

**En jämförelse mellan Private Equity-process bolag och traditionella bolag**

*-Vilken bolagsrationalitet har bäst överlevnadsförmåga på lång sikt?*

**Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet**  
**Kandidatuppsats i Ekonomistyrning**  
Vårterminen 2017

*Författare*  
*Isabelle Häggqvist & Sanna Ohde*

*Handledare*  
*Johan Åkesson*



UNIVERSITY OF GOTHENBURG  
SCHOOL OF BUSINESS, ECONOMICS AND LAW



GÖTEBORGS  
UNIVERSITET

## ***Förord***

Inledningsvis vill vi rikta ett stort tack till vår handledare Johan Åkesson som kommit med värdefulla åsikter och sett till att vi hållit oss på rätt spår under uppsatsens gång.

Vi skulle också vilja tacka våra opponenter för värdefull kritik och råd.

Sist men inte minst vill författarna tacka varandra för en lärorik och rolig tid under uppsatsskrivandet.

***Göteborg, 2017-05-29***

---

***Isabelle Häggqvist***

***Sanna Ohde***

# Sammanfattning

**Uppsatsens titel:** En jämförelse mellan Private Equity-processade bolag och traditionella bolag  
*- Vilken bolagsrationalitet har bäst överlevnadsförmåga på lång sikt?*

**Ämne/kurs:** Företagsekonomi, kandidatuppsats, inriktning ekonomistyrning

**Författare:** Isabelle Häggqvist & Sanna Ohde

**Handledare:** Johan Åkesson

**Nyckelord:** Lönsamhet, räntabilitet på eget kapital, räntabilitet på sysselsatt kapital, hävstång, Private Equity, bolagsrationalitet, kapitalstruktur.

**Syfte:** Denna studie har som syfte att undersöka vilken bolagsrationalitet som är mest lönsam på lång sikt. Det vill säga vilken bolagsrationalitet som har bäst överlevnadsförmåga.

**Metod:** Studien genomförs ur en kvantitativ metod med en longitudinell design. Nyckeltal som undersökts har hämtats ur årsredovisningar från databasen Business Retriever, vilka har legat till grund för graferna.

## **Empiri &**

**slutsats:** Studien visar att Private Equity-processade bolag har en sämre överlevnad på lång sikt än vad traditionella bolag har. Studien synliggör dock att de traditionella bolagen har en sämre utveckling av räntabilitet på sysselsatt. Vidare skiljer sig kapitalstrukturen åt inom bolagsrationaliteterna och hur lönsamhet skapas. PE-processade bolag har en betoning på finansiell rationalitet och använder sig av en hävstångseffekt, vilket betyder högre finansiell risk för att få en bättre avkastning. Detta leder till ett negativt utfall på lång sikt. Det är mer lönsamt att ha betoning på rörelsen, som de traditionella bolagen har. Slutsatsen blir att PE-strategin i de processade bolagen försvinner med tiden, vilket betyder att PE inte har en bestående effekt.

# Abstract

**Title:** A comparative study between Private Equity-processed companies and traditional companies - *Which rationality has the best chance of survival in the long term?*

**Subject/Course:** Business Administration, focusing on Financial Control

**Authors:** Isabelle Häggqvist & Sanna Ohde

**Tutor:** Johan Åkesson

**Keywords:** Profitability, return on equity, return on capital employed, leverage, Private Equity, capital structure

**Purpose:** The study aims to find out which corporate rationality that is the most profitable in the long run. That means, which of the two corporate rationalities have the best survival ability.

**Method:** The study is conducted in a quantitative method with a longitudinal design. The chosen ratios are from annual reports and taken from the database Business Retriever. These ratios are the basis for the graphs.

**Conclusion:** The study shows that Private Equity-processed companies in the long run have worse development on return on equity than traditional companies. Furthermore the study points out that traditional companies have a lower development on return on capital employed. Moreover, the capital structure differs within the corporate rationality and how profitability is created. PE-processed companies have an emphasis on financial rationality and use leverage more than traditional companies. This leads to a negative outcome in the long run. It is more profitable to have an emphasis on the operation in the company, as the traditional companies have. In conclusion the PE-strategy in the PE-processed companies disappears after a while, which means that PE does not have a forever lasting effect.

## Ordlista

**Räntabilitet på eget kapital( $R_E$ ):** Ägarnas avkastning på de kapital de har satsat i bolaget. Detta mått visar bolagets överlevnad på lång sikt.

**Räntabilitet på sysselsatt kapital( $R_{syss}$ ):** Företagets lönsamhet till lånat och eget kapital. Räntabilitet på sysselsatt kapital visar styrkan i rörelsen.

**Sysselsatt kapital:** Nämnaren när Räntabilitet på sysselsatt kapital beräknas. Sysselsatt kapital är totala tillgångar minus räntefria skulder.

**Totalt kapital:** Anläggningstillgångar och omsättningstillgångar

**Räntefria skulder:** Skuld till ägarna, leverantörsskulder, skatteskulder, momsskulder

**Hävstångsformeln:** Visar sambandet mellan räntabilitet på eget kapital, räntabilitet på sysselsatt kapital, räntenivå på lånen och skuldsättningsgraden. Hävstångsformeln beräknas genom  $R_E = R_{syss} + (R_{syss} - \text{Räntenivå på lånen } (R_d)) * \text{Lån/Eget kapital}$

**Sjösätts:** När ett bolag börsintroduceras.

**Överlevnad:** Innebär att företag har ett större syfte än att endast maximera vinsten. De ska överleva på lång sikt och betala löner och sysselsätta människor. För att ett företag ska överleva krävs en hög räntabilitet på eget kapital.

## Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	<b>2</b>
<i>1.1 Bakgrund</i>	2
<i>1.2 Traditionellt företagande med betoning på familjeägda bolags synsätt</i>	5
<i>1.3 Private Equity-uppköpta bolags synsätt på företagande</i>	5
<i>1.4 Tillvägagångssätt PE</i>	6
<i>1.5 Kapitalstruktur i företag</i>	7
<i>1.6 Problemdiskussion &amp; Problemformulering</i>	8
<i>1.7 Frågeställningar</i>	9
<i>1.8 Syfte</i>	10
<i>1.9 Avgränsningar</i>	10
<i>1.10 Disposition</i>	10
<b>2.0 Metod</b>	<b>11</b>
<i>2.1 Urval</i>	12
<i>2.2 Bearbetning &amp; analysmetod</i>	12
<i>2.3 Validitet</i>	13
<i>2.4 Bortfall</i>	13
<i>2.5 Redovisning</i>	14
<b>3.0 Teoretisk referensram</b>	<b>14</b>
<i>3.1 Corporate Governance</i>	15
<i>3.2 Stakeholder theory</i>	16
<i>3.3 Principal agent</i>	16
<i>3.4 Value Maximizing</i>	17
<i>3.5 Trade-Off teorin</i>	17
<i>3.6 Tidigare forskning</i>	18
<i>3.7 Definitioner</i>	18
3.7.1 Lönsamhet	18
<b>4.0 Empiri</b>	<b>19</b>
<i>4.1 Frågeställning I</i>	19
4.1.2 Diagram 2	21
<i>4.2 Frågeställning II</i>	22
<i>4.3 Frågeställning III</i>	23
<i>4.4 Sammanfattning empirin</i>	24
<b>5. Analys</b>	<b>25</b>
<b>6.0 Slutsats</b>	<b>29</b>
<i>6.1 Slutsats</i>	29
<i>6.2 Erfarenheter och svårigheter</i>	30
<i>6.3 Fortsatta studier</i>	31

## 1. Inledning

*I uppsatsens inledande kapitel presenteras först en bakgrund följt av en förklaring kring de bolagsrationaliteterna som kommer att undersökas. Problemdiskussion, syfte och frågeställningar klargörs sedan för att avsluta med avgränsningar och en disposition kring arbetets utformning.*

### 1.1 Bakgrund

Företag kan se olika ut beroende på var fokus läggs i verksamheten. Vissa förknippar företag med stora verksamheter såsom Volvo och andra föreställer sig företag som en kvartersrestaurang. En sak har företag dock gemensamt, att de existerar för att uppfylla mål. På grund av olika uppfattningar och synsätt skiljer de sig dock åt. Dessutom är detta beroende på val av strategi och vilken bolagsrationalitet företaget har sin betoning på (Ax, Johansson, Kullvén 2009, 17-23).

Oavsett vilken bolagsrationalitet så har varje företag en bolagsstyrning, "Corporate governance". Alla företag styrs på något sätt. Det traditionella synsättet inom ett företag är att strategin är utformad för att leva upp till de krav som är nödvändiga för att överleva i en marknadsekonomi (Johansson och Runsten 2005, 11,13). Målet är att företaget ska fortleva, därmed är kortsiktiga vinster inte att föredra. Inom bolagsstyrningen för det traditionella företagandet finns det knappt någon skillnad mellan ledning och ägare, då de båda är djupt engagerade i rörelsen. Med betoning på den här rörelsen har det traditionella företagandet strävat efter ett oberoende av finansiella institut, därmed har risken minskats (Brodin 2000, 13-14)

Det finns några centrala teorier och modeller som ligger till grund för en stor del av utvecklingen inom företag. Många företag har sina rötter här i. Företag som tar hänsyn till relation och omgivning har ett mer öppet synsätt. Bolag med en sådan inställning kan ha sina rötter ur Stakeholder-teorin, som menar på att företags mål är att tillgodose intressenternas krav och eftersträvar långsiktiga mål. Denna teori kan kännetecknas inom de traditionella bolagen. Här läggs betoning på långsiktig överlevnad och rörelserationalitet (Ax, Johansson, Kullvén 2009, 25).

På senare tid har ett nytt fokus växt fram inom företagande. Det nya fokuset skiljer sig från de traditionella då fokus flyttats från rörelsen till att istället fokusera på att maximera vinsten, vilket

riskkapitalister gör när de förvärvar bolag (Brodin 2000, 11-13). Riskkapitalister, med andra ord PE-fonder förvärvar bolag och genomför en omstrukturering i bolaget. Detta med syfte att öka lönsamheten, för att sedan sälja till ett dyrare pris. Exempel på omstrukturering som PE-fonder utför i de uppköpta bolagen är att de byter ut ledningen. Enligt PE-fonder ligger ofta problemet inom bolaget, i ledningen. Problemet kan innebära att de inte maximerar sin vinst eller utnyttjar den finansiella hävstången (Hale 2007, 134).

Bolagsstyrning skiljer sig åt mellan bolag som genomgår en Private Equity-process och traditionella bolag. De traditionella bolagen har en mer stabil och långsiktig bolagsstyrning (Brodin 2000, 13-14). När ett bolag befinner sig under en PE-process har ofta ledning och ägare, som är PE-fonden åtskilda mål. Därmed utför PE-fonden en omstrukturering inom bolagsstyrningen för att få ledningens mål att sammanfalla med sina egna (Baker, Filbeck & Kiyamaz 2015, 181-185). Det här kan kännetecknas inom Principal Agent-teorin, som beskriver förhållandet mellan ägare och ledning och deras separata mål hur ägarna agerar efter egna intressen som oftast är nyttomaximerande, istället för att se till företagets bästa (Mallin 2010, 14-16).

När de PE-processade bolagen sedan sjösätts släpps de ur PE-fonders kontroll och får nya ägare, aktieägare. Därmed förändras bolagsstyrningen. Det medför en risk att Principal Agent kan uppstå då ägarna och ledningen inte vill samma saker. Ofta besitter ledningen mer information om bolaget än ägarna och om ägarna och ledningen strävar efter olika mål kan problem uppstå. Därmed kan Principal Agent-teorin kännetecknas i de PE-processade bolagen (Hale 2007, 134-136).

De två bolagsrationaliteterna är alltså bolag som blivit uppköpta av Private Equity-fonder ("PE") och som sedan släppts ur PE-fonders kontroll och börsintroducerats, samt traditionella bolag med familjeägda företags synsätt. De skilda åsikterna visar hur företag går tillväga för att uppnå lönsamhet, stabilitet och överlevnad (Brodin et al. 2000, 6). Vilken rationalitet har högst överlevnadsförmåga på lång sikt? Lämnar PE-fonder så pass djupa spår i de PE-processade bolagen så att de inte kommer kunna överleva på lång sikt? Med andra ord kommer bolag som genomgått en PE-process och sedan sjösätts på börsen med en bolagsstyrning som fokuserat kortsiktigt att kunna överleva på lång sikt?

Följande citat är två olika synsätt på företagande ur vardera bolagsrationalitet:



Traditionellt synsätt: "[..]Det räknas för mycket i avgränsade finansiella hänseenden. Alltför få tar ansvar för långsiktigt hållbara strukturer." (Brodin et al. 2000, 5).

Private-Equity-synsätt: "Private Equity-ägda bolag växer i snitt snabbare än företag av motsvarande storlek på börsen och hela 9 av 10 Private Equity-ägda bolag har ett positivt helhetsintryck av sina ägare", (Swedish Private Equity & Venture Capital Association [SVCA] 2017).

Enligt citaten ovan om skilda synsätt på företagande kan det konstateras att olika arbetssätt mellan de två bolagsrationaliteterna existerar. PE-processade bolag, såsom KappAhl har som strategi att lägga fokus på den finansiella ställningen. Detta innebär att KappAhl tar en hög risk, med höga räntekostnader i samband med den höga skuldsättningsgrad företaget anammar. Mycket fokus läggs på finansiell rationalitet, (KappAhl 2015), (Brodin 2000, 13-14). VD:n för KappAhl har varit tillförordnad sedan december 2015, då den förra fick avgå med bakgrund till att styrelsen inte var nöjd, (SVD 2015). H&M å andra sidan, som kan förknippas med ett familjeföretag har som inriktning att växa stabilt på lång sikt, vilket betyder att de fokuserar på rörelserationalitet. Det innebär allt från investeringar i de anställdas kompetens, god relation till leverantörer och till kunder, (Brodin, B. 2000, 13-14). H&M:s VD har varit densamma sedan 8 år tillbaka, (H&M 2017).

<b>Familjeägda bolags synsätt</b>	<b>PE-uppköpta bolags synsätt</b>
<i>Med inriktning på familjeföretag</i>	
Vanligt med familjemedlemmar i ledningen.	PE är i grunden en fond
Diffus skillnad mellan ledning och ägare.	PE-fonder utför förvärv av bolag
Ägare och ledning engagerade i rörelsen.	Använder sig av finansiella lån
Ej kortsiktiga vinster	Gör sig av med den gamla ledningen i bolaget och tillsätter en helt ny.
Företagstänk är långsiktigt	Fokuserar på att maximera aktieägarnas avkastning,
Samma VD-position 15-20 år	Hög räntabilitet på eget kapital
Vilja att känna ett oberoende till finansiella institut	Fokus på målen under en period på 5-7 år.
Hög soliditet	Låg soliditet
Återinvesterar i företaget	Hög skuldsättningsgrad
Fokuserar på många mål	Fokuserar på ett mål i taget

## **1.2 Traditionellt företagande med betoning på familjeägda bolags synsätt**

Familjeföretagandet är den bolagsrationalitet som har varit rådande i Sverige och som än dominerar, (Brundin et al. 2012, 7). Egenskaper som är utstickande för familjeföretag är att det knappt finns någon skillnad mellan ledning och ägare. Ägaren och ledningen är vanligtvis höggradigt engagerade i rörelsen och rörelsens rationalitet är något centralt. Industriellt och långsiktig fokus är viktigt, därmed är kortsiktiga vinster inte något de förespråkar. Deras företagsstrategi är långsiktig och det är inte ovanligt att företaget drivs i flera generationer, med en VD som sitter i snitt 15-20 år. Företaget har en gedigen kunskap om verksamhetens produkter/tjänster. Familjeföretag strävar efter en autonomi gentemot kapitalmarknaden, som innebär att bolagen har en vilja att känna ett oberoende till finansiella institut. Detta är en av faktorerna till att familjeföretag ofta har en hög soliditet då de inte har höga lån och att de återinvesterar sin vinst i företaget istället för att dela ut (Brodin 2000, 13), (Brundin et al. 2012, 10).

## **1.3 Private Equity-uppköpta bolags synsätt på företagande**

Private Equity är i grunden en fond som finansieras av kapital som vanligtvis kommer från olika institut (SVCA 2017). Under de senaste decennierna har Private Equity och riskkapitalister spelat en allt större roll och blivit ett välkänt fenomen på kapitalmarknaden, därmed har en ny bolagsrationalitet växt fram (Baker, Filbeck och Kiyimaz 2015, 3-5). Private-Equity-fonder utför förvärv av andra bolag. En orsak till förvärv är företaget i sig, ofta på grund av bristande intäkter, kassaflöden och skuldfinansiering (Barber 2008, 54). De förvärvade bolagen tar även lån för att bland annat få en hävstång och en skattesköld till följd av belåningen. Bolaget har då en möjlighet att dra av räntekostnader. Skatteskölden ses som ett överskott, där överskottet ses som den delen företaget hade betalat i skatt istället för räntor (Nyman, Lundgren och Rösiö 2012, 60).

Vad som brukar vara utstickande för PE-processade bolag är att ägarengagemanget från fonden är stort i det uppköpta bolaget, tidsbegränsat och vars primära fokus är att maximera rörelseresultatet för att sedan minimera resultatet efter finansiella poster (Nyman, Lundgren och Rösiö 2012, 76, 89-92). År 2013 hade Private Equity-ägda portföljbolag en omsättning i Sverige på 318 miljarder kr, vilket motsvarade 8 % av Sveriges BNP (SVCA 2017).

## 1.4 Tillvägagångssätt PE

När en PE-fond förvärvar ett företag gör de främst det med avsikt att kunna sälja bolaget för en större summa pengar, än vad de köpte bolaget för. Därefter har PE-fonden ingen anknytning till de uppköpta bolagen. Som tidigare nämnt är PE-fonders strategi att efter uppköpet av de valda bolagen utföra vissa ändringar som i sin tur ska skapa mervärde för bolaget (Hale, C 2007, 144-146). PE-fonden använder sig av en aggressiv skuldanvändning då de utnyttjar den finansiella hävstången maximalt vilket ger både finansiella- och skattefördelar. Ett bestämt fokus ligger på kassaflöde och på marginalförbättringar. Dessa ändringar sker vanligtvis genom att de tillsätter en ny ledning. Det uppköpta bolagets ledning skall vara mager och fokuserad (Baker, Filbeck & Kiyamaz 2015, 181-185).

Bakomliggande orsak till att Private Equity-fonder ändrar bolagsstyrningen i de uppköpta bolagen är för att få ledningens mål att sammanfalla med sina egna. Detta görs genom att syna bolagsledningens kompensations- och incitamentssystem. Anledningen är att kunna påverka företagsledningen att maximera värdet på bolaget, vilket i sin tur gynnar företagets ägare. Tillvägagångssättet sker via kompensationsplaner, ett incitamentsprogram bestående av aktier och optioner. Inom incitamentsprogrammen, som finns i onoterade bolag är tillgångarna inte likvida och därmed svåra att göra sig av med. Detta leder till minskade incitament för ledningen att påverka resultatet i företaget på kort sikt. Många gånger begär även PE-fonderna att ledningen också ska göra betydande investeringar i bolagen (Kaplan och Strömberg 2009, 121-146).

Beroende på bolagets bransch ser strategierna olika ut för PE-fonder, men centralt fokus är ofta antingen på en bredare produktportfölj och tillväxt på nya marknader eller på kostnadsbesparingar. Rent praktiskt tillsätter PE-fonden dels eget kapital, men främst kapital i form av lån till det uppköpta bolaget för att finansiera tillväxt och utveckling, vilken ska bidra till att omsättningen ökar. Vad som sker med de uppköpta bolagens kapitalstruktur är att deras skuld ökar, vilket innebär att soliditeten blir lägre (Barber 2008, 53-55).

PE-fonden vill öka rörelsens operativa lönsamhet, detta görs genom att bland annat minska det sysselsatta kapitalet i bolaget. De gör detta genom att exempelvis minska varulagret och ha så höga leverantörsskulder som möjligt. Detta för att nämnaren i beräkningen av räntabilitet på sysselsatt kapital ska vara så lågt som möjligt, det vill säga det sysselsatta kapitalet. Detta räknas ut genom att subtrahera totalt kapital med räntefria skulder. Genom att minska varulagret sjunker

det sysselsatta kapitalet (Johansson och Runsten 2005, 75). Målet under processens gång är att öka omsättningen och minimera kostnaderna och på så sätt nå ett högt rörelseresultat. Efter detta tar PE-fonden ut sina avgifter och även en hög räntekostnad på lånet som de själva har finansierat. Fonden tar alltså inte ut resultatet som en vinst utan snarare en räntekostnad och olika avgifter. En 15 % räntekostnad är inte ovanligt (Bernholm 2013).

### **1.5 Kapitalstruktur i företag**

Kapitalstruktur avser förhållandet mellan eget kapital och skuld i ett företag. Begreppet har sedan lång tid tillbaka varit ett omtalat ämne, då alla företag behöver bestämma hur de ska finansieras. En omtalad teori från år 1958 presenterades av Franco Modigliani och Merton Miller. Teoremet pekar på fördelar med hög skuldsättningsgrad. Företag värderas då högre, än företag med en låg skuldsättning, samt visar på de skattefördelar som uppkommer när ett företag belånar sig. Genom att företaget har en hög skuldsättningsgrad leder det till att bolaget får en avdragsgill kostnad. Det innebär att kostnaderna ökar och vinsten minskar i företaget, vilket leder till lägre skatt. Bolaget beskattas i en mindre mängd då företaget beskattas efter avdrag för räntekostnaderna. Denna "besparing" kallas på engelska tax shield, eftersom att den ger skydd till bolaget från en del av beskattningen (Modigliani & Miller 1963, 433-443).

Kapitalstrukturen ser olika ut i varje företag beroende vilken strategi och risk företaget ställer sig till. Om företag belånar sig kräver bankerna i sin tur amortering för lånet. Å ena sidan kan företaget själv välja hur de finansiella resurserna ska allokeras. Kostnaderna som uppstår av belåning är ofta lägre än ägarnas avkastningskrav. Detta leder till att lån ofta kan bli ett billigare alternativ gällande finansiering av företaget. Å andra sidan innebär finansiering av eget kapital lägre risk då ingen amortering krävs, dock kan kostnader i form av avkastning till aktieägarna uppstå på det riskerade kapitalet som ofta överstiger belåningsräntan. Diskussionen kring hur en kapitalstruktur i ett företag bör se ut är svår att definiera, då den beror på ett flertal olika faktorer inom företaget, såsom företagets premisser, storlek och bransch (Ross, Westerfield och Jeffrey 2005, 369-370).

Vad som typiskt skiljer sig åt i finansieringsstrategin mellan de olika rationaliteterna kan åskådliggöras i balansräkningen. Skillnaderna i finansieringsstrategin finnes i **bilaga 1**. I ett PE-uppköpt företag, som exempelvis KappAhl har bolaget en högre finansiell risk än exempelvis H&M, som istället har en hög räntabilitet på sysselsatt kapital. Något som också sticker ut

mellan ett traditionellt bolag med familjeföretags synsätt och ett PE-processat bolag är soliditeten, som är högre i ett traditionellt bolag.

## **1.6 Problemdiskussion & Problemformulering**

En bolagsrationalitet där företag genomgått en PE-process där PE-fonder fokuserat kortsiktigt och lagt betoning på en hög skuldsättningsgrad och utfört omstruktureringar i bolaget är den rationalitet som har betoning på de finansiella. Dessa omstruktureringar sker i avsikt för att inom bolagsstyrningen få ledningens mål att sammanfalla med sina egna (Baker, Filbeck & Kiyamaz 2015, 181-185). En annan bolagsrationalitet är en rationalitet med sällan föränderlig strategi med samma ledning under en lång period och hög soliditet. Vilken bolagsrationalitet har egentligen störst chans till långsiktig överlevnad? Vad händer med bolag som någon gång under sin livscykel genomgått en PE-process och därefter börsintroduceras? Är PE ett bra alternativ för bolag när de vill öka lönsamheten eller ska företag hålla sig till ett mer traditionellt tillvägagångssätt?

Som tidigare konstaterats finns det olika åsikter i bolagsrationaliteterna gällande företagande och utformningen av kapitalstrukturen. Enligt contingency-teorin är valet av styrmedel många och att det inte finns ett optimalt sätt att organisera ett företag, utan att det kan bero på att olika organisationer befinner sig i situationer. Det är sedan dessa omständigheter som avgör vilket styrsystem som är mest effektivt för det enskilda bolaget (Merchant och Van der Stede 2012).

Det traditionella synsättet på företagande, som har liknat ett familjeägandeperspektiv har länge varit den ledande bolagsrationaliteten i Sverige tills PE-strategin uppkom 1980 och utmanade det som länge dominerat (Brundin et al. 2012, 7). När människor började starta företag förr i tiden har syftet varit att det ska vara gynnsamt och bidra till en ekonomisk fördel. Om detta inte uppfylls hade det inte varit aktuellt att driva företag. Av detta kan det konstateras att det finns ett starkt underlag för att säga att det är lönsamt att driva företag via det traditionella synsättet där fokus ligger i rörelsen (Brundin et al. 2012, 8).

Den nya företagsrationaliteten, PE uppmärksammades senare där syftet är att strukturera om och utveckla bolagen snabbare än vad det traditionella synsättet tidigare gjort. Företag som blir uppköpta och som drivs av PE kan få en större press då bolagets resurser utnyttjas till max. Då PE är en relativt ny bolagsrationalitet finns det inte mycket underlag för att möjligen kunna

uttala sig om hur det har utvecklats på lång sikt. Dock har kritik riktats mot PE-fondernas förhållandevis korta investeringshorisont (Aronsson, Bergin, Carlbom 2007). På grund av den press de uppköpta bolagen utsätts för under processens gång, kan bolagen då överleva när de sedan sjösätts på börsen? Vad händer med de uppköpta bolagen när de börsintroduceras, sjunker lönsamheten eller kvarstår den på lång sikt?

Vi ställer därför följande frågor:

### 1.7 Frågeställningar

Det spekuleras kring om PE-processade bolag är hållbara på längre sikt. Kritik har riktats mot PE-fondernas förhållandevis tidsbegränsade investeringshorisont och de höga avkastningarna till ägarna (Aronsson, Bergin & Carlbom 2007). Är det hållbart att ersätta det egna kapitalet med skulder, samtidigt som kostnaderna ökas i form av räntekostnader? Nyckeltalet vi valt att fokusera på för att kunna besvara vår första frågeställning, som är vår huvudfrågeställning är räntabilitet på eget kapital. Lönsamhet och räntabilitet på eget kapital definierar vi i 3.7.1.

**Frågeställning I:** Vilken rationalitet har störst chans till överlevnad på lång sikt?

I vår andra frågeställning undersöks rörelsens lönsamhet på lång sikt. Fokus är att använda oss av måttet räntabilitet på sysselsatt kapital som visar företagets lönsamhet på lånat och eget kapital. Räntabilitet på sysselsatt kapital visar styrkan i rörelsen. När de PE-processade bolagen sedan sjösätts finns det en möjlighet att det sysselsatta kapitalet ökar då PE-fonden inte längre kontrollerar bolaget. Detta medför att räntabiliteten på det sysselsatta kapitalet sjunker.

Räntabilitet på sysselsatt kapital =

$(\text{Rörelseresultat} + \text{Finansiella intäkter}) \div \text{Sysselsatt kapital}$

**Frågeställning II:** Bidrar PE-processens omstrukturering i de förvärvade bolagen negativt till bolagens rörelsebidrag? Om så är fallet, visar det sig under de kommande åren när bolagen släpps ur PE-fonders kontroll och börsintroduceras?

Bidrar PE-processen i de förvärvade bolagen negativt inom bolagens rörelsebidrag?

Vår tredje frågeställning innefattar fokus på hur kapitalstrukturen är utvecklad och hur de olika bolagsrationaliteterna påverkas av konjunkturen. Vi kommer att använda oss av hävstångsformeln, som åskådliggör effekten på räntabilitet på eget kapital. Formeln visar sambandet mellan rörelsens lönsamhet, räntenivåer på lån och skuldsättningsgraden.

Hävstångsformeln:  $R_E = R_{syss} + (R_{syss} - R_s) * Lån/E$

**Frågeställning III:** Utnyttjar de PE-processade bolagen den finansiella hävstången mer än de traditionella företagen?

## 1.8 Syfte

Syftet är att undersöka vilken bolagsrationalitet som är mest lönsam på lång sikt. Det vill säga vilken bolagsrationalitet som har bäst överlevnadsförmåga. Utöver det vill författarna ge läsarna en ökad förståelse kring hur lönsamhet skapas i de olika bolagsrationaliteterna. Om fokus läggs i rörelserationaliteten ( $R_{syss}$ ) eller i den finansiella rationaliteten (hävstångseffekten).

## 1.9 Avgränsningar

Studien undersöker börsintroducerade bolag och dess rationalitet i Sverige, totalt 27 olika företag som har årsredovisningar som sträcker sig nio år tillbaka. Arbetet grundar sig på att det finns ett kausalt samband mellan de olika företagsrationaliteterna och hur lönsamma bolagen blir. Detta innebär en avgränsning att endast studera räntabilitet på eget kapital ( $R_E$ ), räntabilitet på sysselsatt kapital ( $R_{syss}$ ), samt hävstångsformeln och inte andra mätbara mått som IRR och Money Multiple (BVCA 2015). Författarna har valt att bortse PE-uppköpta bolags värde när de blev uppköpta kontra när de såldes. Författarna har inte heller tagit hänsyn till de förändrade redovisningsprinciperna.

## 1.10 Disposition

Uppsatsens uppbyggnad visas följande med en kort beskrivning av varje del.

**Inledning:** *I uppsatsens inledande kapitel presenteras först en bakgrund följt av en förklaring kring de bolagsrationaliteterna som kommer att undersökas. Problemdiskussion, syfte och frågeställningar klargörs sedan för att avsluta med avgränsningar och en disposition kring arbetets utformning.*

**Metod:** *I följande kapitel presenteras de metodval som har använts för att genomföra studien. En genomgång av urval, analysmetod, bearbetning och validitet görs för att avsluta med bortfall och redovisning av datainsamlingen.*

**Teoretisk referensram:** Avsnittet innehåller en presentation av de valda teorierna som studien bygger på. Teorierna har valts för att kunna tolka datainsamlingen för de olika bolagsrationaliteterna. Kapitlet avslutas med tidigare forskning och definitioner.

**Empiri:** I följande avsnitt framförs den insamlade datan och redovisas i fyra olika diagram. Frågeställning I redovisas i två separata diagram, ett diagram där räntabilitet på eget kapital visas och ett diagram där utdelningskvot redogörs. Frågeställning II rapporteras i diagram 3, räntabilitet på sysselsatt kapital och frågeställning III redovisas i diagram 4, hävstångseffekten.

**Analys:** I följande kapitel kommer resultatet att tolkas genom de valda teorierna.

**Slutsats:** I det avslutande kapitlet presenteras de erfarenheter och slutsatser som författarna kommit fram till samt ges det svar till de utformade frågeställningarna. Det viktigaste resultatet redogörs och rekommendationer till fortsatta studier ges.

## 2.0 Metod

*I följande kapitel presenteras de metodval som har använts för att genomföra studien. En genomgång av urval, analysmetod, bearbetning och validitet görs för att avsluta med bortfall och redovisning av datainsamlingen.*

Studien avser att analysera två olika företagsrationaliteter och deras strategier inom företagande för att komma fram till vilken av dessa rationaliteter som är mest lönsam på lång sikt. Arbetet görs med en longitudinell forskningsdesign som en panelstudie under en tidsperiod på nio år. Panelstudie är en metod bestående av samma enheter som genom upprepade mätningar påvisar förändringar över tid. Därmed kan ett förändringsmönster över tid analyseras (Bryman och Bell 2013, 82-84). I vår studie kommer vi alltså att bortse från företag som tillkommit efter perioden år 2007, då de kortare tidsperspektiven kan ge en missledande bild över hur företagens lönsamhet och kapitalstruktur förändrats.

Vår studie har en deduktiv ansats då vi har formulerat frågeställningar, som sedan testas mot observationer. För att operationalisera undersökningen med avsikt att få studien mätbar och kvantitativ används mätbara mått som räntabilitet. De bolag som blivit uppköpta av PE-fonder, antas ha en betoning på finansiell rationalitet, medan de traditionella bolagen, med inriktning på familjeägda bolags synsätt antas ha en betoning på rörelserationalitet.



## 2.1 Urval

Urvalet består av 13 bolag som gått igenom en PE-process och som sedan blivit börsnoterade, samt 14 börsnoterade traditionella bolag med liknande synsätt gällande företagande som familjeföretag. Alla bolag ska vara börsintroducerade och baserade i Sverige. Urvalet av bolagen har skett genom två olika metoder. De PE-processade bolagens urval görs genom en totalundersökning. Private Equity-fonderna har totalt drygt 800 portföljbolag registrerade i Sverige (SVCA 2017), men det finns endast 16 PE-uppköpta bolag som senast blivit börsintroducerade år 2007 (KPMG 2016). Detta bidrar till att urvalsramen blir så bred som möjligt eftersom hela populationen undersöks. Därmed ökar precisionen i urvalet (Bryman och Bell 2013, 177, 186-195) (Eliasson 2006, 45). Det finns risk för bortfall, som vi kommer gå in på senare. De PE-processade bolagen som ingår i studien måste blivit uppköpta av minst en PE-fond och att de börsnoterats senast år 2007.

De 14 traditionella företagen som ingår i studien har liknande strategi som familjeägda bolag. Ett krav på valda traditionella bolagen är att en av de största ägarna ska sitta med i styrelse eller ledning. Totalt finns det 326 052 bolag registrerade vid årsskiftet 2007 och 27 994 stycken var aktiebolag (Bolagsverket 2008). Urvalet av de traditionella bolagen sker genom matchning, då studien eftersträvar att inkludera företag som är relevanta för uppsatsens tema och ett samband mellan lönsamhet och valet av företagsrationalitet. Matchning innebär att vid varje fall utses en matchande variabel. Valet av företagen görs efter matchande bransch och en jämförelsebar omsättning. De traditionella bolagen får inte ha haft något samarbete med PE-fonder under företagets livscykel. Författarna anser att matchning är den metod som är mest trovärdig i denna studie då urvalet är begränsat och varje variabel har en stor påverkan på resultatet. I **bilaga 3** finns följande utvalda bolag.

## 2.2 Bearbetning & analysmetod

Tillvägagångssättet för att studera de valda bolagen sker med en kvantitativ datainsamling av sekundärdata genom databasen Business Retriever. Därefter kommer årsredovisningar innehållande ett flertal nyckeltal att undersökas för att kunna påvisa skillnaden av kapitalstrukturen i de valda bolagen. Analysen kommer sedan baseras på dessa mått. Valet av databasen är på grund av bred datainformation som sträcker sig flera år tillbaka. Observationstiden kommer alltså att vara nio år för att kunna se utvecklingen av företagen på lång sikt och hur lönsamheten har skapats.

## 2.3 Validitet

För att få en hög validitet väljer vi att mäta lönsamhet på olika sätt, hur räntabilitet på eget kapital har skapats, rörelsens sysselsättning och hur hävstångseffekten påverkar  $R_E$ . Detta för att kunna åskådliggöra hur finansieringsstrategin åtskiljer sig i de olika bolagsrationaliteterna. Ledningen i bolag anser att räntabilitetsmått är användbara mått på lönsamhet, eftersom att räntabilitet exkluderar skatt och räntekostnader (Barber 2008, 54).

Utdelning till aktieägare har tagits i beaktelse då räntabilitet på eget kapital kan variera beroende på vilken utdelningspolicy bolagen har. Studien har därför inkluderat en graf där utdelningen visas i förhållande till koncernens eget kapital.

Valet av de traditionella bolagen anses vara representativt och relevant då uppsatsen i huvudsak undersöker relationen mellan lönsamhet och företagsrationaliteter. Av den anledningen kan "matchning" vara att föredra framför ett konventionellt sannolikhetsurval då maximal jämförbarhet eftersträvas (SBU, u.å). Det ska ändå uppmärksammas att med ett icke-slumpmässigt urval har vissa företag i populationen större chans att komma med som data (Bryman och Bell 2013, 185). Urvalet är stort i de traditionella bolagen vilket innebär att det finns risk för annat utfall om andra bolag hade valts. Författarna har dock valt att försöka matcha bransch och omsättning i så hög grad som möjligt mellan de båda bolagsrationaliteterna.

De PE-processade bolagens urval har skett via en totalundersökning vilket gör att hela populationen täcks in och därmed ökar generaliserbarheten. Trots att de PE-processade bolagen i Sverige har en mindre population, är storleken på urvalen näst intill densamma ur de båda rationaliteterna och medför att de kan ha näst intill samma validitet, (Bryman och Bell 2013, 177-179).

## 2.4 Bortfall

Vi har valt att eliminera ett visst antal poster som har haft utstickande negativa siffror i vissa bolag på grund av att de påverkar genomsnittet i bolagens  $R_E$  och  $RSYSS$  över den nio-åriga perioden. Det skulle isåfall kunna ge en missvisande bild på graferna. Därav har Oriflames nyckeltal år 2007 valts bort. Likaså SOBIs år 2010, BE group år 2013, Intrum Justitias år 2009, AQ Groups år 2007, The Lexington Companys år 2009 och Nolatos år 2008. Tre bolag som helt räknas som bortfall är de PE-uppköpta bolagen Ballingslöv AB, Hemtex AB och Orexo AB.

Orsaken är för att Ballingslöv AB avnoterades från börseren år 2008 (Nasdaq OMX 2008) och att Hemtex AB ägs av Icagruppen och därmed har inte Icagruppen genomgått en PE-process (Avanza 2017). Orexo AB har alltför utstickande siffror under hela tidsperioden. Bortfallen har gjorts då ett trovärdigt resultat eftersträvas och nyckeltalen under dessa år skulle få en betydlig påverkan på det slutgiltiga resultatet. Anledningen till de utstickande nyckeltalen beror bland annat på höga negativa finansiella poster och att bolagen inte har varit i rätt mognadsfas.

Orexo är ett forskning och utvecklingsföretag, de har höga kostnader för forskningen som kostnadsförs under en period tills de kan redovisa forskningen som en tillgång. Därför ansåg författarna att Orexo skulle uteslutas ur studien. Vilket uppmärksammades sent under genomförandet och konsekvensen blev att studiens urval blev tolv PE-processade bolag och tretton traditionella bolag.

## **2.5 Redovisning**

Resultatet av studien kommer att redovisas i tre olika grafer. Frågeställning I redovisas i graf 1 där räntabilitet på eget kapital är i fokus under en tidsserie av nio år. Det är också denna graf som är utgångspunkten för det redovisade resultatet, där vi undersöker de olika rationaliteternas överlevnad. Graf 1 bryts därför sedan ner i två olika grafer där graf 2 är räntabilitet på sysselsatt kapital och graf 3 är hävstångseffekten. Vad vi kan utläsa från dessa diagram är hur  $R_E$  har skapats i de olika bolagen och hur den finansiella hävstången påverkar  $R_E$ . Graf 2 adderat med graf 3 skall således vara lika med graf 1.

## **3.0 Teoretisk referensram**

*Avsnittet innehåller en presentation av de valda teorierna som studien bygger på. Teorierna har valts för att kunna tolka datainsamlingen för de olika bolagsrationaliteterna. Kapitlet avslutas med tidigare forskning och definitioner.*

Gemensam nämnare för alla företag är att de är exempel på affärsdrivande verksamheter i företagsform. Inom företagets verksamhet utformas, som tidigare nämnt, mål. Varje företag har olika grundbultar inom verksamheten, där bland annat strategi ingår. Strategin klargör i vilken riktning företag ska arbeta. Det finns ingen mall för hur företag ska välja sina mål eller

strategier, men ofta innefattar de vilka konkurrensfördelar företaget besitter och avser utveckla (Ax, Johansson, Kullvén 2009, 17-23).

Varför finns då företag, eller med andra ord organisationer, som vi förknippar med denna benämning? Varför har varje företag just den storlek det har, varför inte större eller mindre? Varför finns det finansiella intermediärer? Ronald Coase, brittisk nationalekonom, funderade kring detta och kom fram till att den bakomliggande orsaken är transaktionskostnaderna. Coase menade på att tidigare existerande teorier hade brister emellanåt. Enligt Coase saknade teorierna att ta hänsyn till all den resursåtgång som av nödvändighet uppkommer i den ekonomiska verksamheten. Tas hänsyn till att marknadens erbjudanden ska inspekteras och värderas, samt en mängd andra förhandlingar kring priser och kontrakt, kan slutsatsen dras att ett företag skapas när effektivitetsförlusten som uppkommer inom företaget är lägre än transaktionskostnaderna för att köpa tjänsten/varan på marknaden. Då dessa är lägre kommer företaget själv att rekrytera personal/arbetskraft och producera varan/tjänsten inom företaget (Werin 1991, 688-699).

En omfattande teori som diskuterar de förhållanden som leder ett företag att anta en särskild konkurrensstrategi är contingency-teorin. Contingency-teorin menar på att det inte finns ett bästa sätt att organisera och att det bästa resultatet inte avgörs utifrån en viss teori. Istället menar teorin att olika organisationer befinner sig i olika situationer och att det är organisationens kontext som sedan avgör vilken organisationsform företaget anammar (Merchant och Van der Stede 2012, 690).

Detta leder oss in på följande teorier som kan tänkas knyta an med de valda företagen och dess rationaliteter.

### **3.1 Corporate Governance**

”God bolagsstyrning handlar om att säkerställa att bolag sköts på ett för aktieägarna så effektivt sätt som möjligt. Förtroendet hos befintliga och potentiella investerare för att så sker är avgörande för deras intresse av att investera i bolagen. Där igenom tryggas näringslivets riskkapitalförsörjning [...] .” (Svernlöv, 2008, s. 25).

Corporate governance, i svensk term “bolagsstyrning” involverar alla regler, processer och strategier som har en påverkan på hur ett företag styrs och kontrolleras idag. Corporate

Governance är utformad i huvudsak för att balansera de alla olika intressena hos ett företags olika intressenter, minimera agentkostnader mellan chefer och investerare, och förhindra företagsbedrägeri (Mallin 2010, 13-14). Denna teori kan tänkas knyta an till bägge bolagsrationaliteterna. Inom de PE-processade företagen, som tidigare nämnt, tillsätter PE-fonderna en ny ledning inom företaget med avsikt att få ledningens mål att löpa samman med sina egna. Teorin blir tillämpningsbar då en ny ledning innebär nya strategier och nya regler, vilket innebär en ny bolagsstyrning. Teorin kan även kopplas till de traditionella bolagen då även de ska styras efter ett antal regler och strategier. Dock finns det inte så mycket problematik kring detta då företagen inte behöver så mycket kontroll eftersom ägarna och ledningen ofta är samma.

### **3.2 Stakeholder theory**

Stakeholderteorin har sina rötter i sociologi, organisationsbeteende och ledande självintresse och tillför moral och etik inom ledarskap. Teorin myntades år 1983 i USA och syftar till att uppmärksamma de dimensioner, såväl interna som externa, som har effekt på företaget. Denna teori har en bred syn på vad som kan påverka ett företag och fokuserar därför på alla intressenter som har en anknytning till företaget. Dock kan det uppstå problem då det är svårt att ge alla intressenter vad de efterfrågar. Kunder vill ha låga priser, bra service och hög kvalitet, medan de anställda vill ha höga löner och bra arbetsvillkor, samtidigt som leverantörer vill ha låga risker och hög avkastning. Utöver detta vill samhället ha samhällsbidrag, och på detta vis är det med alla intressenter. Stakeholderteorin fokuserar på företagets fortlevnad. Det går inte att skapa värde utan bra relation med kunder, anställda, finansiärer osv.(Jensen 2010 32-42). Denna teori kan kännetecknas hos de traditionella bolagen, eftersom företaget i teorin tar ett större ansvar för flera intressenter vilket kommer innebära att man får en stabil och långsiktig lönsamhet. Detta i enlighet med hur traditionella bolag arbetar. De traditionella bolagen fokuserar på mer än ett mål i taget och de har monetära såväl som icke-monetära mål (Susan Key 1999, 317-328).

### **3.3 Principal agent**

Principal-agent teorin innebär förhållandet mellan ägare(principaler) och ledningen(agents) när de är avskilda inom ett företag. Förhållandet mellan dessa kan ses som ett klassiskt problem. Den bakomliggande orsaken till problemet är den informationsasymmetri som uppstår mellan ägare och ledning, där ledningen besitter mer information om företaget än vad ägarna gör. Teorin beskriver förhållandet mellan dessa och hur ägare och ledning har separata mål och

agerar efter egna intressen som oftast är nyttomaximerande, istället för att se till företagets bästa (Mallin 2010, 14-16). Till följd av denna osäkerhet kan det uppkomma agentkostnader, innebärande kostnader för principalens övervakning och den ökade kostnad som uppkommer av de olika beslut agenten tar och de beslut som skulle varit bäst för principalen. Denna teori kan möjligen sammanbindas med de processade företagen. PE-fonderna tillsätter ny ledning och tillför nya strategier och regler och inför kompensationsplaner i form av incitamentsprogram. Detta görs i huvudsak för att kompensera ledningen med aktier eller optioner, för att få målen att sammanfalla med sina egna (Kaplan och Strömberg 2009, 121-146). En risk med detta är att det kan uppkomma Principal Agent-problem om dessa kompensationsplaner inte får effekt. Traditionella företag har ofta ingen större skillnad mellan ägare och ledning, vilket förmodligen gör att Principal Agent-problemet inte uppstår i samma grad som det kan göra i de PE-processade bolagen.

### **3.4 Value Maximizing**

Value Maximizing innefattar att det är logiskt omöjligt att maximera i fler dimensioner än en. Teorin yttrar att när en ledare har som mål att förbättra resultatet, samtidigt som ytterligare mål existerar, så som att marknadsvärdet och tillväxten ska öka innebär detta att ledaren inte kan fatta beslut om vilket mål som ska ligga i fokus. Detta leder till förvirring vilket kan äventyra bolagets överlevnad. Ett företag kan dock lösa detta genom att identifiera de olika dimensionerna genom en formel där de identifierar effekterna, såsom kassaflöde och risk för de olika objekten. För att tydliggöra innebörden av Value Maximizing, innebär det att företaget ska arbeta mot ett mål åt gången (Jensen 2010, 32-42). Ofta är fokus inom den finansiella rationaliteten på få mål. Teorin får betydelse eftersom att PE-fonders arbetssätt efterliknas teorin. Innan de PE-uppköpta bolagen börsintroduceras har de genomgått en process under PE-fonders kontroll. När de sedan börsintroduceras och släpps ur kontrollen antas spår av fokuset på vinstmaximering finnas kvar i de processade bolagen. Det kan leda till att lönsamheten blir ryckig eftersom de processade företaget endast fokuserat i en eller få dimensioner.

### **3.5 Trade-Off teorin**

Trade-off teorin beskriver den "optimala kapitalstrukturen", som nås via en balans mellan skuld och hävstångseffekten. Teorin tar alltså upp varför ett företag bör finansieras av både skuld och eget kapital. Då ett företag belånar sig skapas skuld, vilket gynnar bolaget då en skattesköld

uppkommer och har en positiv inverkan på det beskattningsbara resultatet. Skatteskölden medför att räntekostnader som uppkommer vid belåning, får dras av, vilket innebär att det beskattningsbara resultatet minskar för bolaget (Kraus & Litzenger 1973, 911–922 ). Teorin kan knytas an till båda bolagsrationaliteterna, eftersom de har olika synsätt på vad som är optimal kapitalstruktur. Teorin blir applicerbar via hävstångsformeln, då formeln påvisar hur lönsamhet skapats och därmed om den “optimala kapitalstrukturen nås av både skuld och eget kapital eller om en autonomi till kapitalmarknaden ska förespråkas.

### **3.6 Tidigare forskning**

Det finns ett flertal studier som belyser skillnaden mellan PE-uppköpta bolag och familjeföretag gällande företagsstrategi. Vi har inte lyckats hitta någon studie som uppmärksammar skillnaden mellan bolagsrationaliteter under en period på nio år. Inte heller vilken av bolagsrationaliteterna som är mest lönsam på lång sikt och vilken som borde förespråkas i syfte att fokusera på hur avkastning till ägarna skapas. En studie som undersöker vilket bolag som presterar bäst på börsen av de två olika bolagsrationaliteterna är KPMGs Studie (Study of Swedish IPO performance 2016). Studien drar slutsatsen att de PE-processade bolagen presterar bättre än de traditionella bolagen när de undersöker median prestation.

### **3.7 Definitioner**

#### **3.7.1 Lönsamhet**

Räntabilitet är ett lönsamhetsmått, som i huvudsak används för att ta reda på rörelsens lönsamhet eller ägarnas lönsamhet inom företaget. Räntabilitet är synonymt med avkastning.

Ett av de mest använda uttrycken för att mäta ett företags prestationer, med andra ord lönsamhet är att se deras räntabilitetsmått. De finns ett antal olika definitioner av räntabilitet. När räntabilitet räknas ut, får man ett procentuellt svar som därmed påvisar lönsamheten i ett företag ur olika perspektiv: rörelsens lönsamhet eller ägarnas lönsamhet.

Det räntabilitetsmått som används i studien är Räntabilitet på sysselsatt kapital, RSYSS (Eng. ROCE). Detta mått visar företagets lönsamhet i förhållande till lånat och eget kapital, vilket innebär att måttet är oberoende av finansieringsvalet. Det måttet är jämförbart för de båda rationaliteterna då måttet exkluderar hur finansieringen av företaget skapats.

$R\ddot{a}ntabilitet\ p\ddot{a}\ sysselsatt\ kapital = (R\ddot{o}relseresultat + Finansiella\ int\ddot{a}kter) \div Sysselsatt\ kapital$   
(Johansson och Runsten 2005, 75-77).

R\ddot{a}ntabilitet p\ddot{a} eget kapital,  $R_E$  (Eng. ROE) visar \ddot{a}garnas avkastning, det kapital de sj\ddot{a}lva satsat i bolaget. M\ddot{a}ttet \ddot{a}r anv\ddot{e}ndbart f\ddot{o}r investerare n\ddot{a}r de vill kunna avg\ddot{o}ra om det \ddot{a}r l\ddot{o}nsamt att investera i bolaget eller inte samt n\ddot{a}r l\ddot{o}nsamheten ska j\ddot{a}mf\ddot{o}ras mellan olika f\ddot{o}retag i samma bransch.

$R\ddot{a}ntabilitet\ p\ddot{a}\ eget\ kapital = Resultat\ efter\ finansiella\ poster \div Eget\ kapital$

## 4.0 Empiri

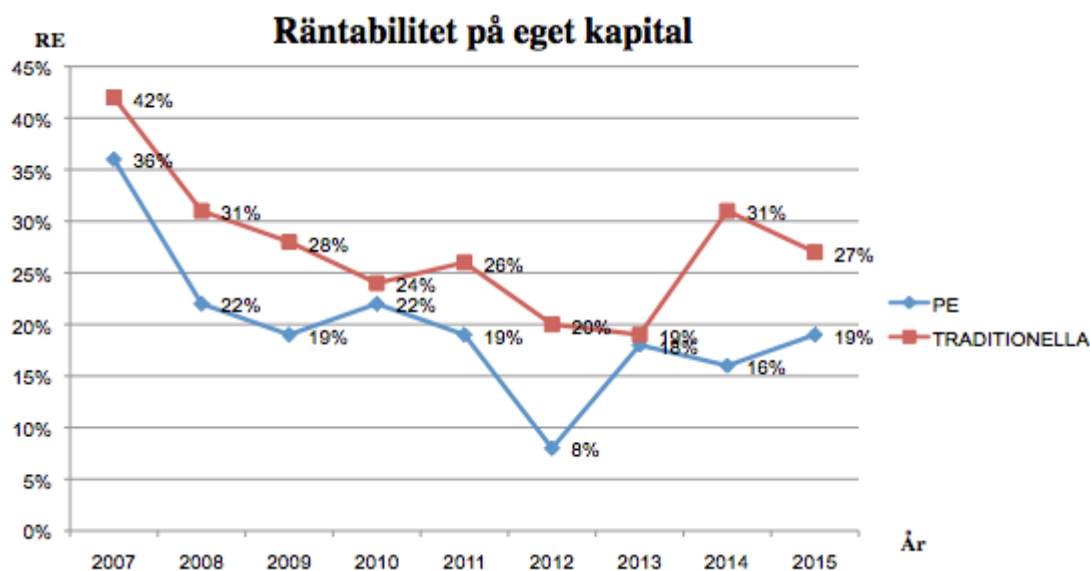
*I f\ddot{o}ljande avsnitt framf\ddot{o}rs den insamlade datan och redovisas i fyra olika diagram.*

*Fr\ddot{a}gest\ddot{a}llning I redovisas i tv\ddot{a} separata diagram, ett diagram d\ddot{a}r r\ddot{a}ntabilitet p\ddot{a} eget kapital visas och ett diagram d\ddot{a}r utdelningskvoten redog\ddot{o}rs. Fr\ddot{a}gest\ddot{a}llning II rapporteras i diagram 3, r\ddot{a}ntabilitet p\ddot{a} sysselsatt kapital och fr\ddot{a}gest\ddot{a}llning III redovisas i diagram 4, h\ddot{a}vst\ddot{a}ngseffekten.*

F\ddot{o}ljande tre fr\ddot{a}gest\ddot{a}llningar med tillh\ddot{o}rande grafer kommer att beskriva: avkastning till \ddot{a}garna, r\ddot{a}ntabilitet p\ddot{a} sysselsatt kapital samt h\ddot{a}vst\ddot{a}ngseffekten. Tillsammans utg\ddot{o}r r\ddot{a}ntabilitet p\ddot{a} sysselsatt kapital och h\ddot{a}vst\ddot{a}ngseffekten den totala avkastningen till \ddot{a}garna.

### 4.1 Fr\ddot{a}gest\ddot{a}llning I

Diagram 1





Följande diagram om räntabilitet på eget kapital består av år på x-axeln och  $R_E$  på y-axeln. Denna dataanalys grundar sig i att undersöka räntabiliteten på eget kapital hos de valda bolagen och dess olika bolagsrationaliteter. Grafen visar resultat efter finansiella poster dividerat med eget kapital. Den blå linjen beskriver en sammanslagning av de PE-processade bolagen och visar en genomsnittlig räntabilitet på eget kapital. Detta är när de PE-uppköpta företagen børsintroducerats senast år 2007. Den röda linjen beskriver likaså en ihopslagning, men i detta fall av de traditionella bolagen och visar på samma sätt en genomsnittlig räntabilitet på børsintroducerade bolag.

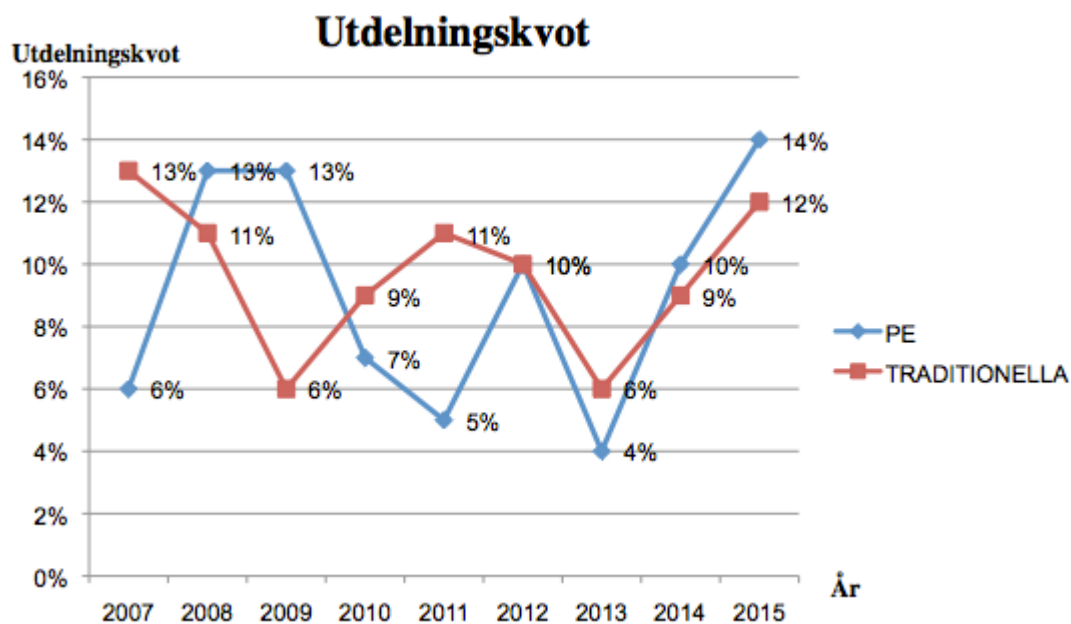
Vad som kan avläsas ur diagrammet är hur bolagsrationaliteterna år 2007 utgår från olika punkter, med en differens på sex procentenheter på räntabilitet på eget kapital. Därefter jämförs de båda bolagsrationaliteterna och dess utveckling. Det som kan tolkas från år 2007 till 2008 är hur de båda bolagsrationaliteternas räntabilitet på eget kapital faller och följs åt under utvecklingen av året. De PE-processade bolagens  $R_E$  faller dock något kraftigare och gapet ökar mellan linjerna till en skillnad på nio procentenheter. År 2008 drabbades världen av en finanskris. Finanskrisen utbröt i USA, men drabbade snart banker världen över som visade tecken på instabilitet (Holmström 2016). Till följd av de höga räntor som uppstod efter finanskrisen drabbades ett flertal länder i Europa ekonomiskt. Orsaken var att länderna inte hade tillräckligt med finansiella medel för att kunna betala de höga räntorna. Under finanskrisen steg reporäntan i Sverige från 3,25 % till 4,25 % under år 2008 och mellan år 2010-2012 ändrades reporäntan från 0,25% till 1,25% (Riksbanken 2007).

Den nedåtgående trenden för de båda bolagsrationaliteternas RE håller i sig fram till år 2010 då gapet minskar mellan de två bolagsrationaliteterna. År 2011 faller de rationaliteternas RE återigen, där de PE-processade bolagen faller med elva procentenheter, medan de traditionella bolagen faller med sex procentenheter. Samma år drabbas världen av en skuldskris, en påföljd av finanskrisen (Holmström 2016). Skuldskrisen, med andra ord eurokrisen uppkom år 2010 på grund av för snabbt växande stadsskulder och försämrade betalningsförmåga och räntehöjningar (Holmström 2016).

År 2013 återhämtar sig de PE-processade bolagen och det är en försumbar skillnad mellan bolagsrationaliteterna med en procentenhet. Därefter ökar avståndet mellan bolagsrationaliteternas  $R_E$  och år 2015 är differensen åtta procentenheter. De traditionella bolagen har en räntabilitet på eget kapital på 27 % och de PE-processade bolagen har en räntabilitet på 19 %. Utvecklingen under hela tidsserien påvisar att räntabilitet på eget kapital för

de PE-processade bolagen faller från 36 % till 19 %, medan de traditionella bolagens räntabilitet på eget kapital avtar från 42 % till 27 %. Ur diagrammet kan det konstateras att de PE-processade bolagens räntabilitet på eget kapital försämras något mer än de traditionella företagens under hela tidsperioden.

#### 4.1.2 Diagram 2



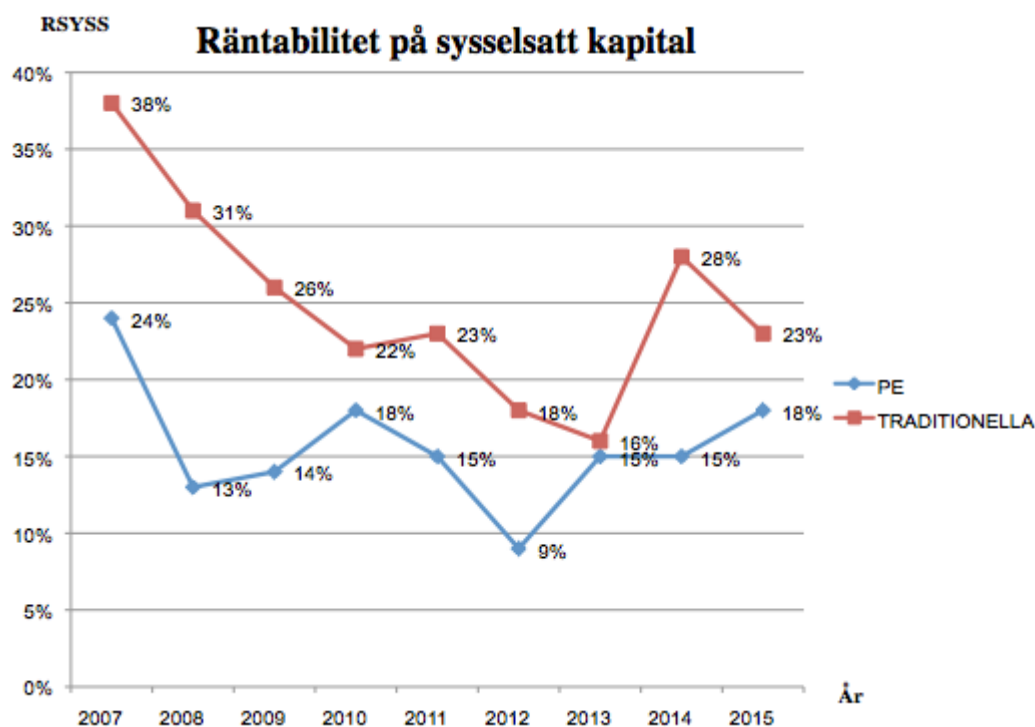
Diagrammet ovan innehåller alla bolags utdelning i moderbolag dividerat med koncernens eget kapital på y-axeln, medan x-axeln visar antalet år. Ur diagrammet kan det utläsas att de två bolagsrationaliteternas utdelning är volatila, samtidigt som linjernas utveckling nästan följs åt. År 2007-2012 är korrelationen mellan linjerna negativ och utvecklas inte i takt, för att sedan år 2012-2015 utvecklas i samma riktning med en stadig linje pekande uppåt. År 2007-2009 ökar de PE-processades linje från 6 % till 10 % utdelning, medan de traditionella bolagens linje dyker kraftigt, från 13 % till 6 %. Under denna tid inträffar finanskrisen. Mellan år 2010-2011 faller de PE-processade bolagens linje kraftigt, samma år som skuldskrisen äger rum. De traditionella bolagen har under åren en stabil uppgång. Från och med år 2012 följs de båda bolagsrationaliteterna åt och år 2015 är det endast en liten skillnad på två procentenheter.

När ett företags eget kapital ska tolkas över tiden är utdelning något som bör tas i beaktelse beroende på vilken utdelningspolitik bolaget/bolagen har haft. Utdelningen kan ha en inverkan på  $R_E$ . Utdelning dras från det egna kapitalet när den betalas ut till ägarna. När ingen utdelning görs och bolaget istället återinvesterar vinsten leder till ett ökat eget kapital. Däremot en hög

utdelning bidrar till ett lägre eget kapital, alltså nämnaren minskas när räntabilitet på eget kapital beräknas.  $R_E$  blir då högre om en hög utdelning görs. Sett till diagrammet år 2008 har de PE-processade bolagen en hög utdelning. Deras  $R_E$  borde därför tolkas försiktigt med utdelningspolitiken i beaktelse.

## 4.2 Frågeställning II

Diagram 3



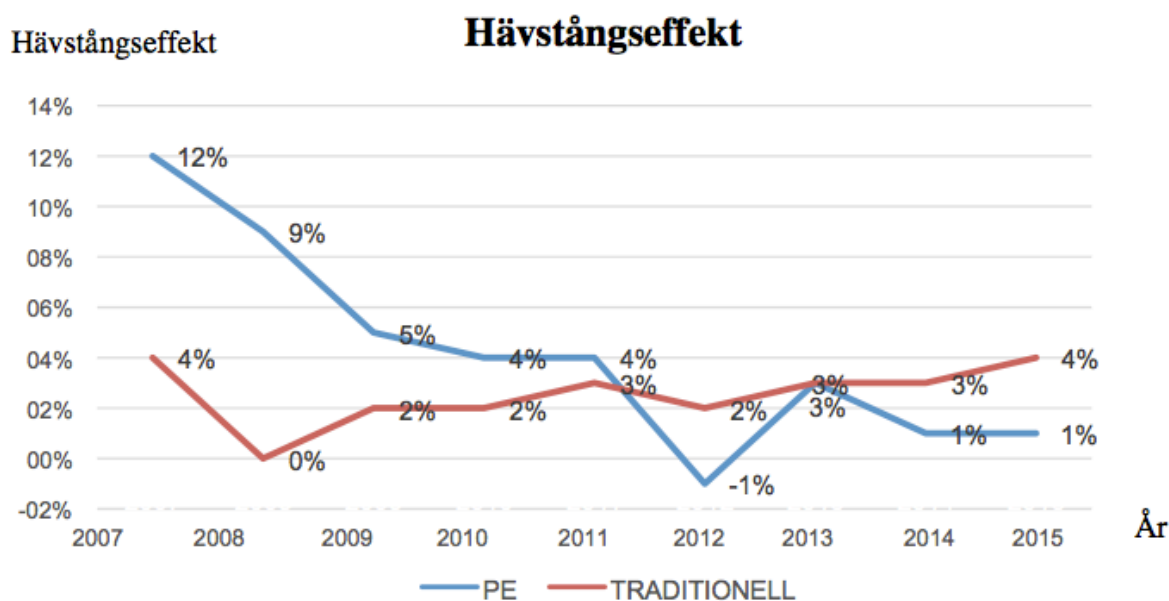
Diagrammet ovan omfattar år på x-axeln och räntabilitet på sysselsatt kapital på y-axeln. I detta diagram beskriver den blå linjen ett genomsnitt av tidigare PE-uppköpta bolags räntabilitet på sysselsatt kapital. Tillika beskriver den röda linjen en sammanslagning av de traditionella bolagens genomsnittliga räntabilitet på sysselsatt kapital.

Vad som kan utläsas ur diagrammet år 2007 är en märkbar skillnad mellan de olika bolagsrationaliteterna då linjerna skiljer sig åt. De traditionella bolagen har en genomsnittligt högre räntabilitet på sysselsatt kapital, 38 % gentemot de PE-processade på 24%. Ur diagrammet kan också en brantare nedåtgående kurva för de PE-processade bolagen utläsas mellan 2007-2008.

Tre år senare har gapet mellan rationaliteterna på räntabilitet på sysselsatt kapital minskat och gemensamt har linjerna en nedåtgående rörelselönsamhet. År 2013 har de nästintill samma räntabilitet på sysselsatt kapital. Året efter ökar gapet igen där måttet för de traditionella bolagen ökar, medan nyckeltalet för de PE-processade företagen är konstant för att sedan öka en aning. Sista året på tidsserien visar grafen en skillnad på fem procentenheter mellan bolagsrationaliteterna på räntabilitet på sysselsatt kapital. Med andra ord visar diagrammet att det är en skillnad på hur lönsamma de olika bolagsrationaliteterna är och att de traditionella bolagen påvisar ett högre resultat. Det går dock att utläsa att under tidsperioden har de PE-processade bolagens rörelselönsamhet minskat med sex procentenheter medan de traditionella har minskat med femton procentenheter.

### 4.3 Frågeställning III

Diagram 4



Vad vi ser i diagrammet ovan är hävstångseffekten som de olika bolagsrationaliteterna har, resultatet av den finansiella risken de olika bolagsrationaliteterna har tagit. På x-axeln i diagrammet visas år och på y-axeln hävstångseffekten som beräknas genom  $(R_{\text{sys}} - r_{\text{lån}}) \cdot \text{skuldsättningsgrad}$ . När  $R_{\text{lån}}$  blir högre än  $R_{\text{sys}}$ , bidrar det till en negativ hävstång. För att se hur räntabilitet på eget kapital har skapats adderas hävstångseffekten med räntabilitet på sysselsatt kapital. När hävstångseffekten är negativ bidrar det till att räntabiliteten på eget kapital blir lägre än vad räntabiliteten på sysselsatt kapital är. Det blir alltså en negativ hävstång.

Enligt frågeställning III studeras om de PE-processade bolagen utnyttjar den finansiella hävstången mer för att få en bättre avkastning till ägarna. Ur diagrammet kan utläsas att år 2007 har de PE-processade bolagen en betydligt högre hävstångseffekt än de traditionella bolagen. Året efter faller båda linjerna drastiskt, framför allt de PE-processade bolagens, detta i samband med finanskrisen (Holmström 2016). De PE-processade bolagens linje vänder först efter tre år. Efter år 2008 har de traditionella bolagen en stadig utveckling under hela tidsserien med en trend som påvisar en svag positiv linje. En mer instabil utveckling är det för de PE-processade bolagen med ytterligare en dipp vid år 2011, i samband med skuldskrisen. Detta leder till att de PE-processade företagen får en negativ hävstång. Sista året i tidsserien kan det konstateras att de PE-processade bolagen har en lägre hävstångseffekt jämfört med de traditionella företagen.

Under hela tidsintervallet har de två bolagsrationaliteterna utvecklats olika. De PE-processade bolagen har år 2007 en hävstångseffekt på tolv procent, som sedan sjönk till 1 % år 2015. De traditionella bolagens utveckling av hävstångseffekten har varierat under åren. I slutet av tidsperioden var den dock densamma som i starten, fyra procent. Angående utnyttjandet av den finansiella hävstången kan vi se att de PE-processade företagen har en högre hävstångseffekt än de traditionella. Det är en hög risk att utnyttja hävstången, vilken tydligt kan utläsas under år 2012 då de PE-processade bolagen får en negativ hävstångseffekt (Johansson och Runsten 2005, 33,37,97)

#### **4.4 Sammanfattning empirin**

Genom att redovisa hur räntabilitet på eget kapital för de olika bolagsrationaliteterna skapats och förändrats, analyseras hävstångseffekten i diagram 4 och räntabilitet på sysselsatt kapital i diagram 3. Genom diagrammen kan vi avgöra vilken typ av betoning de olika bolagsrationaliteterna har. Ur diagram 3 utläses att bolag med betoning på rörelserationalitet har en högre räntabilitet på sysselsatt kapital under hela mätperioden, medan PE-processade bolagen enligt diagram 4 har en betoning på finansiell risk. Därmed skapar de två olika bolagsrationaliteterna lönsamhet på olika sätt. Det som kan utläsas ur diagrammen är att bolag med betoning på rörelseratioanlitet är mer lönsamma på lång sikt eftersom de traditionella har en högre räntabilitet på eget kapital år 2015.

## 5. Analys

*I följande kapitel kommer empirin att tolkas genom de valda teorierna.*

Samtliga grafer över åren tyder på att de traditionella bolagen har en högre överlevnadsförmåga på lång sikt. Vad som också kan utläsas är att de traditionella bolagen har en högre räntabilitet på sysselsatt kapital. Det kan dock konstateras att de PE-processade bolagen har en bättre utveckling än de traditionella. De PE-processade företagen tar dock en högre finansiell risk.

### ***Corporate Governance***

Vad som kan utläsas ur diagrammen, bortsett från diagrammet med utdelning är att vid slutet av år 2007 faller räntabilitet på eget kapital, räntabilitet på sysselsatt kapital och hävstångseffekten för de båda bolagsrationaliteterna. Något som är utstickande är diagrammet för hävstångseffekten. En möjlighet enligt författarna till de stora svängningarna under utvecklingen för de PE-processade bolagen kan bero på att när de sjösätts finns det risk för att bolagen inte längre har någon tydlig *bolagsstyrning*. I samband med att kriserna inträffade kan de PE-processade bolagen ha infört nya strategier, såsom att betala av lån, vilket leder till minskad skuldsättningsgrad.

Fler anledningar till att linjen för de PE-processade bolagen faller under samma år som kriserna kan bero på att de PE-processade bolagen, trots att de inte längre är PE-ägda har kvar spår av PE-fondens strategier i verksamheten. Till följd av PE-fondernas tillvägagångssätt av användandet av den finansiella hävstången får de PE-processade bolagen under kriserna bevittna nackdelen av en sådan hög finansiell risk. Samma strategi men utan att fonden längre står bakom kan bankerna även öka räntekostnaderna. Under tidens utveckling minskar gapet mellan bolagsrationaliteternas hävstångseffekt. Det kan förklaras av att PE-fondernas spår försvagas i de tidigare PE-uppköpta bolagen med tiden och bolagsrationaliteternas hävstångseffekt blir alltmer lika varandra. När de PE-processade bolagen sjösätts ägs de alltså inte längre av PE-fonden. I och med detta uppkommer nya strategier och processer inom *bolagsstyrningen* när de børsintroduceras och nya aktieägare tillkommer.

Vad som kan utläsas ur diagram 2 är att mellan åren 2007-2012 är utdelningskvoten mellan de två olika bolagsrationaliteterna olika varandra. Det är först efter år 2012 utdelningskvoten börjar liknas varandra mellan rationaliteterna. En anledning till det kan vara att PE-fonders spår, med ett fokus på utdelning försvinner desto fler år som går. Det tyder på att utdelningspolicyn mellan

de olika bolagsrationaliteterna blir alltmer lika varandra. Bakomliggande orsak till detta kan vara när de PE-processade bolagen sjösätts skapas nya strategier och processer inom bolagsstyrningen som inte liknar PE-fonders.

### ***Stakeholder-teorin***

En teori som kan förklara varför de traditionella bolagen har en högre  $R_E$  är *Stakeholder-teorin*. Teorins utgångspunkt stämmer överens med de traditionella bolagen då de fokuserar på alla intressenter som har en anknytning till bolagen och inte bara på att maximera värdet. Teorin menar på att det långsiktiga marknadsvärdet skapas via flera dimensioner. Detta överensstämmer med hur de traditionella bolagen arbetar, då denna rationalitet fokuserar på lång sikt. Därmed tas kundrelation, investeringar i de anställdas kompetens och goda relationer till leverantörer i beaktning. Enligt *Stakeholder-teorin* borde därför bolagen med betoning på rörelserationalitet skapa en stabil utveckling och därmed ha en större chans att överleva på lång sikt. *Stakeholder-teorin* står alltså inte bakom hur PE-processen går tillväga eftersom de endast fokuserar på de finansiella verktygen.

*Stakeholder-teorin* blir därmed tillämpningsbar därför att de traditionella företagen har en högre  $R_E$  än de PE-processade bolagen under hela tidsutvecklingen. Jämförs utvecklingen av de båda bolagsrationaliteterna över tid har de traditionella bolagen ett högre  $R_E$  än de PE-processade bolagen. Därmed kan *stakeholder-teorin* appliceras på hur de traditionella bolagen arbetar.

När vi tolkar  $R_{syss}$  går inte *stakeholder-teorin* att tillämpa då vi i tidigare stycke såg att de båda bolagsrationaliteterna utvecklar ett sämre  $R_{syss}$  under mätperioden.  $R_{syss}$  utveckling för de traditionella bolagen är sämre än vad de PE-processade bolagens  $R_{syss}$  är.

### ***Principal Agent-teorin***

Ur diagram 1 går det att utläsa att de traditionella bolagen har en mer stabil lönsamhet än de PE-processade bolagen. Detta kan enligt *Principal Agent-teorin* förklaras genom att principal agent-problemet är större i de PE-processade bolagen än vad det är i de traditionella företagen. Under tiden bolagen är i PE-processen är kommunikation mellan principaler och agenter god då de strävar efter samma mål. Bakomliggande orsak till det är kompensations- och incitamentssystemen som fonderna inför i bolagsstyrningen för att få målen att bli samma som sina egna. Ofta tillsätter PE-fonden en av deras anställda som sitter i ledningen i det uppköpta bolaget. När bolagen sedan sjösätts kan problem uppkomma då PE-fonden inte längre är ägare

till bolaget och nya ägare kommer in i bilden. De nya principalerna, alltså aktieägarna kan inte vara säkra på att agenterna agerar utifrån principalens bästa intresse. Då byts principalerna ut men agenterna kvarstår.

Som nämnt i inledningen jämfördes KappAhl som är ett PE-processat bolag och H&M som kan liknas vid ett traditionellt bolag. KappAhls VD har suttit i två år, då den förre fick sparken, medan H&Ms VD har suttit i åtta år. Här ses en tydlig skillnad på en VD som sitter i flera år eller en VD som byts ut. Det kan förklaras genom *Principal Agent*-teorin att det är mer instabilt i PE-processade bolag än i traditionella bolag.

### ***Value Maximizing*-teorin**

Det som kan fastställas efter genomförandet av studien är att de traditionella bolagen har en generellt högre räntabilitet på eget kapital än vad de PE-processade bolagen har. Denna trend håller i sig under hela tidsspännet som kan utläsas i diagram 1. År 2007 har dock båda bolagsrationaliteterna en hög räntabilitet på eget kapital.

En anledning till att ägarnas lönsamhet är bättre i de traditionella bolagen kan bero på att när bolag befinner sig i en PE-process är fokus främst på att öka lönsamheten och att minimera kostnaderna, därmed fokuseras det i få dimensioner. Detta är enligt *Value Maximizing*-teorin det mest optimala när mål ska uppnås inom företaget, att få en så hög omsättning och hög lönsamhet som möjligt för PE-fonderna. Ur diagram 1 utläses att de båda bolagsrationaliteterna har en relativt hög  $R_E$  år 2007. Det inträffar när de PE-processade bolagen precis sjösatts på börsen och blivit släppta ur PE-fonders kontroll. Därefter är trenden för de båda bolagsrationaliteterna nedåtgående. Sista året inom tidsintervallet är  $R_E$  för de traditionella bolagen högre än vad de PE-processade bolagen är. Resultatet av  $R_E$  för de PE-processade bolagen stämmer därför inte överens med vad *Value Maximizing*-teorin förespråkar. Mönstret kan likaså åskådliggöras i räntabilitet på sysselsatt kapital. Diagram 2 påvisar att år 2015 har de PE-processade bolagen en lägre räntabilitet på sysselsatt kapital än vad de traditionella har. Därmed stämmer inte studiens empiri överens med *Value Maximizing*-teorin när  $R_{syss}$  undersöks. Detta på grund av att det inte är det mest optimala att maximera i få dimensioner eftersom att de processade bolagen har en lägre  $R_{syss}$  än vad de traditionella har.

Å andra sidan grundar sig frågeställning II på att de PE-processade bolagens sysselsatta kapital urholkas med tiden som de är i processen och att det bidrar negativt på lång sikt. När bolagets



sysselsatta kapital minskar under tiden de är i PE-processen ökar deras räntabilitet på sysselsatt kapital. När bolaget sedan sjösätts kan det leda till att  $R_{syss}$  sjunker eftersom bolaget lämnas ur PE-fondens kontroll. Sett till de PE-processade bolagens utveckling från start till slutperiod jämfört med de traditionella företagen har de PE-processade företagen minskat med sex procentenheter. De traditionella bolagens  $R_{syss}$  har minskat med femton procentenheter under hela mätperioden. Därmed kan *Value Maximizing*-teorin tolkas som att den stämmer då arbetssättet som de PE-processade bolagen har, har inneburit att de PE-processade bolagen haft en bättre räntabilitet på sysselsatt kapital.

I diagram 4 innehållande hävstångseffekten för de båda bolagsrationaliteterna kan skillnader i linjernas utveckling tydas. I början av utvecklingen har de tidigare PE-uppköpta bolagen en betydligt högre positiv finansiell risk än vad de traditionella bolagen har, när de nyligen blivit släppta ur PE-fondens kontroll. I takt med tiden sjunker dock linjen för de PE-processade bolagen. En möjlig förklaring till det kan enligt *Value Maximizing*-teorin vara att de PE-processade bolagen fortfarande haft PE-fondernas strategi gällande att maximera omsättningen och utnyttja den finansiella hävstången. Att linjen för de PE-processade bolagen är mer volatil än linjen för de traditionella bolagen kan förstås genom att de PE-processade bolagen har en högre finansiell risk.

### ***Trade-off* teorin**

Ett annat motiv enligt *trade-off* teorin är att eftersträva den optimala kapitalstrukturen. Det är därför betydelsefullt med en balans mellan rörelserisken ( $R_{syss}$ ) och hävstångseffekten för att den totala risken ( $R_E$ ) inte skall bli för hög. Ur diagram 4 utläses att de PE-processade bolagen har en högre finansiell hävstång än vad de traditionella har. *Trade-off* teorin menar på att det är viktigt med en balans mellan riskerna, dock påvisar diagrammen att de PE-processade bolagen påverkas kraftigt av skuldskrisen år 2011. Detta kan förklaras genom att de PE-processade bolagen har en för hög hävstångseffekt.

Å ena sidan om vi tittar i **bilaga 1** utnyttjar inte H&M, som liknas vid ett traditionellt bolag hävstången, vilket innebär att de har en för låg risk som skulle kunna ökas på genom att öka skuldsättningsgraden. På det sättet skulle avkastningen till ägarna öka ännu mer.

I diagram 4, där den genomsnittliga hävstångseffekten visas kan det konstateras att de traditionella bolagen tar en finansiell risk. Dock innehar de en relativt låg risk som vi kan se inte

skapar någon volatilitet, snarare en balans. Enligt *Trade-off* teorin är balansen det mest optimala. Detta till skillnad från de PE-processade bolagen som har en mer volatil linje, vilket tyder på högre finansiell risk.

I diagram 4 studeras att de PE-processade bolagen visar en nedåtgående hävstångseffekt under tidsperioden. Sista året inom mätperioden minskar gapet mellan bolagsrationaliteterna, vilket möjligtvis kan förklaras genom förändringen av *bolagsstyrningen* som tidigare nämnt. Det kan bero på att de PE-processade bolagen valt att balansera hävstången mer genom att minska hävstångseffekten. Rsysss sjönk också under de åren, vilket har en inverkan då Rsysss måste vara högre än räntekostnaderna för att få en positiv hävstång. När Rsysss sjunker och räntan på lån ökar bidrar det negativt till räntabilitet på eget kapital. För att inte hävstångseffekten ska vara för stor krävs det att balansen mellan skulder och eget kapital är optimal för bolaget, som *Trade-off* teorin hävdar.

## 6.0 Slutsats

*I det avslutande kapitlet presenteras de erfarenheter och slutsatser som författarna kommit fram till, samt ger svar till de utformade frågeställningarna. Det viktigaste resultatet redogörs och rekommendationer till fortsatta studier ges.*

### 6.1 Slutsats

Studiens syfte var att undersöka vilken rationalitet som har högst överlevnad på lång sikt. Huvudfrågan i studien löd därför: Vilken rationalitet har störst chans till överlevnad på lång sikt?

Genom undersökningen har författarna kommit fram till att de traditionella bolagen har en bättre överlevnadsförmåga än de PE-processade bolagen. Under undersökningsperioden har skillnaden mellan de PE-processade bolagen och de traditionella bolagen inte ändrats markant. Vi kan utläsa att de traditionella bolagen har en högre räntabilitet på eget kapital än de PE-processade under hela tidsperioden. Alltså har de störst chans att överleva.

Ytterligare kom författarna fram till att utdelningskvoten skiljer sig markant mellan bolagsrationaliteterna under de första åren, men att den sedan börjar liknas varandra. Därmed

antas PE-fonders spår försvinna i de PE-processade företagen och efter några år har bolagsrationaliteterna en snarlik utdelningskvot.

Vidare ville författarna ge läsarna en ökad förståelse hur lönsamhet skapas i de olika bolagsrationaliteterna. Delfrågorna löd därför: *-Bidrar PE-processens omstrukturering i de förvärvade bolagen negativt till bolagens rörelsebidrag? Om så är fallet, visar det sig under de kommande åren när bolagen släpps ur PE-fonders kontroll och börsintroduceras? -Utnyttjar de PE-processade bolagen den finansiella hävstången mer än de traditionella företagen?*

Studien påvisar att de PE-processade bolagen har en nedåtgående räntabilitet på sysselsatt kapital efter att de släppts ur PE-fondens kontroll och därefter börsintroduceras. Detta kan bero på att PE-fonden under processens gång minskade det sysselsatta kapitalet mer än vad det uppköpta bolaget klarade av. Det visas genom att  $R_{syss}$  sjunker under tidsperioden som studeras. Å andra sidan kan det konstateras att  $R_{syss}$  för de traditionella bolagen också har en nedåtgående kurva. Därmed finns det inget entydigt svar om PE-fonderna minskar det sysselsatta kapitalet så pass mycket att det blir en negativ effekt på räntabilitet på sysselsatt kapital på en lång sikt. Räntabiliteten på sysselsatt kapital för de PE-processade har sjunkit under tidsutvecklingen. Jämförs dock utvecklingen från start till sluttid i de båda rationaliteterna har  $R_{syss}$  sjunkit ännu mer för de traditionella bolagen. Därmed kan vi se en trend att de båda rationaliteterna liknar varandra mer under tiden. Det kan även utläsas när vi analyserar utdelningen. Efter ett antal år på börsen får de olika bolagsrationaliteterna liknande utdelningspolicy.

Vad som kan konstateras efter fastställandet av empirin och analysen är att de PE-processade bolagen använder sig av en högre hävstångseffekt under de fem första åren. Därefter minskar de användandet av hävstångseffekten och de två bolagsrationaliteterna blir allt mer lika. Det kan bero på att PE-fondens spår av strategier försvinner ur bolagen med åren. Därmed kommer författarna fram till att PE-strategier inte är bestående i PE-processade bolag.

## **6.2 Erfarenheter och svårigheter**

En svårighet under arbetets gång var urvalet av bolag, eftersom det fanns ett begränsat antal PE-processade bolag att analysera under en lång period. Författarna fann även svårigheter att hitta traditionella bolag som skulle vara jämförelsebara med de PE-processade bolagen. Författarna

önskade ha ungefär lika många bolag ur båda bolagsrationaliteterna för att de skulle matcha varandra så bra som möjligt med avsikt att få en trovärdig studie.

Tidsperioden vi valde att analysera, år 2007 till 2015 var händelserika år. En finanskris som bröt ut år 2008 och drabbade större delen av världen och en skuldcrisis år 2011 som påverkade flera länder i Europa. Till följd av kriserna kan de haft en påverkan på resultatet. Trots detta kan det utläsas vilken av bolagsrationaliteterna som klarade sig bäst under kriserna och vilken rationalitet som återhämtade sig snabbast.

### **6.3 Fortsatta studier**

Författarna har med denna studie tagit reda på vilken bolagsrationalitet som var mest lönsam och som hade störst överlevnadsförmåga efter en tidsperiod på nio år. Vad som kan utläsas ur diagrammen under det sista året av vår mätperiod, 2015 är att Rsys går ner för de traditionella bolagen, samtidigt som Rsys går upp för de PE-processade. Det hade varit spännande att följa denna utveckling. Därmed skulle det vara intressant att studera vad som händer under en längre tidsperiod.

Ett annat förslag till fortsatta studier är titta närmare på hur ett företag och dess kapitalstruktur såg ut innan det genomgår en PE-process och vad som sker under processens gång. Genom att exempelvis titta på bolaget två år innan det blev uppköpt och när det sedan blir uppköpt och vad som ändras när det sedan blir släppt ur en PE-fonds kontroll och blir börsintroducerat. Det skulle kunna skapa en bättre helhetsbild och förklara bakomliggande faktorer till hur och varför de två olika bolagsrationaliteterna skiljer åt gällande lönsamhet.

## Litteraturöversikt

### Böcker

- Ax, Christian, Johansson, Christer & Kullvén, Håkan (2009). *Den nya ekonomistyrningen*. 4., omarb. uppl. Malmö: Liber
- Baker, H., Filbeck, G., & Kiymaz, H. (2015). *Private equity : Opportunities and risks (Financial markets and investments)*.
- Brodin, B. (2000). *Koncernchefen och ägarna*. Stockholm: Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan (EFI) : Institutet för företagsledning (IFL).
- Brundin, E., Johansson, A., Johannisson, B., Melin, L., Nordqvist, M., & Studieförbundet Näringsliv och samhälle. (2012). *Familjeföretagande : Affärer och känslor* (1. uppl.. ed.). Stockholm: SNS förlag.
- Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2., [rev.] uppl.. ed.). Stockholm: Liber.
- Eliasson, A. (2006). *Kvantitativ metod från början*. Lund: Studentlitteratur.
- Hale, C. (2007). *Private equity : A transactional analysis*. London: Globe Business Publishing.
- Johansson, S., & Runsten, M. (2005). *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt : Mål, samband och mätmetoder* (3., [rev.] uppl.. ed.). Lund: Studentlitteratur.
- Kraus, A. & R. H. Litzenberger., 1973., "A state-preference model of optimal financial leverage
- Mallin, C A. (2010) *Corporate Governance*. Third Edition. Oxford University Press: Oxford.
- Merchant, K., & Van der Stede, W. (2012). *Management control systems : Performance measurement, evaluation and incentives* (3rd ed.). Harlow, England: Pearson Education.
- Modigliani, F., & Miller, Merton H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital : A correction. *The American Economic Review*, 53(3).

Nyman, M., Lundgren, J., & Rösiö, C. (2012). Riskkapital : Private equity- och venture capital-investeringar (2. uppl.. ed.). Stockholm: Norstedts Juridik

Ross, A, Westerfield, R, Jeffrey, J., 2005., "Corporate Finance" ., International Edition, 7:e upplaga

### **Vetenskapliga artiklar**

Aronsson, C. (2007), "Vem vill jobba åt riskkapitalisterna?", Veckans Affärer (Hämtad 2017-04-11).

Barber, F. (2008). The strategic secret of private equity. *Strategic Direction*, 24(2), Strategic Direction, 01/18/2008, Vol.24(2), 53-55. (Hämtad 2017-04-10)

Jensen, M. (2010). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32-42. (Hämtad 2017-04-09)

Kaplan, S., & Strmberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146. (Hämtad 2017-04-12)

Susan Key. (1999). Toward a new theory of the firm: A critique of stakeholder "theory". *Management Decision*, 37(4), 317-328. (Hämtad 2017-04-12)

Werin, Lars. (1991). Ekonomporträttet: Ronald Coase, 688-699. (Hämtad 2017-04-11)

### **Studier**

KPMG study of Swedish IPO performance (2016) Tillgänglig:

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/se/pdf/komm/2017/se-IPO%20Study.pdf> (Hämtad 2017-04-12)

### **Internethänvisningar**

Tillgänglig: <https://www.avanza.se/aktier/om-bolaget.html/31607/ica-gruppen> (Hämtad 2017-05-10)

Bernholm Aktiespararna (2013)

tillgänglig:<http://www.aktiespararna.se/artiklar/Reportage/En-sjuk-bransch/> (Hämtad 2017-04-12)

Bolagsverket 2008

tillgänglig:<http://www.bolagsverket.se/om/oss/press/meddelanden/2008/statistik-1.7213>  
(Hämtad 2017-05-09)

BVCA Private equity performance measurment (2015)

tillgänglig:<https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/documents/BVCA%20Perspective%20Series/Private%20Equity%20Performance%20Measurement.pdf?ver=2015-04-09-105554-523>.  
(Hämtad 2017-05-10)

Carlsson 2015, [SVD] Tillgänglig:<https://www.svd.se/kappahls-vd-far-sparken> , (Hämtad 2017-05-08)

Hennes & Mauritz (u.å) tillgänglig:<http://about.hm.com/sv/about-us/corporate-governance/ceo.html> , (Hämtad 2017-05-08)

Holmström Ekonomifakta (2016)

tillgänglig:<http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/Fakta-fran-kris-till-kris/>  
(Hämtad 2017-04-20)

KappAhl (2015) tillgänglig:[https://www.kappahl.com/globalassets/corporate/investors/annual--interim-reports/20152016/kappahl\\_arsredovisning\\_2015-16\\_dell.pdf](https://www.kappahl.com/globalassets/corporate/investors/annual--interim-reports/20152016/kappahl_arsredovisning_2015-16_dell.pdf), (Hämtad 2017-05-09)

Riksbanken reporänta, tabell (2007) tillgänglig: <http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Reporanta-tabell/2007/> (Hämtad 2017-05-10)

SBU (u.å) tillgänglig: <http://www.sbu.se/sv/var-metod/sbu-ordlista/> (Hämtad 2017-06-05)

SVCA. 2017. Företag behöver olika ägare under olika faser. Tillgänglig: <http://www.svca.se/om-private-equity/> (Hämtad 2017-04-16)

## BILAGOR

### Bilaga 1.

Traditionell Exempel H&M		
Finansiell risk + Rörelsens bidrag =		Avkastning till ägare
14,7% +	42,30%	57,00%
PE Exempel KappAhl		
Finansiell risk + Rörelsens bidrag =		Avkastning till ägare
46,6 % +	16,40%	63,30%
Källa: Årsredovisning 2010		

### Bilaga 2

<b>Familjeägda bolags synsätt</b>	<b>PE-uppköpta bolags synsätt</b>
<i>Med inriktning på familjeföretag</i>	
Vanligt med familjemedlemmar i ledningen.	PE är i grunden en fond
Diffus skillnad mellan ledning och ägare.	PE-fonder utför förvärv av bolag
Ägare och ledning engagerade i rörelsen.	Använder sig av finansiella lån
Ej kortsiktiga vinster	Gör sig av med den gamla ledningen i bolaget och tillsätter en helt ny.
Företagstänk är långsiktigt	Fokuserar på att maximera aktieägarnas avkastning,
Samma VD-position 15-20 år	Hög räntabilitet på eget kapital
Vilja att känna ett oberoende till finansiella institut	Fokus på målen under en period på 5-7 år.
Hög soliditet	Låg soliditet
Återinvesterar i företaget	Hög skuldsättningsgrad
Fokuserar på många mål	Fokuserar på ett mål i taget

Källa: (Brodin et al. 2000) & (Nyman, Lundgren och Rösiö 2012)



### Bilaga 3

PE-uppköpta bolag	Traditionella bolag med familjeägt synsätt
Alfa Laval AB	NIBE Industrier AB
Intrum Justitia AB	Atrium Ljungberg AB
Nobia AB	Wallenstam AB
Oriflame cosmetics AB	NetEnt AB
Tradedoubler AB	Moment Group AB
	Cellavision AB
KappAhl AB	H&M AB
SOBI AB/Swedish Orphan Biovitrum	RaySearch AB
BE Group AB	Holmen AB
Lindab International AB	Nolato AB
Nederman Holding AB	AQ Group AB
HMS Networks AB	B3IT Management AB
Duni AB	The Lexington Co. AB