital AB gör med de förvärvade företagen kontrasteras dessas förhållanden innan tiden för förvärv med tiden efter förvärv. Därvid har en komparativ analys utförts av de uppköpta bolagen för att därigenom försöka klargöra Cevian Capital AB:s förfaranden. Vi har även utfört litteraturstudier av såväl akademisk som massmedial karaktär. De akademiska avsnitten behandlar frågor kring aktieägarorientering, finansmarknadsfrågor, samt de ekonomisk-teoretiska samband som bakomliggjer de olika nyckeltalsanalyserna. De massmediala avsnitten fokuserar frågor adresserade i media och införlivas inom ramen för kapitlet empiri och resultat. De teoretiska resonemangen har sedan relaterats till såväl mediedebatten återfinnandes i empiriavsnittet som de företagsekonomiska analyserna baserade på olika nyckeltal.

**Slutsats:** Vi finner att Cevian Capital AB:s båda grundare och företrädare bekänner sig till shareholder-synsättets konception. Enligt detta perspektiv skall ett företag endast fokusera ett enda mål: Att generera maximal avkastning åt aktieägarna. Vidare framförs retoriskt att detta mål för med sig att alla andra intressenter gynnas. Att fokusera andra mål är därför, enligt detta perspektiv, att betrakta såsom suboptimerande, vilket eliminerar överlevnadshanserna i en kapitalistisk marknadsekonomi. Stakeholder-företrädare avfärdar detta argument. Vi finner (sammanfattas i sju punkter) att Cevian Capital AB:s affärsidé kortfattat innebär att bolaget uppköper undervärderade bolag – med hjälp av företrädesvis amerikanska investerare – som har potential att efter såväl interna som externa förändringar betinga ett högre värde. En central brännpunkt synes vara att Cevian Capital AB efter förvärvandet av aktieposterna antager en mycket aktiv ägarroll (ägandet och driften sammanblandas och principalens roll harmonieras med agentens). Det aktiva ägandet förekommer endast under de förvärvade bolagens förändringsprocesser. Företagen styrs då mot ett s.k. optimalt värde, d v s olika värdegap elimineras.

Vi finner vidare att Cevian Capital AB får förräntning av sin investering på två sätt: Genom utdelningar – där kapitalet överförs från det förvärvade bolaget till Cevian Capital AB – och haussad aktiekurs. Vi konkluderar vidare att det huvudsakliga motivet bakom affärsidén troligen torde vara den interna förräntningen, även om viss retorik från företags företrädare försöker nyansera detta påstående. Vi finner även evidens för att vissa igenkommande mönster är att skåda då Cevian Capital AB inträder såsom ägare i olika företag. Avslutningsvis ställer vi oss frågan huruvida Cevian Capital AB måhända bidrager till att erodera den s.k. svenska modellen.

## Förord

Vi skulle vilja rikta ett stort tack till dem som hjälpt oss med denna uppsats; d v s först och främst professor Thomas Polesie som synes ha lyckats utlåna nästan hela sin privata samling böcker till oss – en samling som förefaller vara Handelshögskolans näst största bibliotek. Vi tackar även för en utomordentligt studentvänlig handledningsmiljö. Dörren in till professors kontor har alltid varit öppen!

Vi vill även tacka bibliotekarien Joakim Lennartsson vid Ekonomiska biblioteket som guidat oss genom Universitetsbibliotekets olika databaser. Vi riktar även ett tack till vår seminariegrupp.

Göteborg, januari året 2007

-----  
Henrik Norén

-----  
Ulrik Norén

-----  
Hans-Erik Wahll

# Innehållsförteckning

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>1</b>
1.1 BAKGRUND .....	1
1.2 ÖVERGRIPANDE PROBLEMFÖRMULERING .....	1
1.3 SYFTE .....	1
1.4 AVGRÄNSNINGAR OCH URVAL .....	1
<b>2. TILLVÄGAGÅNGSSÄTT</b> .....	<b>2</b>
<b>3. TEORETISK REFERENSRAM</b> .....	<b>4</b>
3.1 SHAREHOLDING .....	4
3.1.1 Inledning och bakgrund .....	4
3.1.2 Konceptets historik och diffusion .....	5
3.1.2.1 Uppkomsten i Sverige .....	6
3.1.3 Företagets syfte .....	7
3.1.4 Syn på marknad .....	8
3.1.5 Syn på ägande .....	8
3.1.6 Styrning utifrån shareholder-perspektivet .....	9
3.1.6.1 Strategier relaterade till shareholding .....	10
3.1.6.2 Principal-agentteorin .....	11
3.1.7 Begreppet riskkapital .....	13
3.2 FINANSMARKNAD, AKTIEKURSER OCH PSYKOLOGI .....	14
3.3 FONDER OCH FONDFÖRVALTARE .....	16
3.4 NYCKELTAL .....	17
3.4.1 Inledning .....	17
3.4.1.1 Röntabilitetsmått .....	17
3.4.1.1.1 Röntabilitet på eget kapital, $R_E$ .....	18
3.4.1.1.2 Röntabilitet på totalt kapital, $R_T$ .....	18
3.4.1.1.2.1 DuPont-samband .....	18
3.4.1.1.2.1.1 Kapitalomsättningshastighet .....	19
3.4.1.1.2.1.2 Vinstmarginal .....	19
3.4.1.1.3 Genomsnittlig låneränta, $R_S$ .....	20
3.4.1.2 Kapitalstruktur .....	20
3.4.1.2.1 Skuldsättningsgrad .....	20
3.4.1.2.2 Soliditet .....	21
3.4.1.3 Hävstångssamband .....	21
3.4.1.4 Kassalikviditet .....	22
3.4.1.5 Aktierelaterade nyckeltal .....	23
3.4.1.5.1 Aktiekurs/Substans per aktie .....	23
3.4.1.5.2 P/E-tal .....	23
<b>4. EMPIRI OCH RESULTAT</b> .....	<b>24</b>
4.1 INLEDNING: CEVIAN I MEDIA .....	24
4.1.1 Medias beskrivning av Cevian .....	24
4.1.2 Debatten om Cevian .....	24
4.1.2.1 Debatt inom näringslivet .....	24
4.1.2.2 Politisk debatt .....	26
4.1.3 Cevians företrädares syn på företaget .....	28
4.2 KORTFATTAD PRESENTATIONSMATRIS AV CEVIANS FÖRVÄRV .....	32
4.3 NYCKELTALSANALYS AV DE FÖRVÄRVADE FÖRETAGEN .....	32
4.3.1 Bokförda värden .....	33
4.3.1.1 Röntabilitet på eget kapital, $R_E$ .....	33
4.3.1.2 Röntabilitet på totalt kapital, $R_T$ .....	34
4.3.1.2.1 DuPont-samband: Vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet .....	35
4.3.1.2.2 DuPont-samband: En mer ingående analys utifrån ett DuPont-schema .....	36
4.3.1.3 Genomsnittlig låneränta, $R_S$ .....	38
4.3.1.4 Kapitalstruktur: Soliditet .....	39
4.3.1.5 Hävstångssamband .....	39
4.3.1.6 Kassalikviditet .....	40
4.3.2 Marknadsvärden .....	40
4.3.2.1 Föreslagen utdelning per aktie respektive faktisk utdelning per aktie .....	41
4.3.2.2 Aktiekurs/Substansvärde per aktie .....	42

4.3.2.2.1 Aktiekursen på balansdagen .....	42
4.3.2.2.2 Substansvärde per aktie .....	43
4.3.2.3 P/E-tal .....	44
4.3.2.3.1 Vinst per aktie .....	45
4.3.2.4 Aktiekursutveckling över tiden .....	45
<b>5. SLUTSATSER.....</b>	<b>47</b>
5.1 CEVIANS AFFÄRSIDÉ .....	47
5.2 CEVIANS MOTIV .....	49
5.3 VAD SOM HÄNDE I BOLAGEN CEVIAN INTRÄDDE SÅSOM ÄGARE I .....	49
5.3.1 Bokförda värden .....	50
5.3.2 Marknadsvärden .....	51
5.4 REFLEKTIONER .....	51
5.5 FÖRSLAG TILL FORTSATT STUDIER .....	53
<b>6. FOTNOTSFÖRTECKNING .....</b>	<b>54</b>
<b>7. KÄLLFÖRTECKNING .....</b>	<b>I</b>

## Matrisförteckning

MATRIS 1: CEVIANS FÖRVARV .....	32
---------------------------------	----

## Figurförteckning

FIGUR 1: RÄNTABILITET PÅ EGET KAPITAL, $R_E$ .....	33
FIGUR 2: RÄNTABILITET PÅ TOTALT KAPITAL, $R_T$ .....	34
FIGUR 3: VINSTMARGINAL, $VM$ .....	35
FIGUR 4: KAPITALOMSÄTTNINGSHASTIGHET, $KOH$ .....	36
FIGUR 5: DUPONT-SCHEMA .....	37
FIGUR 6: GENOMSNITTLIG LÄNERÄNTA, $R_S$ .....	38
FIGUR 7: SOLIDITET .....	39
FIGUR 8: KASSALIKVIDITET .....	40
FIGUR 9: FÖRESLAGEN UTDELNING PER AKTIE .....	41
FIGUR 10: AKTIEKURS/SUBSTANSVÄRDE PER AKTIE .....	42
FIGUR 11: AKTIEKURSEN PÅ BALANSDAGEN .....	42
FIGUR 12: SUBSTANSVÄRDE PER AKTIE .....	43
FIGUR 13: P/E-TAL .....	44
FIGUR 14: VINST PER AKTIE .....	45
FIGUR 15: AKTIEKURSUTVECKLING .....	45
FIGUR 16: KURSUTVECKLING: GENERALINDEX .....	46

# 1. Inledning

---

## 1.1 Bakgrund

Företaget och tillika fondförvaltaren Cevian Capital AB (hädanefter enbart benämnt såsom Cevian) blev mycket uppmärksammat under sensommaren och hösten 2006, då det framkom att detsamma hade förvärvat aktieandelar i företaget Volvo (i denna uppsats avser vi med ordet *förvärv* ett inköp av en aktiepost, d v s ej något fullständigt övertagande av ett helt företag). Detta väckte starka reaktioner både medialt och politiskt.<sup>1</sup> Cevian betecknas i många medier såsom ett *corporate raider-bolag* som är ute efter att göra snabba förändringar i de företag detsamma investerar i för att plocka ut så mycket pengar som möjligt på kortast möjliga tid.<sup>2</sup> När Cevian inträdde i Volvo – som är starkt förknippad med svenskt företagande, samt en betydelsefull arbetsgivare – visade många en stark oro för att Cevians inflytande i bolaget kommer att vara skadligt för detsamma.<sup>3</sup> Andra anser, å andra sidan, att Cevian bidrar till att finansmarknaden fungerar bättre eftersom dess existens tvingar företagen att effektivisera sin verksamhet och se över sin kapitalstruktur, för att inte bli uppköpta.<sup>4</sup> Därtill anser många även att enskilda ägare, bättre än företagen, kan placera vinsterna som uppkommer i företagen och att dessa därför skall delas ut i största möjliga mån. På så vis kan nya bra idéer finansieras med tillgängligt kapital.<sup>5</sup> Ur debatten framträdde en konflikt mellan de kapitalistiska krafternas och andra intressenters syn på ägande. Dessa intressenter är bland annat anställda och stat.<sup>6</sup>

## 1.2 Övergripande problemformulering

Vilken är Cevian Capital AB: s affärsidé, vilka motiv bakomliggjer densamma och vad händer med de bolag som företaget inträder i?

## 1.3 Syfte

Att utföra företagsanalyser för att därigenom kartlägga och vinna ökad kunskap om Cevian Capital AB utifrån shareholder-teori (aktieägarvärdeorienterad teori); att kartlägga företagets affärsidé för att försöka klargöra dess agerande samt beskriva vilka effekter detta får för de förvärvade bolagen, samt att utforska vilka motiv som bakomliggjer företagets förvärv.

## 1.4 Avgränsningar och urval

I denna undersökning undersöker vi endast de bolag som Cevian Capital AB inträtt som ägare i, inte några andra. Vi undersöker inte heller vare sig de nyligen förvärvade bolagen TeliaSonera eller Volvo i någon vidare mening. Undersökningen fokuserar endast juridiska personer, ej fysiska dylika. Samtliga företag har inte inkluderats inom ramen för varje företagsanalytiskt område. Vi kommer därtill endast följa bolagen under ett bestämt antal år – mellan åren 1999 t.o.m. 2006, i den mån siffrorna har funnits tillgängliga.

Vi har valt att inte utföra intervjuer. Vi fann att vår beskrivna mediedebatt i allt väsentligt måste anses kunna substituera den information som en intervju hade kunna ge oss. De journalister som utfört intervjuer klassificerar vi därför såsom *ställföreträdande intervjuare*, för att travestera Brodin, B., et al (2000): s begrepp: ställföreträdande ägare.<sup>7</sup>

## 2. Tillvägagångssätt

---

Vår uppsats tillkomst baseras på aktuella händelser. För att vinna ökad kunskap beträffande vad Cevian Capital AB är för ett bolag, lät vi utföra företagsanalyser på de uppköpta företagen för att försöka klargöra gemensamma trendutvecklingar som kan härledas till Cevian. Genom att jämföra de uppköpta bolagens förhållanden före Cevians inträde, med förhållandena efter inträdet kan avslöjas vad Cevian generellt sett de facto gör med bolagen. Primärt härvid var att studera årsredovisningsmaterial.

Vi använde oss av ett antal olika nyckeltal för att urskilja förändringarna. De nyckeltal som vi har valt ut, tror vi kan ge en översiktlig bild över vad som händer i samband med inträderna. Information inhämtades från olika håll; exempelvis från de berörda företagens årsberättelser, samt andra externa källor. Vi lät därvid utföra en *komparativ analys* av de uppköpta företagen. Anledningen till att vi utförde en komparativ analys är på grund av svårigheten att fastställa med exakthet vad och hur just Cevian påverkade bolagen. Genom att söka efter gemensamma trender ökade, menar vi, möjligheterna att utröna vad som hände med bolagen efter inträdet, jämfört med förhållandena innan tiden för förvärv. Notera dock att vi inte med fullständig säkerhet kunde påvisa att det verkligen är Cevian som åstadkom förändringarna eftersom ett flertal faktorer kan tänkas ha påverkat utfallet.

För att kunna besvara den uppställda frågeställningen, och därmed uppfylla syftet, utförde vi litteraturstudier av såväl akademisk som massmedial karaktär. Eftersom tillgången till information om företaget Cevian måste anses vara knapphändig har vi skapat och nedtecknat en bild av Cevian m h a den information som finnes tillhanda i massmedia. Denna empiri, samt företagsanalyserna, har ställts i förhållande till teoriavsnitten. Den sistnämnda kategorin, teoriavsnittet, behandlar frågor kring aktieägarvärdeorientering (shareholding), finansmarknadsfrågor, samt de ekonomisk-teoretiska samband som bakomliggjer de olika nyckeltalsanalyserna. De teoretiska avsnitten nyttjades för att tolka de empiriska undersökningarna och resultaten för att möjliggöra konklusioner.

Vi vill låta notera att undersökningens reliabilitet eventuellt kan anses ha påverkats av ett flertal snedvridande faktorer; t ex att årsredovisningarna baseras på olika normgivningsmodeller; medieartiklarna kan vara onyanserade i sina framställningar, liksom att de akademiska artiklarna om shareholding respektive stakeholding stundom torde vara partiskt skrivna där författaren/författarna förefaller ha tagit en ideologisk ståndpunkt före nedtecknandet av artikeln i fråga.

En stor andel av den information vi nyttjat har vi hämtat vid handledaren (professor) Thomas Polesies kontor. Information har även inhämtats via Ekonomiska biblioteket vid Universitetsbiblioteket vid Göteborgs universitets databas: *GUNDA*. Vi har även nyttjat den nationella databasen *LIBRIS*. Databaser såsom *Business Source Premier* har nyttjats; samt *DataStream* liksom *Affärsdata*. Årsredovisningar har inhämtats från såväl *Affärsdata* som företagens respektive hemsidor på Internet (se källförteckningen). Beträffande medieartiklarna har en stor mängd av dessa insamlats via sökmotorn Google ([www.google.se](http://www.google.se)).

Viss information har även införskaffats via personliga möten: Artikeln *Management Accounting Innovations: Origins and Diffusion* från år 2006 har distribuerats av författaren (docent) Christian Ax personligen (under D-kursen: Operativ ekonomistyrning vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006). Vidare har vi erhållit viss

information från universitetsadjunkten (och doktoranden) Johan Åkesson (under D-kursen: Strategisk ekonomistyrning vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006). Därtill har vi ”minglat” med olika insatta personer vid olika divertissemang inom ramen för Handelshögskolans kårverksamhet; t ex arbetsmarknadsdagarna GADDEN.

Eriksson, L. T. & Wiedersheim-Paul, F. (2001) skiljer mellan (1) *forskning (studier)* och (2) *utredningar*; den förstnämnda typen av dokument syftar till att taga fram ny kunskap; den sistnämnda typen syftar till att sammanställa befintlig och föreliggande kunskap.<sup>8</sup> Vår uppsats faller främst under kategori nummer två, men har även inslag av kategori nummer ett.

De *huvudsakliga* sökord (i olika former) vi har begagnat är: *Cevian, Christer Gardell, Shareholding, Stakeholding, Företagsanalys.*



### 3. Teoretisk referensram

---

*Inom detta kapitelns fång presenteras en rad olika teoretiska element; allt från teoretiska ideologiska perspektiv till matematiska modeller behandlas.*

#### 3.1 Shareholding

##### 3.1.1 Inledning och bakgrund

Begreppet *corporate governance* (ägarstyrning<sup>9</sup>) är ett område som blivit uppmärksammat de senaste åren till följd av *globaliseringsprocessen*, ökad konkurrens och fritt strömmande kapital sedan valutamarknaderna avreglerats<sup>10</sup>; som ett av 2000-talets viktigaste företagsekonomiområden och syftar till att beskriva hur aktieägare styr verksamheter.<sup>11</sup> En definition av ämnet kan vara: ”/.../ *the system by which companies are directed and controlled.*”<sup>12</sup> Viktigt härvid är interaktionen mellan ägarna och alla övriga intressenter, varav långivarens roll ofta accentueras. I denna kan ”intressekonflikter” uppstå, t ex beträffande företagets kapitalstruktur och utdelningspolitik.<sup>13</sup> Området är ingalunda någonting nytt; när *ägandet skiljdes från driften* kom dessa kunskaper att utvecklas då ägarna och de anställda s a s ”upptäcktes” ha olika uppfattningar angående bolagets utförande.<sup>14</sup> De flesta ägare till ett företag som uppnår en viss storlek kommer att behöva nyttja diskursens kunskaper.<sup>15</sup> Studier visar därtill att området blir mer populärt ”/.../ *in periods of corporate failures and scandals.*”<sup>16</sup>

Inom *corporate governance* finns många olika modeller; skillnaderna mellan dem består i huruvida ägarna skall upphöjas över övriga stakeholders.<sup>17</sup> Ur en ideologisk synvinkel kan primärt två olika synsätt urskiljas: (1) *shareholder-konceptet* (kallas även aktieägarvärdemodell<sup>18</sup>, *shareholder wealth*<sup>19</sup> eller marknadorienterat system<sup>20</sup>) respektive (2) *stakeholder-konceptet* (kallas även intressentmodellen<sup>21</sup> eller relationsorienterat system<sup>22</sup>). Dessa två konceptioner skiljer ”sig” ideologiskt diametralt åt från varandra och utgör således olika paradigmer (dikotomier)<sup>23</sup>, varför de är oförenliga med varandra<sup>24</sup>; de erbjuder därför olika lösningar beträffande interaktionen mellan företagets olika intressenter.<sup>25</sup>

*Shareholder-perspektivet* sätter ägarna i centrum. *Stakeholder-perspektivet* däremot utvidgar synen och menar att alla intressenter som påverkas av företaget skall kunna påverka tillbaka.<sup>26</sup> Begreppet *stakeholder* inkluderar således alla företagets intressenter, d v s såväl (1) *nonshareowning stakeholders*, som (2) *shareowning stakeholders*.<sup>27</sup> Båda perspektiven anses vara normativa<sup>28</sup> till sina karaktärer och uppfångar såväl begreppet *Corporate Social Responsibility* som *Företagsetik*<sup>29</sup> inom sitt fång.<sup>30</sup>

*Shareholder-perspektivet* kan uppdelas i flera olika falanger med tillhörande modeller. Dessa är inte helt identiska, men delar ändå de fundamentala ideologiska övertygelserna. Den forskning som finns inom området indelas vanligtvis i samlingsbegreppet – *shareholding*.<sup>31</sup> Själva innehållet i konceptet är dock ännu idag inte helt klarlagt.<sup>32</sup> Det rubriceras dock som ”/.../ *an orthodox and dominant approach to the understanding of corporate governance /.../.*”<sup>33</sup> Även begreppet *shareholder* som sådant ifrågasätts: ”/.../ *the term ‘shareholders’ may be insufficient to capture the people and relationships involved in share ownership. Most shares today are not held by private shareholders but by financial institutions such as pension funds, insurance companies and mutuals /.../.*”<sup>34</sup>

Ett företag har *olika intressenter*. Dessa har olika uppfattningar med avseende på företagets existens.<sup>35</sup> Alla kan dock på ett eller annat sätt påverka styrningen av företaget.<sup>36</sup> En *intressent* är den som uppfyller *tre* definitionsrekvisit: Densamma/e **(1)** *understödjer* företaget med egen kraft, är **(2)** *beroende* av företaget och **(3)** har något *utbyte* av företaget.<sup>37</sup> Vissa menar därtill att även allmänheten i övrigt kan anses utgöra intressenter till företaget, d v s oberoende av om alla dessa tre definitionsrekvisit är uppfyllda eller ej.<sup>38</sup> Företagets intressenter kan således förtecknas på många sätt, t ex:<sup>39</sup> *Ägare* (aktiva liksom passiva individuella ägare, eller institutionella ägare<sup>40</sup>), *anställda* (företagsledningen kan särskiljas<sup>41</sup>), *långivare*, *kunder*, *leverantörer*, *den offentliga sektorn* (staten) samt *konkurrenterna*.<sup>42</sup> *Intresseorganisationer* och *opinionsbildande grupper* kan därtill utgöra viktiga intressenter<sup>43</sup>, samt *finansmarknadsanalytikerna*, liksom *massmedia*.<sup>44</sup> Vilken intressentkategori som är viktigast beror dock på vilken ideologisk föreställning en människa har. Banks, E. (2004), t ex, konkluderar att ägarna är viktigast.<sup>45</sup> Även stater utgår ifrån olika synvinklar. I Storbritannien, t ex, utgår all redovisningslagstiftning från att aktieägarna skall utgöra främsta fokus vid rapportering av exempelvis finansiell information.<sup>46</sup> I Sverige har lagstiftningen och syftet med redovisningen däremot en annan fokusering – här inkluderas även kreditgivarna/långivarna.<sup>47</sup>

### 3.1.2 Konceptets historik och diffusion

Begreppet *shareholder value* ”uppfanns” s a s år 1979 i USA av Rappaport, A.<sup>48</sup> Stakeholderperspektivet ”uppfanns” inte förrän fem år senare, d v s 1984, av Freeman. Idéutkastet fanns dock redan under 1930-talet.<sup>49</sup>

Själva uppkomsten av shareholder-företeelsen kan skådas längre tillbaka i tiden än vad som angavs ovan. Uppaktan härleddes till merkantilismen, reformationen<sup>50</sup> och renässansen, vilket påverkade människorna att bli individualistiska – vilket befästes i takt med att den feodala strukturen<sup>51</sup> försvann mellan 1400-1500-talen. Då det kapitalistiska systemet allt mer började utvecklas – under 1700-1800-talet – befäste sig dessa idéer. Som en följd av bl a neo-klassicismisk ekonomisk teori – som framhållde tankar om fria och effektiva marknader samt vinstmaximering – förskansade sig de individualistiska tankarna ännu mer under 1900-talet.<sup>52</sup>

I USA spreds (en vetenskaplig term härför är *diffusion*<sup>53</sup>) idéerna under 1980-talet (under den tid som präglades av så kallad *Reaganism* och *Thatcherism*<sup>54</sup>); dock med en viss tröghet i början förklarad av att USA historiskt tillämpade en företagsstyrning som konvergerade med dagens stakeholder-perspektiv.<sup>55</sup> I bakgrunden till förändringen låg ett starkt missnöje med att *företagsledningarna* inte ansågs förränta pensionsfonderna tillräckligt bra; dessa hävdades istället tillgodose sina egna intressen före alla andras. Alternativt ansågs att de misslyckats med kommunikationen till potentiella investerare.<sup>56</sup> *Corporate raiders* (*privata investerare*) – köpte därför upp företag (s.k. fientliga uppköp) för att driva upp aktiepriserna. De företagsledare som inte anpassade sig blev lätt ”måltavlor”; varför många dylika anammade shareholder-konceptet för att undgå raiders.<sup>57</sup> Företagsledningar kom då att bli mer aktiva eftersom desamma inte tordes sitta och vänta på raiders.<sup>58</sup> Trenden fortsätter alltjämt i modern tid: Företagsledare känner sig jagade av såväl styrelsen som stora krävande institutionella ägare, varför de tillägnar sig synsättet<sup>59</sup>: ”*Even the brightest stars are not immune to the pressure of pension funds or Wall Street.*”<sup>60</sup> Aktörernas storlek möjliggör detta.<sup>61</sup> Även 1970-talets forskningsutveckling inom den nationalekonomiska disciplinen med begrepp såsom ”*free-market economy*” kom att påverka diffusionen på marknaden i stor utsträckning; liksom nobelpristagaren Milton Friedmans idé: Att investeringar primärt skall leda till maximal avkastning och *inte* maximal social nytta.<sup>62</sup>

Idag är shareholder-synsättet en *norm* i USA.<sup>63</sup> Även i Storbritannien råder shareholder-tänkandet i stor utsträckning, vilket antages bero på att amerikanska företag investerade flitigt (s.k. FDI = Foreign Direct Investments) i Storbritannien under 1980-talet, vilket fick konceptet att spridas.<sup>64</sup> Som Norberg, P. (2001) skriver: ”*Finansmarknader liksom andra kulturskapelser påverkas av och bidrar till trender i samhället.*” Finansmarknaderna påverkar idag världen i mycket stor utsträckning och kan ”[dirigera] andra sektorer i ekonomin.”<sup>65</sup> Detta, hävdas, får till följd att den anlosaxiska kulturen, liksom shareholding, sprids över världen. Europa (Storbritannien exkluderat) är dock mer förknippat med stakeholding; varför länderna kan uppdelas i dels ett anglosaxiskt synsätt, dels ett europeiskt synsätt.<sup>66</sup>

### 3.1.2.1 Uppkomsten i Sverige

I Sverige har stakeholder-perspektivet under en lång tid haft starkt fäste.<sup>67</sup> Detta framkommer t ex av att redovisningen syftar till att ge information till fler intressenter än endast aktieägarna, liksom av att diffusionen av BSC, p.g.a. medarbetarnas starka ställning krävde en stakeholder-approach för att lyckas.<sup>68</sup> Stakeholder-perspektivet harmoniserar mycket väl med ”*Den svenska modellen*”, som uppkom under 1930-talet, där företaget ses som ”*en koalition av intressenter*”. Således är synen mer vidgad än shareholding-tänkandet.<sup>69</sup> Modellen utgår från att den offentliga sektorn fungerar såsom ”moderator” och ”regulator” i en sammanjämkning mellan olika intressen i samhället, vilket möjliggör att ”*företag, organisationer och politiker lever i en symbios*”.<sup>70</sup> I grunden till modellen ligger en s.k. *demokratisk korporatism* som syftar till att skapa ”sociala skyddsnet” åt folket.<sup>71</sup> Modellen sammanjämkar därmed kapitalism med socialism, varför densamma benämns såsom en ”*medelväg*”, eller ”*en mänsklig form av kapitalism*”, där strävan efter *likabehandling* är viktigt och där kollektivism och individualism balanseras.<sup>72</sup>

Först under 1990-talet kom shareholder-konceptet till Sverige. Det är därför att betrakta såsom en *ny innovation* på den svenska marknaden.<sup>73</sup> Därmed har *Den svenska modellen* blivit så provocerad. En motsvarande situation har skett i såväl Norge, Danmark, Tyskland som Nederländerna<sup>74</sup>, vilket kan förklaras av att en politisk som en ekonomisk harmonisering åstadkommit av bl.a. EU.<sup>75</sup> Tydliga indicier finns som påvisar att *den svenska modellen utmanas*, och att shareholder-perspektivets tankar vinner förfäste Sverige.<sup>76</sup> Detta sker även i andra ”utvecklade ekonomier”.<sup>77</sup> En förändrad aktiemarknad i kombination med globalisering, har gjort att shareholder-synsättet har fått ökat genomslag i Sverige de senaste åren.<sup>78</sup> Sverige har därtill ”en mer pluralistisk samhällsstruktur”, dvs Sverige överger alltmer ”det traditionella industrisamhället” (”*industriparadigmet*”<sup>79</sup>) till fördel för ett ”internationaliserat kunskapssamhälle” (som innefattas av såväl vad Normann, R. (2001) kallar *kundbashanteringsparadigmet* som *rekonfiguration av värdeskapande system*<sup>80</sup>), vilket leder till att nationens roll minskar i många avseenden. Det svenska näringslivet blir därmed mer likartat den internationella arenan.<sup>81</sup> Samtidigt dematerialiseras (tillgångar likvifieras) världen.<sup>82</sup> På grund härav utgår styrningen och synen på företaget idag mycket mer från en kapitalmarknadssyn, snarare än en industriell syn.<sup>83</sup> De finansiella transaktionerna har ökat kraftigt de senaste decennierna, vilket indikerar att affärslivet idag fokuserar finans mer än då.<sup>84</sup>

Den svenska modellen kritiserades redan under 1970-talet till följd av bland annat inflation och dålig tillväxt.<sup>85</sup> Den svenska politiken utsattes under denna tid för en rad olika förändringar, bl.a. till följd av såväl globaliseringsprocessen liksom även oljekrisen år 1973.<sup>86</sup> Modellen nådde sitt ”sammanbrott” under 1990-talet; en tid som kännetecknades av internationella kriser, samt massarbetslöshet.<sup>87</sup> Även bankkrisen spelade roll.<sup>88</sup>

En stor förklaring till spridningen av shareholder-konceptet till Sverige förklaras vara, att det utländska ägandet (framförallt amerikanskt) ökar i Europa, samt p.g.a. företagsfusioner och -uppköp. De internationella institutionella ägarnas andelar av företagen ökar kraftigt i Sverige, (liksom i Europa), vilket bl.a. kan förklaras av att Sverige avskaffade sina regler om valutareglering liksom de regler som förordnade att det utländska ägandet endast fick uppgå till 40 procent, eller 20 procent av rösterna.<sup>89</sup> År 2002, t ex, uppgick det utländska ägandet till upp emot 40 %, vilket skall kontrasteras med år 1981 då andelen var 4 %.<sup>90</sup> Detta påverkar företagskulturen i stor utsträckning då de nya ägarna ”/.../ har tagit med sig en anglosaxisk aktieägarsyn på företaget /.../”.<sup>91</sup> Denna diffusionsvariant kallas för ”a process of relocation”.<sup>92</sup> Som följd kom en mångt större andel av ägandet att flyttas till fonder och institutioner; d v s ägandet blev *indirekt* (institutionaliserat). De institutionella ägarna (d v s indirekta ägare) blev mer aktiva och påverkande. Med stora aktieposter i förhållande till direkta ägare kan de institutionella ägarna lätteligen påverka företagets styrning; de kan således falla under epitetet *chief action shareholder*. Desamma behåller sina aktier under mycket kortare tid än tidigare; deras ”*engagemang [är ofta] mera distanserat, övergripande och flyktigt än djuplodande och långvarigt.*”<sup>93</sup> De är således inte lika uthålliga och långsiktiga som direkta ägare, varför de även kallas ”*Stockpickers*”, d v s de byter ofta företag.<sup>94</sup> Notera dock samtidigt att Sveriges aktiemarknadssystem, där olika aktier har olika stora andelar röster (s.k. rösträttsdifferentiering), tycks motverka institutionellt ägande, liksom shareholding-utvecklingen.<sup>95</sup> Likväl hävdas att det institutionella ägandet kommer att utgöra marknads främsta katalysator i framtiden.<sup>96</sup>

De *direkta ägarna* – t ex enskilda fysiska personer – betraktar idag aktieäggande endast såsom en kapitalplacering (en investering som vilken annan) vilket leder till att krav ställs på att avkastning skapas, inte *hur* den skapas<sup>97</sup>; de uppvisar inte längre något engagemang i verksamheten. Ägandet har: ”/.../ förändrats från något konkret (*relation till en verksamhet till något mer abstrakt ('anonymt' kapital)*). Aktien har för dessa individer närmast sig *lottsedelns, travkupongens eller tipskupongens kvaliteter. Tanken att påverka företagets skötsel är helt främmande för dessa 'oorganiserade' ägare /.../*”<sup>98</sup>; d v s, de flesta aktieägare ”*no longer personally identify with the corporation they own.*”<sup>99</sup> Faktum är dock att det idag är praktiskt omöjligt att låta alla aktieägare vara med och styra: ”/.../ *it would be like trying to run New York City by town meetings.*”<sup>100</sup> De direkta ägarna överlåter därför idag också analyser åt s.k. *ställföreträdande ägare*, d v s externa analytiker som bankrådgivare, journalister m.fl.<sup>101</sup>

### 3.1.3 Företagets syfte

Shareholder-perspektivet vilar på grundsatsen att företagets primära uppgift är att aktieägarnas välfärd skall maximeras<sup>102</sup>, vilket ”*anses vara den högsta form av rationalitet ett företag kan uppvisa.*”<sup>103</sup> Att fokusera andra intresser är därmed suboptimerande och felaktigt.<sup>104</sup> Aktieägarvärdet maximeras vid bästa möjliga värdeförändring av aktierna i kombination med högsta möjliga utdelningar.<sup>105</sup> Detta kan t ex åstadkommas med hjälp av förväntningsskapande på marknaden.<sup>106</sup> Det viktiga är alltså att det investerade kapitalet förräntas så mycket som möjligt.<sup>107</sup>

Förenklat utgår shareholder-konceptet från primärt två olika argument (1-2): **(1) The Profit Argument**, och **(2) The Risk Argument**. Enligt argument **(1)** har företagen ett enda syfte: Att maximera företagets värde (varmed vanligen avses att företagets aktiepris maximeras per dag<sup>108</sup>), vilket i slutändan maximerar alla aktieägares välfärd.<sup>109</sup> Resonemanget utgår från att aktieägarna ”*are significant contributors to organizations*” varför de skall uppbära ersättning i form av utdelningar och ökat värde per aktie.<sup>110</sup>

Resonemanget i (2) *The Risk Argument* utgår från att: “Shareholders bear certain financial risks in providing equity capital /.../”<sup>111</sup>, varför ägarna skall gottgöras i så stor utsträckning som möjligt då företaget behöver kapitalet för att kunna växa; d v s de *riskaverta* ägarna (med *riskavertion* avses således att låg risk är att föredraga framför hög risk, d v s att risk betraktas såsom någonting negativt<sup>112</sup>) skall erhålla en s.k. riskpremie i ersättning för sitt risktagande.<sup>113</sup>

### 3.1.4 Syn på marknad

Utifrån en kapitalistisk synvinkel syftar kapitalmarknadens existens till att allokera och sprida kapital till olika bolag. De aktörer (placerare) på marknaden som har överskott av likvida medel antages därmed flytta sina pengar till dem som har underskott, vilket skapar en rullans i ekonomin.<sup>114</sup> Konceptet shareholding kan även falla under epitetet ”*marknadsorienterat system*”<sup>115</sup>, vilket tydligt beskriver vad konceptet behandlar. Vad som härmed primärt avses är den s.k. *marknadsekonomiska ansatsen* enligt vilken ett företag som verkar i en marknadsekonomi, men som har andra mål än vinstmaximering inte att kan överleva.<sup>116</sup> Perspektivet harmoniserar därmed till fullo med fenomenet *kapitalism* (kallas även för ”*shareholder capitalism*”<sup>117</sup>, *institutional capitalism*<sup>118</sup> eller – av stakeholder-företrädare – för ”*the Standard Story*” samt ”*Cowboy Capitalism*”<sup>119</sup>) vilket i grunden kan sägas utgå från tanken att *ägandet* skall vara privat, vilket i sin tur antages leda till en mer effektiv ekonomi och ”/.../ to a desirable social order /.../.”<sup>120</sup>

Utifrån ett *makronationalekonomiskt* resonemang ”grundas” shareholding på teorier som vitsordar att marknaden präglas av så kallad ”perfect competition”.<sup>121</sup> I dessa teoretiska avsnitt följer att mänskliga resurser (humankapital) är mindre viktiga. Analyser utifrån detta synsätt blir därför ofta avsaknande av kulturfrågor.<sup>122</sup> Teorierna ger upphov till följande tankar:

”If they [de anställda] are hired, they are just getting market wages, and if they are laid off they can immediately get equivalent jobs elsewhere. Similarly, suppliers and consumers can switch to other firms, and taxes to all layers of government will be the same regardless of the firm’s operations. As a result, the welfare of all other stakeholders in the firm is unaffected by the firm’s operations, so that maximizing the welfare of the stockholders causes no welfare losses to these other stakeholders.”<sup>123</sup>

Således hävdas att den samhällsliga välfärden maximeras först när varje enskilt företag inom samhället maximerar sitt marknadsvärde.<sup>124</sup> Således hävdas att shareholding är ”/.../ pro-stakeholder /.../”<sup>125</sup>, eftersom “/.../ corporations ought to be run for the benefit of shareholders because all other constituencies are better off as a result.”<sup>126</sup> Friedman, M. skriver därtill: ”The request for social responsibility of business is harmful to the foundations of a free society with a free-enterprise and private-property system. Thus /.../ the only social responsibility of business is to increase its profits.”<sup>127</sup>

### 3.1.5 Syn på ägande

Shareholder-konceptet vilar historiskt på fundamentet att det privata ägandeinstitutet skall avgöra vilken status en människa skall tillräknas; *ägandet* sätts därmed i centrum liksom *individualitet*. Dessa institut får inte ”kränkas”.<sup>128</sup> Enligt shareholder-ideologin skall staten därför intervensera i ägandet så litet som möjligt. *Ägandet och staten* anses ha olika funktioner: “/.../ the function of business in a society is to make profits in a free market for shareholders, which should not be confused with other social functions performed by governments, institutions and charities.”<sup>129</sup> E. Sternberg uttalar mer onyanserat: “What using business

*resources for non-business purposes actually is, is theft: an unjustified appropriation of the owners' property*".<sup>130</sup>

Staten skall likafullt hjälpa ägarna. Utifrån ett så kallat "traditional property rights"-argument hävdas att aktieägarna p.g.a. sitt ägande har rätt att bli skyddade, samt har rätt att tillvarata sina intressen. Implicit följer härav att staten skall bereda ägarna möjlighet (genom t ex lagstiftning) att nyttja företagen för välfärdsmaximering. Ägaren anses, ur en juridisk synvinkel, ha en näst intill absolut eller suverän rätt, att styra sitt företag efter eget skön. Detta synsätt försvaras med tanken att: *".../ the corporation is a legal extension of its owners – shareholders."*<sup>131</sup> Detta överensstämmer inte helt med den nya svenska Aktiebolagslagen (2005:551). Densamma fastställer nämligen att bolaget är en egen juridisk person med *egna rättigheter och skyldigheter*. Företagen är därmed fristående från ägaren, d v s fristående från de fysiska personerna, vilket följer av ABL 1:3. Aktieägarnas rättigheter är därmed inte fullständiga och oinskränkbara<sup>132</sup>, d v s *"property rights are seldom absolute"*.<sup>133</sup> Likväl hävdas enligt shareholder-perspektivet, att den juridiska och den fysiska personen är så intimt sammankopplade med varandra att: *".../ although a company is regarded as a legal person separate from its owners, the nature of shareholders as the company's owners never changes and the company is legally obliged to serve the interest of its shareholders (as the corporate members)."*<sup>134</sup>

Smith, J. H (2003) betonar att shareholder-perspektivet ofta misstolkas; innebörden av detsamma är *inte* att företagsledarna skall *"do anything you can to make a profit"*, utan det skall ske på laglig väg.<sup>135</sup> Milton Friedman menar att allt är tillåtet förutom att bryta mot lagar och etiska branschregler.<sup>136</sup>

### 3.1.6 Styrning utifrån shareholder-perspektivet

Ägandet sätts i centrum beträffande hur lagen stipulerar att företaget skall styras: I många länder – så även i Sverige – styrs ett företag utifrån "A three-tier hierarchal governance structure" (d v s bolagsstämman, styrelsen och verkställande direktören med stab); denna typ av struktur sätter uppenbart ägandet i det förnämsta rummet.<sup>137</sup> Molz, R. (1995) påpekar att även staten påverkar företagets styrning.<sup>138</sup>

Forskaren F. A. Hayek menar att: *".../ individuals owning private property and pursuing self-interests ensure the most efficient economic activities and outcomes."*<sup>139</sup> Förvisso, betonas likväl, är aktieägarnas tillfredsställelse det primära och även slutgiltiga målet, men på vägen dit krävs att även produkterna och framförallt att kunderna fokuseras, liksom även leverantörerna och därtill givetvis de anställda.<sup>140</sup> Ett företag kan alltså inte bortse från vad företagets *stakeholders* anser om detsamma; dock kan ett företag *inte styra efter flera mål samtidigt*, varför företaget måste fokusera aktieägarnas välfärd som primärt mål.<sup>141</sup> Detta argument kan hänföras till vad den mikronationalekonomiska disciplinen kallar för nyttomaximering eller effektivitetsmaximering, vari det t ex hävdas att ett avsteg från ägarperspektiv vid styrning av företag *".../ will lead to the allocation of corporate resources in an inefficient way."*<sup>142</sup> Genom att styra efter *ett mål* allenast kommer företagsledarna lättare att kunna fatta kompromisser (trade-offs) mellan olika handlingar. Jensen, M. C. (2001) poängterar dock: *".../ having a single objective does not mean that individuals or firms care only about one thing. This single objective will always be a complicated function of many different goods and bads."*<sup>143</sup>

Värde skapas för aktieägarna genom bl.a. *omstruktureringsåtgärder* (d v s renodling eller avdiversifiering<sup>144</sup>), vilket kan komma att innebära styckning och nedläggning av delar av

bolag, liksom entledigande av personal m.m. Studier visar att företag som styr efter shareholding de facto hellre delar ut pengar till ägarna, än att återinvestera desamma i företaget. Följden blir härav också att antalet anställda minskas. Kostnadsrationaliseringar av andra slag är därtill väsentliga, t ex outsourcing och liknande.<sup>145</sup> Renodling behöver dock inte alltid vara fallet, ibland utökas och etableras istället mer samarbete med andra företag, varpå företaget blir snabbare och mer aktivare.<sup>146</sup>

Aktieägarvärde skapas vidare genom att kapitalstrukturen förändras, exempelvis genom att likvid överförs från företaget till dess ägare.<sup>147</sup> Detta kan även ske genom avstyckningar av dotterbolag, vilkas värde delas ut till ägarna. Ett annat ”knep” är att låta företaget återköpa aktier från ägarna – på så vis erhåller ägarna pengar, samtidigt som företagets kassa minskas, vilket är bra, enligt detta synsätt, om kassan inte kan nyttjas till andra investeringar som inbringar högre aktieägarvärde. Återköp av aktier ökar även vinsten per aktie liksom skuldsättningsgraden.<sup>148</sup> Såväl utförsäljning av dotterbolag, och kapital, liksom återköp av aktier är en växande trend.<sup>149</sup>

### 3.1.6.1 Strategier relaterade till shareholding

I samband med vad Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001) kallar för ”aktieägarrevolutionen” (diffusionen av innovationen i USA under 1980-talet) utvecklades en mängd så kallade värdebaserade strategier. Alla dessa skolor utgör, menar de, en kombination utav två discipliner: *corporate strategy* och *corporate finance*.<sup>150</sup> De kännetecknas av att fokusera de finansiella aspekterna.<sup>151</sup>

Med *corporate strategy* (koncernstrategi) avses den strategiplanering som sker på företagets högsta nivå; det är på denna nivå som företaget avgör vad koncernen som helhet skall inriktas mot och hur målen skall uppfyllas, samt hur resursfördelningen skall utföras mellan affärsenheterna, därtill även hur synergieffekter ( $1 + 1 > 2$ ) skall uppnås.<sup>152</sup> Professor Porter är känd för sin strategiskola: ”Porterskolan”.<sup>153</sup> Han menar att en lyckosam koncernstrategi bygger på ett antal olika utgångspunkter, t ex att en dylik måste addera värde till företaget liksom att aktieägarna kan diversifiera sin aktieportfölj självständigt; det skall inte företaget göra åt dem genom att utföra onödiga förvärv.<sup>154</sup> Även professor Rappaport, A. (2006) vitsordar detta synsätt.<sup>155</sup>

Porter, M. E. (1987) presenterar sammanlagt fyra (1-4) olika typer av koncernstrategier, varav en av dem, som lyder under benämningen restructuring, är att hänföra till shareholding.<sup>156</sup> *Restructuring-strategin* innebär att företaget köper upp ”/.../ undeveloped, sick, or threatened organizations /.../” (s. 52). Porter skriver vidare: ”/.../ a company that bases its strategy on restructuring becomes an active restructurer of business units. The new businesses are not necessarily related to existing units. All that is necessary is unrealized potential.” Viktigt att notera är att denna strategi innebär att det uppköpande företaget verkligen försöker omstrukturera det uppköpta företaget – inte endast äga detsamma. Detta sker genom att ”/.../ frequently changing the unit management team, shifting strategy, or infusing the company with new technology. /.../ [and] make follow-up acquisitions [or] sell off unneeded parts.” För att det uppköpande bolaget skall överleva måste företaget ha tillgång till skicklig personal som har stor förmåga att utvärdera företag och därvid ”/.../ spot undervalued companies or positions in industries ripe for transformation”. Porter konkluderar att “the restructurer” (d v s det uppköpande bolaget) utsätts för “considerable risk”, en åsikt som bifalles av Rappaport, A. (2006), vilket medför att detsamma vanligtvis endast kan behålla sitt ägande i det uppköpta företaget under en kortare tid.<sup>157</sup>

Den finansiella delen av de aktievärdeorienterade strategierna syftar till att analysera vilka *potentiella värden* ett externt eller uppköpt bolag har. När detta är preciserat kan företaget styras mot ett så kallat *optimalt värde*, vilket maximerar aktieägarnas välfärd. Skillnaden mellan *företagets nuvarande värde* och *det optimala värdet* kallas *värdegap*.<sup>158</sup> Detta värdegap avslöjar vilken potential ett eventuellt förvärv har, ur aktieägarnas synvinkel. Värdegap kan, enligt detta synsätt, existera av fyra (1-4) olika anledningar.<sup>159</sup>

(1) *Företagsledningen* klarar inte av med tillräcklighet enligt vad som krävs, att *kommunicera* ut företagets potential. Detta kan en ny aktör ändra på genom att förbättra informationsflödet till allmänheten, vilket är av största intresse för aktieägarna.<sup>160</sup> Ökad tillgänglighet av information möjliggör för investeringar, vilket ökar aktievärdet. Detta är intressant för aktieägarna som får residualen av företagets resultat.<sup>161</sup> Om mer information finns tillgänglig kan marknaden värdera bolaget bättre.<sup>162</sup> En viktig uppgift för företagsledaren är härvid att tillse, att problemet ”*social accessibility*” avhjälps, d v s att säkerställa, att informationen inte endast kan tydas av professionella aktiehandlare.<sup>163</sup> Det är nämligen av stor betydelse att användarna av informationen tror på densamma.<sup>164</sup> Rappaport, A. (2006) konkluderar, att mer information: ”*.../ not only offers an antidote to short-term earnings obsession but also serves to lessen investor uncertainty and so potentially reduce the cost of capital and increase the share price.*”<sup>165</sup> För mycket information är dock inte önskvärt.<sup>166</sup>

(2) *Interna åtgärder* kan skapa bättre värde. En extern aktör kan köpa in sig i bolaget och rationalisera verksamheten på olika sätt, t ex genom kostnadsbesparingar, effektiviseringar, förändringar av personalstyrka, med mera.

(3) *Externa åtgärder*, såsom ytterligare förvärv eller avyttringar, kan få företaget att uppnå högre värden.

(4) *Finansiella strukturåtgärder*, såsom förändring av företagets kapitalstruktur liksom skattekostnader och även förändring av utdelningspolitiken kan få företaget att bli mer värt.<sup>167</sup>

### 3.1.6.2 Principal-agentteorin

Denna teori – vardagligt benämnd såsom *agentteorin*<sup>168</sup> – har en deskriptiv ansats snarare än en normativ sådan. Syftet med densamma är att beskriva den relation som finns mellan företagets ägare (principaler) och företagets anställda (agenter).<sup>169</sup> Först att beröra detta spörsmål var Adam Smith.<sup>170</sup> Det var dock Michael Jensen och William Meckling som presenterade den s.k. principal-agentteorin.<sup>171</sup> Teorin är intimt förknippad med shareholding-konceptet.<sup>172</sup> Dock skall nämnas att *även* stakeholder-perspektivet utgår från att företaget är ”*a nexus of contracts*”. Shareholder-konceptet utgår dock endast från en legal syn på kontraktet medan stakeholder-konceptet också relaterar dessa kontrakt till moraliska värden och med sociala utgångspunkter.<sup>173</sup>

Ett företag styrs vanligtvis av sin grundare i början av ”levnaden”, d v s principalen är också agent.<sup>174</sup> Ägaren är den som tillskjuter *kapital* till företaget, vilket företaget behöver för att kunna finansiera *tillgångar*, vilka är nödvändiga för företaget att förfoga över, för att kunna transformera input till output.<sup>175</sup> Tillgångarna kan betraktas vara ”*.../ en naturlig förutsättning för företagets löpande drift. De har ett bruksvärde – 'a value in use'.*”<sup>176</sup> Principal-agentteorin aktualiseras först för de företag där ägandet och driften åtskiljts, d v s där principalen inte längre driver företaget, utan låter en agent göra detta åt principalen. Ju mer ägandet skiljs från driften, desto viktigare blir således denna teori.<sup>177</sup> Idag säras dessa aspekter åt alltmer p.g.a. att ägandet idag sprids ut i många placeringar.<sup>178</sup> Likväl



“sammanflätas” agentrollen med principalrollen i stor utsträckning.<sup>179</sup> Agenten fattar beslut åt principalen; agenten är en s.k. *decision maker* och påverkar därmed vad som händer med principalens kapital. Principalen får därmed endast en *postdecisional role*.<sup>180</sup> Tanken är att agenten skall styra företaget helt i enlighet med principalens önskan och inte enligt sin egen.<sup>181</sup> Företagsledningen har “/.../ a *fiduciary duty to act in the interest of shareholders*.” Om ett företag styrs efter andra mål kommer företagsledarna dock att kunna missbruka sin makt och styra efter sina egna intressen.<sup>182</sup> Konflikter och misstänksamhet kan uppstå.<sup>183</sup>

Problemet som kan uppkomma (kallas: *agentproblemet*), är således att agenten försöker maximera sin egen välfärd och inte principalens, d v s ”*opportunism*” kan förekomma. Principal-agentteorins huvudspörsmål är därför att principalen skall skapa en tillvaro som får agenten att agera som principalen önskar.<sup>184</sup> Ofta har dessa parter olika intentioner med företaget, samt olika riskbedömningar<sup>185</sup>. Agenten kan t ex önska att satsa på sin egen karriär, vilket kan få agenten att bl.a. förändra företagets storlek på ett sätt som minskar aktieägarnas avkastning.<sup>186</sup> Att t ex utöka företagets storlek betraktas ofta såsom en befordran och höjer VD: ns status. Det ökar också möjligheten för VD: n att taga kontroll över företaget eftersom principalernas möjligheter att granska densamma/e minskar. Det finns också en stor korrelation mellan hög lön och företagets, liksom personalstyrkans, storlek. Genom att köpa upp fler företag sprids riskerna över flera bolag, vilket minskar VD: ns ”karriärrisk”. Även motsatsförhållandet kan ske: Ett bra potentiellt förvärv kan negligeras av VD: n för att denna/e skall trygga sin egen position och anställning.<sup>187</sup>

På papperet styr aktieägarna företaget genom sin rösträtt, men i verkligheten är det ofta VD: n.<sup>188</sup> ”Ägarkapitalet” påverkar dock vanligen vilken prioritering ett bolag kommer att ha.<sup>189</sup> Likväl skall noteras att i de fall där ägarandelen liten per ägare har agenterna ofta stor makt över företagen. Vill någon ändra på detta, kommer densamme/a att få bära eventuella kostnader för detta självständigt. Endast de institutionella ägarna klarar detta.<sup>190</sup> Institutionellt ägande leder inte sällan till att agentens makt minskar avsevärt.<sup>191</sup>

Ägarna har vad som kan kallas för ett ”indirekt kontrakt” med ledningen, vilket grundas på frivillighet från parternas sida, s.k. *libertarian free-contracting*, vilket kallas för *ägarnas residualkontrakt*.<sup>192</sup> Stakeholder-företrädare menar dock att aktieägarna och agenterna *inte*, av fyra skäl, kan anses ha någon kontrakterad *principal-agentrelation*: (1) Det finns inget explicit kontrakt mellan den enskilde aktieägaren och VD: n; (2) Aktieägaren köper sin aktie från tredje man, således binds inte VD: n; (3) Det finns inget samspel mellan aktieägaren och VD: n; (4) Enligt lagen hävdas att VD: n är agent åt företaget, eftersom VD: n inte kan agera utifrån endast en aktieägares krav. Freeman menar därtill att de anställda knappast träffar avtal med fullkomlig frivillighet.<sup>193</sup>

Principalen kan *styra* agenten genom att skapa en uppsättning *kontrakt*. Kontraktet stipulerar *vad* agenten skall utföra åt principalen, liksom *hur*, och *när*, det skall gå till. I gengäld får agenten ett i förväg kontrakterat *vederlag*. Vederlaget måste få agenten att *vilja* arbeta i enlighet med principalens önskan.<sup>194</sup> Kontraktet kan sägas utgöra en ”/.../ *metaphor for the relationships between the firm and its stakeholders*.”<sup>195</sup> Vederlaget ”säkerställer” att agenten utför sitt arbete utan att principalen ständigt måste övervaka den första.<sup>196</sup> Principalen kan därefter antaga rollen såsom *information evaluator*, d v s principalen kan kontrollera agenten med hjälp av information. Det problem som kan uppstå, är att agenten efter en tid har tillgång till *mer* information – och *mer* aktuell information – än principalen, vilket försvårar principalens möjligheter att kontrollera agentens arbete, vilket i sin tur möjliggör för agenten att prestera suboptimerande, utifrån ett aktieägarperspektiv. Detta beskrivs av det s.k.

*informationsasymmetriteoremet* ("imperfect information"<sup>197</sup>) och kallas inom nationalekonomin för en *moral-hazard-belägenhet*.<sup>198</sup> Ju mindre andel ägandet är i ett företag, desto mindre möjlighet har den enskilde ägaren vanligtvis att få tillgång till detaljerad information, vilket försvårar övervakningen av agenten.<sup>199</sup>

En moral-hazard-situation uppstår "/.../ when one party to a contract passes the cost of his or her behaviour on to the other party to the contract." När ett kontrakt stiftas kommer således s.k. *commitment costs* att drabba parterna, d v s kostnader uppstå p.g.a. möjligheten till "opportunism". Så länge agenten inte behöver beakta vilka kostnader som handlandet åsamkar principalen, kan ett sådant ineffektivt beteende pågå.<sup>200</sup> Problemet kan lösas genom att låta kontraktet delvis omfördela *risktagandet* från principalen till agenten; t ex överförs risk om agenten kontrakteras och blir ansvarig för specifika mål. En målkonvergens uppnås då samtidigt. All risk kan dock ej överföras; externa händelser av typen *force majeure*, eller s.k. *objektiv omöjlighet*, kan inte överföras.<sup>201</sup> Faran föreligger dock, att agenten efter att ha uppnått det specifika målet, övergår till sina egna intressen, utan att ha ett *kaizen-tänkande*.<sup>202</sup> Det är då viktigt att hela tiden öka målkraven.<sup>203</sup> Ett annat sätt att uppnå målkonvergens mellan principalen och agenten kan vara att flytta upp agenten från den strategiska nivån till ägarnivån. Detta kan ske genom att ge agenten aktier i företaget, vilket medför att densamma/e, likt principalen, strävar efter aktiernas maximala avkastning.<sup>204</sup> Risken med detta är dock att agenten tar ännu större risker än tidigare.<sup>205</sup> I verkligheten är förhållandena mycket flerdelade, där begreppet principal sammansmälter med agent, i ett "*nexus of contracts*."<sup>206</sup>

### 3.1.7 Begreppet riskkapital

I första hand är det ägarna som utsätts för risk vilket förklaras av att övriga långgivare (exklusive ägarna) erhåller amorteringar och räntebetalningar för sina utlån, samtidigt som ägarna endast får "ränta" och utdelning om företagets ekonomi tillåter detta.<sup>207</sup> Följaktligen får ägarna endast del av vinsten i ett företag först efter att samtliga övriga intressenter fått betalning. Av denna anledning kallas posten *årets resultat* även för *residual*. Noteras skall att *årets resultat* oavkortat tillfaller ägarna oavsett storlek.<sup>208</sup> Detta innebär per definition att deras *risk* är stor, då risk definieras såsom osäker avkastning i framtiden.<sup>209</sup> Heath, J. (2006) skriver: "/.../ the fact that shareholders are residual claimants in a standard business corporation means that their interests are not protected by an explicit contract." Risken att inträda som aktieägare är därmed större än som långgivare, utifrån detta synsätt.<sup>210</sup> Aktieägarna är de som "får ta första stöten" vid likvidation av företaget: "Eftersom skulderna normalt sett har sitt givna värde kommer det egna kapitalet att bli vad som återstår, sedan från det sammanlagda värdet av tillgångarna dragits vad bolaget har av skulder."<sup>211</sup> Med andra ord kan sägas att: "Ägarens fordran [d v s eget kapital] /.../ utgörs av skillnaden mellan tillgångar /.../ och skulder /.../. Det egna kapitalet bestäms således som en restpost."<sup>212</sup> Med detta skall förstås att: "Den som köper en aktie /.../ blir delägare i bolaget /.../ med 'riskkapital', dvs kapital som i första hand bär förluster."<sup>213</sup> Således anses att ett utlån i form av eget kapital är förenat med större risk än vad utlån av skulder är, varför det egna kapitalet ofta benämns såsom *riskkapital*.<sup>214</sup> Begreppet *riskkapital* kan substitueras med begreppet *riskvilligt kapital*.<sup>215</sup> Noteras skall, att posten "eget kapital" inte är att betrakta såsom företagets eget kapital, utan tvärtom såsom *en skuld till ägarna*. Posten kan därför också benämnas såsom *ägarkapital*.<sup>216</sup>

Posten *eget kapital* skall inte betraktas såsom innehållandes endast "homogent" kapital. Ägarkapitalet är istället "fragmenterat" eftersom ägarna skiljer sig åt i stor utsträckning, t ex beträffande kunskaper samt syfte med ägandet. Noteras skall att olika typer av ägande finns,

varav fyra så kallade ”huvudtyper” finns, enligt Glete, J. (1987): Individuellt ägande, institutionellt ägande, anonymt ägande samt s.k. bankägande, som är en avvikande form. Skillnaderna mellan dessa s.k. ägartyper är många, t ex vad gäller inflytandet över företaget och dess styrning; gemensamt för dem är dock alltid att ägaren som ”minimifunktion” skall tillföra bolaget riskkapital.<sup>217</sup>

Ägarnas implicita kontrakt stipulerar att: ”/.../ investors contribute risk equity to the operation in exchange for certain rights.”<sup>218</sup> Med detta skall förstås att endast den eller de som investerar i aktier skall tillerkännas rättigheter i bolaget.<sup>219</sup> Genom att bidra med kapital till ett aktiebolag erhålles aktier i utväxling.<sup>220</sup> Aktierna genererar ägaren vissa rättigheter som kan uppdelas i två delar, nämligen: (1) *finansiella rättigheter* – varmed avses att aktieägarna har rätt att förvänta sig att få taga del av företagets framtida vinster och utdelningar – och (2) *legala rättigheter* – varmed avses att aktieägaren bl.a. skall äga rätt att rösta och därmed bestämma över verksamheten.<sup>221</sup> Därtill äger de rätten (och skyldigheten) att utse en styrelse.<sup>222</sup>

### **3.2 Finansmarknad, aktiekurser och psykologi**

Att köpa en aktie innebär att en ägarandel i ett aktiebolag förvärvas, varvid aktieägaren enligt Aktiebolagslagen erhåller olika rättigheter. Aktiebolaget (juridisk person) och aktieägarna (fysiska personer) är åtskilda, vilket står konstaterat ovan. Aktieägarna är således inte personligen ansvariga för åtaganden som aktiebolaget gjort per se, utan riskerar endast att förlora det kapital som de köpt aktier för. Alla aktier tillerkännes i princip samma rättigheter; de har dock ej alltid samma röstvärde. Detta är en av grunderna i aktiebolagslagen: Alla beslut som fattas om företagets kapital skall påverka alla aktier lika. Ägarna skall t ex få taga del av bolagets vinst. För att ett företag skall överleva behöver det gå med vinst. Denna vinst, residualen, behövs för att företaget skall kunna fortsätta att existera och ha möjlighet att driva verksamheten; vinsten skall också ge ägarna avkastning som ersättning för dessas investeringar i bolaget.<sup>223</sup>

Många företag är i behov av mer kapital för att kunna vidareutvecklas. En möjlighet därför är att låta börsnotera aktien, vilket innebär att andelar av företaget utbjudes för i stort sett var och en att införskaffa på aktiemarknaden. Att låta börsnotera ett företag ger möjligheter för nya personer att inträda i bolaget och därigenom bidra med mer aktiekapital. Förfarandet ställer dock nya krav på bolaget: Bl.a. föreligger ofta informationsasymmetri då de gamla ägarna vanligen har tillgång till mer information om företaget än de nya ägarna. För att utjämna denna obalans ställer börsen hårda krav på den information som företaget måste lämna till allmänheten. Dessa krav finns stipulerade i såväl olika lagar som kontrakt, t ex ett *inregistreringskontrakt* vid Stockholms Fondbörs, som företagen måste underteckna inför börsintroduktion.<sup>224</sup> Ett annat skäl att låta börsnotera en aktie, kan vara att metoden underlättar för företagen att förvärva andra företag, eftersom företagets aktier då kan användas som en del av betalningen. Ytterligare skäl som är vanligt förekommande, är att de anställda erbjuds möjlighet att bli delägare (d v s agenten blir principal); vidare kan företagets varumärke/n bli mer kända hos allmänheten vilket kan öka trovärdigheten gentemot företagets intressenter.<sup>225</sup> Att låta företaget vara börsnoterat är också ett sätt för ägarna att lättare stifta affärer med varandra.<sup>226</sup>

När aktieägarna placerat sitt kapital avstår desamma från att konsumera för detta idag, för att istället göra det i framtiden. På grund av detta har de riskaverta aktieägarna ett avkastningskrav på kapitalet. Detta, avkastningskravet, består av tre komponenter: (1)

*realräntan* vid riskfritt sparande, (2) kompensering för *inflation* och (3) en *riskpremie* som kompensation för risktagandet hänförd till aktieinvesteringen.<sup>227</sup>

När en aktie börsnoteras får den ett *nominellt värde*, varmed avses den summa som företaget erhöll då aktierna såldes till aktieägarna vid dagen för aktienotering. Det nominella värdet på aktierna har dock sällan något samband med aktiekursen. Desamma har nämligen inget i förväg fastställt pris, utan värdet bestäms av vad en presumtiv köpare kan tänka sig att betala för ägandet. Aktiekurserna förändras dagligen och detta beror på att aktiepriserna påverkas av en stor mängd faktorer.<sup>228</sup> Exakt vilka *alla* dessa faktorer är, hur de påverkar och i vilken riktning går inte med säkerhet att fastställa.<sup>229</sup> Notera att aktiekursen inte fastställs enbart på grundval av företags substansvärde, utan även av andra faktorer såsom psykologi.<sup>230</sup>

De faktorer som har betydelse för aktiekursen kan indelas i två olika grupper: (1) Den ena gruppen behandlar faktorer som påverkar *företagens värde*; (2) Den andra gruppen är faktorer som styrs av *aktieägarnas agerande på börsen*.<sup>231</sup>

Den första huvudgruppen, (1) företags värde, uppdelas i tre huvudsakliga kategorier (I-III): Den första kategorin (I) hänförs till *omvärldsfaktorer*, t ex räntan och konjunkturen. Den andra kategorin (II) hänförs till *företags situation*, som bestäms av bl.a. lönsamhet, bransch, konkurrenter och företags ledning. Den tredje kategorin (III) utgörs av olika *värderingsmodeller*.<sup>232</sup> Vanliga analysmodeller för värdering är (A) *fundamental aktieanalys* och (B) *teknisk analys*. Den fundamentala analysen (A) baseras på siffror från *företags redovisning* (bokförda värden). Dessa ”*fundamenta*” används för att utföra analyser av varierande komplexitet. En del analyser, som t ex analyser av kassaflöde och substansvärde, kräver stor kunskap. Andra analyser kan vara av enklare slag, som t ex analyser av vissa nyckeltal. Notera att enklare analyser kan medföra större osäkerhet, men ändå bidra med viktig information för beslutsfattande. I en teknisk analys (B) används *historiska fakta* för att förutspå t ex priset på en aktie. Många hävdar att tekniska analyser bara är ett illusoriskt verktyg; dock använder många av de stora aktörerna på marknaden dylika i sina bedömningar. Detta medför att analyserna ofta kan bli ”självuppfyllande” då många olika aktörer fattar beslut på grundval av ett begränsat antal analyser.<sup>233</sup>

Den andra huvudgruppen, (2) aktieägarnas agerande, kan uppdelas i fyra kategorier (i-iv). Den första kategorin (i) är *utbud och efterfrågan*, d v s priset för en aktie bestäms efter kombinationen av antalet utbudna och efterfrågade aktier. Den andra kategorin (ii) behandlar *förväntningar på företaget* som uppstår av bland annat analyser, publicitet och rykten. Den tredje kategorin (iii) hänförs till *alternativa investeringsmöjligheter* i förhållande till aktien, d v s alternativkostnaden kommer att avgöra hur investeraren agerar. Den fjärde kategorin (iv) är *placerarpsykologi* som kan påverkas av rädsla och girighet.<sup>234</sup> Psykologi har stor inverkan och är inte ovanligen en bakomliggande faktor till att börskursen ibland svänger så kraftigt.<sup>235</sup>

Investerare torde gärna vilja framstå såsom rationella, men många beslut som de fattar är påverkade av emotionella faktorer. En viktig psykologisk faktor som influerar aktiekursen är vad som kan kallas *flockbeteende*. Osäkerheten är stor för de enskilda placerarna. Att fatta rationella beslut kan vara svårt om det betyder att investeraren går i motsatt håll gentemot flokken.<sup>236</sup> Att en stor mängd investerare ansluter till flokken innebär kraftiga prisrörelser (vilket bl.a. torde kunna hänföras till utbuds- och efterfrågestrukturer). Alla i flokken vill tjäna pengar, och påverkas mycket emotionellt därav. Om priset går upp förmodas investerarna bli nöjda, och om det går ner torde de bli missbelåtna. När investerarna ”agerar i flock” förstärks deras beteende och de aktier som omsätts ökar kraftigt i pris (kallas för *hausse*<sup>237</sup>) och priset

på de aktier som inte önskas sjunker mer dramatiskt (kallas *baisse*<sup>238</sup>). Ofta kan dessa förändringar vara större än vad som är rationellt motiverat. Flockens ledstjärna är priset: Om priset fluktuerar agerar flocken därefter.<sup>239</sup> Många investerare följer andra investerare som har större auktoritet på marknaden. Detta gör de för att minska sin egen risk och för att själva slippa göra dyra och komplicerade analyser.<sup>240</sup> Ofta nyttjas härvid s.k. ställföreträdande ägare.<sup>241</sup> Detta skapar ett *Följa John-beteende*, vilket förenklar (de potentiella) ägarnas beteenden. När aktiekurser stiger vill fler köpa aktier, vilket leder till att kurserna stiger ytterligare. De aktier som stiger mycket kan då komma att bli övervärderade. Det motsatta sker om aktiekursen sjunker.<sup>242</sup>

### 3.3 Fonder och fondförvaltare

Fonder har idag kommit att bli mycket viktiga deltagare på de finansiella marknaderna. Av denna anledning är de institutionella investerarna (indirekt ägande) mångt fler till antalet idag än tidigare; motsatt utveckling har skett bland de privata investerarna (direkt ägande). Detta leder också till att en allt mindre andel av samhällets sparkvot placeras i ordinära bankkonton.<sup>243</sup> En fondinvestering fyller olika funktioner: ”*Fonderna är en metod att åstadkomma riskspridning.*”<sup>244</sup> Vidare kan ”*mindre initierade*” individer med hjälp av denna investeringsform satsa på aktier utan att behöva uppleva ”*närhet till de bolag deras kapital går till*”.<sup>245</sup> Dessutom möjliggörs för även de obegåvade att låta en professionell förvaltare utföra arbetet åt dem. Därtill kan vem som helst också investera i utländska bolag utan extra besvär. Andelsägarna skall dock notera att desamma *inte* blir delägare i aktieandelar, utan i fondandelar varför de rättigheter som följer med aktierna (se ovan) inte åtnjutes vid ett fondinköp.<sup>246</sup> Följaktligen leder fonderna till att ”*ett nytt filter mellan investeraren och företaget*” uppkommer.<sup>247</sup>

Det finns en stor mängd olika fondtyper.<sup>248</sup> En sådan typ av fond är en s.k. *hedgefond*, vilken har flera urskiljande karaktäristika: Fonden satsar kapital inom alla möjliga typer av branscher och områden. Dessutom gäller att dessa vanligtvis tillämpar en s.k. *closed-end-princip*, d v s att fondens fondandelar är limiterade. Risknivån är inte ovanligtvis högre än vad som är fallet beträffande många andra typer av fonder, vilket förvaltarna ”*/.../ anser /.../ att de kan kompensera genom en högre egen skicklighet.*” Wilke, B. & Sandén, W. (2000) hävdar att förvaltaren av en hedgefond ofta synes ha följande utgångspunkt: ”*Skjut-på-allt-som-rör-sig-bara-vi-tjänar-pengar /.../.*”<sup>249</sup>

Fonderna och dessas fondförvaltare är helt åtskilda från varandra ur en ekonomisk synvinkel, med vilket förstås att fonden och dess andelsägare inte påverkas om fondförvaltaren drabbas av dålig ekonomi. För att skydda de enskilda andelsägarna granskas fonderna och fondförvaltarna av Finansinspektionen, som tillser att lagar och andra normer efterföljs. Frikopplingen mellan fonden och dess förvaltare erbjuder således andelsägaren säkerhet.<sup>250</sup> Även om förvaltaren utsätts för konkurs, kommer fonden att bestå.<sup>251</sup>

Det torde vara en allmänt förekommande uppfattning att det finns skattefördelar att åtnjuta genom att investera i fonder jämfört med aktier. Wilke, B. (2003) menar dock att fördelarna, om de ens existerar överhuvudtaget, är närmast försvinnande små. Skillnaden mellan fondandelsägande och aktieägande ur en skatterättslig synvinkel, är att fondens eventuella realisationsvinst vid försäljning beskattas som en ”klumpsumma” medan aktieinnehavaren får ”*/.../ skatta lite varje år /.../*”.<sup>252</sup> Georgsdotter, S. (2001) hävdar dock diametralt motsatt att reavinst inte skall erläggas.<sup>253</sup>

## 3.4 Nyckeltal

### 3.4.1 Inledning

Det finns en mängd olika typer av nyckeltal; dessa kan nyttjas till att utvärdera företag, vilket kan tjäna såsom syfte att försöka stärka säkerheten kring företagsvärderingar.<sup>254</sup> Vissa uttrycks i kvoter, d v s *relativa nyckeltal*, vilket innebär att två olika värden relateras till varandra. Andra beskrivs lämpligen vara så kallade *absoluta nyckeltal*, d v s nyckeltal som inte visar en relation mellan olika tal. Vissa bedömare anser att den sistnämnda typen förefaller vara den lättaste att nyttja.<sup>255</sup> Alldeles oavsett vilken typ av nyckeltal som fokuseras, så torde följande gälla: Att nyckeltal nyttjas för att uppfölja och mäta huruvida företag uppnår önskade mål av olika slag.<sup>256</sup>

#### 3.4.1.1 Räntabilitetsmått

Med *räntabilitetsmått* åsyftas ekonomiska mått som påvisar ”/.../ relationen mellan ett redovisningsmässigt resultat och ett redovisningsmässigt kapital.”<sup>257</sup> Således mäts räntabilitet ”/.../ genom att ett resultatmått relateras till ett kapitalmått”.<sup>258</sup> En annan definition är att räntabilitet är: ”En relation mellan vinst och en viss mängd utnyttjade resurser /.../”.<sup>259</sup> Ordet *räntabilitet* torde vara synonymt med orden *lönsamhet* och *avkastning*. Arvidson, P., et al (2006) förtydligar att med lönsamhet ”/.../ avser vi således resultatet ställt i relation till omsättning, kapital, antal anställda eller något annat. Med räntabilitet (avkastningsgrad) menar vi resultatet ställt i relation till kapital.”<sup>260</sup> Ett räntabilitetsmått påvisar således resursens (kapitalets) räntabilitet, d v s lönsamhet. Lönsamhetsbegreppet, d v s räntabilitetsbegreppet, kan således relateras till olika typer av kapital – d v s olika typer av resurser – för att på så sätt bilda olika typer av räntabilitetsmått.<sup>261</sup>

Vanligt förekommande räntabilitetsmått är t ex *räntabilitet på eget kapital* ( $R_E$ ), *räntabilitet på totalt kapital* ( $R_T$ ), samt *genomsnittlig låneränta* ( $R_S$ ). De första två förmedlar skenbart liknande informationer, men skiljer sig ändå åt en aning, vilket framgår nedan. Vidare är det värt att notera att *räntabilitet på sysselsatt kapital* ( $R_{SYSS}$ ) och *räntabilitet på operativt kapital* ( $R_{OP}$ ) är ytterligare två vanligt uppmärksammade räntabilitetsmått<sup>262</sup>; dessa behandlas dock inte vidare inom ramen för denna uppsats.

De relativa räntabilitetsmått kan anses ha vissa brister. Eftersom lönsamheten i ett räntabilitetsmått bestäms genom att relatera ett resultat till utnyttjade resurser (kapital) kan båda dessa påverka vilket värde måttet skall antaga. En eventuell önskan att frisera ett räntabilitetsmått för att därigenom uppvisa lönsamheten att verka vara bättre än det faktiska utfallet, kan tillgodoses genom att sänka kapitalandelen istället för att höja resultatet. Detta kan åstadkommas t ex genom att låta bli att genomföra nödvändiga investeringar, etc. Ett räntabilitetsmått för t o m med sig vid handen att ett försämrat resultat – t ex p.g.a. att en nödvändig investering inte genomförs – kan förbättra räntabiliteten ifall investeringsbortfallet även medför att kapitalandelen minskas yttermera än resultatet.<sup>263</sup>

Lantz, B. (2003) hävdar att ett sätt att parera en sådan situation skulle kunna vara att istället nyttja absoluta nyckeltal. Han sluter sig dock till att ett företag lämpligen måste begagna sig av både absoluta och relativa nyckeltal, vilket exemplifieras med att ett första företag kan avkasta lägre vinst än ett andra företag, men ändå uppvisa ett högre räntabilitetsmått. Stöd för detta erhålles av Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005) som tillägger att det omvända kan inträffa, nämligen att ett första företag erhåller en betydligt större vinst sett i absoluta tal jämfört med ett andra företag. Detta behöver dock inte innebära att lönsamheten är duglig;

denna beror ju bl.a. på mängden resurser som använts för att skapa resultatet. För att avgöra huruvida resultatet är bra eller ej måste således ett relationsmått nyttjas eftersom resultatet visar vilken återbäring det egna kapitalet generar; detta resonemang stöds av Nilsson, H., et al (2002) och Arvidson, P., et al (2006) samt Ax, C. et al (2003).<sup>264</sup> De sistnämnda konkluderar att:

*”Ett resultat utgör sålunda ett absolutmått och säger därför lite om hur ”bra” eller ”dåligt” ett företag bedriver sin verksamhet. Lönsamhet utgör däremot ett relationsmått (eller kvotmått) där ett resultatmått sätts i förhållande till något uttryck för det kapital som finns och används i företaget.”<sup>265</sup>*

De drar därefter genast följande inferens:

*”Lönsamheten utgör, definierad på detta sätt, ett bättre mått än resultat på hur ”bra” eller ”dåligt” verksamheten bedrivs, eftersom det säger något om hur väl verksamheten bedrivs i förhållande till det kapital som finns och används i verksamheten för att skapa resultatet.”<sup>266</sup>*

#### **3.4.1.1.1 Räntabilitet på eget kapital, $R_E$**

$$R_E = \frac{\text{Resultat efter finansiella poster}}{\text{Eget kapital}}$$

Måttet presenterar och påvisar för åskådaren vilken förräntning (avkastning) som ett företags eget kapital, d v s det kapital som aktieägarna har insatt i företaget inklusive balanserade vinster, genererar. Med andra ord visar nyckeltalet vilken ränta aktieägare avkastar på sina investeringar i ett visst företag. Detta nyckeltal torde således vara av särskilt intresse för aktieägare eftersom det indikerar vilket avkastningskrav dessa har på en aktieinvestering i ett specifikt bolag.<sup>267</sup> Arvidson, P., et al (2006) konstaterar därtill att nyckeltalet räntabilitet på eget kapital *”/.../ är det kanske viktigaste måttet ur aktiemarknadens synvinkel.”<sup>268</sup>*

#### **3.4.1.1.2 Räntabilitet på totalt kapital, $R_T$**

$$R_T = \frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter}}{\text{Totalt kapital}}$$

Måttet presenterar för åskådaren vilken förräntning som ett företags totala kapital uppvisar. Det berörda nyckeltalet kan således sägas fokusera ett företags rörelse i dess helhet; räntabiliteten på totalt kapital kan följaktligen påstås beskriva ett företags operativa lönsamhet. Notera att, sett ur nyckeltalets synvinkel, det är fullständigt indifferent vilken kapitalstruktur (finansieringsmässiga val) mellan eget och främmande kapital (d v s skulder) företaget uppvisar, d v s nyckeltalet kan användas vid jämförande mellan olika bolag, t o m sådana verksamma i olika branscher, samt för jämförelser över tiden.<sup>269</sup>

##### **3.4.1.1.2.1 DuPont-samband**

Ett företags räntabilitet på totalt kapital konstitueras av de två nyckeltalen *vinstmarginal* och *kapitalomsättningshastighet* – vilka kan härledas genom ett s.k. DuPont-schema.<sup>270</sup> Se därom *Figur 5*. Sambandet kan även framställas genom ett så kallat ISO-diagram, även kallat för ett DuPont-diagram.<sup>271</sup> Detta ger vid handen att en viss räntabilitet på det totala kapitalet kan uppnås genom olika kombinationer av värden för vinstmarginalen och kapitalomsättningshastigheten. Ett första företag med låg vinstmarginal och hög

kapitalomsättningshastighet kan således uppvisa samma räntabilitet på totalt kapital som ett andra företag med hög vinstmarginal och låg kapitalomsättningshastighet, etc.<sup>272</sup> Den kombination som föreligger indikerar inom vilken bransch företaget verkar, vilka strategiska val och tillvägagångssätt som fattats.<sup>273</sup>

Modellen implicerar att *två olika strategier* (1-2) kan nyttjas för att höja ett företags räntabilitet på totalt kapital, givet att företaget inte förmår öka omsättningen. Den första strategin riktar sig mot att **(1) förbättra vinstmarginalen**, t ex genom att öka vinsten per varje såld enhet av en produkt medelst kostnadsreduceringar. Den andra strategin ställer i centrum att **(2) höja kapitalomsättningshastigheten**, t ex genom kapitalrationalisering och kapitaleffektivisering.<sup>274</sup>

Företag med hög vinstmarginal och låg kapitalomsättningshastighet, t ex energibolag<sup>275</sup>, bör välja det andra strategiska vägvalet, d v s att öka kapitalomsättningshastigheten. Detta kan beskrivas såsom en lågprisstrategi. Omvänt gäller att företag med låg vinstmarginal och hög kapitalomsättningshastighet, t ex konsultföretag och livsmedelsföretag<sup>276</sup>, bör välja det första strategiska vägvalet, d v s att öka vinstmarginalen. Detta kan beskrivas såsom en högprisstrategi.<sup>277</sup> Notera slutligen beträffande de två olika strategierna att Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005) sluter sig till att det torde vara enklare att förändra vinstmarginalen än kapitalomsättningshastigheten.<sup>278</sup>

#### 3.4.1.1.2.1 Kapitalomsättningshastighet

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

Nyckeltalet påvisar hur ett företags kapital omsätts under ett visst givet tidsintervall; således åskådliggör kapitalomsättningshastigheten något om med vilken effektivitet ett företag nyttjar sitt kapital (resurser<sup>279</sup>).<sup>280</sup>

Det är önskvärt att erhålla högsta möjliga kapitalomsättningshastighet<sup>281</sup> därför att *"Kapitalomsättningshastigheten anger hur stor omsättning (försäljning) varje investerad krona resulterat i."*<sup>282</sup> En alternativ definition är att *"Tillgångarnas omsättningshastighet visar vilken omsättning varje tillgångskrona genererat"*<sup>283</sup>, d v s att de *"beskriver vilken omsättning ett visst totalkapital skapar."*<sup>284</sup> Nyckeltalet kan bl.a. begagnas till att jämföra ett företags kapitalnyttjandeeffektivitet över tiden.<sup>285</sup> Med ineffektivitet förstås enligt kapitalomsättningshastighetsmättet att företaget uppbinder för stor andel kapital.<sup>286</sup> Vad som anses vara en alltför stor andel uppbundet kapital torde betraktas såsom en bedömningsfråga.

#### 3.4.1.1.2.2 Vinstmarginal

$$VM = \frac{\text{Resultat efter finansiella intäkter}}{\text{Omsättning}}$$

Av namnet förstås att nyckeltalet syftar till att påvisa *".../ hur stor andel av varje omsättningskrona som är kvar i vinst."*<sup>287</sup> Detta uttalande står i nära förbindelse med Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005): s uttalande att vinstmarginalen uttrycker *".../*



resultatandelen för varje krona i omsättning.”<sup>288</sup> En alternativ förklaring är att vinstmarginalnyckeltalet klarlägger ”/.../ den procentuella andel av omsättningen som blir över för att täcka finansiella kostnader, skatt och vinst.”<sup>289</sup>

Nyckeltalet kan nyttjas till att jämföra ett företags vinstmarginal över tiden, samt därtill även vid jämförelser mellan olika företag.<sup>290</sup> Notera vidare att ett alternativt namn som kan nyttjas för detta nyckeltal är vinstprocent.<sup>291</sup> Observera härvid att Arvidson, P., et al (2006) t o m hävdar, att det förstnämnda namnet (d v s vinstmarginal) inte lämpligen bör användas.<sup>292</sup>

Avslutningsvis uppmanar vi läsaren att skåda *Figur 5* där en nedbrytning av samtliga de komponenter som konstituerar nyckeltalet vinstmarginal finns nedtecknade.

### 3.4.1.1.3 Genomsnittlig låneränta, $R_s$

$$R_s = \frac{\text{Finansiella kostnader}}{\text{Skulder}}$$

Detta mått presenterar för åskådaren vilken genomsnittlig förräntning som ett företags kreditorer erhåller på de pengar som de låtit utlåna.<sup>293</sup> Ur företagets perspektiv innebär det att nyckeltalet åskådliggör vad skulderna, d v s ett företags främmande kapital, kostar.<sup>294</sup> Detta medför att nyckeltalet förmedlar vilken som är den minsta förräntning på företagets samtliga tillgångar som måste åstadkommas för att företaget skall kunna betala sina räntekostnader. Notera slutligen att nyckeltalet även kan benämnas såsom *genomsnittlig skuldränta*, eller *räntabilitet på totala skulder*.<sup>295</sup>

### 3.4.1.2 Kapitalstruktur

Med begreppet *kapitalstruktur* åsyftas ”/.../ fördelningen av företagets totalkapital mellan skulder och eget kapital.”<sup>296</sup>

#### 3.4.1.2.1 Skuldsättningsgrad

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Skulder}}{\text{Eget kapital}} = S/E$$

Detta mått tydliggör ett företags kapitalstruktur; d v s andelen eget kapital respektive skulder. Vidare konstateras lätteligen att skuldsättningsgraden har en stark koppling till ett annat nyckeltal, nämligen *soliditet*, som innehåller exakt samma komponenter, dock i en annan konstellation. Skuldsättningsgraden är således att betrakta såsom ett soliditetsmått. Skuldsättningsgraden hävdas emellertid uppvisa den egenskapen att måttet bättre än det ordinära soliditetstalet kan erbjuda varning vid fall att ett företags eget kapital reduceras, och att kapitalstrukturen därigenom förändras.<sup>297</sup>

Notera även att soliditetsmättet uttryckes i relativa tal (d v s i *procent*) medan skuldsättningsgraden vanligen uttrycker hur många *gångar* skulder som finns i förhållande till eget kapital. Vidare gäller att en hög skuldsättningsgrad med nödvändighet måste medföra att soliditeten är låg, och e contrario.<sup>298</sup>

### 3.4.1.2 Soliditet

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

Soliditeten beskriver vilken andel, *d v s* relativt sett, av det totala kapitalet som det egna kapitalet utgör, *d v s* vilken kapitalstyrka (finansiell styrka<sup>299</sup>) företaget besitter. Allmänt gäller att ett företag kan tåla större förluster ju större eget kapital som finns tillhanda; likaså medför ett stort eget kapital att risktagandet kan tillåtas att öka, vilket också kan utskrivas så, att högre risker bör konvergera med högre soliditet. Således avslöjar soliditetsmålet någonting beträffande vilken duglighet att överleva på sikt som företaget kan anses ha.<sup>300</sup> En viktig iakttagelse är att det finns ett flertal varianter som beskrivs vara s.k. soliditetsmätt, varav skuldsättningsgraden är ett exempel, vilket nämndes ovan; de båda nyckeltalen ger således identisk information.<sup>301</sup> Precis som vi angav ovan innebär en låg soliditet att skuldsättningsgraden är hög. Rimligen medför en högre skuldsättningsgrad större räntekostnaderna.<sup>302</sup>

### 3.4.1.3 Hävstångssamband

Denna modell konstitueras av fyra olika nyckeltal (som presenterats ovan), vilka tillsammans beskriver ett finansiellt samband. Formeln lyder enligt följande:  $R_E = R_T + (R_T - R_S)S/E$ . Formeln anger ett företags  $R_E$  före skatt.<sup>303</sup> Ifall justering för skatteeffekt önskas, multipliceras uttrycket (1-skattesats).<sup>304</sup> Namnet *hävstångseffekt* återkopplas till det faktum att *".../ ju högre skuldsättningsgraden är, desto större effekt får en förändring av  $R_T$  på  $R_E$ ."*<sup>305</sup> Lantz, B. (2003) konstaterar liknande att *".../ så länge som  $R_T > R_S$  så kommer  $R_E$  att öka vid ökad skuldsättningsgrad /.../."*<sup>306</sup> Omvänt gäller kombinationen att räntabiliteten på eget kapital minskar om förräntningsmarginalen ( $R_T - R_S$ ) är negativ, samt att skuldsättningsgraden samtidigt är hög.<sup>307</sup>

Ett företags *förräntningsmarginal* (*riskbuffert* eller *förräntningsgrad*<sup>308</sup>) på främmande kapital konstitueras av differensen mellan  $R_T$  och  $R_S$ . En hävstångseffekt uppstår då förräntningsmarginalen multipliceras med skuldsättningsgraden ( $S/E$ ). Är förräntningsmarginalen positiv ( $R_T - R_S > 0$ ), så kommer det främmande kapitalet att påverka  $R_E$  positivt. Omvänt gäller att ifall  $R_S$  är högre än  $R_T$ , så kommer  $R_E$  att påverkas menligt. Det positiva eller negativa tillskott som förräntningsmarginalen multiplicerat med skuldsättningsgraden frambringar åt  $R_E$ , benämnes vanligen såsom ett så kallat *S/E-bidrag*.<sup>309</sup>  $R_E$  erhålles genom en kombination av två olika beståndsdelar, nämligen *verksamhetseffektiviteten* (som kopplas till nyckeltalet  $R_T$ ) och *verksamhetsfinansieringen* (som kopplas till  $S/E$ -bidraget).<sup>310</sup> Notera att modellen enkom kan nyttjas i företag där kapitalstrukturen består av både eget kapital och främmande kapital.<sup>311</sup>

Med hjälp av hävstångsformeln kan ett företag laborera med olika sammansättningar av  $R_E$ ,  $R_T$ ,  $R_S$ , samt skuldsättningsgrad för att på så sätt estimerar vilka risker företaget kan tänkas komma att utsättas för vid olika typer av kapitalstrukturer och finansieringspolitiska beslut. Val av kapitalstruktur och finansieringspolitik kan således starkt förbindas till val av risktagande.<sup>312</sup>

Ett företags *olika risker* bestäms utgöra *tre stycken* till antalet, relaterat till *investerings- och finansieringsstrategiska* beslut enligt hävstångsformeln. På samma sätt som hävstångsformeln

ger vid handen att ett företags (1)  $R_E$  är lika med (2)  $R_T$  adderat med (3) S/E-bidraget gäller att ett företags (1) *totala risk* är lika med (2) *rörelserisk* (affärsrisk<sup>313</sup>) adderat med (3) *finansiell risk*. Att nyckeltalet  $R_E$  hänförs till att beskriva ett företags totala risk förklaras med att detta påverkas av såväl investeringsstrategiska som finansieringsstrategiska beslut. Högre totalrisk ställer således ett högre avkastningskrav på det egna kapitalet. Att  $R_T$  hänförs till ett företags rörelserisk beror på att nyckeltalet endast kan fluktuera till följd av investeringsstrategiska beslut, d v s ej beslut som berör företagets finansiering. Slutligen gäller att det s.k. S/E-bidraget påverkas av val av finansiering, d v s finansieringsstrategiska beslut, eftersom skuldsättningsgraden uppvisar olika värden beroende på vilken andel eget kapital respektive skulder ett företag besitter. S/E-bidraget sammanfaller således med ett företags finansiella risk. Det är följaktligen klart att hävstångsformeln kan tänkas bidra till att tydliggöra vilken situation ett företag befinner sig i, vilket kan vara av stort värde vid beslut av exempelvis investerings- och finansieringsmässig typ.<sup>314</sup>

Det finns alltså *tre sätt* (1-3) på vilka ett företag genom hävstångsformeln kan förbättra sin avkastning: Enligt det första sättet kan företaget (1) *förbättra investeringsstrategierna* för att på så sätt försöka förmå företaget att avkasta mer. Det andra sättet att förbättra ett företags avkastning går ut på att (2) *öka skuldsättningen*; således är detta en fråga om finansieringsstrategi. Ett medföljande och tillkopplat krav är då att pengarna inom företagets fång måste förräntas bättre än räntekostnaderna för det främmande kapitalet. Det tredje sättet att förmå företaget att avkasta mer är att helt sonika (3) *sänka räntekostnaderna* för det främmande kapitalet, vilket naturligtvis måste beskrivas vara en finansieringsstrategisk fråga.<sup>315</sup>

### 3.4.1.4 Kassalikviditet

$$\text{Kassalikviditet} = \frac{\text{Omsättningstillgångar} - \text{Varulager}}{\text{Kortfristiga skulder}}$$

Med *likviditet* åsyftas ett företags ”.../förmåga att betala sina kortfristiga skulder i den takt de förfaller till betalning”<sup>316</sup>. Med andra ord visar likviditeten ”.../ ett företags betalningsförmåga på kort sikt”<sup>317</sup>.

Kassalikviditeten bör uppgå till åtminstone omkring 100 % (d v s 1,0), varmed förstås att företaget vid ett eventuellt trängande behov förfogar över tillräckligt mycket likvida medel för att ofördröjligen kunna betala samtliga kortfristiga skulder.<sup>318</sup> Detta gäller dock enbart så länge som förfallodatumen för betalning av företagets kortfristiga fordringar inträder före dess att de kortfristiga skulderna skall betalas. Annars torde kassalikviditeten riskera att understiga vad som krävs för att betala de kortfristiga skulderna. Så länge ett företags penningflöden uppträder förhållandevis stabilt kan dock verksamheten fortskrida med en förhållandevis låg kassalikviditet.<sup>319</sup>

Observera att ovanstående krav *inte* kan betraktas såsom en allmängiltig regel eftersom exempelvis ett företags branschtillhörighet kan påverka situationen. Ett företag som verkar inom någon form av ”kontantbransch” bör inte rimligen ha lika högt ställda likviditetskrav som ett industriföretag eftersom det förstnämnda, till skillnad från det därefter nämnda, i allmänhet kan kassera in pengar från kunder innan de kortfristiga skulderna skall betalas. Dock kan stor kassalikviditet vara av ondo sett ur aktieägares perspektiv eftersom det sänder signaler till omvärlden att företaget inte finner några godtagbara möjligheter att investera

kapitalet. En viktig notering i sammanhanget är att en stor kassalikviditet inte per automatik innebär att ett företags lönsamhet är god.<sup>320</sup>

### 3.4.1.5 Aktierelaterade nyckeltal

De som t ex ämnar köpa aktier behöver lämplig information om desamma. Härför kan ett antal olika nyckeltal nyttjas<sup>321</sup>, varav vi i detta kapitel redogör för några.

#### 3.4.1.5.1 Aktiekurs/Substans per aktie

Detta nyckeltal uträknas såsom rubriken anger; således framräknas en kvot som indikerar huruvida priset för ett företags aktie är högre än värdet av företagets substans per aktie. Är aktiepriset lägre värderat än företagets substansvärde per aktie kan detta innebära att bolaget är undervärderat, d v s att börsvärdet understiger substansvärdet. Givet att andra faktorer bortskalkas från analysen torde detta innebära att aktien är mycket prisvärd att införskaffa. Notera härvid att ett högt värde bl.a. kan bero på att företag t ex besitter stora immateriella tillgångar, vilket således kan driva upp aktiekurser. Med begreppet substans åsyftas ett företags tillgångar subtraherat med dess skulder, d v s motsvarande ett företags eget kapital.<sup>322</sup>

#### 3.4.1.5.2 P/E-tal

$$P/E = \frac{\text{Priset per aktie}}{\left( \frac{\text{Resultat efter finansiella poster}}{\text{Totalt antal aktier}} \right)}$$

Notera att formeln *inte* kan nyttjas för företag som uppvisar negativa resultat.<sup>323</sup> Nyckeltalets syfte är att indikera huruvida en aktie kan anses vara under- eller övervärderad i förhållande till företagets vinst per aktie. Formelns komposition ger vid handen att ett högt P/E-tal antyder att aktien är övervärderad i förhållande till företagets vinst per aktie, och e contrario. Detta innebär samtidigt att ju högre ett P/E-tal är, desto mer är företaget värderat, och omvänt. Hansson, S. (2005) vänder sig dock bort från detta synsätt genom att förfäkta, att fler faktorer påverkar huruvida ett företag kan anses vara under- eller övervärderat. T ex gäller, påstår densamme, att företag som uppvisar hög räntabilitet i allmänhet även torde förete relativt sett höga P/E-tal. De Ridder, A. (2003) och Hansson, S. (2005) framlyfter likafullt att nyckeltalet tillhandahåller fördelen att alla typer av aktier kan jämföras. Georgsdotter, S. (2001) hävdar emellertid att talet inte lämpligen bör användas till att jämföra företag verksamma inom olika branscher.<sup>324</sup>

## 4. Empiri och resultat

---

*I detta kapitel beskriver vi såväl den debatt som florerat i stor utsträckning i massmedia angående Cevian. Detta inlägg syftar till att ge läsaren en tydlig föreställningsram om företaget. Därtill presenteras även analyser av de förvärvade företagens utveckling och situation, samt resultatet av dessa undersökningar.*

### 4.1 Inledning: Cevian i media

#### 4.1.1 Medias beskrivning av Cevian

Cevian är ett fondbolag, med c:a 14 anställda, som investerar och förvaltar det kapital som finns insatt i fonderna *Cevian 1* och *Cevian 2*.<sup>325</sup> Med dessa pengar köps en minoritetspost som är tillräckligt stor för att fonden skall kunna agera såsom en aktiv ägare i olika investeringsobjekt. Cevians agerande vid investeringar beskrivs i sju punkter (1-7): **(1) Fonden mobiliserar kapital;** **(2) Aktier anskaffas i hemlighet;** **(3) Media underrättas av företagets företrädare;** **(4) Ett flockbeteende uppkommer;** **(5) Företaget intensifierar närvaron i media;** **(6) Förvärven bearbetas;** **(7) Aktieinnehavet avhänds i hemlighet och utan förvarning.** Efter försäljningen brukar aktiekurserna sjunka.<sup>326</sup>

De företag som Cevian investerar i måste uppfylla vissa krav. I media har analyser av tidigare uppköp utförts för att finna de egenskaper hos bolag som gör att Cevian kan tänkas vara intresserade av en investering. Det har därvid framkommit att det finns några tydliga kännetecken beträffande de bolag som kan bli aktuella för ett aktieuppköp. Det kan t ex handla om att ledningens och styrelsens arbete inte anses utföras tillräckligt effektivt. Vidare brukar de aktuella företagen besitta tillgångar som kan utförsäljas till större värden än vad bolaget erhåller genom att behålla dessa i verksamheten. Därtill har bolagen vanligen en kapitalstruktur som kännetecknas av låga skuldsättningsgrader, hävdas. Det påstås också att Cevian avser att ändra dessa strukturer genom att t ex öka utdelningar och/eller ytterligare belåna de berörda företagen. Desamma kan även vara undervärderade då de inte (ännu) anses ha nått sin fulla potential (d v s värdegap existerar); detta kan bl.a. bero på undervärderade varumärken, etc.<sup>327</sup> De aktuella företagen har ofta passiva ägare, samt därtill en stor kassa i förhållande till det värde börsen tillerkänner företaget.<sup>328</sup> I en del artiklar där dessa egenskaper har uppräknats, har även potentiella kandidater som uppfyllt dessa villkor namngivits. Bland dessa fanns Volvo och Telia-Sonera. Det kan konstateras att Cevian de facto har låtit investera i just dessa bolag efter tillkomsten av de ovan nämnda artiklar. Detta skulle kunna ses som en indikation på att media presterat tämligen korrekta bedömningar beträffande de företagsegenskaper som Cevian eftersöker.<sup>329</sup>

Från år 2002, då Cevian grundades, till idag, har företaget investerat i *Lindex*, *Skandia*, *Intrum Justitia*, *Metso*, *Visma*, *Volvo* och *Telia-Sonera*.<sup>330</sup> Cevian har försålt sitt aktieinnehav i Skandia och Visma, samt minskat detsamma i Lindex.<sup>331</sup> Eventuellt har även aktieinnehavet i Metso reducerats, en osäkerhet föreligger dock ännu angående detta eventuella faktum.<sup>332</sup>

#### 4.1.2 Debatten om Cevian

##### 4.1.2.1 Debatt inom näringslivet

I media har det uppkommit en livlig debatt om Cevian och den typ av affärsmentalitet och de ideologiska föreställningsramar som bakomliggar företaget. Cevian har t ex skapat stor oro och beskyllts för att vara en aktör med kortsiktigt engagemang som vill erhålla snabba vinster

för att därefter genast vända blickfånget mot nya objekt.<sup>333</sup> Cevian beskylls således för att verka efter ett s.k. ”snabba klipp-perspektiv”<sup>334</sup> Det har även uttryckts ilska över att klassiska svenska bolag avyttrats till utländska ägare. På liknande sätt har många opponerat sig emot att stora kassor, som är tänkta för investeringar i framtiden, utdelas, och att delar av företagen uppstyckas och försäljs.<sup>335</sup>

Den mest uppmärksammade kritiken mot Cevian kom från Telia-Soneras styrelseordförande Carl Bennet. Densamme åskådliggör tydligt de olika föreliggande uppfattningar som finns beträffande hur företag lämpligen bör förvaltas.<sup>336</sup> Bennet fällde t ex följande uttalande då det blev känt att Cevian investerat i Telia-Sonera:

*”Christer Gardell och Cevian har med sitt korta kapital ett helt annat perspektiv än jag. Det handlar om att skapa spänningar och friktion, att trycka på och trycka på för att pressa upp värden. Vad är det för jävla trams? Det kan vara bra att synliggöra värden men annars handlar det bara om profiten. Det finns ingen långsiktighet och stabilitet i det.”<sup>337</sup>*

Bennet fick medhåll för sina uttalanden av andra ryktbara personer inom näringslivet. Rune Andersson som tidigare arbetat på Boliden tillsammans med Bennet menade att samma soliditet i alla branscher omöjligt kan förekomma, samt att olika företag behöver olika stora kassor.<sup>338</sup> Även den tidigare styrelseordföranden i Volvo, Sören Gyll, uttalade sig i frågan. Han förklarade med ett exempel: *”När Volvo gick in i Indien tog det tio år innan företaget tjänade pengar. Då krävs det säkerhet och stabilitet i botten. Det är likadant i Kina. En sådan som Gardell [läs: Cevian] jobbar inte med de perspektiven.”<sup>339</sup>*

Bennet erhöll dock inte enbart bifall för sina kritiska uttalanden. Finansmannen Mats Qviberg tyckte att Bennet borde avgå, vilket bl.a. förmedlades med följande kommentar: *”Det är inte styrelsens uppgift att recensera ägarna, det är ägarna som utser styrelsen och inte tvärtom. /- -/ jag tycker han har missbrukat sitt förtroende.”<sup>340</sup>* Bennets uttalanden ledde sålunda också till att han inte fick fortsatt förtroende när valberedningen lämnade sina förslag beträffande utnämning av en ny styrelse under vintern 2006.<sup>341</sup> Qviberg hävdade vidare, till skillnad mot Bennet och Gyll, att Cevian med sitt kunnande kan utgöra en positiv kraft för svenskt näringsliv. Han menade därtill att företag med stora kassor inte alls åtnjuter något oberoende, utan tvärtom tilldrager sig riskkapitalister; företagets enda försvar gentemot desamma torde vara att företagen är korrekt värderade.<sup>342</sup> Volvos kassa, t ex, har ett mycket stort värde som inte återspeglas i aktiepriset.<sup>343</sup> Många menar således att börsbolagens styrelser kan undkomma aktörer såsom Cevian om de förebygger med att t ex ha en liten kassa.<sup>344</sup>

Även styrelseproffset Marcus Storch instämde i kritiken mot Bennet och hävdade att det finns en obalans på aktiemarknaden som gynnar företag som Cevian. Institutionellt ägande är befriat från förmögenhetsskatt, varför institutionella placerare har bättre förutsättningar än privata placerare.<sup>345</sup> Liknande åsikter framkom också i en intervju med en av storägarna i Active Biotech, Mats Arnhög. Han biföll resonemanget om att institutionerna fått skattefördelar som öppnat upp för kapital med bakomliggande kortsiktigt engagemang. Det är först när glappet mellan det, enligt honom, missgynnade privata kapitalet och institutionella kapitalet elimineras, som ett mer långsiktigt perspektiv kan få en bättre grogrund.<sup>346</sup> Stenas VD: Dan Sten Olsson konkluderar dock: *”Vi kan aldrig göra kapitalmarknaden immun mot finansiella turister.”<sup>347</sup>*

Vidare hävdas att de svenska företagen har blivit försiktiga efter den senaste s.k. ”börsbubblan”, vilket har lett till att de vuxit långsammare än sina konkurrenter samtidigt som

stora summor har bibehållits i kassorna, som kunde ha nyttjats till nyförvärv. Detta har gjort företagen intressanta för riskkapitalister, som i tysthet förvärvar aktieposter i bolagen.<sup>348</sup>

Vanligen efterföljer många privata ägare Gardell och köper aktier.<sup>349</sup> Att öka aktiekursen genom att göra utspel i media är någonting som kan betecknas som en ”*open mouth operation*”, någonting som Cevian anses praktisera eftersom företrädarna för detsamma medvetet pratar mycket i media för att nå resultat.<sup>350</sup> När riskkapitalisterna lyckats dela ut kassan eller fått kursen att rusa säljer de sina aktier i tysthet och siktar in sig på nästa företag. Detta är helt rätt ur ett aktieägarperspektiv på kort sikt, men företaget skall dock (vanligtvis) fortsätta att existera i många decennier – i såväl låg- som högkonjunktur – efter det att riskkapitalisterna lämnat bolaget. Schultz, P. (2006-10-25) menar därför att många stora svenska ägare av bolag inte vidtagit tillräckliga åtgärder mot dessa investerare, vilket gjort att de utan större motstånd kunnat agera enligt sin agenda. Om de andra ägarna inträder med större tydlighet torde riskkapitalisterna av denna typ i framtiden att få väldigt litet inflytande.<sup>351</sup>

En annan debatt som blossat upp i media angående Cevians uppköp av aktier i Volvo fokuserar frågan angående vilka som skall få vara med i styrelsen. Cevians företrädare vill in i densamma för att kunna påverka de förvärvade bolagen. Samtidigt är det många som inte vill släppa in Cevian i styrelsen då desamma är oroliga för kortsiktiga beslut, t ex olika styckningsförfaranden eller överdriven utdelning av kassan och de balanserade vinstmedlen. En som vill stoppa Cevian från att ta plats i styrelsen – om så vore möjligt – är tidigare styrelseproffset Ulla Reinius. Hon anser att regelverket för valberedningarna, som infördes med *Koden för svensk bolagsstyrning*, s a s öppnar upp för kortsiktigt inriktade riskkapitalister att snabbt få insiderinformation om företagens strategiska planer. Hon menar därtill att de för Sverige unika valberedningarna attraherar utländska kortsiktiga investerare att utnyttja regelverket. Då detta sker försvåras det långsiktiga strategiarbetet.<sup>352</sup> Reinius föreslår därför att *endast* långsiktiga ägare skall få ingå i valberedningarna. Hon får dock skarp kritik härför från företaget Öresunds styrelseordförande Sven Hagströmer som tycker att det vore respektlöst mot den privata äganderätten att stoppa vissa ägare från att taga ansvar i företaget. Det står dessutom i strid med aktiebolagslagens paragraf om likabehandling av aktieägare, samt vore odemokratiskt vilket i förlängningen leder till sämre styrda företag och styrelser, hävdar han.<sup>353</sup>

Den negativa kritik som Cevian fått från andra i näringslivet är ingenting som vare sig Förberg eller Gardell beaktar i någon större utsträckning.<sup>354</sup> De noterar att de flesta i näringslivet inte lägger sig i andras affärer och att kritikerna följaktligen inte heller borde göra det.<sup>355</sup>

#### **4.1.2.2 Politisk debatt**

Cevians uppköp har också väckt uppståndelse i den politiska världen: Det har kommit uttalande från företrädare för de flesta politiska partierna. Sveriges dåvarande statsminister, Göran Persson, ansåg att de statliga AP-fonderna skulle ta kontroll över Volvo för att skydda detsamma mot dylika riskkapitalister, varför Sveriges dåvarande näringsminister, Thomas Östros, fick uppdraget att utreda huruvida AP-fonderna mer aktivt kunde taga makten i bolaget. Persson uttalade sig därtill också kritiskt mot det sätt med vilket riskkapitalister uppstyckar bolag eftersom olika rörelsegrenar inom företag kan stötta varandra (och skapa synergieffekter) på ett långsiktigt fördelaktigt sätt; någonting som kanske inte lätteligen återspeglas ur en företagsextern synvinkel. Han sade: ”*Grenar som båtmotorer, entreprenadmaskiner, lastbilar och bussar stöttar varandra i utvecklingen, men ses inte*

*nödvändigtvis utifrån börsens perspektiv som optimala resultatenheter. Det är ett sätt att bygga företag som de här riskkapitalisterna kan komma att slå sönder.”*<sup>356</sup> Persson ifrågasatte vidare vilka intressen som egentligen stod, och står, bakom Cevian eftersom det bakom företagets frontfigurer finns ett ägande som inte lätteligen låter sig identifieras:<sup>357</sup>

*”De här riskkapitalisterna kommer att bli de som slår sönder de nationella kapitalistiska strukturerna, om jag uttrycker mig lite spetsigt. De drar i väg med företag och företagande i en global ekonomisk cirkus som snart är omöjlig att följa, och där det snart är omöjligt att identifiera ägandet /.../.”*<sup>358</sup>

Många svenska riskkapitalister utnyttjar fondernas komplexa strukturer och den efterföljande oidentifierbarheten detta genererar. Många av dem tros (med stor säkerhet) äga mycket stora förmögenheter i skatteparadis samtidigt som de endast taxerar bråkdelar av kapitalet i Sverige.<sup>359</sup>

Kommunstyrelsens ordförande i Göteborg, socialdemokraten Göran Johansson, var mycket tydlig i sina åsikter beträffande Cevians inträde i Volvo. Han ansåg att de sannolikt inträtt i Volvo för att plundra företagets kassa, som han ansåg är avsedd för framtida strategiska förvärv. Med anledning av detta framhärade han att den dåvarande socialdemokratiska regeringen skulle utfärda nya ägardirektiv för AP-fonderna med syfte att förhindra plundringen av Volvo. Johansson ansåg vidare att de pengar som svenskarna placerat i pensionsfonder inte skall utarma svenska företag, utan tvärtom skall värna om svenskt näringsliv. Johansson tyckte därför att övriga institutionella ägare i Volvo – för att hindra kortsiktighet och spekulation som skadar svenska bolags konkurrenskraft – skulle träda fram inför offentligheten och meddela att de inte avsåg att befrämja Cevians agerande.<sup>360</sup>

Även vänsterpartiets ordförande Lars Ohly gav sig in i debatten. Han framhöll i ett pressmeddelande att AP-fonderna måste taga sitt ansvar och stoppa kortsiktiga beslut i Volvo.<sup>361</sup> Nuvarande näringsminister Maud Olofsson tycker, till skillnad mot såväl Persson, Östros, Johansson som Ohly, att politiker inte skall blanda sig i AP-fondernas placering och är positivt sinnad även till Cevian eftersom hon tycker att det är bra med många olika investerare och många olika typer av ägare. Detta menar hon att även de flesta företagare sannolikt tycker.<sup>362</sup>

Första AP-fondens företrädare menade att avkastningen på placeringarna är den viktigaste punkten i riktlinjerna från riksdagen. I pressmeddelandet lät de även deklarerat sin ståndpunkt, att Cevian presterat bra i många företag. Första AP-fondens placeringar i Cevians första fond (Cevian 1) har t ex åstadkommit en god avkastning om 78 % efter kostnader. Första AP-fonden har därtill även placerat kapital i Cevians andra fond (Cevian 2): Denna fond inträder i undervärderade företag och höjer värdet genom påverknings av bolaget. Första AP-fondens företrädare tror att det är detta som kommer att ske i Volvo och försvarar därmed sina placeringar i Cevians fonder.<sup>363</sup>

Sveriges nuvarande statsminister, och dåvarande oppositionsledare, moderatledaren Fredrik Reinfeldt, uttalade sig också om Volvo och Cevian strax innan valet efter det att dåvarande statsminister Göran Persson kommenterat händelserna. Reinfeldt tyckte likt Persson att det ska slås vakt om långsiktighet i Volvo. Han menade därtill att det är den politik som förts av den socialdemokratiska regeringen som givit företag som Cevian möjligheter att agera på marknaden.<sup>364</sup>



*”Om det förs en politik som är inriktad på att driva långsiktigt ägande och ansvarstagande ur landet så ersätts det av ett ansiktslöst institutionellt ägande, som riskerar att öppna för det vi ser nu. Alla de som förvaltar svenskarnas sparpengar eller pensioner ska vara rädda om Volvo.”*<sup>365</sup>

Även moderaten, och tillika riksdagsledamoten, Per Bill är enig med Reinfeldt; han menar att det är den socialdemokratiska politiken som gjort Sverige lockande för riskkapitalister. Bill anser att det är den höga förmögenhetsskatten och dubbelbeskattningen på aktieutdelningar som gjort att globala företag med svensk bakgrund ägs framförallt av institutionella ägare.<sup>366</sup>

Folkpartisten Sten Lindholm anlägger dock en hårdare ton. Han uttrycker en frustration över att företag som Cevian kan handla på det sättet som de gör.<sup>367</sup>

*”Som politiker kan jag inte acceptera, att klipparna i den råa kapitalismens namn skall få fortsätta att härja fritt. Om marknadsekonomin skall fungera i fortsättningen, måste överlöpare som Gardell [Cevians företrädare] tvingas ur sina styrelseuppdrag.”*

För att förhindra dylika aktörer att verka i företagsstyrelser vill Lindholm införa en lag som han själv benämner *lex Gardell*. Konsekvensen av denna lag, menar han, skulle vara att alla styrelseledamöter som representerar s.k. kortsiktiga minoritetsintressen, som ej följer majoritetens intressen, skulle tvingas att avgå från styrelsen.<sup>368</sup>

Cevians företrädare kommenterade de inblandade parterna i debatten. Sveriges dåvarande statsminister, Göran Persson, hävdade de, var den som kom med de mest vårdslösa påståendena; *populistiska* påståenden som byggde på grovt felaktig information, enligt dem: *”Det är bananrepublikagerande över det här.”* De hävdade vidare att många utländska investerare förvånats i stor utsträckning över den svenska regeringens sätt att: *”/.../ hota en privat investerare på det här viset /.../.”*<sup>369</sup> Liknande resonemang framfördes i en ledare i Expressen där Persson beskrevs uppträda såsom en envåldshärskare *”som drabbats av makthybris”*.<sup>370</sup> Gardell konkluderar att Perssons utspel skadade omvärldens tillit för Sverige: *”Har vi en skvalpvaluta måste den bygga på ett förtroende. Sådana här incidenter skadar Sveriges förtroende.”* Sveriges nuvarande statsminister, Fredrik Reinfeldt, får mildare kritik än sin föregångare: *”/.../Reinfeldt var tvungen att gå med för att få bort frågan.”*<sup>371</sup>

Avslutningsvis: Debatten om att svenska bolag inte borde säljas ut till utländska ägare tyckte Förberg och Gardell var ”pinsam” eftersom densamma anlägger en nyans av dubbelmoral emedan ett flertal svenska bolag byggts upp genom förvärv av utländska bolag. De menade vidare att de personer som är emot försäljning av företag till utländska ägare agerar nationalistiskt, vilket är principiellt fel.<sup>372</sup>

### **4.1.3 Cevians företrädares syn på företaget**

Företaget Cevians företrädare har figurerat mycket i media; företaget har till stor del blivit personifierat av dess ena grundare, Christer Gardell. Denne beskrivs ofta såsom en mycket karismatisk person, som synes trivas i medias blickfång, och klassificeras ofta såsom en corporate raider.<sup>373</sup> Den andre grundaren av Cevian, Lars Förberg, har kommenterat det faktum att Gardell blivit mest uppmärksam i media enligt följande: *”Christer var känd redan från sin tid som vd för Custos i samband med omstruktureringen av bolaget, därför har det blivit naturligt så.”*<sup>374</sup>

Den bryska debatten i media har medfört att Cevian fått ett dåligt anseende. Cevians företrädare hävdar att detta torde bero på att begreppet *riskkapitalist* är vagt och tvetydigt. De gör gällande att företaget Cevian sammanblandas, och ”klumpas ihop”, med en mängd andra

aktörer som egentligen är väldigt olika.<sup>375</sup> De beskriver dock samtidigt sin nyaste fond, Cevian 2, som ett mellanting av en hedgefond och ett riskkapitalbolag.<sup>376</sup> De kallar den emellertid istället för ”ägarfond”.<sup>377</sup> De konkluderar likafullt samtidigt vidare, att det som skiljer Cevian från ett riskkapitalbolag är att dessa jämförelsevis har helt olika strategier. De förklarar: Cevian köper minoritetsposter i företag med tanken att aktiekursen skall stiga; detta måste kontrasteras med de s.k. riskkapitalbolagen (*private equity*) som köper loss bolag från börsen och därför gynnas av att aktiekursen hålls nere.<sup>378</sup> Riskkapitalisterna återför sedan vanligen bolagen till börsen; ett fenomen som var vanligt under år 2006.<sup>379</sup>

Cevians företrädare värnar om sina investerare och poängterar hur viktigt det är att ha en god relation till dessa. Den största delen av de pengar som investerats i Cevians fonder kommer från utländska investerare – främst från USA.<sup>380</sup> I den första fonden – Cevian 1 – var femtio procent av andelsägarna svenskar. I den andra fonden – Cevian 2 – är nästan sjuttio procent av andelsägarna amerikaner.<sup>381</sup> När Cevian genomför investeringar är det ytterst viktigt att det inte kommer till allmän kännedom att företaget köper upp aktier, eftersom aktiekursen då kan komma att stiga. Det skulle kunna fördyra affären, med effekten att färre aktier än önskat kan införskaffas.<sup>382</sup> Gardell konkluderar: ”En läcka är svindyr för oss.”<sup>383</sup> Först när Cevian har förvärvat en tillräckligt stor aktiepost för att vinna inflytande i bolagen, går företrädarna ut i offentlighetens ljus och talar om vilka förändringar de vill skall vidtagas i företagen, vilket gör att förväntningarna på desamma får till följd att aktiekursen stegrar.<sup>384</sup> Gardell och Förberg berättar även att företaget ägnar en del tid åt att lägga ut ”dimridåer” för att det inte skall komma ut vilka företag de skall investera i; t ex kan de bevista företag som inte överhuvudtaget är intressanta för Cevian att investera i.<sup>385</sup>

Cevian har insamlat ett stort kapital till sina fonder och kan enligt företagets egna uppskattningar mobilisera upp till 40 miljarder kronor om möjligheter föreligger att göra riktigt bra affärer. Enligt Gardell och Förberg finns det enorma mängder kapital på kapitalmarknaden som kan investeras med, men det råder brist på bra idéer. Således är det, för företag som Cevian, lätt att få tillgång till nästan obegränsat med kapital om de har investerarnas förtroende och bra idéer.<sup>386</sup> Vidare innebär befintliga trögrörliga styrelser att företag såsom Cevian medges utrymme att agera på marknaden.<sup>387</sup>

Cevian fick rätt tidigt med sig ett antal stora investerare, bl.a. amerikanen Carl Icahn, som är känd såsom en *corporate raider* (företagspirat).<sup>388</sup> Även Gardell har fått dessa epitet<sup>389</sup>, samt andra sådana såsom t ex ”oseriös och känslökall klippare”, ”the bad boy” och ”slaktare” liksom ”en person som ’spränger bolag i atomer’.” Själv försvarar sig Gardell: ”Jag duckar inte för att ta obekväma beslut och viker inte för populism. Men oseriös, det är jag inte.” Han säger vidare: ”Oenighet är något sunt och något jag hoppas att vi får se mer av i framtiden /.../.”<sup>390</sup>

Fondernas villkor för att överleva är stenhårda. En enda felinvestering – hänförd till såväl otur som oskicklighet – kan få investerarna att flytta sitt kapital ut ur fonden som då plötsligt inte längre kan verka.<sup>391</sup> Cevian har lyckats skapa mycket god avkastning på de fonder företaget förvaltat; avkastningen kommer från *kursuppgångar* och *utdelningar*. Småsparare tillåts inte att investera i Cevians fonder, utan endast kvalificerade investerare är välkomna med kapital. Bolagets grundare har dock investerat en okänd summa av sitt eget kapital i fonderna.<sup>392</sup> När det blir offentligt att Cevian investerat i ett företag brukar andra investerare snabbt följa efter, vilket Cevians företrädare tolkar såsom att de själva och bolaget har ett gott anseende på marknaden vad gäller investeringar.<sup>393</sup> Eftersom Cevian endast investerar i ett fåtal bolag föreligger stora möjligheter att utföra riktigt genomgående analyser. Gardell anser därför, till

skillnad mot traditionell *portföljteori* som innebär att risken minimeras vid investering i många företag, att det är *mindre* riskfyllt att investera i få företag.<sup>394</sup>

Cevians policy är att endast investera i publika börsnoterade bolag.<sup>395</sup> De bolag som intresserar Cevians företrädare kännetecknas bl.a. av att desammas aktievärde inte skall kunna minska i så stor omfattning: ”*Vi är måna om att det är låg nedsida och att det finns en möjlighet att dubbla värdet på investeringen inom tre år.*” Börsvärdet jämförs med det värde bolaget skulle ha om det var optimalt skött. Föreligger en stor differens (s.k. värdegap) är det ett begärligt objekt att investera i. De områden inom vilka värdegap kan förekomma (1-5) och därigenom utgöra möjliga förvärv anses av Förberg och Gardell vara **(1) styrelsen och ledningen**, **(2) kapitalstrukturen**, **(3) företagsstrukturen**, och **(4) den dagliga driften**. En stor differens kan också bero på **(5) en felbedömning av marknaden** som Cevian insett vid sina analyser.<sup>396</sup> Gardell konkluderar:

*”Ett typiskt bolag har alla analytiker mot sig, alla rekommenderar ”sälj”. Det är det som är så kul med det här jobbet: att tycka sig se möjligheter som andra inte ser trots att bolaget har alla blickar riktade mot sig, att ha en uppfattning som går tvärs emot marknadens gängse uppfattning.”*<sup>397</sup>

Cevians grundare har hittills valt att verka i Norden allena. Dock har Cevian vuxit, varför denna restriktion eventuellt kan komma att omprövas. Detta beror bl.a. på att urvalet av bolag på den nordiska marknaden börjar bli för litet, hävdas. Cevian har därför intresse av att starta upp liknande verksamhet i länder som har ett fördelaktigt regelverk, t ex Storbritannien och Schweiz.<sup>398</sup> Ju längre söderut i Europa företaget letar, desto fler undermåligt hanterade företag finns, menar de.<sup>399</sup> Förvisso är Europa oprövd terräng, varför de måste framskrida i ett lugnare tempo, menar Förberg och Gardell. De konkluderar dock att framtiden i Europa ser ljus ut: ”*.../ eftersom bolagen generellt är sämre skötta och strukturerade, och är ur det perspektivet undervärderade /.../*”. Vidare finns i många av dessa länder regler som ger minoritetsägare stort inflytande.<sup>400</sup>

När Cevian har investerat i en aktiepost i ett bolag inträder dess representanter såsom aktiva ägare. Dessa representanter klassificerar sig själva såsom ”förändrare” och ”förbättrare” som effektiviserar verksamheter<sup>401</sup>: ”*Vi går in när det inte är effektivt. Effektivitet och konkurrenskraftiga företag bygger välstånd i ett land och skapar arbetstillfällen. Ett dåligt skött företag hotar arbetstillfällen och ekonomisk utveckling.*”<sup>402</sup> Cevians strategi harmoniserar väl med shareholding, enligt Gardell. Han anser t ex att alla gynnas av en fokusering på ägandet, och därmed ägarna. Han säger därtill: ”*Vårt mål är att göra företagen så konkurrenskraftiga som möjligt. Det brukar vara det bästa för såväl de anställda som statskassan och aktieägarna*”.<sup>403</sup> Dock, för att maximera ägarnas vinster och vara framgångsrik på börserna behöver företagens andra intressenter också få sina behov fyllda.<sup>404</sup> Noteras dock att vid eventuella kompromisser sätts alltid aktieägarna först: ”*Det är det som bäst balanserar samtliga olika intressen.*”<sup>405</sup>

Gardell och Förberg betraktar Cevian såsom en långsiktig aktör trots att detsamma inte stannar speciellt länge i de uppköpta bolagen; detta motiveras med att de beslut de fattar för företagen är långsiktiga.<sup>406</sup> De menar således att *långsiktighet* inte är synonymt med *långsamhet*. Agerandet handlar inte om att göra kortsiktiga och snabba klipp, utan om att fort åtgärda nödvändiga förändringar.<sup>407</sup> Cevian kvarstannar i de uppköpta bolagen endast så länge desamma befinner sig i en förändringsfas. En sådan fas brukar pågå i ungefär tre år. När denna fas övergår till ett mer stabilt skede säljer Cevian aktierna, inte ovanligen till större aktörer såsom aktiefonder och pensionsfonder.<sup>408</sup>

Cevians affärsidé beskrivs kortfattat av Christer Gardell enligt följande, nämligen: *".../ att gå in i publika bolag, ta minoritetsposter med syfte att ta plats i styrelsen för att förändra bolaget inifrån."*<sup>409</sup> Det skall också noteras att det främst är "problem-drabbade" företag i Norden som är aktuella, gärna *"långt bak i värdekedjan"*.<sup>410</sup> Ett aktivt ägande är således en central del av Cevians affärsidé. En stor del av företagets mervärde skapas genom styrelsearbete med hjälp av den erfarenhet och kunskap grundarna har. Den kompetensen är svår att finna, vilket skapar en effektiv inträdesbarriär för konkurrenter, menar de.<sup>411</sup> Enligt Gardell är ett aktivt ägarskap någonting som kännetecknar ansvarstagande, till skillnad mot passivt ägande.<sup>412</sup> Ytterligare en viktig ideologisk ståndpunkt hos företrädarna, som återspeglas i affärsidén, är att styrelseledamöterna är aktieägare i det uppköpta bolaget. Tanken grundas på övertygelsen att styrelsen då agerar mer kritiskt. Styrelsens ägande i bolaget betyder också att bolagets välstånd i större utsträckning samvarierar med den enskilda/e styrelseledamotens välfärd.<sup>413</sup>

Hur stor ägarandel (och röstandel) Cevian behöver för att kunna inverka på de förvärvade företagen är svårt att fastställa. Det beror bl.a. på hur många andra aktieägare som ansluter sig till dem.<sup>414</sup> Ibland kan det räcka med endast 2 % av röstetalet för att erhålla en stark position i företagen. Detta underlättas med hjälp av den volym av kapital som brukar efterkomma med den flock av investerare som följer i Cevians spår.<sup>415</sup>

Cevians företrädare ger styrelserna i Sverige generellt låga betyg, även om de anser att det har blivit bättre de senaste åren. De kritiserar främst styrelsernas dåliga kunskaper om balansräkningar och finansiella frågor. De tycker vidare att det finns en skepticism och rädsla för att teckna lån, något som egentligen borde ses som någonting positivt, eftersom lån är billigare än eget kapital. De, styrelserna, borde kunna lära sig mycket av riskkapitalbolagen, som konkurrerar med betydligt lägre kapitalkostnad. Om inte börsbolagen anammar detta kan riskkapitalisterna komma att förvärva och avnotera dem.<sup>416</sup> Vidare hävdas, att om företagets styrelser litade mer på kapitalmarknaden så skulle de stora kassorna inte längre behövas i samma utsträckning, eftersom kapitalet då skulle kunna insamlas via kapitalmarknaden vid behov. Om inget sådant behov kan skådas bör pengarna istället, hävdar de, genast återföras till aktieägarna för att ersättas av billigt, skattemässigt avdragsgillt kapital.<sup>417</sup>

På det personliga planet uppger Gardell att drivkraften bakom arbetet med Cevian inte längre är pengar. Istället är drivkraften, efter att ett ekonomiskt oberoende har uppnåtts, att *".../ ha kul /.../ att ha gjort en analys och se om det fungerar."* Han konkluderar dock att: *"Karolina Klüft [idrottsutövare inom fröidrott] mäter sina framgångar i hundra delar och centimetrar, vi mäter vår framgång i pengar. Det är bara en måttenhet."*<sup>418</sup>; *"Måttenheten för bra affärer är pengar, och det är klart att det är roligt att det rasslar in, men det är känslan av att gå in och se att det blir bra som är kul. Och det är stora 'bets' hela tiden, det gör att det blir mer nerv. Om du ligger och följer index blir det inte lika spännande."*<sup>419</sup>

## 4.2 Kortfattad presentationsmatris av Cevians förvärv

Företag	Bransch	År då Cevian gick in i företaget	Kapital och röster	Påverkar/kommer in i ledning och styrelse
<b>Lindex</b>	Kläder <sup>420</sup>	2003 <sup>421</sup>	13,92 % 04/05 <sup>422</sup> , 4,37 % 05/06 <sup>423</sup>	Christer Gardell och Lars Förberg kommer in i styrelsen. Sparkade tidigare VD: n och ledningen. <sup>424</sup>
<b>Intrum Justitia</b>	Kredithantering <sup>425</sup>	2004 <sup>426</sup>	10,1 % 2005 <sup>427</sup>	Cevian representerad i styrelsen med ledamoten Lars Förberg. <sup>428</sup>
<b>Skandia</b>	Försäkring och bank <sup>429</sup>	2004 <sup>430</sup>	3 % 2004 <sup>431</sup> , 3,4 % 2005 <sup>432</sup>	Cevian representerad i styrelsen av Christer Gardell <sup>433</sup>
<b>Metso</b>	Finskt industriföretag <sup>434</sup>	2005 <sup>435</sup>	4,95 % 2005 <sup>436</sup>	Cevian representerad i styrelsen av Christer Gardell <sup>437</sup>
<b>Visma</b>	Norskt IT-bolag <sup>438</sup>	2005 <sup>439</sup>	-	Cevian representerad i styrelsen av Ossian Hellers <sup>440</sup>
<b>Volvo</b>	Industri	2006 <sup>441</sup>	3,5 % av rösterna 2006 <sup>442</sup>	Vill in i styrelsen och kommer förmodligen in
<b>Telia-Sonera</b>	Telekom	2006 <sup>443</sup>	1,6 % 2006 <sup>444</sup>	Vill in i styrelsen

Matris 1: Cevians förvärv

## 4.3 Nyckeltalsanalys av de förvärvade företagen

Vi har låtit beräkna ett antal nyckeltal för de företag som Cevian Capital AB investerat i. Resultaten av dessa beräkningar, samt analyserna därav, presenteras i detta kapitel. Syftet med analyserna är i första hand att framföra *de generella samband* som kan skådas och eventuellt kopplas till Cevian. Alla uträkningar grundas på information från de i källförteckningen angivna årsredovisningarna från respektive bolag om ingenting annat anges i texten.

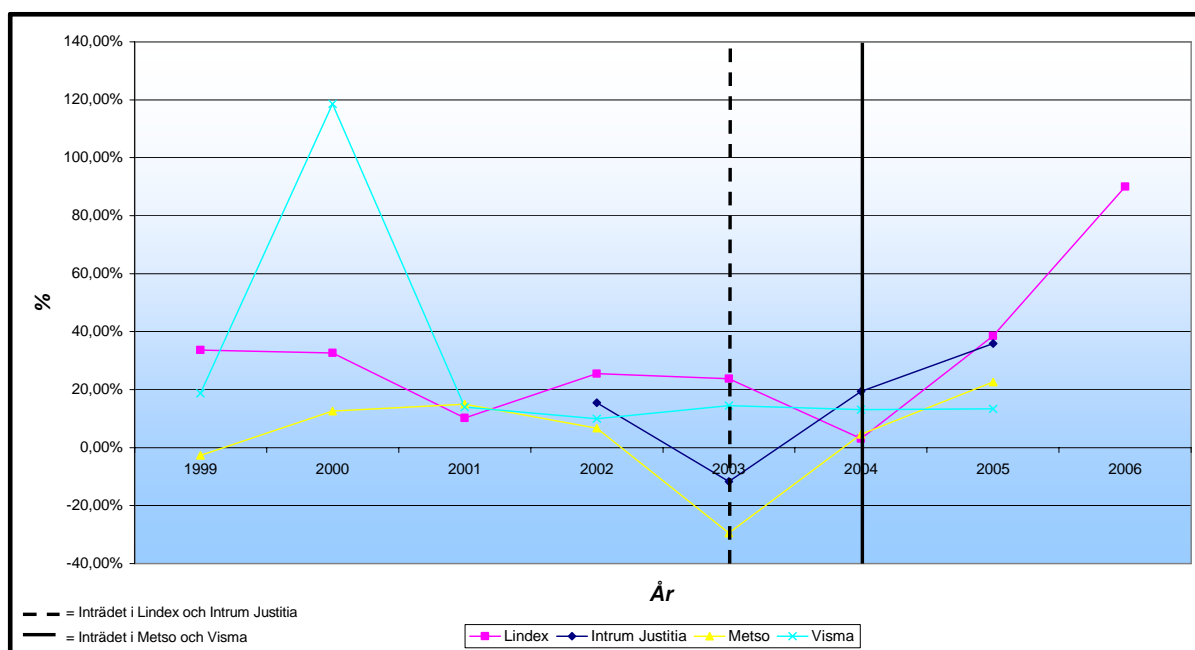
I samband med presentationerna och analyserna nedan kommer ett antal grafiska figurer att hänvisas till. Vi har i dessa låtit markera – med lodräta streck – vid vilken tidpunkt Cevian lät inträda i de olika bolagen. I de diagram som baseras på bokförda värden utgår strecken från *balansdagen*. Av logiken följer att Cevian har haft möjlighet att påverka bolagen först *efter* tidpunkterna för streckens dragning. Utgår strecket från år 2003 innebär detta således att Cevian haft möjlighet att påverka bolaget först under 2004 års räkenskapsår. Notera att Cevian lät inträda i Lindex hösten år 2003. Eftersom bolaget har brutet räkenskapsår ( $XX_{t=1}-09-01 - XX_{t=2}-08-31$ ) har Cevian således, enligt denna gestaltning, haft möjlighet att påverka bolaget sedan balansdagen år 2003, d v s från och med den 1: a september samma år. Beträffande bolagen Skandia och Intrum Justitia inträdde Cevian såsom ägare i desamma i början av år 2004. Sålunda har Cevian haft möjlighet att påverka även dessa bolag sedan dessas balansdag 2003-12-31. Slutligen skall nämnas att Cevian inträdde i såväl Metso som Visma under året 2005. I enlighet med diagrammet har Cevian möjliggjorts att påverka bolaget sedan balansdagen år 2004 (d v s 2004-12-31).

Vi har låtit indela den kvantitativa analysen av företagen i två områden (1-2): (1) *Bokförda värden* och (2) *Marknadsvärden*. Beträffande uträkningarna som grundas på de bokförda värdena har vi uteslutit Skandia då värdena i årsredovisningen ej på ett rättvisande sätt kunde anpassas i samma modeller som de andra företagen. I uträkningarna som grundas på marknadsvärden har Visma och Skandia uteslutits då en lämplig dataserie över deras aktiekursutveckling ej fanns tillgänglig.

### 4.3.1 Bokförda värden

Under rubriken *bokförda värden* analyserade vi nyckeltal som grundas på företagens bokförda värden.

#### 4.3.1.1 Räntabilitet på eget kapital, $R_E$



Figur 1: Räntabilitet på eget kapital,  $R_E$

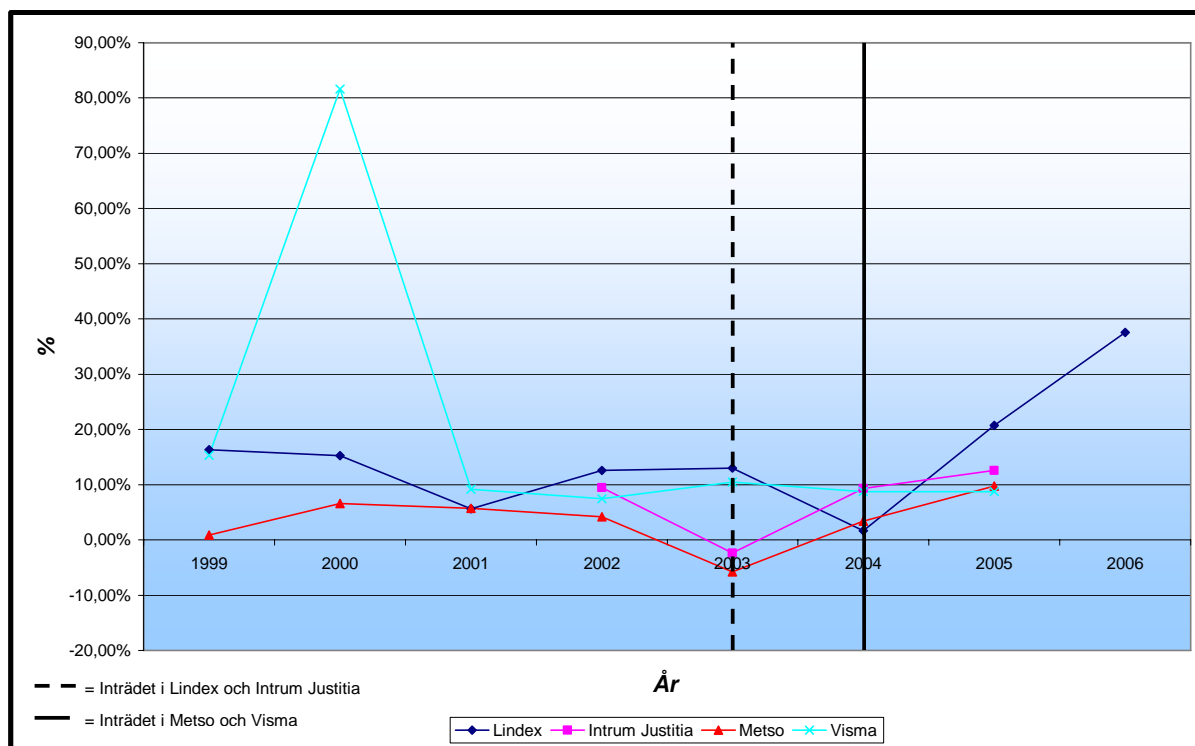
I analysen av avkastningen på det egna kapitalet kan ett trendbrott synas, följt av en tydlig gemensam, positiv trend. Se *Figur 1*. Samtliga bolag uppvisar således en positiv trend beträffande räntabiliteten på eget kapital. För samtliga företag, förutom Visma, är ökningen mycket markant. Notera att den sammantagna trenden inför Cevians inträde i bolagen var negativ.

Lindex uppvisar en förändring från balansdagen 2003-08-31 till balansdagen 2006-08-31 om 66,2 % -enheter. Denna förändring är således mycket signifikant. Intrum Justitia uppvisar under motsvarande tid (d v s 2003-12-31 – 2005-12-31) en förändring om 47,55 % -enheter. Även Metso uppvisar en ganska kraftig förändring under Cevians inflytande (2004-12-31 – 2005-12-31); vi noterar att  $\Delta R_E = 17,96$  % -enheter. Visma avviker från de andra bolagen; detta bolag uppvisar endast en förändring om 0,19 % - enheter.

Notera att Visma har en ”enorm” topp år 2000, vilket spontant av den kritiske läsaren kan förklaras bero på felberäkningar. Så är dock inte fallet. Läsaren kan självständigt läsa i Vismas årsredovisning för år 2000 att våra uträkningar stämmer. Av VD-ordet framgår att

utvecklingen beror på att Visma samma år lät försälja ett dotterbolag till ett holländskt bolag. Detta ökade företagets operating income (rörelseresultat) med cirka 620 miljoner norska kronor.<sup>445</sup> Detta extremvärde kommer att ”störa” även vissa av de kommande nyckeltalen, dock är detsamma irrelevant för vår analys. I vissa fall exkluderar vi därför Vismas noteringar för detta år så att diagrammen ej skall bli oläsliga.

#### 4.3.1.2 Räntabilitet på totalt kapital, $R_T$

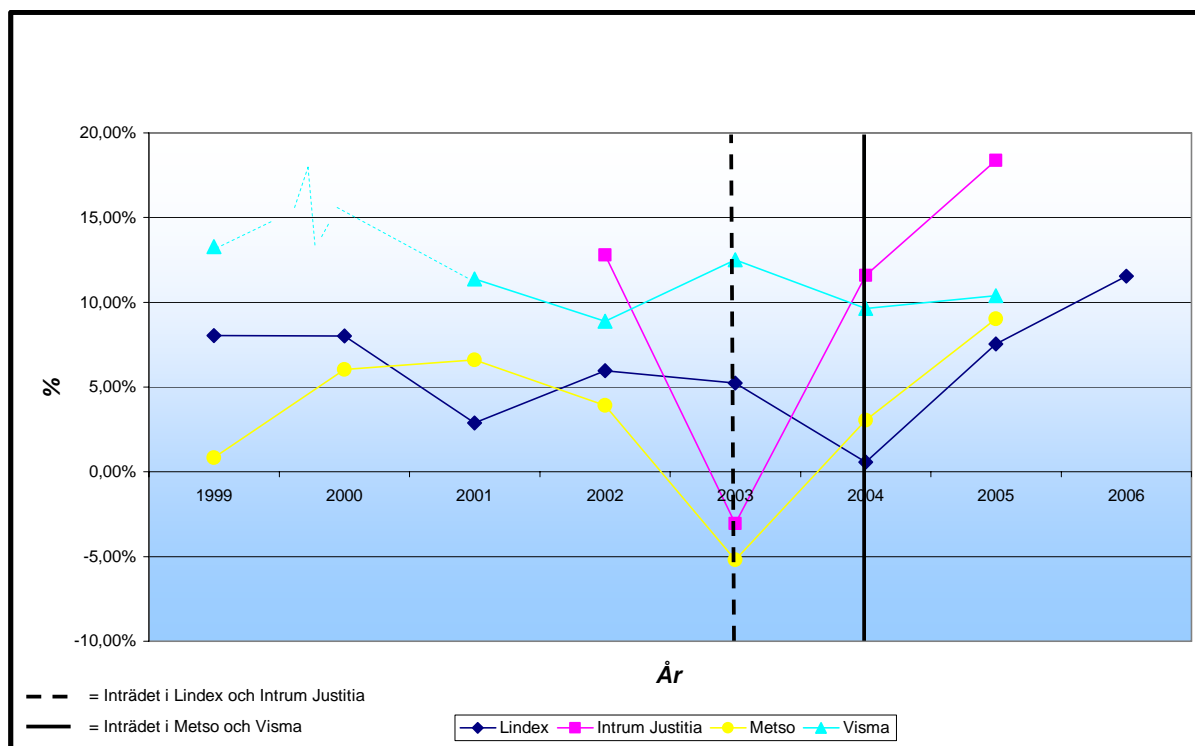


Figur 2: Räntabilitet på totalt kapital,  $R_T$

Av diagrammet i *Figur 2*, kan skådas att *den gemensamma trenden* (d v s alla bolagen gemensamt) indikerar att räntabiliteten på det totala kapitalet har ökat sedan Cevian inträdde i bolagen. Vi menar att detta är ett trendbrott vid jämförelse med noteringarna från före Cevians inträde; Lindex  $R_T$  har t ex en vikande (d v s negativ) trend inför Cevians inträde, varefter Lindex  $R_T$  har en ökande (d v s positiv) trend. Likaså har Visma en vikande trend (oavsett om extremvärdet för år 2000 beaktas eller ej); även Metso hade en vikande trend inför Cevians inträde i bolaget.

Första året i Lindex minskade räntabiliteten på det totala kapitalet kraftigt, men trendmässigt kan likväl skådas att ökningen av  $R_T$  är signifikant: Sedan Cevians inträde har nyckeltalet ökat från 13,04 % vid balansdagen år 2003 (2002/2003) till 37,55 % år 2006 (2005/2006), vilket motsvaras av 24,51 % -enheter. Utvecklingen är nästan lika dramatisk beträffande bolaget Intrum Justitia, där  $R_T$  sedan balansdagen år 2003 ökat – efter Cevians inträde år 2004 – från -2,37 % till 12,54 % år 2005 (d v s en förändring om 14,91 % -enheter). Vidare uppvisar Metso en skillnad om 6,38 % -enheter mellan balansdagarna år 2004 och år 2005. Visma, däremot, har under samma tid endast ökat med 0,05 % -enheter vilket är att betrakta såsom en försvinnande skillnad; dock med en positiv utveckling.

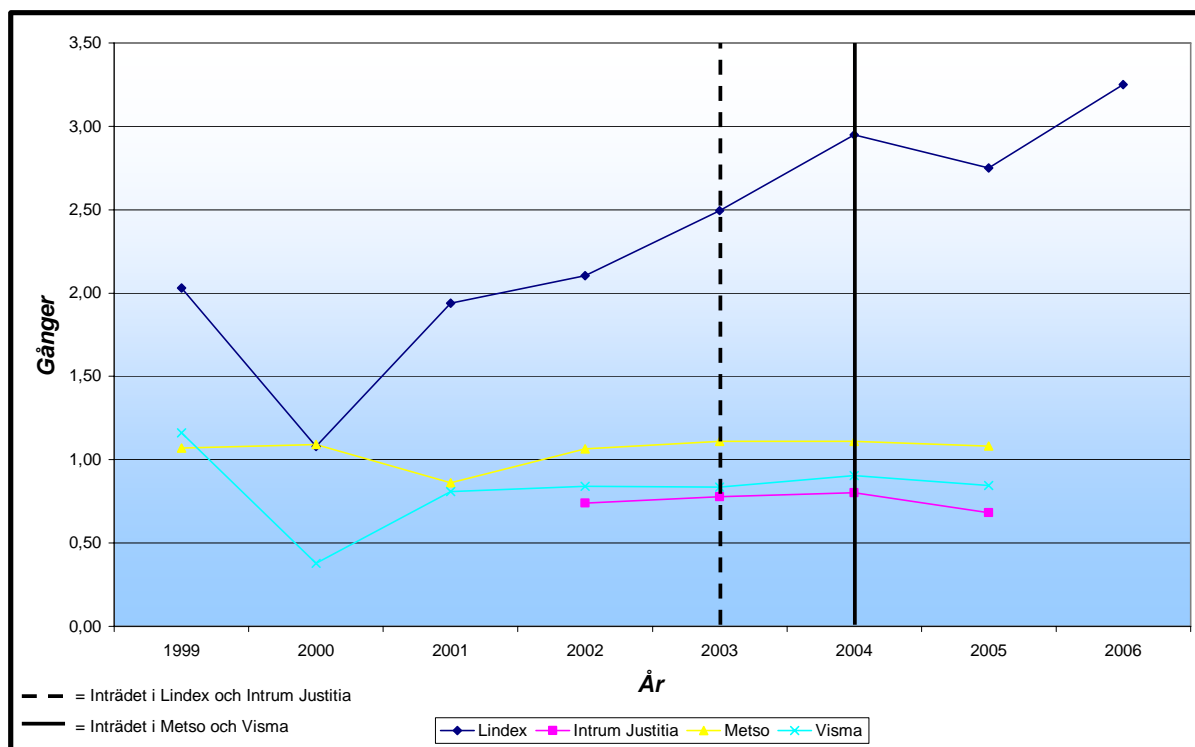
#### 4.3.1.2.1 DuPont-samband: Vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet



Figur 3: Vinstmarginal, VM

Företagens gemensamma trend beträffande *vinstmarginalen* är tydlig; se *Figur 3*. Notera att trendbrottet är tydligt; innan Cevians ägotid var trenden negativ och efteråt var densamma positiv. Visma uppvisade år 2000 ett extremvärde om 216,40 %; detta värde har i detta diagram exkluderats för att grafernas fluktuationer skall kunna åskådliggöras i en mer tydbar skala. Vinstmarginalen har sedan Cevians inträde ökat i samtliga fall; den gemensamma trenden är således att vinstmarginalen antager en positiv lutning över tiden sedan inträdet. Lindex har uppvisat en förändring om 6,32 % -enheter under Cevians involvering. Intrum Justitia uppvisade samtidigt en tydligare förändring, nämligen 21,41 % -enheter.





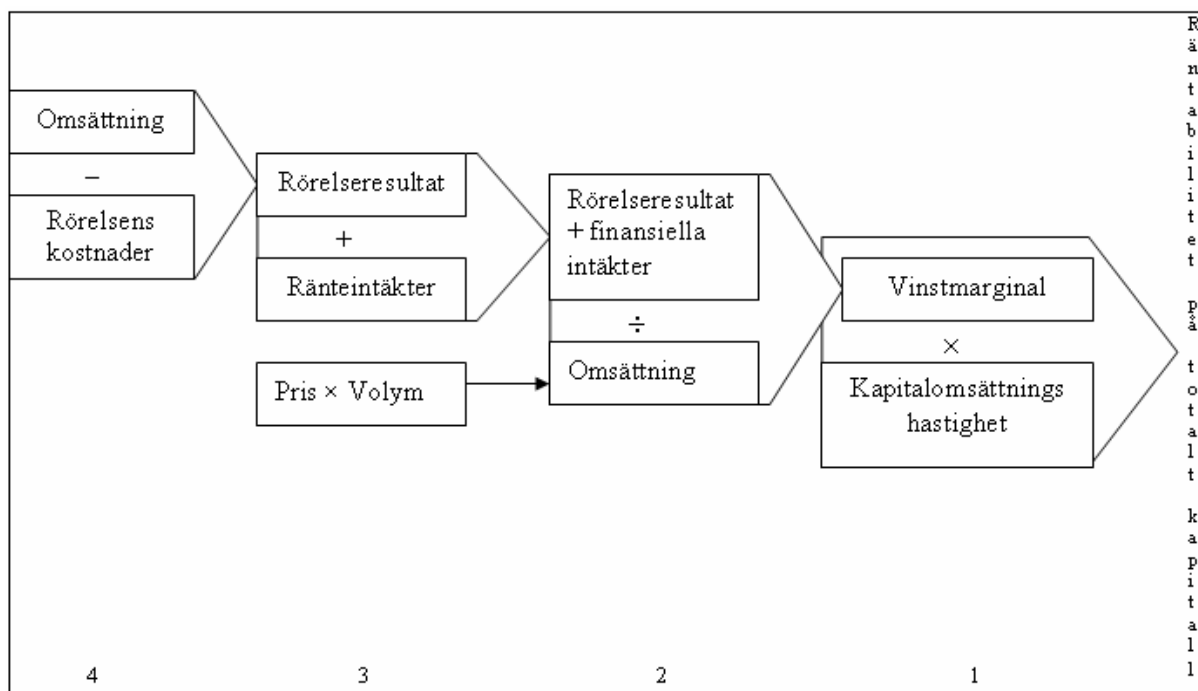
Figur 4: Kapitalomsättningshastighet, KOH

Vad gäller *kapitalomsättningshastigheten* kan vi inte utläsa någon gemensam trend för bolagen, vilket framgår av *Figur 4*. Skillnaden är försvinnande i samtliga bolag, förutom Lindex. I detta bolag har såväl vinstmarginalen som kapitalomsättningshastigheten stigit, varav det sistnämnda nyckeltalet ökat under Cevians ägotid med 0,76 gånger. Dock kan detta knappast förklaras vara ett trendbrott eftersom den positiva trenden förelåg innan Cevian inträdde i bolaget.

Enligt ovanstående resultat utgörs den positiva trenden beträffande  $R_T$  primärt av bättre vinstmarginal, i enlighet med DuPont-modellen, snarare än av bättre kapitalomsättningshastighet.

#### 4.3.1.2.2 DuPont-samband: En mer ingående analys utifrån ett DuPont-schema

Vi har ovan konstaterat att kapitalomsättningshastigheten tycks ha bidragit i liten utsträckning till räntabilitetsutvecklingen av det totala kapitalet. Vi kommer därför endast att utreda vad som konstituerade utvecklingen av vinstmarginalen; se härvid *Figur 5*.



Figur 5: DuPont-schema<sup>446</sup>

Vi analyserade skillnaderna mellan två (1-2) tidpunkter; **(1)** det år då Cevian inträdde i bolagen jämförs med **(2)** senaste tillgängliga data. Vi följde schemat baklänges, från höger till vänster, för att se vad som konstituerade förändringarna av  $R_T$ . Dessa resultat erhöles:

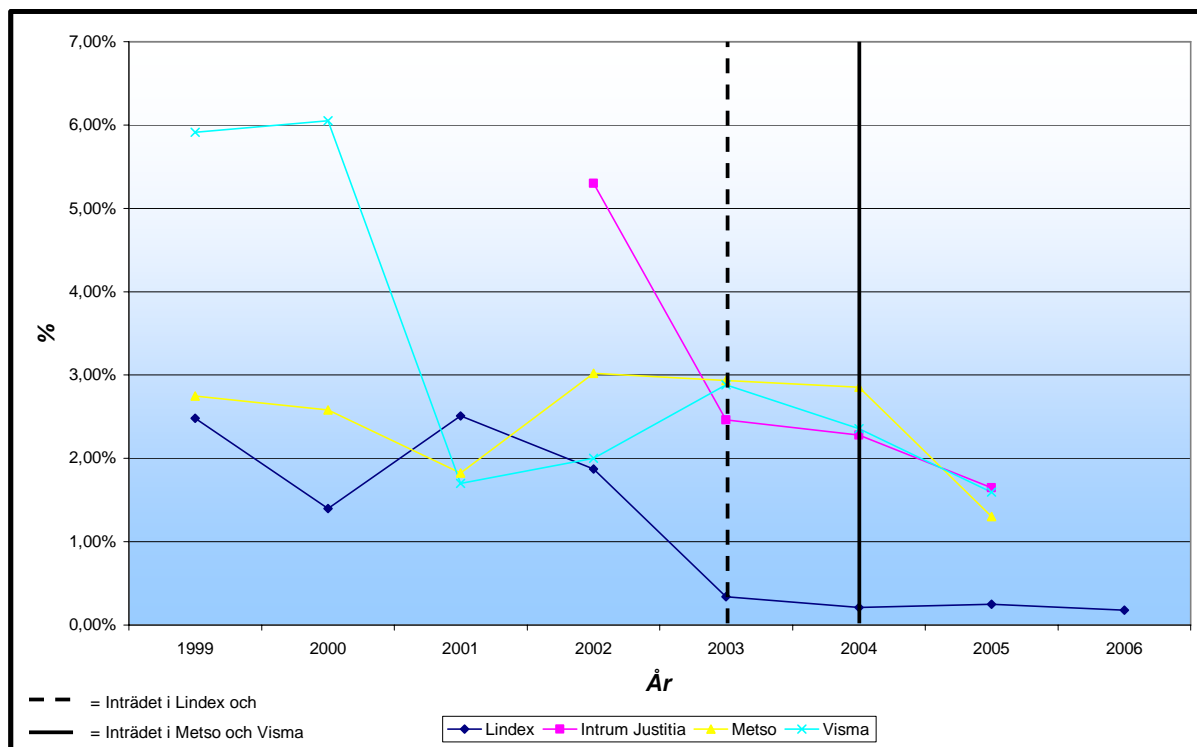
**Lindex:** Att  $R_T$  ökade berodde således främst på vinstmarginalen, vilken i sin tur tycks ha ökat p.g.a. kostnadsbesparingar.<sup>447</sup>

**Intrum Justitia:**  $R_T$  ökade uppenbarligen p.g.a. VM och inte KOH; vilket i slutändan tycks ha berott på kostnadsbesparingar.<sup>448</sup>

**Metso:**  $R_T$  ökade p.g.a. VM och inte KOH. Skillnaden kan hänföras till en ökad omsättning.<sup>449</sup>

**Visma:** Mellan åren 2005 och 2004 ökade  $R_T$  med endast 0,05 % -enheter. Då skillnaden är väldigt liten underlät vi att utreda frågan vidare utifrån DuPont-schemat.

### 4.3.1.3 Genomsnittlig låneränta, $R_S$

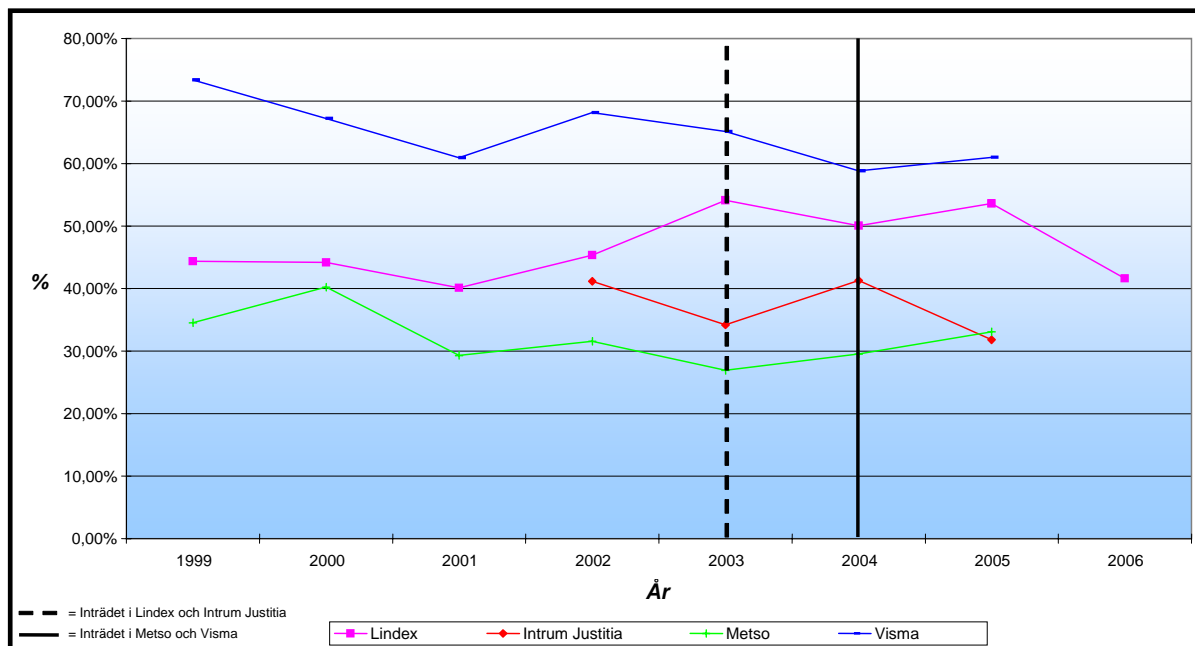


Figur 6: Genomsnittlig låneränta,  $R_S$

Våra uträkningar indikerar (se *Figur 6*) att bolagens gemensamma trend är negativ, d v s med detta förstås att den genomsnittliga skuldräntan har sjunkit sedan Cevians inträde i bolaget. Vi vill dock uppmärksamma läsaren på att denna trend finns att skåda även *före* Cevians inträde, varför det är svårt att avgöra om det rör sig om ett trendbrott som kan hänföras till Cevian, eller inte. Värt att notera i sammanhanget är att räntorna, generellt, i samhället har varit väldigt låga de senaste åren – med negativ trend – liksom inflationen varför bolagens räntekostnader bör ha minskat (även) av denna anledning.<sup>450</sup>

Beträffande Lindex kan vi notera att den genomsnittliga skuldräntan konstant har varit lägre sedan Cevians inträde i bolaget än vad som var fallet tidigare. På balansdagen år 2006 (2006-08-31) var den genomsnittliga skuldräntan nere i sin lägsta nivå jämfört med de senaste åtta åren. I övrigt kan vi notera att samtliga bolag har sin lägsta nivå på den genomsnittliga skuldräntan det sista undersökta året.

### 4.3.1.4 Kapitalstruktur: Soliditet



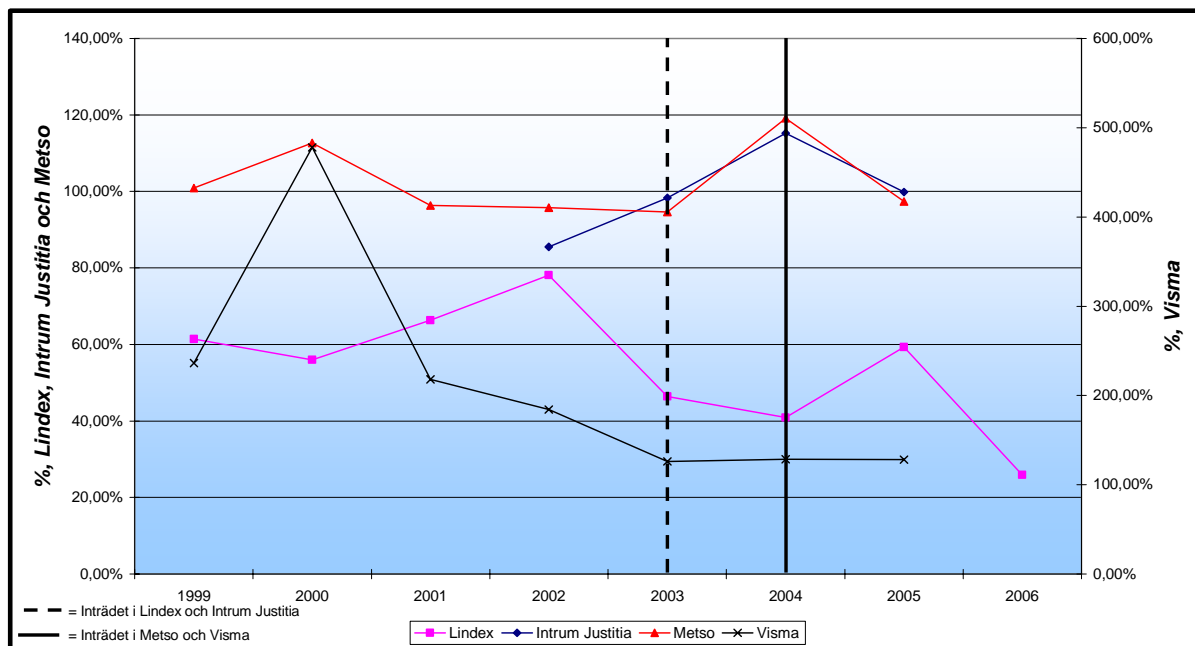
Figur 7: Soliditet

I analysen av soliditeten kunde inte någon gemensam trend för bolagen utläsas; se *Figur 7*. Lindex och Intrum Justitia uppvisade en negativ trend, d v s soliditeten minskade under Cevians ägotid. Lindex soliditet minskade med 12,53 %-enheter mellan åren 2003 och 2006 och Intrum Justitias soliditet minskade med 2,36 %-enheter. De övriga bolagen – Metso och Visma – uppvisade samtidigt en motsatt trend, d v s soliditeten ökade; dock presterade Visma endast en marginell förändring om 2,15 %-enheter; Metsos soliditet ökade med 3,55 %-enheter.

### 4.3.1.5 Hävstångssamband

Våra analyser tyder på att  $R_E$  primärt påverkas av en kraftig *förräntningsmarginal* snarare än av skuldsättningsgraden. Våra analyser indikerar således att det inte i första hand är skuldsättningsgraden som konstituerat det höga  $R_E$ -värdet. Av stor betydelse för det höga  $R_E$ -värdet tycks  $R_T$  vara.

### 4.3.1.6 Kassalikviditet



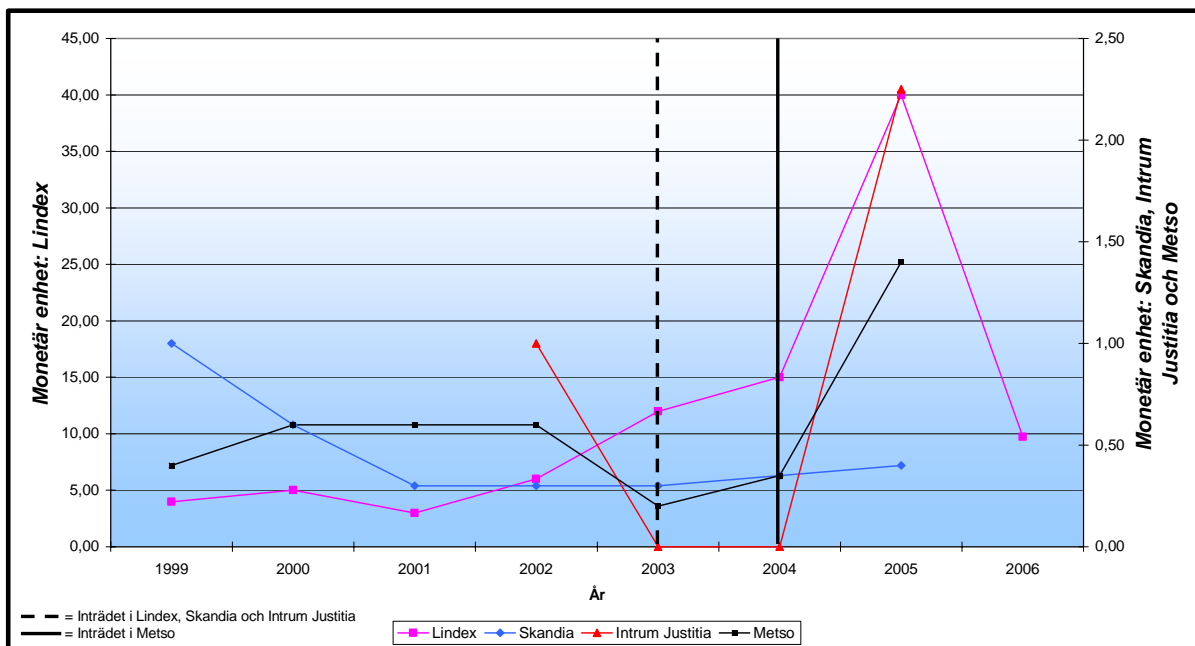
Figur 8: Kassalikviditet

Beträffande nyckeltalet *kassalikviditet* (se *Figur 8*) kan vi se att detsamma indikerar en negativ gemensam trend för bolagen, d v s kassalikviditeten minskar. Ett trendbrott kan skönjas. Förvisso kan en fördröjning skådas, där kassalikviditeten snarast synes öka i början av Cevians inträde, varefter densamma sjunker i förhållandevis snabb takt. Lindex kassalikviditet förändras från 46,39 % -enheter till 25,88 % -enheter ( $\Delta -20,51$  % -enheter). Intrum Justitias kassalikviditet är att betrakta såsom förhållandevis oförändrad mellan åren 2003 och 2005. Mellan åren 2004 och 2005 förändras nyckeltalet dock med 15,45 % -enheter. Metsos kassalikviditet förändras från 119,11 % år 2004, till 97,39 % år 2005 (d v s  $\Delta -21,72$  & -enheter). Vismas uppvisar samtidigt en försvinnande minskning om endast 0,58 % -enheter.

### 4.3.2 Marknadsvärden

Under rubriken *marknadsvärden* analyserar vi olika nyckeltal som baseras på marknadsvärden. Vissa nyckeltal innehåller dock såväl bokförda som marknadsbaserade värden. Beräkningarna bygger på värden från balansdagarna, om ingenting annat anges.

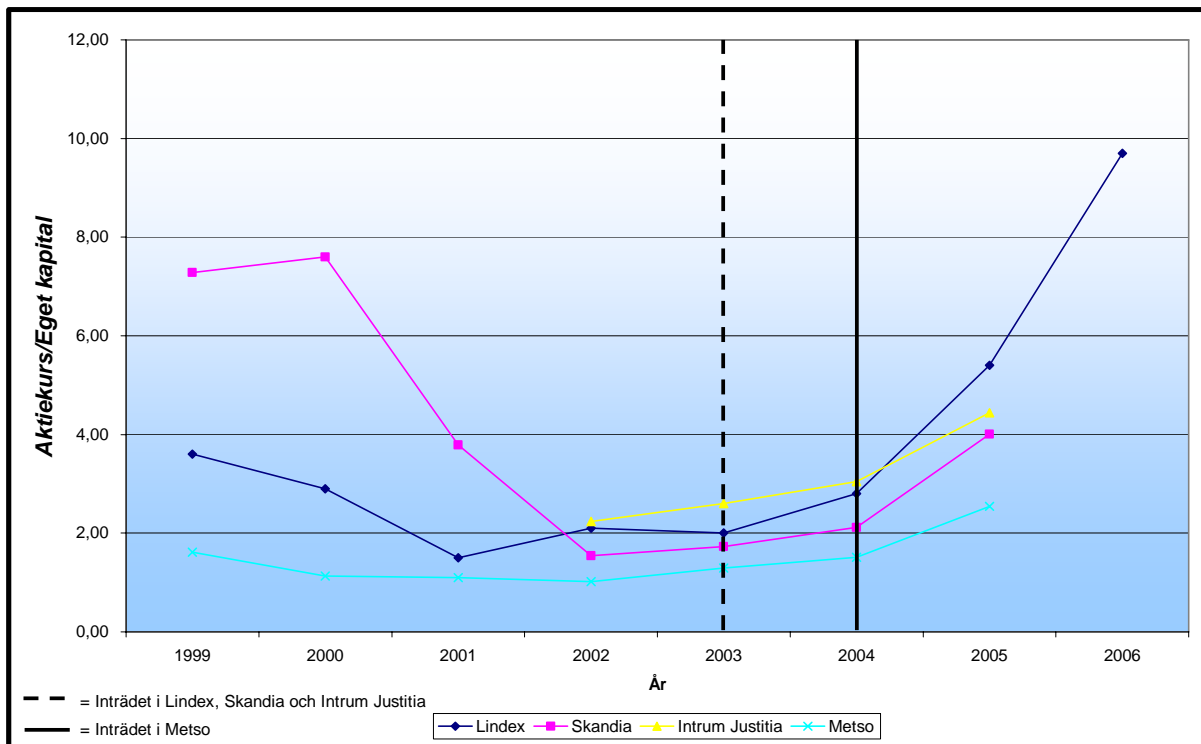
### 4.3.2.1 Föreslagen utdelning per aktie respektive faktisk utdelning per aktie



Figur 9: Föreslagen utdelning per aktie

En trend till ökade utdelningar sedan Cevians inträde i bolagen kan skådas. Densamma är att klassificera såsom ett trendbrott. Skillnaden i Lindex utdelningarnas storlek var mycket signifikant. Trenden är dock inte lika tydlig i Skandia. Se *Figur 9*. Utvecklingen av de faktiska utdelningarna var i princip identisk med de föreslagna utdelningarna, förutom för Skandia år 1999 då utdelningen blev 50 öre mindre per aktie än föreslagen utdelning.

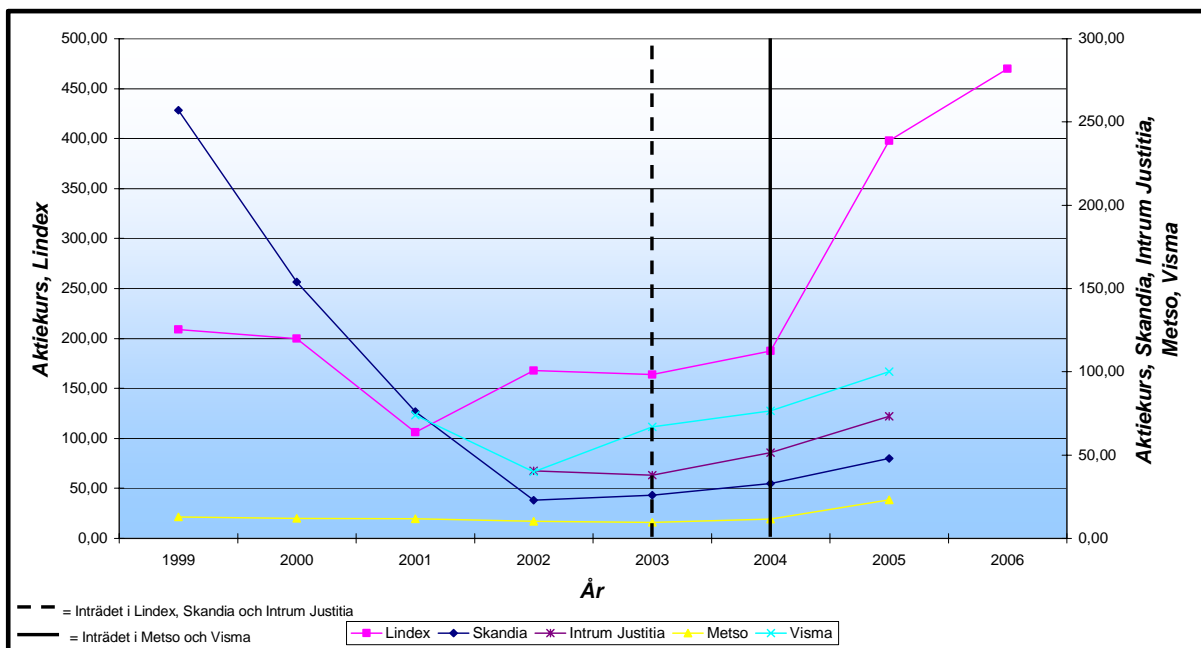
### 4.3.2.2 Aktiekurs/Substansvärde per aktie



Figur 10: Aktiekurs/Substansvärde per aktie

Trenden är tydlig och den påvisar att aktiekursen ökade snabbare än värdet av det egna kapitalet, vilket innebär att substansen per aktie minskade varje år. Se *Figur 10*. Notera att trenden är den motsatta inför inträdet.

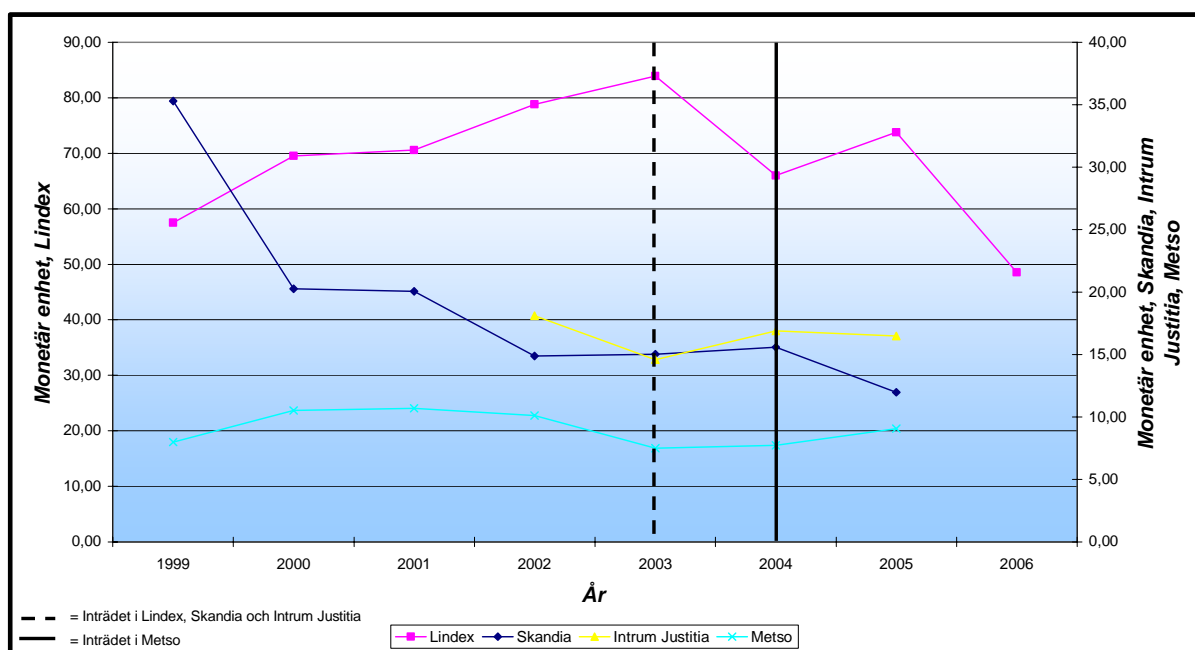
#### 4.3.2.2.1 Aktiekursen på balansdagen



Figur 11: Aktiekursen på balansdagen

Aktiekursen har stigit i samtliga fall sedan Cevians inträde. Trenden är signifikant. Utvecklingen är att betrakta såsom ett trendbrott. Lindex har haft en betydligt kraftigare utveckling än de andra bolagen: Från år 2003 t o m år 2006 har kursen stigit med 186,59 % ( $\Delta$  306 kr per aktie). Se *Figur 11*. Notera att värdet för Lindex år 2006 är justerat för en split på 5:1.

#### 4.3.2.2 Substansvärde per aktie<sup>451</sup>

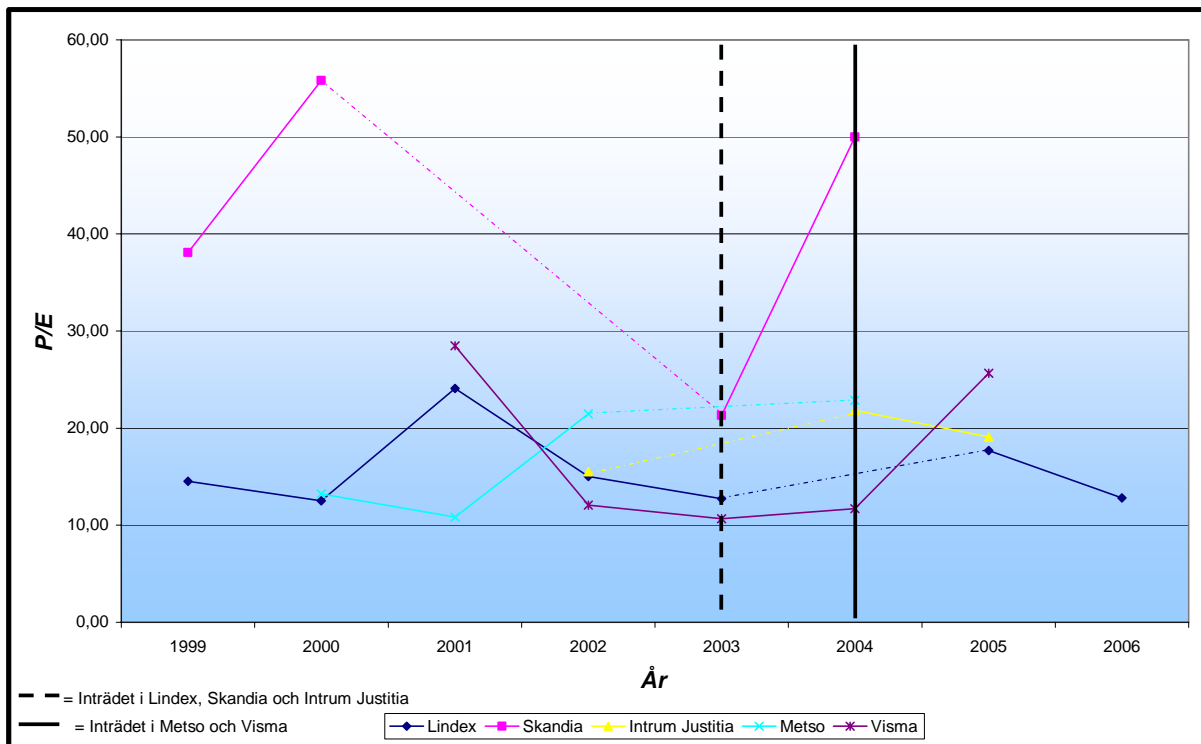


**Figur 12: Substansvärde per aktie**

För att se hur mycket substans som bakomligger varje aktie analyseras hur mycket eget kapital som finns per aktie. Trenden är negativ, d v s substansen per aktie minskar, i samtliga fall, förutom beträffande Metso. Även för detta nyckeltal kan stora förändringar skönjas för Lindex, där en kraftig minskning kan urskiljas ( $\Delta$  -35,4 kr eget kapital per aktie, d v s  $\Delta$  -42,19 %). Se *Figur 12*.



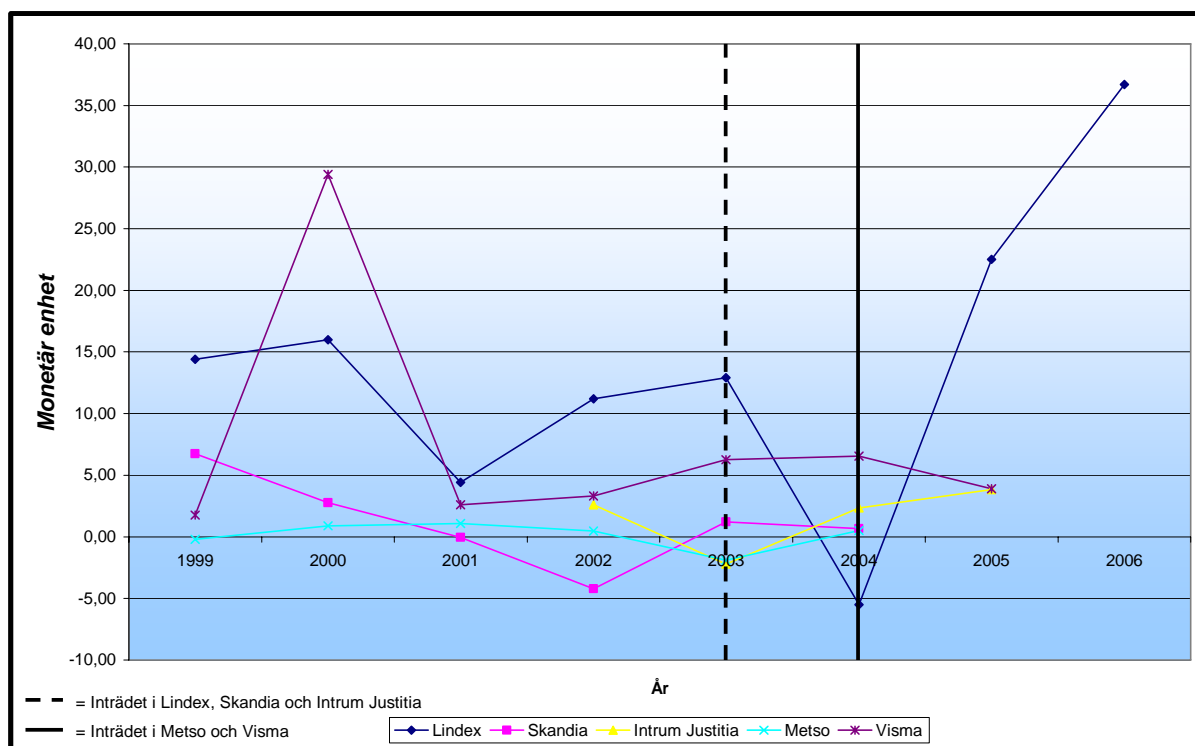
### 4.3.2.3 P/E-tal



Figur 13: P/E-tal

Resultatet av detta nyckeltal är svårtolkat. Vi finner ingen generell trend för bolagen. En viss tendens att P/E-talet ökar efter Cevians inträde, tycks dock ligga vid handen. Skandias P/E-tal ökar t ex från relationen 21,31 år 2003 till 50,00 år 2004. Detta kan dock ej anses vara en trend, vilket framhålls om även värdena för år 1999 och 2000 beaktas. Se *Figur 13*. Uppgifterna bygger på balansdagens värden. Uppgifter saknas beträffande vissa tidpunkter; därtill blev talet negativt vissa år (vilket inte är tillämpligt, se referensramen). Varför värdena för dessa år har uteslutits. För att graferna inte skall bli för svårtolkade har vissa värden interpolerats, vilket visas med streckade linjer.

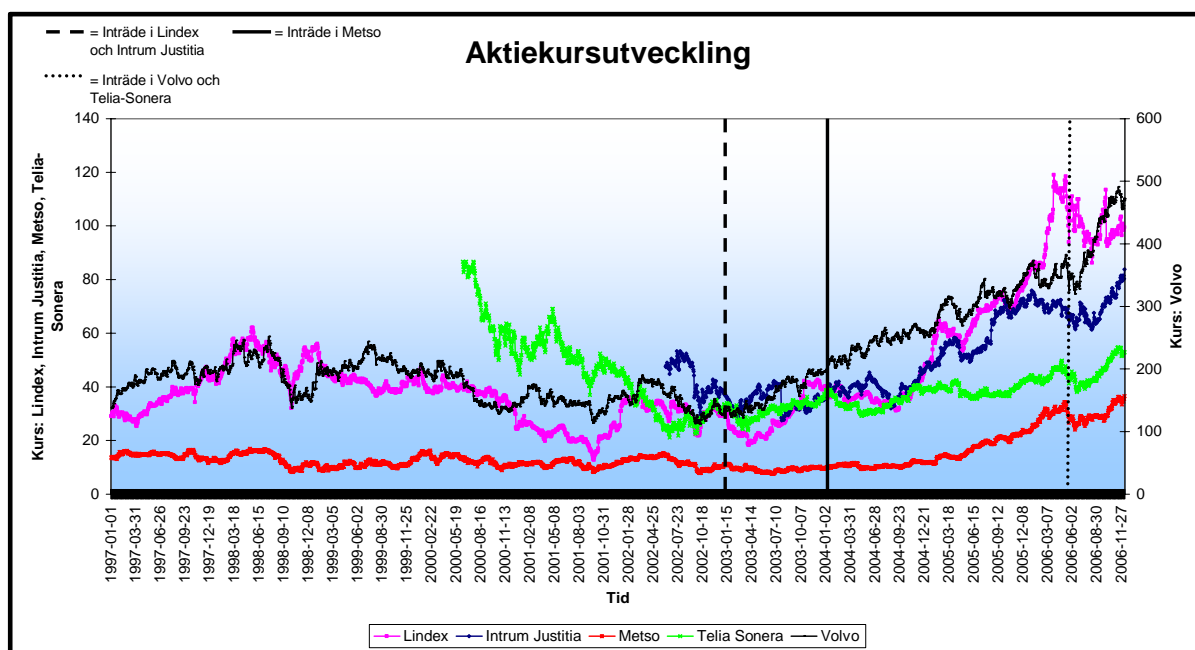
### 4.3.2.3.1 Vinst per aktie<sup>452</sup>



Figur 14: Vinst per aktie

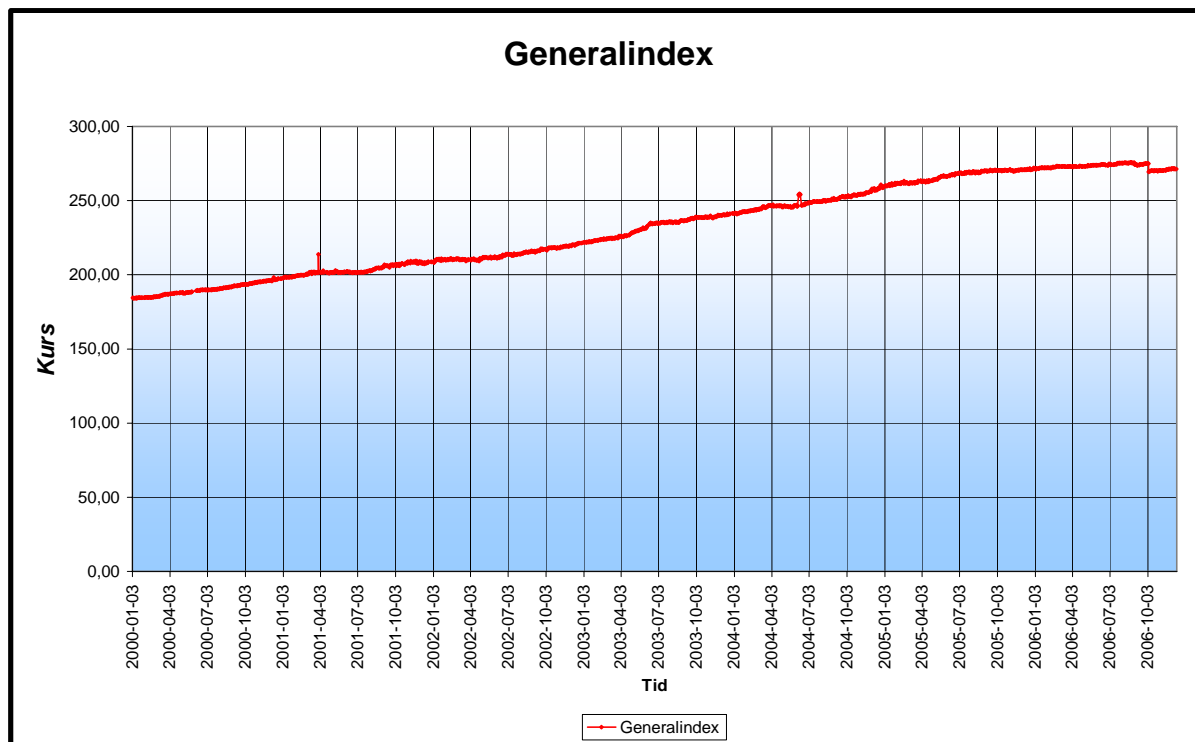
Vad gäller P/E-talets komponent nummer två: vinst per aktie (d v s resultat per aktie), kan ingen gemensam trend skådas. Se *Figur 14*. Trenden för Lindex är dock positiv, där resultatet stigit med 23,8 kr per aktie, d v s  $\Delta$  184,50 %. Med dessa resultat kan förstås varför P/E-talen förblir ganska oförändrade, med tanke på att såväl kursen som resultatet per aktie ökar.

### 4.3.2.4 Aktiekursutveckling över tiden



Figur 15: Aktiekursutveckling<sup>453</sup>

Alla företag som Cevian har investerat i har haft en positiv kursutveckling sedan inträdet. Likaså konstateras att många av bolagen haft en nedåtgående trend *före* Cevians inträde i desamma, som till exempel Lindex och Intrum Justitia. Beträffande de nya förvärven Volvo och Telia-Sonera kan vi konstatera att de haft positiv utveckling före inträdet. Se *Figur 15*.



**Figur 16: Kursutveckling: Generalindex**<sup>454</sup>

Det kan emellertid lättligen konstateras att Generalindex också har uppvisat en positiv kursutveckling, se *Figur 16*. Det finns tre skäl (1-3) till att generalindex ökat, menar Challis, P. (2006): **(1)** tidigare negativa förväntningar på marknaden ersattes av positiva förväntningar p.g.a. gynnsamt ränte- och inflationsläge; **(2)** En högkonjunktur har förelegat; därtill har **(3)** Cevians agerande på marknaden ”rört om i grytan”. Challis, P. (2006) tillägger också att ”/.../ det [är] konjunkturen i världen som driver upp börskurserna. Inflationen är fortfarande tämligen låg, räntorna är låga och oljepriserna har sjunkit under hösten.”<sup>455</sup>

Vid en jämförelse mellan generalindex och företagens aktiekurser framkommer att dessa inte samvarierar. Medan generalindex från år 2000 till slutet av år 2006 hela tiden har uppvisat en konstant positiv trend, så har aktiekurserna för företagen från år 2000 till år 2003 påvisat en negativ trend. Under år 2003 – d v s kring tiden för Cevians inträde i företagen – inträffade emellertid ett gemensamt trendbrott beträffande företagens aktiekurser, varefter dessa konstant har stigit fram till och med slutet av år 2006. Denna trend är betydligt starkare positiv än jämfört med generalindex. Även Challis, P. (2006) tycks mena att de av Cevian förvärvade företagens positiva kursutveckling beror på någonting mer än enbart en allmän konjunkturuppgång: ”Det kan /.../ aktieägare tacka Christer Gardell för.”<sup>456</sup>

## 5. Slutsatser

---

*I inledningen till denna magisteruppsats presenterade vi en övergripande frågeställning som vi i detta kapitel ämnar besvara för att därigenom uppfylla vårt uppställda syfte. Den fråga vi ställde var:*

*”Vilken är Cevian Capital AB: s affärsidé, vilka motiv bakomliggjer densamma och vad händer med de bolag som företaget inträder i?”*

### 5.1 Cevians affärsidé

Vi har funnit att Cevian erhåller sin förräntning av investeringarna på två sätt (I-II) – båda överensstämmer med shareholder-synsättet – nämligen att **(I)** *maximera värdet av aktierna* i kombination med att **(II)** *maximera utdelningarna*. Med detta i åtanke konkluderar vi – med åtta punkter (1-8) – Cevians affärsidé enligt följande:

**(1)** *Lokalisering, genom noggranna analyser, av ett antal undervärderade publika företag som är noterade på börsen.* Att de är undervärderade kan bero på ett flertal olika anledningar som faller under beteckningen *värdegap*. Företagen kan i vissa fall också vara rätt värderade, men likväl ha en potential att snabbt öka i värde. Ett centralt element i Cevians affärsidé är att värdet på investeringarna skall fördubblas inom tre år. Därtill är det indifferent vilken bransch som förvärven (diversifieringen) sker i. Våra kartläggningar visar också att de bolag Cevian inträtt i, inte uppvisar någon branschhomogenitet.

Vi menar vidare att Cevians portföljstrategi är att hänföra till vad Porter benämner såsom: *Restructuring*. Detta synsätt, konkluderar vi, anammats av Cevians grundare. Alla de kriterier som kännetecknar restructuring-teorin uppfyller Cevian. De är aktiva ägare, de köper dåliga, utvecklade, undervärderade, sjuka, hotade företag som anses kunna omstruktureras.

**(2)** *Potentiella medinvesterare kontaktas.* Framförallt tycks amerikanska investerare vara viktiga intressenter. Därtill gäller att det mesta av ägandet döljs av anonymitet. Detta överensstämmer också med den forskning som finns beskriven i vår teoretiska referensram.

**(3)** *I extrem tysthet förvärvas en stor mängd aktier som räcker för att få makt i bolagen.* Vi skulle nästan vilja använda begreppet *gryningsråd* för att beskriva fenomenet. Det är av vikt att det hela sker i tysthet för att inte aktiekurserna skall stiga för tidigt; en av de viktigaste idéerna är ju nämligen att skapa avkastning hänförd till kursuppgångar. Om informationen utflödar i förväg kommer Cevians flock att antaga ett Följa John-beteende där de följer sin auktoritet: d v s Cevian. Detta höjer i sådana fall kursen för tidigt, varför diskretion fordras.

**(4)** *Maktpositioner förvärvas.* När så skett skrider Cevian till verket. Ett mycket aktivt ägarskap etableras. Detta är en mycket central del av affärsidén eftersom det möjliggör för Cevians företrädare att iscensätta de förändringar som krävs för att de skall nå sina mål. Våra efterforskningar visar att Cevian erhållit styrelseplatser i samtliga inträdda bolag. Notera att Cevian inträder såsom minoritetsägare; likväl kan en reell makt vinnas. Cevians företrädare nöjer sig således inte med ett passivt ägande, varvid endast en *postdecisional role* erhålles. De har också sagt att institutet *företagsledning* skall sammansmältas med institutet *ägande* för att arbetet skall göras så bra som möjligt. Gardell och Förberg har därför själva satsat sitt privata kapital i fonden. Således önskas att driftsfunktionen sammanblandas med ägandet. Utifrån principal-agentteorin kan alltså sägas att Cevian nyttjar ägandet som en viktig drivkraft i

agentens kontrakt. Genom att agera både principal och agent samtidigt kan dessutom det s.k. agentproblemet minimeras.

Våra kartläggningar visar att andelen röster av bolagens totala antal röster uppgår kring endast några procentenheter. I TeliaSonera har röstandelen hittills uppgått till knappt två procent, vilket är det lägsta röstetalet. Som mest har innehavet varit ca 15 procent, i Lindex. Att en liten andel av röstetalet räcker för att få makt i bolagen tycks bero på flera saker, dels på regelverket (minoritetsägare skyddas), dels på att passiva ägare möjliggör för de aktiva ägarna att taga makten. Vidare gäller att de svenska reglerna beträffande valberedningar synes vara en genväg in i de svenska bolagsstyrelserna, vilket Cevian förefaller ha utnyttjat. Viktigt för att kunna påverka är också att Cevian får med sig de andra aktörerna i styrelsen. Eftersom företaget förvärvar en minoritetspost måste detsamma få majoriteten med sig för att kunna uppnå sina mål. Att Cevian vinner inflytande beror på att företaget har stöd av ett stort bakomliggande kapital. Cevians strävan att komma in i styrelserna underlättas av att det bildar förbund och samarbetar med andra ägare och på det sättet kan kontrollera en större andel av aktierna och rösterna. Om företagets företrädare inte får gehör för sina idéer föreligger ett outtalat hot om att låta avnotera bolaget från börsen. Som framkom av den teoretiska referensramen orsakar hot från corporate raiders att företag proaktivt tvingas harmonisera styrningen i enlighet med shareholder-konceptet.

**(5) Massmedia kontaktas.** Genom s.k. *open mouth operations* stimuleras aktiemarknadens förväntningar, vilket får aktiekurserna att stiga. Vi har funnit att en viktig komponent av värdeskapandet baseras på ett förväntningsskapande på marknaden, utfört av framförallt Christer Gardell – en person som beskrivs såsom karismatisk i media.

Vi har i vår teoretiska referensram också redogjort för den psykologi som troligtvis bakomliggande de förändrade aktiekurserna. Centralt härvid är det s.k. *Följa-John-beteende* eller *Flock-beteende* som råder på marknaden, där andra investerare följer *auktoritära institutionella aktörer* såsom Cevian. Idén tycks således utgå från att ett flockbeteende på marknaden skall utgöra en stor del av Cevians förräntning genom att få aktiekursen att stiga. I teorin har också anförts att alltför betraktar ett aktieinnehav såsom en investering som vilken helst; de direkta ägarna väljer därför att följa auktoriteten – dvs Cevian – för att själva få bättre avkastning på sina investeringar.

**(6) Förändringsarbete av de förvärvade bolagen initieras.** Noteras skall att förväntningsskapandet på marknaden allttjämt pågår, med avsikt att kursen skall fortsätta att stiga. Det interna arbetet synes vara ganska omfattande. Vår slutsats är att Cevians företrädare, helt i enlighet med teorin, anammat tankarna om att korrigera föreliggande värdegap genom att förändra orsakerna till desamma. Våra studier visar att många av de värdegap (sammanfattas i A-C) som framhålls i shareholding-litteraturen åtgärdas i bolagen:

Vi konstaterar först och främst att Cevian **(A)** har *påverkat såväl ledningen som styrelsen* i de förvärvade bolagen. Cevian har tagit plats i styrelserna i samtliga bolag.

Vidare kan vi konstatera att **(B)** *interna åtgärder* också figurerar. Vi har med DuPont-modellen konstaterat att kostnadsbesparingar förekommer i stor utsträckning.

Beträffande **(C)** *Finansiella strukturåtgärder* kan vi konkludera att kapitalstrukturen – tvärtemot medias beskrivning – inte tycks förändras i nämnvärd utsträckning med Cevian som ägare.

(7) *Utdelningar*. Utdelningarna får kursen att stiga. Enligt shareholder-teorin finns också fler skäl till att låta utdela pengar till ägarna; alla dessa tycks nyttjas i Cevians företrädares retorik som vi finner. Ett vanligt förekommande resonemang är att kapitalet skall flyttas dit det s a s behövs bäst. Om det inte kan nyttjas för värdeskapande skall kapitalet hellre tillbaka till ägarna. De stora kassor som företagen ackumulerar minskar kapitalmarknadens slagkraft och gör de mer intressanta för kortsiktiga intressen. Enligt den vanligt förekommande retoriken (även hänförlig till Cevian) är detta bättre för samtliga intressenter, eftersom ett avsteg från denna princip suboptimerar utnyttjandet av tillgängliga resurser.

(8) *Cevian lämnar förvärvet i tysthet*. Vanligtvis försäljes en betydande andel av aktierna till en stor aktör för att alla aktier skall säljas innan flocken på marknaden eventuellt svarar med kurssänkning. Cevian tycks endast kvarstanna såsom ägare i de förvärvade företagen *så länge som dessa är inne i en förändringsprocess*; när företagen blir mer stabila synes företagen inte längre vara lika intressanta. Detta har troligen sitt ursprung i att Cevians ledare anser att eventuella värdegap har eliminerats och att ett optimalt värde därför uppnåtts.

## 5.2 Cevians motiv

Cevians företrädare, Christer Gardell och Lars Förberg, har deklarerat att de bekänner sig till shareholderkonceptets ideologiska och teoretiska grundvalar (vilket vi finner stämmer väl överens med deras ageranden), enligt vilka endast *ett mål* skall fokuseras: *Maximal avkastning* – med avsikt att maximera ägarnas välfärd; vilket torde vara företagets huvudsakliga motiv och syfte. Att styra efter ett mål möjliggör för ledningen att träffa trade-offs; aktieägarna skall härvid alltid sättas främst. Enligt de shareholder-teoretiska företrädarna, inkluderat Cevians företrädare, hävdas att detsamma även maximerar den sociala välfärden, d v s att alla i samhället gynnas av dessa idéer. De företag som *inte* fokuserar vinstmaximering åt ägarna kan, hävdas därmed av shareholder-förespråkare, inte överleva i en kapitalistisk marknadsekonomi. Vi finner att Cevian verkar efter dessa principer.

Retoriskt framhåller Cevians företrädare att företaget, förutom att generera avkastning till fondandelsägarna, skall tjäna såsom ”förändrare” och ”förbättrare” av de uppköpta företagen. Dock anser vi att det viktigaste motivet torde vara Cevians *interna förräntning*, inte de förvärvade bolagens långsiktiga utveckling, vilket dock inte behöver stå i konflikt med varandra – åtminstone inte ur ett kortsiktigt perspektiv. För den tidsperiod vi har fokuserat, har de flesta av företagens nyckeltal förändrats positivt.

Vi finner att Cevians (och dess företrädares) *motiv* är att investeringarna i de olika företagen skall rendera ut i så god avkastning (d v s räntabilitet) som möjligt. Företrädarna till bolaget tycks därtill jämföra begreppet *företagande* med *sportutövning*. Motivet till att driva företag hävdas vara att det är ”kul”; på ett personligt plan hos ägarna tycks motivet med förvärven vara att överträffa tidigare resultat.

## 5.3 Vad som hände i bolagen Cevian inträdde såsom ägare i

Hittills har Cevian inträtt i sju (1-7) bolag: (1) *Lindex*, (2) *Intrum Justitia* (3) *Skandia*, (4) *Metso*, (5) *Visma*, (6) *Volvo*, och (7) *TeliaSonera*. I media uppmålas ett antal kännetecken beträffande vilka bolag Cevian antages investera i; t ex anses att ledningen och styrelsen anses vara otillräcklig; vidare hävdas att företagen har en mängd tillgångar som kan försäljas liksom att bolagens kapitalstruktur ofta kännetecknas av låg skuldsättning. Därtill hävdas att kapitalstrukturen förändras genom att öka utdelningarna samt av att belåna företagen. Våra resultat kan delvis bekräfta denna bild men avviker också, vilket vi noterar nedan.

Våra slutsatser är att nyckeltalsanalyserna som lät utföra indikerar många tydliga trender och trendbrott. Vi kan således konstatera att Cevian troligtvis influerar de förvärvade företagen utifrån vissa igenkommande mönster. Här konkluderar vi nu vad våra beräkningar åskådliggör.

### **5.3.1 Bokförda värden**

#### **Räntabilitet på eget kapital**

Vi konstaterar först att räntabiliteten på det egna kapitalet ökar i stor utsträckning då Cevian inträder i bolagen. Möjligtvis kan en viss fördröjning skådas, men efterhand är trenden tydlig. Vi konkluderar med de evidens vi har, att det är att betrakta såsom ett trendbrott vid jämförelse med datan för tiden innan Cevians inträde.  $R_E$  uppvisar det tydligaste trendbrottet av alla nyckeltal grundade på bokförda värden.

#### **Räntabilitet på totalt kapital**

Vi finner vidare att räntabiliteten på det totala kapitalet uppvisar en dylik trend, liksom ett dylikt trendbrott, som  $R_E$ , dock något mer moderat. Vår slutsats är således att  $R_T$  förändras i de bolag som Cevian låter inträda i. Våra slutsatser är också att den generella bilden tycks vara att ökningen av  $R_T$  är att hänföra till en förbättrad vinstmarginal och inte till en ökad kapitalomsättningshastighet. Våra undersökningar visar också att de förbättrade vinstmarginalerna beror på kostnadsbesparingar i bolagen.

#### **Genomsnittlig låneränta**

Vidare finner vi att den genomsnittliga låneräntan har minskat stadigt i alla bolag efter Cevians inträde. Vi kan dock inte konkludera att det kan hänföras till Cevian; den negativa trenden fanns före Cevians inträde.

#### **Soliditet och skuldsättningsgrad**

Vår undersökning nyanserar medias bild beträffande Cevians påstådda upplåningspolitik. Av våra nyckeltalsuträkningar kan vi inte framlägga att belåning skulle kunna beskrivas såsom en generell del av Cevians företagsstyrning. Vi finner att Lindex och Intrum Justitias soliditet minskas (varav Lindex minskas i ganska stor utsträckning), men att Metsos och Vismas soliditet samtidigt ökas. Således förekommer inget tydligt mönster, såsom hävdas i media. Likväl kan vi också notera att de två sistnämnda företagen inte varit i Cevians ägo under lika lång tid som de andra företagen. Notera att Lindex soliditet ökade mellan åren 2004 och 2005 och att Intrum Justitias soliditet ökade mellan åren 2003 och 2004. Kanske kommer även Metso och Visma om några år att ha uppvisat samma trend, d v s få uppleva en sänkt soliditet.

#### **Hävstång**

Utifrån ett hävstångsresonemang finner vi att Cevian tycks nyttja framförallt förräntningsmarginalen för att skapa bättre räntabilitet på det egna kapitalet. Centralt härvid är således att  $R_T$  ökar p.g.a. bättre vinstmarginal som kan härledas till tydliga kostnadsbesparingar i verksamheten. Förändringen av  $R_E$  (och totalrisken) grundas således på en förändring av rörelserisken.

#### **Kassalikviditet**

Kassalikviditeten minskar i samtliga bolag som Cevian inträder i.

### 5.3.2 Marknadsvärden

Av våra nyckeltalsanalyser som grundas på marknadsvärden kan vi också konstatera ett antal trender och trendbrott. Således kan vissa mönster skådas som troligen är att hänföra till Cevians ägarskap.

#### Föreslagna och faktiska utdelningar

Initialt kan konstateras att såväl de föreslagna som de faktiska utdelningarna tydligt ökar när Cevian inträder såsom ägare.

#### Aktiekurs/substansvärde per aktie

Vi ser att kvoten av aktiekursen och substansvärdet per aktie uppvisar en positiv trend, d v s aktiekursen ökar snabbare än det egna kapitalet. *Inför* Cevians inträde tycks detta nyckeltal vara fallande vilket indikerar att bolagen undervärderas. *Efter* Cevians inträde värderas bolagen högre igen.

#### Aktiekurser

Vi finner också att aktiekurserna i samtliga bolag ökar efter Cevians inträde. Detta trendbrott är tydligt. Nästan alla de undersökta bolagen har *inför* inträdet uppvisat en stagnerande aktieprisutveckling, vilket förändras kraftigt *efter* Cevians inträde. Våra undersökningar visar också att denna utveckling *inte* är att hänföra till generalindex. Förändringen är förmodligen att hänföra till vad som i den teoretiska världen benämns såsom flockbeteende.

#### Substansvärde per aktie

Substansvärdet per aktie minskas efter Cevians inträde.

Avslutningsvis har vi sett att företagens utveckling i stor utsträckning samvarierar. Det skall dock noteras att Lindex visar de tydligaste trenderna och trendbrotten. Vidare gäller att Metso i allmänhet och Visma i synnerhet tenderar att avvika från det gemensamma mönstret.

### 5.4 Reflektioner

Vi anser att Cevian – en liten aktör på marknaden – hittat ett utrymme för sin affärsidé som utnyttjas effektivt. Bennet m.fl. är kritiska och hävdar att långsiktighet och stabilitet försvinner när ägare såsom Cevian får inflytande. Beteendet, säger Bennet, kan skapa lönsamhet på kort sikt, men på lång sikt är det dåligt. Vi kan inte säga om så är fallet, men vi tycker oss skönja en utveckling där shareholder-synsättet ökar. Ökningen synes fortskrida i framtiden, på stakeholder-synsättets bekostnad. Denna utveckling har skett i andra länder och kommer nog oundvikligen att få större inflytande och blir kanske en av spikarna i kistan för den s.k. svenska modellen. Vi kan tänka oss att Cevian möjligtvis kan fungera som en katalysator i denna process på den svenska marknaden.

Vi tycker att Cevian har skapat en debatt som visar de meningsskiljaktigheter som finns beträffande vem som skall ha makten över kapitalet i företagen och var detta skall fördelas och placeras. Om Cevian vinner större inflytande i företagen än vad som är motiverat mot bakgrund av företagets ägarandel har vi funnit att det finns en rad åtgärder som skulle kunna minska företagets påverkan. Socialdemokraten Göran Johansson hävdar, att aktörer såsom Cevian försvinner ifall de passiva storägarna, som t ex de statliga AP-fonderna, framträder i egenskap av aktiva ägare. Då Cevians makt bygger på att få inflytande skulle en sådan förändring enligt oss torpedera deras främsta konkurrensfördel på marknaden. Om det dessutom togs mer hänsyn till företagets nettokassor på marknaden i aktiekursvärderingarna, så torde Cevians handlingskraft drastiskt förminska.



Huruvida Cevian ur ett objektvt perspektiv är en förbättrare eller en försämrare, direkt eller indirekt, får framtiden utvisa. Vi kan dock redan idag fastställa att Cevian är en förändrare. Detta går inte att förneka.

Vi tror det viktigaste för Cevian är den *interna förräntningen*, inte de förvärvade bolagens långsiktiga utveckling. Den föreliggande retoriken, att Cevian förändrar och förbättrar bolag, torde behöva sättas i ett relativt sammanhang samt i en längre tidsaspekt; förbättringen kanske sker på kort sikt, men vad händer med bolagen på längre sikt? Dessutom: Vem tjänar mest på samarbetet: Cevian eller de förvärvade bolagen? Det måste vara Cevian annars är det ingen mening att investera i dess fonder. Det vore i sådant fall bättre att investera direkt i företagets aktier, d v s utan Cevians fonder som mellanhand. Ur den synvinkeln tror vi att det skulle vara mer gynnsamt för företagen med ett ägande utan mellanled då företagen skulle prioriteras i första hand. Cevians främsta klientel torde med andra ord vara fondandelsägarna, *inte* de förvärvade företagen.

Om förändringen som Cevian skapar är bra eller dålig beror enligt oss på vilket subjektivt, ideologiskt perspektiv man betraktar det ur. Shareholder-anhängare vinner på det och stakeholder-anhängare förlorar, enligt oss. Det beror på att kapitalet som Cevian kommer i kontakt med försvinner från de förvärvade företagen till Cevians fonder. Enligt oss ger det ett mindre utrymme för det enskilda företaget att fritt driva sin verksamhet på det sätt som det önskar, men utifrån ett makroperspektiv finns då å andra sidan mer rörligt kapital som kan investeras i andra företag. Det finns ett tryck från kapitalmarknaden som gör att kapital placerat i företag, och som kan delas ut, alltid är hotat. Vi anser att detta är bra ur ett perspektiv då utmaningar och konkurrens främjar företagens långsiktiga överlevnad. Dock anser vi inte att det är bra att företagens kapital länsas. Vi tror att ett sådant beteende på sikt kan komma att leda till en utarmning av svenska företag.

Vi anser att Cevians företrädare handlar i egenintressen, men att även de andra synsätten i företagen gör det. Därför kan vi bara komma till reflektionen att företagen bör vara medvetna om att Cevians intresse allenast är fondernas avkastning. Då gör de sig inga illusioner och kan handla därefter.

Avslutningsvis: Att förbjuda företag som Cevian skulle enligt oss ha större negativa konsekvenser än deras närvaro. Så länge Cevians påverkan hålls på en rimlig nivå kommer dess bidrag totalt sett att stärka den svenska marknadens motståndskraft mot nya anfall från investerare med kortsiktiga intressen. Vi har sett att detta redan är en realitet med tanke på att Cevian har svårt att finna lämpliga investeringsobjekt i Norden, där företagen blivit alltmer välskötta och därigenom eliminerat attraktiva värdegap för riskkapitalister.

## **5.5 Förslag till fortsatta studier**

Denna uppsats gav upphov till ytterligare frågor vilka kan analyseras i kommande uppsatser. Vi har därför vid handen ett antal förslag beträffande fortsatta studier inom detta ämnesområde:

- Att skriva en dylik uppsats, dock utifrån stakeholder-perspektivet.
- En uppföljning av denna uppsats om ett obestämt antal år. Detta kan belysa vilken effekt Cevian hade utifrån ett långsiktigt perspektiv.
- Hur har marknaden i USA (där shareholder-synsättet har återfunnits lång tid tillbaka) agerat gentemot aktörer såsom Cevian?
- Vilka politiska effekter genererar Cevians agerande?
- Cevian och dess företrädare kan jämföras med familjen Wallenberg och dess företag, samt med andra intressanta aktörer.

## 6. Fotnotsförteckning

---

### 1.1 Bakgrund

- <sup>1</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)
- <sup>2</sup> Aronsson, C. & Carlbom, T. (2006-10-27: c)
- <sup>3</sup> Carlbom, M. & Gripenberg, P. (2006-09-07)
- <sup>4</sup> Westholm, E. (2006-10-25: b)
- <sup>5</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)
- <sup>6</sup> Johansson, G. & Ludvigsson, O. (2006-09-09)

### 1.4 Avgränsningar och urval

- <sup>7</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 7

## 2. Tillvägagångssätt

- <sup>8</sup> Eriksson, L. T. & Wiedersheim-Paul, F. (2001), s. 17

### 3.1.1 Inledning och bakgrund

- <sup>9</sup> De Ridder, A. (2003), s. 206; Brodin, B., et al (2000), s. 6
- <sup>10</sup> Banks, E. (2004), s. 3; Johansson, D. (2006), s. 1; se därtill Peterson, O. (2001), s. 175
- <sup>11</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 6; Banks, E. (2004), s. 3
- <sup>12</sup> De Ridder, A. (2003), s. 211
- <sup>13</sup> Molz, R. (1995), s. 791; De Ridder, A. (2003), s. 206-207
- <sup>14</sup> Johansson, D. (2006), s. 1
- <sup>15</sup> Heath, J. (2006), s. 537
- <sup>16</sup> Johansson, D. (2006), s. 1
- <sup>17</sup> Se t ex: Letza, S., et al (2004), s. 244 & 246 liksom de Geer, H. (1986 & 2004), s. 188
- <sup>18</sup> Se t ex Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001); Borglund, T. (2006)
- <sup>19</sup> Fera, D. (1997), s. 47
- <sup>20</sup> De Ridder, A. (2003), s. 207
- <sup>21</sup> Se t ex Borglund, T. (2006), s. 64
- <sup>22</sup> De Ridder, A. (2003), s. 207
- <sup>23</sup> Letza, S., et al (2004), s. 242; Heath, J. (2006), s. 533
- <sup>24</sup> Ljungberg, A. & Larsson, E. (2001), s. 34-35
- <sup>25</sup> Letza, S., et al (2004), s. 245
- <sup>26</sup> Smith, J. H. (2003), s. 85 & 86; Letza, S., et al (2004), s. 243, se även Molz, R. (1995), s. 791 och därtill även Hendry, J. (2001), s. 228
- <sup>27</sup> Inkpen, A. C. & Sundaram, A. K. (2004), s. 371; se även Illia, L. & Lurati, F. (2006), s. 298
- <sup>28</sup> Se t ex Booth, L. (1998), s. 1 eller Moore, G. (1999), t ex s. 120
- <sup>29</sup> Läs mer om detta i Norberg, P. (2001)
- <sup>30</sup> Smith, J. H. (2003), s. 85
- <sup>31</sup> Letza, S., et al (2004), s. 245
- <sup>32</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 5
- <sup>33</sup> Letza, S., et al (2004), s. 247
- <sup>34</sup> Hendry, J. (2001), s. 226
- <sup>35</sup> Aktiespararnas Aktieskola, (1997), s. 17
- <sup>36</sup> De Ridder, A. (2003), s. 206
- <sup>37</sup> Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H. (2004), s. 59
- <sup>38</sup> Gröjer, J-E., (1997), s. 20
- <sup>39</sup> Vår uppräknings bygger i grunden på Norén, H. & Norén, U. (2006), s. 28.
- <sup>40</sup> De Ridder, A. (2003), s. 206
- <sup>41</sup> Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H. (2004), s. 73-74; se även De Ridder, A. (2003), s. 206
- <sup>42</sup> Hendriksen, E. S. & van Breda, M. F. (1992), s. 11-12; Smith, D. (2000), s. 17-22
- <sup>43</sup> Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H. (2004), s. 73-74
- <sup>44</sup> De Ridder, A. (2003), s. 206
- <sup>45</sup> Banks, E. (2004), s. 3
- <sup>46</sup> Lee, T. A. & Tweedie, D. P. (1990), s. 2
- <sup>47</sup> Gröjer, J-E. (1997), s. 20

---

### 3.1.2 Konceptets historik och diffusion

- <sup>48</sup> Jämför dock vad O'Brien, P. (2000), s. 59-65, skriver.
- <sup>49</sup> Flak, L. S. & Rose, J. (2005); s. 643
- <sup>50</sup> Läs mer i Rider, C. (1999) om reformationen s. 82, och merkantilismen s. 91-130 – d v s kapitel 6 och 7
- <sup>51</sup> Läs mer om feodalismen i Rider, C. (1999), s.24-80 – d v s kapitel 2-4
- <sup>52</sup> Letza, S., et al (2004) s. 247
- <sup>53</sup> Se t ex Ax C. & Bjørnenak T. (2006)
- <sup>54</sup> Berry, B. J. L., et al (1997), s. 3
- <sup>55</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H (2001), s. 229-230; Fera, N. (1997), s. 47; Smith, J. H. (2003), s. 86; Borglund, T. (2006), s. 45
- <sup>56</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H (2001), s. 229-230; Smith, J. H. (2003), s. 86; Borglund, T. (2006), s. 44
- <sup>57</sup> Borglund, T. (2006), s. 44
- <sup>58</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 239- 240; De Ridder, A. (2003), s. 209
- <sup>59</sup> Bannister, R. J. & Jesuthasan, R. (1997), s. 12
- <sup>60</sup> Fera, N. (1997), s. 47
- <sup>61</sup> Friedman, A. L. & Miles, S. (2002), s. 8-9
- <sup>62</sup> Smith, J. H. (2003), s. 86
- <sup>63</sup> Smith, J. H. (2003), s. 87; Borglund, T. (2006), s. 1, 45
- <sup>64</sup> Borglund, T. (2006), s. 47
- <sup>65</sup> Norberg, P. (2001), s. 31-33. Första citatet hämtat från s. 31. Andra citatet hämtat från s. 33.
- <sup>66</sup> Borglund, T. (2006), s. 48-49

#### 3.1.2.1 Uppkomsten i Sverige: Den svenska modellen provoceras

- <sup>67</sup> Borglund, T. (2006), s. 1
- <sup>68</sup> Gröjer, J-E. (1997), s. 20; Ax, C., et al (2003), s. 674; Ax, C. & Bjørnenak, T. (2006), s. 16- 17
- <sup>69</sup> de Geer, H. (1986 & 2004), s. 190; Pettersson, T. (2002), s. 175; Citatet kommer från Borglund, T. (2006), s. 69;
- <sup>70</sup> Krantz, O. (2002), s. 79; Citatet kommer från Borglund, T. (2006), s. 80-81
- <sup>71</sup> Krantz, O. (2002), s. 79
- <sup>72</sup> Pettersson, T. (2002), s. 175-176; Borglund, T. (2006), s. 80
- <sup>73</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 230. Begreppet *innovation* beskrivs närmare i t ex Ax, C. & Bjørnenak, T. (2006)
- <sup>74</sup> Borglund, T. (2006), s. 71-72, 75
- <sup>75</sup> Pettersson, T. (2002), s. 177; se även De Ridder, A. (2003), s. 215
- <sup>76</sup> Norberg, P. (2001), s. 33; De Ridder, A. (2003), s. 210; Borglund, T. (2006), s. 1, 47-48; Johansson, D. (2006), s. 89
- <sup>77</sup> Norberg, P. (2001), s. 33
- <sup>78</sup> Borglund, T. (2006), s. 1
- <sup>79</sup> Normann, R. (2001), s. 28 ff
- <sup>80</sup> Normann, R. (2001), s. 32 ff, 39 ff
- <sup>81</sup> Peterson, O. (2001), s. 175
- <sup>82</sup> Normann, R. (2001), s. 45
- <sup>83</sup> Norberg, P. (2001), s. 31; Borglund, T. (2006), s. 46
- <sup>84</sup> Norberg, P. (2001), s. 32
- <sup>85</sup> Pettersson, T. (2002), s. 176
- <sup>86</sup> Schön, L. (2004), s. 27
- <sup>87</sup> Pettersson, T. (2002), s. 176
- <sup>88</sup> Holmlund, B. (2004), s. 257
- <sup>89</sup> Borglund, T. (2006), s. 1, 46-47, 49-51, 69-70
- <sup>90</sup> De Ridder, A. (2003), s. 215; Borglund, T. (2006), s. 8
- <sup>91</sup> Borglund, T. (2006), s. 1, 46-47, 49-51, 69-70. Citatet kommer från s. 49-50
- <sup>92</sup> Ax, C. & Bjørnenak, T. (2006), s. 16- 17
- <sup>93</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 7-10, 12; Friedman, A. L. & Miles, S. (2002), s. 8-9
- <sup>94</sup> Borglund, T. (2006), s. 48
- <sup>95</sup> Borglund, T. (2006), s. 48, 69; Johansson, D. (2006), s. 89
- <sup>96</sup> Norberg, P. (2001), s. 30; De Ridder, A. (2003), s. 206, 209; Johansson, D. (2006), s. 89
- <sup>97</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 10; Molz, R. (1995), s. 791
- <sup>98</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 8 och 10

- 
- <sup>99</sup> Molz, R. (1995), s. 791  
<sup>100</sup> Brealy, R. A., et al (2004), s. 12  
<sup>101</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 7

### 3.1.3 Företagets syfte

- <sup>102</sup> De Geer, H. (1986 & 2004), s. 188; Letza, S., et al (2004), s. 245, 247; Freeman, R. E., et al (2004), s. 364  
<sup>103</sup> Norberg, P. (2001), s. 33  
<sup>104</sup> Letza, S., et al (2004), s. 245, 247  
<sup>105</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 228-229; Smith, J. H. (2003), s. 89  
<sup>106</sup> de Geer, H. (1986 & 2004), s. 188  
<sup>107</sup> Letza, S., et al (2004) s. 243  
<sup>108</sup> Brealey, R. A., et al (2004), s. 13; se även De Ridder, A. (2003), s. 208 – kan tolkas av texten e contrario.  
<sup>109</sup> Aglietta, M. & Reberieux, A. (2005), s. 33  
<sup>110</sup> Phillips, R. (2004), s. 2; se därtill Wilke, B. (2003), s. 21  
<sup>111</sup> Smith, J. (2003), s. 713  
<sup>112</sup> De Ridder, A. (2003), s. 17; Lantz, B. (2003), s. 102;  
<sup>113</sup> Aglietta, M. & Reberieux, A. (2005), s. 33

### 3.1.4 Syn på marknad

- <sup>114</sup> De Ridder, A. (2003), s. 209, 215-216  
<sup>115</sup> De Ridder, A. (2003), s. 207  
<sup>116</sup> Brealey, R. A., et al (2004), s. 13  
<sup>117</sup> Matten, D. & Crane, A (2005), s. 6  
<sup>118</sup> De Ridder, A. (2003), s. 211  
<sup>119</sup> Freeman, E. R. & Phillips, R. A (2002), s. 332  
<sup>120</sup> Letza, S., et al (2004), s. 247  
<sup>121</sup> Booth, L. (1998), s. 2; Heath, J. (2006), s. 541-542. Läs mer om "perfect competition" i: Case, K. E., et al (1999), s. 51, 159-160. Läs därtill i Norberg, P. (2001), s. 34-37  
<sup>122</sup> Letza, S., et al (2004), s. 243 och 245, 255  
<sup>123</sup> Booth, L. (1998), s. 2-3. Observera att kommatecknet mellan *laid* och *off* i översta mening i citatet är felaktigt placerat av Laurence Booth, *inte av oss!*  
<sup>124</sup> Jensen, M. C. (2001), s. 297  
<sup>125</sup> Freeman, E. R., et al (2004), s. 366  
<sup>126</sup> Moore, G (1999), s. 122, 124  
<sup>127</sup> Letza, S., et al (2004), s. 247. Se även Smith, J. H. (2003), s. 85, 89 liksom Borglund, T. (2006), s. 54, 63; och Heath, J. (2006), s. 540

### 3.1.5 Syn på ägande

- <sup>128</sup> Letza, S., et al (2004), s. 247  
<sup>129</sup> Letza, S., et al (2004), s. 247  
<sup>130</sup> Moore, G. (1999), s. 119, 122  
<sup>131</sup> Letza, S., et al (2004), s. 243, 245, 247. Citatet kommer från s. 247.  
<sup>132</sup> Freeman, R. E., et al (2004), s. 365  
<sup>133</sup> Moore, G. (1999), s. 121  
<sup>134</sup> Letza, S., et al (2004), s. 243, 245, 247. Citatet kommer från s. 247.  
<sup>135</sup> Smith, J. H (2003), s. 86, 89  
<sup>136</sup> Borglund, T. (2006), s. 54  
<sup>137</sup> Letza, S., et al (2004), s. 243  
<sup>138</sup> Molz, R. (1995), s. 790

### 3.1.6 Styrning utifrån shareholder-perspektivet

- <sup>139</sup> Letza, S., et al (2004), s. 247  
<sup>140</sup> Isacson, T. (1998); Brealey, R. A., et al (2004), s. 14  
<sup>141</sup> Jensen, M. C. (2001), s. 297-302; Freeman, E. R., et al (2004), s. 366. Se även Inkpen, A. C. & Sundaram, A. K. (2004)  
<sup>142</sup> Letza, S., et al (2004), s. 247; fri tolkning utifrån: Moore, G. (1999), s. 124.  
<sup>143</sup> Jensen, M. C. (2001), s. 297-302. Citatet kommer från sidan 302.  
<sup>144</sup> Norberg, P. (2001), s. 30-31  
<sup>145</sup> Borglund, T. (2006), s.45, 51-52, 71

---

<sup>146</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 239-240

<sup>147</sup> Borglund, T. (2006), s.51-52, 71

<sup>148</sup> Borglund, T. (2006), s. 45, 51-52, 71

<sup>149</sup> Norberg, P. (2001), s. 31

### **3.1.6.1 Strategier relaterade till shareholding**

<sup>150</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 227-228

<sup>151</sup> Borglund, T. (2006), s. 76

<sup>152</sup> Porter, M. E. (1987), s. 43, 46; Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 13-15

<sup>153</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 165-180. Se kapitel 18: "Porterskolan".

<sup>154</sup> Porter, M. E. (1987), s. 46; Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 235-238; Borglund, T. (2006), s. 52

<sup>155</sup> Rappaport, A. (2006), s. 72

<sup>156</sup> Porter, M. E. (1987), s. 49-57

<sup>157</sup> Porter, M. E. (1987), s. 52. Samtliga citat är hämtade från s. 52. Rappaport, A. (2006), s. 69

<sup>158</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 235-238; Borglund, T. (2006), s. 52

<sup>159</sup> Kommande uppräknig bygger huvudsakligen på: Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 235-238

<sup>160</sup> De Ridder, A. (2003), s. 211

<sup>161</sup> Henriksen, E. S. & van Breda, M. F. (1992), s. 773; De Ridder, A. (2003), s. 207; Banks, E. (2004), s. 19

<sup>162</sup> Borglund, T. (2006), s. 52

<sup>163</sup> Riahi-Belkaoui, A. (1995), s. 9-14, 17 f

<sup>164</sup> Polesie, T. (1995), s. 13

<sup>165</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 235-238; Rappaport, A. (2006), s. 74

<sup>166</sup> Christensen, L. T. (2002), s.166

<sup>167</sup> Bengtsson, L. & Skärvad, P-H. (2001), s. 235-238

### **3.1.6.2 Principal-agentteorin och begreppet riskkapital**

<sup>168</sup> Se t ex: Hatch, M. J. (2002), s. 366-369; De Ridder, A. (2003), s. 209

<sup>169</sup> Artsberg, K. (2003), s. 83-86

<sup>170</sup> Letza, S., et al, (2004), s. 247-248

<sup>171</sup> Smith, J. H. (2003), s. 86

<sup>172</sup> Letza, S., et al (2004), s. 244, 246; Borglund, T. (2006), s. 45

<sup>173</sup> Moore, G. (1999), s. 119, 122. Citatet är hämtat från s. 122.

<sup>174</sup> Heath, J. (2006), s. 537; se därtill Glete, J. (1987), s. 50

<sup>175</sup> Banks, E. (2004), s. 11. Se härvid också Dicken, P. (2003), s. 14-16, vad gäller "The production chain"

<sup>176</sup> Polesie, T. (1995), s. 37

<sup>177</sup> Hatch, M. J. (2002), s. 367; Banks, E. (2004), s. 17; Letza, S., et al (2004), s. 248; Aglietta, M. & Reberieux, A. (2005), s. 33 f; Heath, J. (2006), s. 537; Johansson, D. (2006), s. 18

<sup>178</sup> Banks, E. (2004), s. 18

<sup>179</sup> Heath, J. (2006), s. 538

<sup>180</sup> Henriksen, E. S. & van Breda, M. F. (1992), s. 206-207; se även Freeman, E. R. & Phillips, R. A. (2002), s. 337

<sup>181</sup> Smith, J. H. (2003), s. 85, 89; Borglund, T. (2006), s. 45, 55

<sup>182</sup> Letza, S., et al, (2004), s. 247. Citatet är hämtat från s. 247; se även Moore, G. (1999), s. 119

<sup>183</sup> Banks, E. (2004), s. 18

<sup>184</sup> Hatch (2002), s. 366-367; Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H. (2004), s. 79-80; Letza, S., et al, (2004), s. 247;

Johansson, D. (2006), s. 18-19

<sup>185</sup> Letza, S., et al, (2004), s. 247-248

<sup>186</sup> Monnery, N. (2000), s. 163

<sup>187</sup> Achampong; F. K. & Zemedkun, W. (1995), s. 855-856

<sup>188</sup> Banks, E. (2004), s. 18

<sup>189</sup> Glete, J. (1987), s. 57

<sup>190</sup> Banks, E. (2004), s. 18-19

<sup>191</sup> Borglund, T. (2006), s. 69

<sup>192</sup> Moore, G. (1999), s. 122-123; Friedman, A. L. & Miles, S. (2002), s. 9; Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H. (2004), s. 79; Johansson, D. (2006), s. 19

<sup>193</sup> Moore, G. (1999), s. 120-122

<sup>194</sup> Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H. (2004), s. 80; Hatch (2002), s. 366-367; Borglund, T. (2006), s. 52-53

<sup>195</sup> Moore, G. (1999), s. 119

<sup>196</sup> Hatch (2002), s. 366-369

- 
- <sup>197</sup> Case, K. E., et al (1999), s. 381
- <sup>198</sup> Hendriksen, E. S. & van Breda, M. F. (1992), s. 206-208, Hatch, M. J. (2002), s. 366-367; Johansson, D. (2006), s. 18
- <sup>199</sup> Banks, E. (2004), s. 18-19
- <sup>200</sup> Case, K. E., et al (1999), s. 383. Även citatet är hämtat från s. 383; Moore, G. (1999), s. 123
- <sup>201</sup> Hatch, M. J. (2002), s. 368, Se även Malmström, Å. & Agell, A. (2001), s. 128, liksom Rappaport, A. (2006), s. 74
- <sup>202</sup> Molz, R. (1995), s. 791, Beträffande begreppet *Kaizen* (Engelska: continuous improvement), se t ex Samuelsson, L. A. (1986 & 2004), s. 37 & 256; Lantz, B. (2003), s. 332
- <sup>203</sup> Rappaport, A. (2006), s. 72
- <sup>204</sup> Hendriksen, E. S. & van Breda, M. F. (1992), s. 207-208
- <sup>205</sup> Freeman, E. R., et al (2004), s. 366
- <sup>206</sup> Hendry, J. (2001), s. 226; Citat från: Moore, G. (1999), s. 119, 121-124; se även Glete, J. (1987), s. 50
- <sup>207</sup> Hemström, C. (2002), s. 125
- <sup>208</sup> Smith, D. (2000), s. 17; Aglietta, M. & Rebérioux, A. (2005), s. 34
- <sup>209</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 39
- <sup>210</sup> Heath, J. (2006), s. 538. Även citatet är hämtat från s. 538.
- <sup>211</sup> Hemström, C. (2002), s. 126
- <sup>212</sup> Gröjer, J-E. (1997), s. 67
- <sup>213</sup> Hansson, S. (2005), s. 14
- <sup>214</sup> Gröjer, J-E. (1997), s. 67; Lantz, B. (2003), s. 100
- <sup>215</sup> Polesie, T. (1995), s. 37. Se även Hägg, I., et al (1988), s. 20, 22
- <sup>216</sup> Polesie, T. (1995), s. 37; Johansson, C. et al (1997), s. 155; Thomasson, J. (2003), s. 41 – (Se faktarutan längst ned till höger)
- <sup>217</sup> Glete, J. (1987), s. 17, 24, 48, 50, 52-53
- <sup>218</sup> Banks, E. (2004), s. 11; Johansson, D. (2006), s. 19
- <sup>219</sup> Phillips, R. (2004), s. 1; se även Glete, J. (1987), s. 49
- <sup>220</sup> Polesie, T. (1995), s. 31
- <sup>221</sup> Banks, E. (2004), s. 13
- <sup>222</sup> Molz, R. (1995), s. 790
- <sup>223</sup> Wilke, B. (2003), s. 11-13, 37, 113f
- <sup>224</sup> Wilke, B. (2003), s. 13, 116; Aktiespararnas Aktieskola (1997), s. 20-22
- <sup>225</sup> Wilke, B. (2003), s. 116
- <sup>226</sup> Sandén, W. & Wilke, B. (2000), s. 57; Wilke, B. (2003), s. 13
- <sup>227</sup> Wilke, B. (2003), s. 102
- <sup>228</sup> Sandén, W. & Wilke, B. (2000), s. 57-58
- <sup>229</sup> Andersson, L. & Svensson, U. (2001), s. 17
- <sup>230</sup> Hansson, S. (2005), s. 51
- <sup>231</sup> Sandén, W. & Wilke, B. (2000), s. 58
- <sup>232</sup> Sandén, W. & Wilke, B. (2000), s. 58
- <sup>233</sup> Andersson, L. & Svensson, U. (2001), s. 65-68
- <sup>234</sup> Sandén, W. & Wilke, B. (2000), s. 58
- <sup>235</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 41
- <sup>236</sup> Gyllenram, C-G. (2001), s. 94-99
- <sup>237</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 44; Andersson, L. & Svensson, U. (2001), s. 194
- <sup>238</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 44; Andersson, L. & Svensson, U. (2001), s. 193
- <sup>239</sup> Gyllenram, C-G. (2001), s. 104-106
- <sup>240</sup> Norberg, P. (2001), s. 39-40
- <sup>241</sup> Brodin, B., et al (2000), s. 7
- <sup>242</sup> Norberg, P. (2001), s. 39-40

### **3.3 Fonder och fondförvaltare**

- <sup>243</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 52; Norberg, P. (2001), s. 24-25
- <sup>244</sup> Wilke, B. (2003), s. 123, 128
- <sup>245</sup> Norberg, P. (2001), s. 24
- <sup>246</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 52
- <sup>247</sup> Norberg, P. (2001), s. 24
- <sup>248</sup> Se t ex: Wilke, B. & Sandén, W. (2000), s. 175-177, samt Wilke, B. (2003), s. 125-127, liksom Georgsdotter, S. (2001), s. 55-56

---

<sup>249</sup> Wilke, B. & Sandén, W. (2000), s. 177. Även citaten är hämtade från s. 177; se även Wilke, B. (2003), s. 126-127

<sup>250</sup> Burman Götz, M. (2005); se även Wilke, B. (2003), s. 123; liksom Georgsdotter, S. (2001), s. 52

<sup>251</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 52

<sup>252</sup> Wilke, B. (2003), s. 88-89, 128

<sup>253</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 53

### **3.4.1 Inledning**

<sup>254</sup> Bengtsson, M. & Laurin, O. (2000), s. 24

<sup>255</sup> Lantz, B. (2003), s. 95

<sup>256</sup> Ax, C., et al (2003), s. 627f

#### **3.4.1.1 Räntabilitetsmått**

<sup>257</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 27

<sup>258</sup> Ax, C., et al. (2003), s. 82

<sup>259</sup> Lantz, B. (2003), s. 95

<sup>260</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 101

<sup>261</sup> Lantz, B. (2003), s. 95; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 27

<sup>262</sup> Ax, C., et al (2003), s. 82; Lantz, B. (2003), s. 95-97; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 29-30, 33; Arvidson, P., et al (2006), s. 119-120, 132-133, 161

<sup>263</sup> Lantz, B. (2003), s. 107

<sup>264</sup> Ax, C., et al (2003), s. 82-83; Lantz, B. (2003), s. 107-109; Nilsson, H., et al (2003) s. 138; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 13; Arvidson, P., et al (2006), s. 101;

<sup>265</sup> Ax, C., et al (2003), s. 636

<sup>266</sup> Ax, C., et al (2003), s. 636

##### **3.4.1.1.1 Räntabilitet på eget kapital, $R_E$**

<sup>267</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 139; Ax, C., et al (2003), s. 638; Lantz, B. (2003) s. 97; Arvidson, P. et al (2006), s. 49

<sup>268</sup> Arvidsson, P., et al (2006), s. 132

##### **3.4.1.1.2 Räntabilitet på totalt kapital, $R_T$**

<sup>269</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 141f, 148; Lantz, B. (2003), s. 87; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 30; Arvidson, P., et al (2006), s. 120, 161

<sup>270</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 147; Ax, C., et al (2003) s. 643-644; Samuelson, L. A. (2004), s. 248; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 69; Arvidson, P., et al (2006), s. 124

<sup>271</sup> Ax, C., et al (2003), s. 637ff; Arvidson, P., et al (2006), s. 121f

###### **3.4.1.1.2.1 DuPont-samband**

<sup>272</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 148; Ax, C., et al (2003), s. 642f; Lantz, B. (2003), s. 99-100; Samuelson, L. A. (2004), s. 126; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 63; Arvidson, P., et al (2006), s. 124f

<sup>273</sup> Samuelson, L. A. (2004), s. 247; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 64f; Arvidson, P., et al (2006), s. 125

<sup>274</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 148-149; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 66; Arvidson, P., et al (2006), s. 126-127

<sup>275</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 65; Arvidson, P., et al (2006), s. 125

<sup>276</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 65; Arvidson, P., et al (2006), s. 125

<sup>277</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 125; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 65

<sup>278</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 63-64

###### **3.4.1.1.2.1.1 Kapitalomsättningshastighet**

<sup>279</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 148

<sup>280</sup> Lantz, B. (2003), s. 99; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 65

<sup>281</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 148; Lantz, B. (2003), s. 99

<sup>282</sup> Ax, C., et al (2003), s. 643

<sup>283</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 148

<sup>284</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 63

<sup>285</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 63

<sup>286</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 121



- 
- <sup>287</sup> Ax, C., et al (2003), s. 643  
<sup>288</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 63  
<sup>289</sup> Lantz, B. (2003), s. 99  
<sup>290</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 113  
<sup>291</sup> Ax, C., et al (2003), s. 643; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 63; Arvidson, P., et al (2006), s. 112, 122  
<sup>292</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 112  
<sup>293</sup> Ax, C., et al (2003), s. 641; Lantz, B. (2003), s. 96; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 30  
<sup>294</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 162  
<sup>295</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 144; Spens, C. (2005), s. 31

### **3.4.1.2 Kapitalstruktur**

- <sup>296</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 11

#### **3.4.1.2.1 Skuldsättningsgrad**

- <sup>297</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 144, 155; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 11, 32; Arvidson, P., et al (2006), s. 148, 151-152  
<sup>298</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 155; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 23-24; Arvidson, P., et al (2006), s. 152

#### **3.4.1.2.2 Soliditet**

- <sup>299</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 153  
<sup>300</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 14; Nilsson, H., et al (2002), s. 153; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 11; Arvidson, P., et al (2006), s. 149-150  
<sup>301</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 32; Arvidson, P., et al (2006), s. 148.  
<sup>302</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 154

#### **3.4.1.3 Hävstångssamband**

- <sup>303</sup> Ax, C., et al (2003), s. 641  
<sup>304</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 145  
<sup>305</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 35  
<sup>306</sup> Lantz, B. (2003), s. 97  
<sup>307</sup> Spens, C. (2005), s. 31  
<sup>308</sup> Spens, C. (2005), s. 31; Arvidson, P., et al (2006), s. 162, 164  
<sup>309</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 32-33  
<sup>310</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 161  
<sup>311</sup> Spens, C. (2005), s. 31  
<sup>312</sup> Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 23, 43f  
<sup>313</sup> Lantz, B. (2003), s. 100  
<sup>314</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 144f; Lantz, B. (2003), s. 100f; Samuelson, L. A. (2004), s. 42; Johansson, S-E. & Runsten, M. (2005), s. 43f; Arvidson, P., et al (2006), s. 163  
<sup>315</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 145  
<sup>316</sup> Nilsson, H., et al (2002), s. 152  
<sup>317</sup> Citatet från: Hansson, S. (2005), s. 42; Se även Georgsdotter, S. (2001), s. 14, samt Bengtsson, M. & Laurin, O. (2000), s. 29  
<sup>318</sup> Bengtsson, M. & Laurin, O. (2000), s. 29; Nilsson, H., et al (2002), s. 152-153; Arvidson, P., et al (2006), s. 177  
<sup>319</sup> Arvidson, P., et al (2006), s. 177, 179  
<sup>320</sup> Bengtsson, M. & Laurin, O. (2000), s. 29; Arvidson, P., et al (2006), s. 177-178

### **3.4.1.5 Aktierelaterade nyckeltal**

- <sup>321</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 30

#### **3.4.1.5.1 Aktiekurs/Substans per aktie**

- <sup>322</sup> Georgsdotter, S. (2001), s. 33; Hansson, S. (2005), s. 50-51; Arvidson, P., et al (2006), s. 217

#### **3.4.1.5.2 P/E-tal**

---

<sup>323</sup> Wilke, B. & Sandén, W. (2000), s. 149-150; Andersson, L. & Svensson, U. (2001), s. 66; Georgsdotter, S. (2001), s. 30; Nilsson, H., et al (2002), s. 57-58; De Ridder, A. (2003), s. 137-138; Wilke, B. (2003), s. 57-58; Hansson, S. (2005), s. 52; Arvidson, P., et al (2006), s. 216

<sup>324</sup> Andersson, L. & Svensson, U. (2001), s. 66; Georgsdotter, S. (2001), s. 30-31; De Ridder, A. (2003), s. 137-138; Hansson, S. (2005), s. 52-53, 57; Arvidson, P., et al (2006), s. 216

#### **4. 1.1 Medias beskrivning av Cevian**

<sup>325</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28); Wahlin, E. (2006-10-01)

<sup>326</sup> Aronsson, C. & Carlbom, T. (2006-10-27: c)

<sup>327</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)

<sup>328</sup> Genborg, K. (2006-09-08)

<sup>329</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)

<sup>330</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)

<sup>331</sup> Nyhetsbyrån Direkt, di.se (2006-04-03)

<sup>332</sup> Östlund, A. (2006-11-06)

#### **4.1.2.1 Debatt inom näringslivet**

<sup>333</sup> Berglund, C. (2006-10-26: b)

<sup>334</sup> Dagens Ps-redaktionen (2006-11-01)

<sup>335</sup> Berglund, C. (2006-10-26: b)

<sup>336</sup> Berglund, C. (2006-10-26: b)

<sup>337</sup> Berglund, C. (2006-10-26: b); Dagens Ps-redaktionen (2006-10-27)

<sup>338</sup> Berglund, C. (2006-11-01)

<sup>339</sup> Berglund, C. (2006-11-01)

<sup>340</sup> Sidea, E. (2006-10-27)

<sup>341</sup> Lucas, D. (2006-12-08)

<sup>342</sup> Sidea, E. (2006-10-27)

<sup>343</sup> Nachemson-Ekwall, S. (2006)

<sup>344</sup> Aronsson, C. (2006-09-14)

<sup>345</sup> Malmberg, J. (2006-10-30)

<sup>346</sup> Berglund, C. (2006-10-31)

<sup>347</sup> Lövgren, S. (2006-11-11)

<sup>348</sup> Schultz, P. (2006-10-25)

<sup>349</sup> Almroth, L. Gripenberg, P. (2006-09-20)

<sup>350</sup> Berglund, C. (2006-10-31)

<sup>351</sup> Schultz, P. (2006-10-25)

<sup>352</sup> Westholm, E. (2006-10-25: a)

<sup>353</sup> Westholm, E. (2006-10-25: b)

<sup>354</sup> Berglund, C. (2006-10-26: a)

<sup>355</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)

#### **4.1.2.2 Politisk debatt**

<sup>356</sup> Carlbom, M. & Gripenberg, P (2006-09-07); TT/Direkt (2006-09-27)

<sup>357</sup> Sjöshult, F. (2006-09-08)

<sup>358</sup> Carlbom, M. & Gripenberg, P (2006-09-07)

<sup>359</sup> Cervenka, A. & Östlund, A. (2005-12-01)

<sup>360</sup> Johansson, G. & Ludvigsson, O. (2006-09-09)

<sup>361</sup> Ohly, L. (2006-09-08)

<sup>362</sup> Aronsson, C. & Zackrisson, M. (2006-10-19)

<sup>363</sup> Pressmeddelande Första AP-fonden, (2006-09-07)

<sup>364</sup> Carlbom, M. & Gripenberg, P. (2006-09-07)

<sup>365</sup> Carlbom, M. & Gripenberg, P. (2006-09-07)

<sup>366</sup> Bill, P. (2006-09-08)

<sup>367</sup> Lindholm, S. (2005-11-21). Även citatet nedan kommer från denna artikel

<sup>368</sup> Lindholm, S. (2005-11-21)

<sup>369</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)

<sup>370</sup> Expressen.se, ledare (2006-09-09)

<sup>371</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)

<sup>372</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)

---

#### 4.1.3 Cevians företrädares syn på företaget

- <sup>373</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>374</sup> Dagens PS-redaktionen (2006-09-22)  
<sup>375</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)  
<sup>376</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>377</sup> Almroth, L. & Gripenberg, P. (2006-09-20)  
<sup>378</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)  
<sup>379</sup> Challis, P. (2006), s. 15  
<sup>380</sup> Aronsson, C. & Carlbom, T. (2006-10-27: a)  
<sup>381</sup> Almroth, L. & Gripenberg, P. (2006-09-20)  
<sup>382</sup> Wolmesjö, L. G. (2006-10-28)  
<sup>383</sup> Almroth, L. Gripenberg, P. (2006-09-20)  
<sup>384</sup> Schultz, P. (2006-10-25)  
<sup>385</sup> Dagens PS-redaktionen (2006-09-22)  
<sup>386</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>387</sup> Aronsson, C. (2006-09-14)  
<sup>388</sup> Ollevik, N-O. (2005-05-14)  
<sup>389</sup> Dagens Ps-redaktionen (2006-10-10)  
<sup>390</sup> Östlund, A. (2005-08-09); Hedlund, M. & Gripenberg, P. (2005-12-26)  
<sup>391</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>392</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)  
<sup>393</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)  
<sup>394</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>395</sup> Östlund, A. (2005-08-09)  
<sup>396</sup> Aronsson, C. (2006-09-07). Även citatet är hämtat från denna artikel.  
<sup>397</sup> Östlund, A. (2005-08-09)  
<sup>398</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)  
<sup>399</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>400</sup> Almroth, L. & Gripenberg, P. (2006-09-20)  
<sup>401</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)  
<sup>402</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)  
<sup>403</sup> Hedlund, M. & Gripenberg, P. (2005-12-26)  
<sup>404</sup> Isacson, T. (1998)  
<sup>405</sup> Hedlund, M. & Gripenberg, P. (2005-12-26)  
<sup>406</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)  
<sup>407</sup> Isacson, T. (1998)  
<sup>408</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)  
<sup>409</sup> Östlund, A. (2005-08-09)  
<sup>410</sup> Hedlund, M. & Gripenberg, P. (2005-12-26)  
<sup>411</sup> Wahlin, E. (2006-10-01)  
<sup>412</sup> Hedlund, M. & Gripenberg, P. (2005-12-26)  
<sup>413</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>414</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)  
<sup>415</sup> Munter, P. (2005-09-11)  
<sup>416</sup> Aronsson, C. (2006-09-07)  
<sup>417</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>418</sup> Östlund, A. (2005-08-09)  
<sup>419</sup> Blecher, S. & Cervenka, A. (2006-02-28)  
<sup>420</sup> Lindex årsredovisning år 2005/2006, del 1, s. 2  
<sup>421</sup> Thulin, C. (2005-12-22)  
<sup>422</sup> Lindex årsredovisning år 2004/2005, del 2: Ekonomisk redovisning, s.32  
<sup>423</sup> Lindex årsredovisning år 2005/2006, del 2: Ekonomisk redovisning, s.40  
<sup>424</sup> Lindex årsredovisning år 2003/2004, s. 4-5  
<sup>425</sup> Intrum Justitias årsredovisning år 2005, s.5  
<sup>426</sup> Svensson, K. (2006-08-31)  
<sup>427</sup> Intrum Justitias årsredovisning för år 2005, s.27  
<sup>428</sup> Intrum Justitias årsredovisning år 2005, s.65  
<sup>429</sup> Skandias årsredovisning år 2005, s.3

- 
- <sup>430</sup> Svensson, K. (2006-08-31)  
<sup>431</sup> Skandias årsredovisning för år 2004, s.58  
<sup>432</sup> Skandias årsredovisning för år 2005, s.37  
<sup>433</sup> Skandias årsredovisning år 2005, s.54  
<sup>434</sup> Metsos årsredovisning för år 2005: Financial Statements 2005, s.3  
<sup>435</sup> Almroth, L. & Gripenberg, P. (2006-09-22)  
<sup>436</sup> Östlund, A. (2006-11-06)  
<sup>437</sup> Metsos årsredovisning för år 2005: Financial Statements 2005, s.13  
<sup>438</sup> Vismas årsredovisning för år 2005: Visma, Annual Report 2005, s.9  
<sup>439</sup> Skaalmo, S. (2005-08-05)  
<sup>440</sup> Vismas årsredovisning för år 2005: Visma, Annual Report 2005, s.15  
<sup>441</sup> Aronsson, C. (2006-10-19)  
<sup>442</sup> Aronsson, C. (2006-10-19)  
<sup>443</sup> Ekonominyheter (2006-10-09)  
<sup>444</sup> Stockholm TT (2006-10-20)

#### **4.2.1.1 Räntabilitet på eget kapital, $R_E$**

- <sup>445</sup> Annual Report Visma ASA 2000, s. 5, 32

#### **4.2.1.2 DuPont-samband: Vinstmarginal och kapitalomsättningshastighet**

- <sup>446</sup> Figuren bygger på Ax, C., et al (2003), s. 644 och Arvidson, P., et al (2006), s. 124. Vi har låtit numrera i vår figur, så att läsaren lättare skall kunna se var i modellen vi befinner oss.  
<sup>447</sup> Lindex årsredovisning för år 2002/2003; Lindex årsredovisning för år 2005/2006  
<sup>448</sup> Intrum Justitias årsredovisning för år 2003; Intrum Justitias årsredovisning för år 2005  
<sup>449</sup> Metsos årsredovisning: Financial Statements 2005

#### **4.2.1.3 Genomsnittlig låneränta, $R_S$**

- <sup>450</sup> Challis, P. (2006), s. 15

#### **4.2.2.2 Substansvärde per aktie**

- <sup>451</sup> Vi har ej uträknat dessa själva, utan hämtat desamma från årsredovisningarna.

#### **4.2.2.3.1 Vinst per aktie**

- <sup>452</sup> Vi har ej uträknat dessa själva, utan hämtat desamma från årsredovisningarna. De skall vara uträknade enligt följande: Resultat efter finansiella poster /  $\sum$  Antalet aktier

#### **4.2.2.4 Aktiekursutveckling över tiden**

- <sup>453</sup> Källa: Datastream

#### **4.2.2.4 Aktiekursutveckling över tiden**

- <sup>454</sup> Källa: www.omxgroup.com

#### **4.2.2.4 Aktiekursutveckling över tiden**

- <sup>455</sup> Challis, P. (2006), s. 15

- <sup>456</sup> Challis, P. (2006), s. 15

## 7. Källförteckning

---

### ***Empiriskt material***

Intrum Justitias årsredovisning för år 2002  
Intrum Justitias årsredovisning för år 2003  
Intrum Justitias årsredovisning för år 2004  
Intrum Justitias årsredovisning för år 2005

Lindex årsredovisning för år 1998/1999  
Lindex årsredovisning för år 1999/2000  
Lindex årsredovisning för år 2000/2001  
Lindex årsredovisning för år 2001/2002  
Lindex årsredovisning för år 2002/2003, del 1: Verksamhetspresentation  
Lindex årsredovisning för år 2002/2003, del 2: Ekonomisk redovisning  
Lindex årsredovisning för år 2003/2004  
Lindex årsredovisning för år 2004/2005, del 1: Verksamhetspresentation  
Lindex årsredovisning för år 2004/2005, del 2: Ekonomisk redovisning  
Lindex årsredovisning för år 2005/2006, del 1: Verksamhetspresentation  
Lindex årsredovisning för år 2005/2006, del 2: Ekonomisk redovisning

Metsos årsredovisning för år 1999  
Metsos årsredovisning för år 2000  
Metsos årsredovisning för år 2001: Financial Statements 2001  
Metsos årsredovisning för år 2002: Bokslut år 2002  
Metsos årsredovisning för år 2003: Bokslut år 2003  
Metsos årsredovisning för år 2004: Bokslut år 2004  
Metsos årsredovisning för år 2005: Financial Statements 2005

Skandias årsredovisning för år 1999  
Skandias årsredovisning för år 2000  
Skandias årsredovisning för år 2001  
Skandias årsredovisning för år 2002  
Skandias årsredovisning för år 2003  
Skandias årsredovisning för år 2004  
Skandias årsredovisning för år 2005

Vismas årsredovisning för år 1999: Annual Report Visma ASA 1999  
Vismas årsredovisning för år 2000: Annual Report Visma ASA 2000  
Vismas årsredovisning för år 2001: Annual Report Visma ASA 2001  
Vismas årsredovisning för år 2002: Annual Report Visma ASA 2002  
Vismas årsredovisning för år 2003: Visma Annual Report 2003  
Vismas årsredovisning för år 2004: Visma, Annual Report 2004  
Vismas årsredovisning för år 2005: Visma, Annual Report 2005

### ***Böcker och tidskrifter, samt övrigt akademiskt material***

Aglietta, M. & Rebiéroux, A. (2005); *Corporate Governance Adrift – A critique of shareholder value*; The Saint-Gobain Centre for Economic Studies

Aktiespararnas Aktieskola (1997); *Läsa och tolka årsredovisningar – En handledning som*

*hjälp dig att förstå börsbolagens årsredovisningar*; 2:a upplagan, Eskilstuna: Sveriges Aktiesparares Riksförbund

**Andersson, Lennart & Svensson, Ulf (2001)**; *Aktieaffärer – praktisk handbok om hur du framgångsrikt handlar med aktier*; Upplaga 1; Uddevalla: Björn Lundén Information AB

**Artsberg, Kristina (2003)**; *Redovisningsteori –policy och –praxis*; Upplaga 1:1, Liber Ekonomi

**Ax, Christian; Johansson, Christer & Kullvén, Håkan (2003)**; *Den nya ekonomistyrningen*; Upplaga 2, Liber Ekonomi

**Ax, Christian & Bjørnenak Trond (2006)**; *Management Accounting Innovations: Origins and Diffusion*; kommande, 3:e upplagan; Bokbidrag i (eds.) Hopper, T.; Northcott, D. & Scapens, R. W.; *Issues in Management Accounting*, Prentice-Hall, Hertfordshire, U.K., s. XXX-XXX. *Distribuerad till oss av Christian Ax personligen.*

**Achampong, Francis K. & Zemedkun, Wold (1995)**; An Empirical and Ethical Analysis of Factors Motivating Managers' Merger Decisions; *Journal of Business Ethics*; 14: s. 855-865

**Arvidson, Per; Hansson, Sigurd & Lindquist, Hans (2006)**, *Företags- och räkenskapsanalys*, 10: e upplagan, Lund: Studentlitteratur

**Banks, Erik (2004)**; *Corporate Governance – Financial responsibility, Controls and Ethics*; Palgrave Macmillan

**Bannister, R. J. & Jesuthasan, Ravin, (1997)**; Theory in action – Is your company ready for Value-Based Management?; *Journal of Business Strategy*, Mars/april, s. 12-15

**Bengtsson, Lars & Skärvad, P-H. (2001)**; *Företagsstrategiska perspektiv*; Upplaga 3, Lund: Studentlitteratur

**Bergkvist, Hans & Åkesson, Johan (1998)**, *Övningar i ekonomistyrning*, Lund: Studentlitteratur

**Berry, Brian J. L.; Conkling, Edgar C. & Ray, D. Michael (1997)**; *The Global Economy in Transition*; Upplaga 2; New Jersey: Prentice-Hall, Inc.

**Blomquist, A. & Leonardz, B. (1984)**; *Årsredovisningen – En introduktion*; Upplaga 3:2, Malmö: Liber AB

**Borglund, Tommy (2006)**; *Aktieägarvärden i fokus – Internationell påverkan på intressentrelationer genom förvärv och fusion*; *Ekonomie Doktorsavhandling*, EFI – Ekonomiska forskningsinstitutet; Handelshögskolan i Stockholm.

**Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. & Marcus, Alan J. (2004)**; *Fundamentals of Corporate finance*; Upplaga 4 – International Edition, Irwin: McGraw-Hill

**Brodin, Bengt; Lundkvist, Leif; Sjöstrand, Sven-Erik & Östman, Lars (2000)**;

*Koncernchefen och ägarna*; EFI – Handelshögskolan i Stockholm; Utgivet i ett kurskompendium tillhörandes kursen: *Strategisk ekonomistyrning, D-nivå*, vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006

**Bruzelius, L. H. & Skärvad, P-H. (2004)**; *Integrerad organisationslära*; Lund: Studentlitteratur

**Case, Karl E.; Fair, Ray C.; Gärtner, Manfred & Heather, Ken (1999)**; *Economics*; Prentice Hall Europe, Prentice Hall Inc

**Christensen, Lars Thøger (2002)**; Corporate Communication: the challenge of transparency; *Corporate Communications: An International Journal*, Vol 7, Nr 3 s. 162-168

**de Geer, Hans (1986 & 2004)**; *Företagsetik*; Bokbidrag i: Samuelsson, Lars A. (red), et al (1986 & 2004); *Controllerhandboken*; Upplaga 8; Industrilitteratur AB, Teknikföretagen

**de Ridder, Adri (2003)**; *Finansiell ekonomi – om företaget och finansmarknaden*; Upplaga 2:1, Norstedts Juridik AB

**Dicken, Peter (2003)**; *Global Shift – Reshaping the global economic map in the 21st century*; Upplaga 4, London: SAGE Publications Ltd

**Eriksson, L. T. & Wiedersheim-Paul, F. (2001)**; *Att utreda, forska och rapportera*; 7: e upplagan, Malmö: Liber ekonomi

**Fera, Nick (1997)**; Using Shareholder Value to Evaluate Strategic Choices; *Management Accounting*, November, s. 47- 51

**Flak, Leif Skiftenes & Rose, Jeremy (2005)**; Stakeholder governance: Adapting stakeholder theory to e-government; *Communications of the Association for Information Systems*; Vol 16, s. 642-664

**Freeman, Edward R.; Wicks, Andrew C. & Parmar, Bidhan (2004)**; Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”; *Organization Science*, Vol. 15, Nr 3, s. 364–369, Maj–Juni

**Freeman, Edward R. & Phillips, Robert A. (2002)**; Stakeholder theory: A libertarian defense; *Business Ethics Quarterly*, Vol 12, Nr 3, s. 331-349

**Fregert, Klas & Jonung, Lars (2003)**; *Makroekonomi – Teori, Politik & Institutioner*; Lund: Studentlitteratur

**Friedman, Andrew L. & Miles, Samantha (2002)**; Developing stakeholder theory; *Journal of Management Studies*, 39:1, Januari år 2002, s. 1-21

**Georgsdotter, Siv (2001)**, *Spara i aktier och fonder*, Bilda förlag

**Glete, Jan (1987)**; *Ägande och industriell omvandling*; EHF – Institutet för Ekonomisk-Historisk Forskning vid Handelshögskolan i Stockholm, SNS Förlag

- Gröjer, Jan-Erik (1997);** *Grundläggande redovisningsteori*; 4:e upplagan, Lund: Studentlitteratur
- Gyllenram, Carl-Gustav (2001);** *Aktiemarknadens psykologi – eller vad styr upp- och nedgångarna på börsen?*, Upplaga 2; Stockholm: Bokförlaget Prisma
- Hansson, Sigurd (2005);** *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*; Upplaga 10, Lund: Studentlitteratur
- Hatch, Mary Jo (2002);** *Organisationsteori – Moderna, symboliska och postmoderna perspektiv*; Ny svensk utgåva, Lund: Studentlitteratur
- Heath, Joseph (2006);** Business ethics without stakeholders; *Business Ethics Quarterly*, Vol 16, Nr 4, s. 533-557
- Hemström, Carl (2002);** *Bolagens rättsliga ställning – Om enkla bolag, handelsbolag, kommanditbolag och aktiebolag*; Upplaga 5, Norstedts juridik
- Hendriksen, Eldon S. & van Breda, Michael F. (1992);** *Accounting theory*; Fifth edition, Boston: Irwin Homewood
- Hendry, John (2001);** Economic contracts versus social relationships as a foundation for normative stakeholder theory; *Business Ethics: A European Review*; Vol 10 Nr 3, juli, 2001, s. 223-232
- Holmlund, Bertil (2004);** Bokbidraget: *Svensk arbetsmarknad*; i Södersten, Bo & Söderström, Hans Tson (red.) (2004); *Marknad och Politik*; Upplaga 6; SNS Förlag
- Hägg, Ingemund. (red); et al (1988);** *Stockholms fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling*; Upplaga 1, SNS Förlag
- Illia, Laura & Lurati, Francesco (2006);** Stakeholder Perspectives on Organizational Identity: Searching for a Relationship Approach; *Corporate Reputation Review*; Vol 8, Nr 4, s. 293-304, Palgrave Macmillan Ltd
- Inkpen, Andrew C. & Sundaram, Anant K. (2004);** Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”: A Reply; *Organization Science*, Vol 15, Nr 3, s. 370–371. Maj–Juni, 2004
- Jensen, M. C. (2001);** Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function; *European Financial Management*, Vol 7, Nr 3, s. 297-317
- Johansson, Christer; Johansson, Rolf & Pautsch, Gunvor (1997);** *Redovisning och beskattning*; Upplaga 3 (2000), Bonnier Utbildning
- Johansson, Daniel (2006);** *Account in Corporate Governance – A study of Content, Context and Use of Information to Boards of Directors*; *Ekonomie Doktorsavhandling*, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
- Johansson, Sven-Erik & Runsten, Mikael (2005);** *Företagets lönsamhet, finansiering och*



- tillväxt – Mål, samband och mätmetoder*; Upplaga 3; Lund: Studentlitteratur
- Jönsson, Sten (1981)**; Decentraliseringen och den ekonomiska uppföljningen i företaget; *Management Press*, s. 38-49
- Krantz, Olle (2002)**; Bokbidraget: *Svensk ekonomi under 1900-talet: en omvälvande historia*; i Andersson-Skog, Lena & Krantz, Olle (red.) (2002); *Omvandlingens sekel – Perspektiv på ekonomi och samhälle i 1900-talets Sverige*; Lund: Studentlitteratur
- Lantz, Björn (2003)**; *Operativ verksamhetsstyrning*; Lund: Studentlitteratur
- Lee, T. A. & Tweedie D. P. (1990)**; *Shareholder use and understanding of financial information*; New York & London: Garland Publishing, Inc
- Letza, Steve; Sun, Xiuping & Kirkbride, James (2004)**; Shareholding Versus Stakeholding: a critical review of corporate governance; *Corporate Governance*; Vol 12, Nr 3, Juli, s. 242-262
- Ljungberg, Anders & Larsson, Everth (2001)**; *Processbaserad verksamhetsutveckling*; Lund: Studentlitteratur
- Malmström, Åke & Agell Anders (2001)**; *Civilrätt*; upplaga 17:2, Malmö: Liber Ekonomi AB
- Matten, D. & Crane, A. (2005)**; What is stakeholder democracy? – Perspectives and issues; *Business Ethics: A European Review*; Vol 14, Nr 1 Januari 2005, s. 6-13; Blackwell Publishing Ltd. 2005
- Molz, Rick (1995)**; "The Theory of Pluralism in Corporate Governance": A Conceptual Framework and Empirical Test; *Journal of Business Ethics*; 14: 789-804, Kluwer Academic Publishers.
- Monnery, Neil (2000)**; *Att styra med aktieägarvärde*; Bokbidrag i: *Modern finansiell ekonomi*; SNS Förlag; Utgivet i ett kurskompendium tillhörandes kursen: *Strategisk ekonomistyrning, D-nivå*, vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006
- Nilsson, Henrik; Isaksson, Anders & Martikainen, Teppo (2002)**, *Företagsvärdering med fundamental analys*, Lund: Studentlitteratur
- Moore, Geoff (1999)**; Tinged shareholder theory or what's so special about stakeholders?; *Business Ethics: A European Review*; Vol 8, Nr 2, April 1999, s. 117-127
- Norberg, Peter (2001)**; *Finansmarknadens amoralitet och det kalvinska kyrkorummet – en studie i ekonomisk mentalitet och etik*; Doktorsavhandling, Ekonomiska Forskningsinstitutet (EFI) vid Handelshögskolan i Stockholm
- Nordlund, Sven (2002)**; Bokbidraget: *Sverige – emigrationslandet som blev invandringsland*; i Andersson-Skog, Lena & Krantz, Olle (red.) (2002); *Omvandlingens sekel – Perspektiv på ekonomi och samhälle i 1900-talets Sverige*; Lund: Studentlitteratur

- Normann, Rickard (2001);** När kartan förändrar affärslandskapet; Upplaga 1:2; Liber Ekonomi
- Peterson, Olof (2001);** *Svensk politik*; Upplaga 5, Norstedts Juridik
- Pettersson, Thomas (2002);** Bokbidraget: "I den svenska modellens skugga – välfärdsutveckling i internationellt perspektiv efter 1930"; i Andersson-Skog, Lena & Krantz, Olle (red.) (2002); "Omvandlingens sekel – Perspektiv på ekonomi och samhälle i 1900-talets Sverige"; Lund: Studentlitteratur
- Phillips, Robert (2004);** Ethics and a manager's obligations under stakeholder theory; *Ivey Business Journal*, Mars/April 2004, s. 1-4
- Polesie, Thomas (1995);** *Drift & Finans*; Upplaga 1:1, Liber-Hermods AB
- Porter, Michael E. (1987);** From competitive advantage to corporate strategy; *Harvard Business Review*, Maj-Juni, s. 43-59
- Porter, Michael E. (1996);** What is strategy?; *Harvard Business Review*, November-December, s. 61-78
- Rappaport, Alfred (2006);** Ten Ways to Create Shareholder Value; *Harvard Business Review*, September 2006
- Riahi-Belkaoui, Ahmed (1995);** *The linguistic shaping of accounting*; London: Quorum Books
- Sandén, Weje & Wilke, Björn (2000);** *Så gör du bättre aktieaffärer över Internet*; AB Bokförlaget Lilla e, i samarbete med SEB e-banking
- Schön, Lennart (2004);** Bokbidraget: *Tillväxt och omvandling i svensk ekonomi*; i Södersten, Bo & Söderström, Hans Tson (red.) (2004); *Marknad och Politik*; Upplaga 6; SNS Förlag
- Slater, Stanley F. & Olson, Eric M. (1996);** A Value-Based Management System; *Business Horizons*, September-Oktober, s. 48-52
- Smith, Dag (2000);** *Redovisningens språk*; Upplaga 2, Lund: Studentlitteratur
- Smith, Jeff H. (2003);** The Shareholders vs. Stakeholders Debate; *MIT Sloan Management Review*, Sommaren 2003, s. 85-90
- Smith, Jeffery. (2005);** "Fairness, Communication and Engagement: New developments in stakeholder theory; *Business Ethics Quarterly*, Vol 15, Nr 4, s. 711-721
- Thomasson, Jan; Arvidson; Per; Lindquist; Larson, Olav & Rohlin, Lennart (2003);** *Den nya affärsredovisningen*; Upplaga 14:1; Liber Ekonomi
- Thorell, Per (2003);** *Företagens redovisning – Grundläggande räkenskapsförståelse*, Upplaga 4, Iustus förlag

**Wilke, Björn (2003);** *Aktiehandboken – Lär dig spara i aktier*; Upplaga 2; Kristianstad: Aktiespararna Kunskap

### **Tidigare kandidat- och magisteruppsatser**

**Bengtsson, Mathias. & Laurin, Ola. (2000);** *Arkivator – Att värdera ett tillväxtföretag*; Bokförlaget BAS

**Norén, Henrik & Norén, Ulrik (2006);** *Föreligger diskrepanser mellan förvaltningsberättelsernas och VD-ordens förmedlade och förklarade innehåll ur en ekonomisk synvinkel? – En fallstudie om Telia/TeliaSonera*; Kandidatuppsats vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

**Spens, Christina (2005);** *Vattenfallet – Hur en utförsäljning av det kommunala energibolaget påverkar bolaget, kommunen och dess invånare*; Bokförlaget BAS

### **Offentliga källor**

**Aktiebolagslag (1975:1385)**

**Aktiebolagslag (2005:551) – “Den ‘nya’ aktiebolagslagen”**

**Förmånsrättslagen (1970:979)**

**Lag (2005:552) om införande av aktiebolagslagen (2005:551)**

**Årsredovisningslag (1995:1554)**

### **Tidningsartiklar**

**Almroth, Lilian & Gripenberg, Pia (2006-09-20);** *Europa står i tur för Cevian*; <http://www.dn.se>

**Almroth, Lilian & Gripenberg, Pia (2006-09-22);** *Allt de rör vid blir till guld*; [www.dn.se](http://www.dn.se)

**Aronson, Cecilia (2006-09-07);** *Börsstyrelserna borde gå i finansskola*; <http://ekonominyheterna.se>

**Aronson, Cecilia (2006-09-14);** *Christer Gardell har rätt*; <http://ekonominyheterna.se>

**Aronson, Cecilia (2006-10-19);** *Nu är han näst störst i Volvo*; [www.ekonominyheterna.se](http://www.ekonominyheterna.se)

**Aronsson, Cecilia & Carlbom, Torbjörn (2006-10-27: a);** *Gardells hemliga nätverk*; <http://ekonominyheterna.se>

**Aronsson, Cecilia & Carlbom, Torbjörn (2006-10-27: b);** *Miljardflocken bakom räderna*; <http://ekonominyheterna.se>

**Aronsson, Cecilia & Carlbom, Torbjörn (2006-10-27: c);** *Så attackerar de bolagen*; <http://ekonominyheterna.se>

**Aronsson, Cecilia & Zackrisson, Mikael (2006-10-19);** *Maud stöder AP-fondernas skatteplanering*; <http://ekonominyheterna.se>

- Berglund, Christer (2006-10-26: a);** ”Bennet är världsbäst”; <http://ekonominyheterna.se>
- Berglund, Christer (2006-10-26: b);** *Storbråk i Teliasonera*; <http://ekonominyheterna.se>
- Berglund, Christer (2006-10-31);** ”Det är en sjukdom som måste åtgärdas”; <http://ekonominyheterna.se>
- Berglund, Christer (2006-11-01);** *Bennet får stöd av tunga industrimän*; <http://ekonominyheterna.se>
- Blecher, Simon & Cervenka, Andreas (2006-02-28);** *Yrke: Företagspirat*; [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se)
- Burman Götz, Mika (2005);** *Fondskola, del 1: Hitta din risknivå; Stock Magazine, Nr 6*
- Carlbon, Mats & Gripenberg, Pia (2006-09-07);** *Oro för att aktieköpet ska skada Volvo-andan*; [www.dn.se](http://www.dn.se)
- Cervenka, Andreas & Östlund, Annelie (2005-12-01);** *Lista – så rika är riskkapitalisterna*; [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se)
- Challis, Peter (TT) (2006-12-28);** *Ett starkt börsår – Uppgången på Stockholmsbörsen håller i sig - för fjärde året; Borås Tidning, s. 15*
- Dagens Industri (2003-06-03);** *Kapitalströmmar till börsen*; Utgivet i ett kurskompendium tillhörandes kursen: *Strategisk ekonomistyrning, D-nivå*, vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006
- Dagens Ps-redaktion (2006-09-22);** *Den ”okände” grundaren av Cevian Capital träder fram*; [www.dagensps.se](http://www.dagensps.se)
- Dagens Ps-redaktionen (2006-10-10);** *Aktiespararnas attack: Gardell är en företagspirat*; [www.dagensps.se](http://www.dagensps.se)
- Dagens Ps-redaktionen (2006-10-27);** *Bennet och Gardell i storbråk: ”Vad är det för jävla trams?”*; [www.dagensps.se](http://www.dagensps.se)
- Dagens Ps-redaktionen (2006-11-01);** *Bennet får medhåll – snabba klipp ratas*; [www.dagensps.se](http://www.dagensps.se)
- Direkt, di.se (2003-12-02);** *Gardell på väg in i Lindex styrelse*; [www.di.se](http://www.di.se)
- Ekonominyheterna (2006-10-09);** *Han blir storägare i Teliasonera*; [www.ekonominyheterna.se](http://www.ekonominyheterna.se)
- Expressen.se (2006-09-09);** *Ledare: Fondsocialismens återkomst*; [www.expressen.se](http://www.expressen.se)
- Genborg, Kenny (2006-09-08);** *Gardell – en räv i hönsgården*; [www.gp.se](http://www.gp.se)

**Gripenberg, Pia (2004-12-07);** *Christer Gardell ny ordförande i Lindex*, [www.dn.se](http://www.dn.se)

**Hedlund, Monica & Gripenberg, Pia (2005-12-26);** *Klassresenären*; [www.dagensnyheter.se](http://www.dagensnyheter.se)

**Herin, Pontus (2006-09-14);** *Östros tar AP-fonderna i örat*; <http://ekonominyheterna.se>

**Isacson, Torbjörn (1998);** *Inga snabba klipp i Custos*; Dagens Industri; Utgivet i ett kurskompendium tillhörandes kursen: *Strategisk ekonomistyrning, D-nivå*, vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006

**Lindholm, Sten (2005-11-21);** *Sverige behöver en lex Gardell*; [www.di.se](http://www.di.se)

**Lucas, Dan (2006-12-08);** *Bennet utanför Telias nya styre*; [www.dn.se](http://www.dn.se)

**Lövgren, Stephan (2006-11-11);** *Olsson skeptisk till "turisten" Gardell*; [www.gp.se](http://www.gp.se)

**Malmberg, Jonas (2006-10-30);** *Storch: Bennet bör avgå*; <http://ekonominyheterna.se>

**Munter, Paivi (2005-09-11);** *Christer Gardell at Cevian Capital*; [www.ft.com](http://www.ft.com)

**Nachemson-Ekwall, Sophie (2006);** *Marginalen inte allt för Volvos vd*; artikel från di.se. Utgivet i ett kurskompendium tillhörandes kursen: *Strategisk ekonomistyrning, D-nivå*, vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006

**Nachemson-Ekwall, Sophie (2006-06-20);** *Gardell cashar in i Skandia*; [www.di.se](http://www.di.se)

**Nyhetsbyrån Direkt (2006-04-03);** *Gardell minskar ytterligare i Lindex*; [www.di.se](http://www.di.se)

**Ollevik; Nils-Olof (2005-05-14);** *Gardell har bara börjat*; [www.svd.se](http://www.svd.se)

**Schultz, Pontus (2006-10-25);** *Bennet blottar sprickan i svenskt näringsliv*; <http://ekonominyheterna.se>

**Sidea, Emanuel (2006-10-27);** *Qviberg: Bennet bör avgå*; <http://ekonominyheterna.se>

**Sjöshult, Fredrik (2006-09-08);** *Persson vill använda AP-fonderna*; <http://di.se>

**Skaalmo, Siri (2005-08-05);** *Finanshaier inn i Visma*; [www.dn.no](http://www.dn.no)

**Stockholm TT (2006-10-20);** *Gardell på plats i Teliasonera*; [www.ekonominyheterna.se](http://www.ekonominyheterna.se)

**Svensson, Karin (2006-08-31);** *En karriär kantad av klipp*; [www.di.se](http://www.di.se)

**Tapper, Gustaf (2006-07-04);** *Gardell räknar på sitt nästa Skandia*; [www.di.se](http://www.di.se)

**Thulin, Carl (2005-12-22);** *Gardell cashar in i Lindex*; [www.di.se](http://www.di.se)

**TT/Direkt (2006-09-27);** *Persson vill ha statlig kontroll av Volvo*; <http://ekonominyheterna.se>,

Wahlin, Erik (2006-10-01); *Han dukar upp för småspararna*; [www.e24.se](http://www.e24.se)

Westholm, Emilie (2006-10-25: a); *Hon vill stoppa Gardell*; [www.realtid.se](http://www.realtid.se)

Westholm, Emilie (2006-10-25: b); *Sven Hagströmer försvarar Gardell*; [www.realtid.se](http://www.realtid.se)

Wolmesjö, Lars Gunnar (2006-10-28); *"Vi håller tätt tills vi köpt klart"*; [www.gp.se](http://www.gp.se)

Östlund, Annelie (2006-11-06); *"Vi är inte på väg ut ur Metso"*; [www.affarsvarlden.se](http://www.affarsvarlden.se)

Östlund, Annelie (2005-08-09); *Nyfiken på Christer Gardell*; [www.realtid.se](http://www.realtid.se),

### **Övrigt material**

Bill, Per (2006-09-08); *Dåligt klimat för långsiktiga kapitalister*; [www.moderat.se](http://www.moderat.se)

Booth, Laurence (1998); *What Drives Shareholder Value?*; Rotman School of management, University of Toronto, Canada: Presented at the Federated Press "Creating Shareholder Value" conference; 28:e oktober, 1998

Första AP-fonden (2006-09-07); Första AP-fondens investering i Cevian, [www.ap1.se](http://www.ap1.se); pressmeddelande

Johansson, Göran & Ludvigsson, Olle (2006-09-09); *Slå vakt om ett av Sveriges viktigaste företag*; [www.socialdemokraterna.se](http://www.socialdemokraterna.se)

Ohly, Lars (2006-09-08); *Pensionsfonderna måste ta ansvar*, [www.vansterpartiet.se](http://www.vansterpartiet.se)

Okänd; *Wall Street*, <http://gekko.info.se>, åtkommen 2006-11-17.

Svenska Akademin, SAOL (1998); *Svenska Akademinns ordlista över svenska språket*; Upplaga 12; Norstedts Ordbok

### **Av oss oanvända källor som vi dock hänvisat vidare till**

Rider, Christine (1999); *En introduction till Ekonomisk historia – Kapitalismens bakgrund och utveckling i främst Västeuropa, USA och Japan*; Upplaga 1:2, Liber Ekonomi

O'Brien, Patricia (2000); *Därför är resultatet ett bättre prognosinstrument än kassaflödet*; Bokbidrag i: *Modern finansiell ekonomi*, SNS Förlag: Utgivet i ett kurskompendium tillhörandes kursen: *Strategisk ekonomistyrning, D-nivå*, vid Handelshögskolan vid Göteborgs universitet, HT 2006

FAR (2004); *FARs samlingsvolym 2004 - del 1*, Stockholm: FAR förlag AB