



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKA89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

HT – 2014

Eftereffekter av en LBO-transaktion

– Hur presterar de under en ekonomisk kris?

Författare:

Joel Danielsson

Gustav Eriksson

Marcus Erixson

Handledare:

Alexander Paulsson

Abstrakt

- Titel:** Eftereffekter av LBO-transaktion – Hur presterar de under en ekonomisk kris?
- Seminariedatum:** 2015-01-15
- Kurs:** FEKH89, Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå, 15 hp
- Författare:** Joel Danielsson, Gustav Eriksson, Marcus Erixson
- Handledare:** Alexander Paulsson
- Nyckelord:** Leverage buyout, Private equity-företag, Finanskrisen, Värdeskapande
- Syfte:** Syftet med studien är att undersöka om det går att påvisa skillnader i värdeskapande mellan företag som genomgått LBO-transaktion av private equity-företag och liknande företag som inte genomgått samma förändring.
- Metod:** En deduktiv ansats med kvantitativ metod används i studien.
- Teoretiska perspektiv:** Koller, Goedhart och Wessels värderingsmodell, Agentkostnadsteorin, Fria kassaflödesteorin
- Empiri:** Undersökningen baseras på nyckeltal som beräknats utifrån de utvalda företagens årsredovisningar mellan åren 2006 och 2013.
- Slutsats:** Det går inte att påvisa någon övergripande signifikant skillnad för värdeskapande mellan de två grupperna. Företagen som genomgått LBO-transaktion visar tendenser på något sämre resultat.

Abstract

Title:	The effects of an LBO transaction– How do they perform during an economical crisis?
Date of seminary:	2015-01-15
Course:	FEKH89, Degree Project in Finance, Undergraduate Level, Business Administration, 15 ECTS-credits
Authors:	Joel Danielsson, Gustav Eriksson, Marcus Erixson
Supervisor:	Alexander Paulsson
Keywords:	Leverage Buyout, Private Equity Companies, Financial Crisis, Value Creation
Purpose:	The purpose of this report is to analyze whether it is possible to prove any differences in the ability to value creation between companies that has gone through a Private Equity sponsored LBO-transaction and their peer group who has not experienced a similar change in their owner structure.
Method:	A deductive approach with quantative method is used in the report.
Frame of Reference:	Koller, Goedhart and Wessels value model, Agency cost-theory , Free cash flow theory
Empirical Findings:	The examination is based on ratios, which are calculated from the annual reports between the years of 2006 and 2013, of the companies that make up the sample.
Conclusion:	It is not possible to prove any overall significant difference in terms of value creation, between the two samples. The companies which has gone through an LBO-tansaction shows tendencies of worse capacity to value creation.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	6
1.1 Bakgrund.....	7
1.1.1 LBO-vågor.....	7
1.1.2 Finanskrisen.....	9
1.2 Begreppsdefinitioner.....	11
1.3 Problemdiskussion.....	11
1.4. Problemformulering.....	14
1.5. Syfte.....	14
1.6 Avgränsningar.....	14
1.7 Målgrupp.....	15
1.8. Examensarbetets uppbyggnad.....	16
2. Teoretisk referensram	17
2.1 Leveraged buyouts.....	17
2.2 Val av nyckeltal	19
2.3 Tidigare forskning.....	22
2.3.1 Tidigare forskning: LBO och dess prestation efter avyttring.....	22
2.3.2 Tidigare forskning - LBO och värdeskapande	24
2.4. Hypotes.....	28
3. Metod och data.....	29
3.1 Forskningsansats.....	29
3.2 Datainsamling	30
3.3 Urval	31
3.3.1 LBO-företag.....	32
3.3.2 Kontrollgrupp.....	32
3.4 Bortfallsanalys	33
3.5 Val av tidsperiod.....	33
3.6 Tidshorisont	33
3.7 Motivering av nyckeltal	34
3.7.1 Kollers, Goedhart och Wessels modell.....	34
3.7.2 Kaplans forskningsmodell (1989a).....	36
3.7.3 Finanskrisen.....	37
3.8 Val av statistiskt test	39
3.9 Metodkritik	41

4. Resultat och analys	43
4.1 ROIC	43
4.2 Omsättningstillväxt	46
4.3 Fritt Kassaflöde/Omsättning.....	48
4.4 Fritt Kassaflöde/Totala Tillgångar.....	50
4.5 EBITDA-marginal.....	52
4.6 CAPEX/Omsättning	54
4.7 CAPEX/Totala Tillgångar	56
4.8 Sammanfattande analys	59
5. Slutsats och förslag till vidare forskning	60
5.1 Slutsats.....	60
5.2 Hur gick det för företag A och B?.....	62
5.3 Förslag till vidare forskning.....	62
6. Källförteckning	63
7. Bilagor	66

1. Inledning

Studiens inledning syftar till att introducera läsaren till det valda ämnesområdet. Historien bakom fenomenet leveraged buyouts och dess trendvågor genomgås, samt finanskrisers historia. Detta följs av studiens problemdiskussion, problemformulering och syfte där läsaren får en bild av vad densamma syftar till att utreda. Slutligen redovisas studiens avgränsningar och målgrupp.

Året är 2008 och den ekonomiska kris som haft sin början i USA gör sig kännbar i Sverige. På grund utav de stora effekterna på Sveriges handelspartners i Europa och USA påverkas de svenska företagen negativt. Export och import minskar i snabb takt, och en global finansiell kris går inte att förneka.

De svenska företagen A och B befinner sig båda inom bilindustrin och stor del av deras omsättning grundar sig i export till andra länder. Företag A har precis genomgått en stor omstrukturering, där private equity-företaget C förvärvade dem år 2002. Köpet finansierades till 70 procent av belånat kapital, vilket innebar att företag A sattes i hög skuldsättning. Målet med förvärvet var att effektivisera företag A så de skulle nå upp till sin fulla potential och bli en starkare och mer konkurrenskraftig aktör på bilmarknaden. Det höga lånet skulle betalas av med hjälp av ett förbättrat kassaflöde, men risken för konkurs med de höga räntebetalningarna gick inte att förbise. 2006 sålde C vidare företaget till en strategisk köpare, och gick med stor vinst. Vinsten vittnade om ett starkare företag!

Under tiden A befann sig i C:s ägande fortsatte B att på egen hand utvecklas och effektivisera sin organisation för att bli ett starkare företag. Omsättningen ökade och företaget expanderade och blev allt större. När krisen nu sköljer över Europa och den ena banken efter den andra går omkull inser de båda att de står inför en tuff utmaning. Nu gäller det att kunna vara flexibel och lyckas stå emot de hårda krafterna. De vet båda om att med det tuffa ekonomiska klimatet som väntar kommer bankerna bli mer restriktiva med utlåning till privatpersoner vilket kommer att påverka bilindustrin. Färre människor kommer vara villiga att köpa ny bil.

Trots de dystra utsikterna är både A och B positiva inför framtiden, de anser sig vara väl förberedda att ta sig igenom krisen. Företag A tror att deras stora omstrukturering i organisationen, den nya expertisen C bidragit med och ett mindre slösaktigt beteende, som följd av höga räntebetalningar, ska bidra till att de ska stå sig starka. B litar fullt ut på sin långa tradition och stabila utveckling och tror att kontinuiteten i företaget ska leda dem igenom krisen.

År 2009 slår vågen in över Sverige på riktigt och försäljningen inom bilindustrin halveras. Tusentals förlorar sina jobb och en minst sagt ansträngd situation uppstår. Har A blivit ett starkare företag eller är det endast ett luftslott som byggts upp? Har B:s traditionella styre och stadiga utveckling bidragit till att de missat förändringar i omvärlden och gjort dem mindre flexibla? Svaret lär dröja ytterligare fyra år.

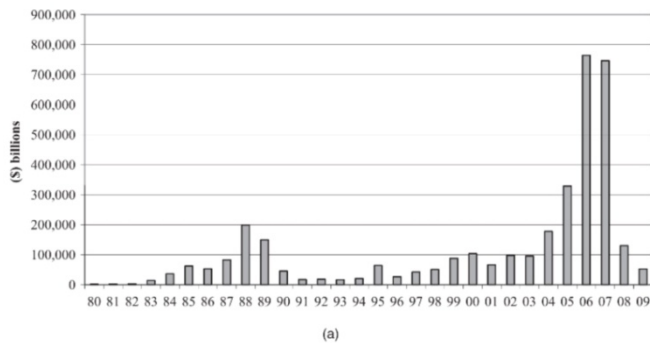
1.1 Bakgrund

1.1.1 LBO-vågor

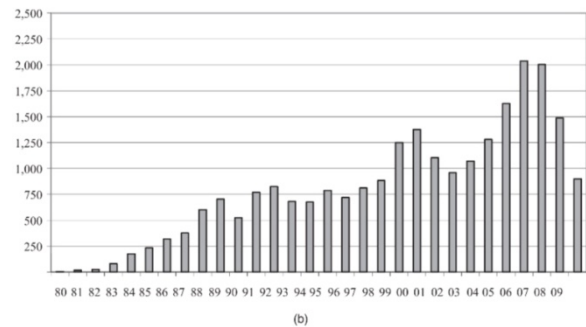
Fenomenet Leveraged Buyout går tekniskt sett långt tillbaka i historien. Redan 1919 köpte Henry Ford tillbaka samtliga aktier i sitt bolag Ford Motor Company då hans strategiska planer inte överensstämde med företagets aktieägares. Återköpet kostade honom \$106 miljoner, varav \$75 miljoner var finansierade genom lån från ett antal banker. (Guaghan, 2011, ss. 293-294)

År 1955 lade McLean Industries ett bud på företaget Waterman genom att låna \$42 miljoner och finansiera resterande \$7 miljoner genom att sälja preferensaktier i företaget. Efter köpet använde sig McLean Industries av Waterman's kassa och andra tillgångar för att betala av nästan halva lånebeloppet, närmare bestämt \$20 miljoner. (Levinson, 2006, s. 46)

Specialisering inom leveraged buyouts vaknade dock ordentligt till liv under 1970-talet som ett resultat av en lågvärderad börs. Mellan 1972 och 1974 föll Dow Jones Index från 1036 till 578, och hade vid botten ett genomsnittligt P/E-tal på 6,0. Tidigare LBO-transaktioner motiverades främst av strategiska fördelar, men den lågt värderade aktiemarknaden resulterade i att flertalet investerare såg möjligheten att köpa upp bolag från börsen med hjälp av belåning. Detta gav upphov till nya företag som specialiserade sig på att genomföra leveraged buyouts, varav några exempel är Kohlberg Kravis & Roberts (1976), Thomas Lee Partners (1974), och Forstmann Little (1978). (Guaghan, 2011, ss. 294-295)



A) Värde av LBO-transaktioner globalt 1980-2010 (Guaghan, 2011, s. 295)



B) Antal LBO-transaktioner globalt 1980-2010 (Guaghan, 2011, s. 295)

Under början av 1980-talet fick leveraged buyouts ett rejält uppsving, en trend som i mitten av decenniet drevs på av att större företag blev måltavla för förvärv och nådde sin topp i slutet av decenniet. Trots detta svarade leveraged buyouts endast för sju procent av antalet företagstransaktioner, där resterande del bestod av sammanslagningar. Mätt i värde utgjorde dock leveraged buyouts 21,3 procent av transaktionsvärdet, vilket visar på att värdet av en LBO-transaktion vanligen var större än en sammanslagning. Under 1988 började marknaden för skräpobligationer falla samman. Då majoriteten av LBO-verksamheten vid den här tidpunkten till stor del var finansierad av liknande finansieringslösningar, föll värdet på LBO-aktiviteterna drastiskt under 1990 och 1991. Därefter drabbades framförallt USA av en recession som höll värdet på LBO-transaktionerna nere under större delen av 90-talet. Trots detta höll sig antalet transaktioner relativt stabilt under dessa år, vilket ovan framgår av diagram B. (Guaghan, 2011, s. 295)

Andra hälften av 1990-talet påbörjades med en positiv trend för leveraged buyouts, en trend som bortsett från korrigeringsåren, 2001 och 2003, skulle fortsätta ända till uppsving mellan år 2004 till 2007 där extrema värden för LBO-transaktioner uppnåddes. Detta uppsving var ett resultat av stark ekonomi med stigande aktiemarknad, driven av bostadsbubblan i USA i kombination med låga räntor, vilket tillsammans gjorde skuld tunga LBO-affärer mer lönsamma. (Guaghan, 2011, s. 295)

Åren innan 2006 hade LBO-företag en genomsnittlig årlig avkastning på 13,2 procent (Samuelson, 2007). Under åren 2006 till 2007 ägde sju av historiens tio största LBOs rum, vilket tydligt framgår i diagram A ovan. Denna utveckling fick ett abrupt slut i och med finanskrisens intåg. År 2008 raserade det totala transaktionsvärdet, och år 2009 var värdet åter på nivåer som inte bevitnats sedan 1990-talets andra hälft. Allt detta trots rekordlåga räntor. Förklaringen anses ligga i kapitaltillgången som var begränsad till följd av finanskrisen. (Guaghan, 2011, ss. 295-296)

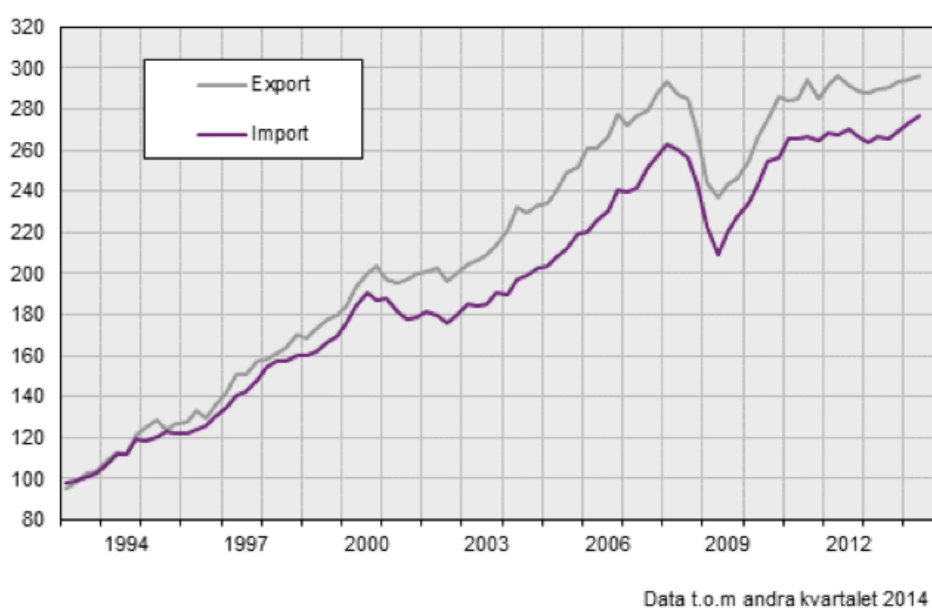
1.1.2 Finanskrisen

Genom historien har ett flertal finanskriser bevitnats varav ett flertal fört med sig förödande effekter på världsekonomin. En av de hittills värsta var den djupa depressionen i början av 1930-talet, vilket var ett resultat av att den amerikanska börsen kraschade hösten 1929. Detta var en korrigerande av 1920-talets optimism som hade resulterat i kraftig börsuppgång. När den optimistiska framtidstron byttes till pessimism sjönk börsen drastiskt. Investerarna sålde sina innehav i panik för att kunna återbetala de lån, med vilka de finansierat sina investeringar. Intäkterna från försäljningen täckte i få fall den höga belåningen, vilket resulterade i en rad konkurser för stora banker. Krisen var snart spridd över resten av världen, och den globala krisen bröt på allvar ut under år 1931. Creditanstalt, Österrikes största bank, tvingades ställa in sina betalningar, vilket gav förödande effekter då Creditanstalt tillhörde en av Centraleuropas viktigaste banker. Värst drabbad var emellertid USA då deras industriproduktion halverades mellan 1929 och 1932. (Schön, 2014, ss. 323-325)

Under 1990-talets andra hälft utbröt en finanskris i Asien till följd av en rådande valutakris i Thailand. Värdet på Thailands valuta Baht föll kraftigt, och som följd ökade priset på en USA-dollar med 50 procent. Krisen spred sig snart utanför Thailands gränser, mest påverkade blev länderna i Sydostasien, som även de drabbades av påtagliga valutafall. Det bildades en negativ spiral, där fallande valutor och stigande räntor ledde till finansiella problem för företag, banker och hushåll. Dessa fick därmed minskat förtroende för till landets valuta och ekonomi, vilket bidrog till stora ekonomiska problem för de sydostasiatiska länderna. (Krugman, 2009, Kap. 4)

År 2007 utbröt en ekonomisk kris i USA som skulle komma bli av betydande karaktär, som ett resultat av kraftigt fallande bostadspriser efter år av rekordhöga prisökningar. De sjunkande priserna ledde till utmätningar av säkerheter från låntagarna och bolåneinstitut som gick i konkurs. Effekterna spred sig till stora delar av ekonomin då många stora företag var tungt investerade i den amerikanska bolånesektorn. (Pomfret, 2012) För investmentbanker, såsom Lehman Brothers, blev förlusterna från derivatkontrakten så pass allvarliga att de tvingades i konkurs. Amerikanska staten och centralbanken Federal Reserve Systems, Fed, tvingades agera för att försöka att stilla krisen, och gjorde stora investeringar för att stimulera. (Kim, Nofsinger, & Mohr, 2010) Den globalt sammankopplade ekonomin bidrog till att krisen snabbt spred sig världen över.

Under 2008 hade krisen spritt sig över Atlanten och påverkade de europeiska ländernas ekonomi, och därmed även Sveriges. Tillväxten stannade av och BNP för världens höginkomstländer föll i genomsnitt med 3,5 procent. Återgången i USA och England resulterade i minskad efterfrågan för import, vilket drabbade övriga exportländer (Pomfret, 2012). Då Sverige är ett relativt litet land med begränsad hemmamarknad anses landet exportberoende. Eftersom världsexporten i början av år 2009 föll till tre fjärdedelar av vad den var i april 2008 (Pomfret, 2012), är finanskrisens effekt på Sveriges ekonomi föga förvånande. Detta styrks även av att Sveriges BNP sjönk 2009 jämfört med året innan från 3 387 599 Mkr till 3 288 509 Mkr (Statistiska Centralbyrån, 2014). Diagrammet som är hämtat från Statistiska Centralbyrån visar på hur den svenska exporten och importen dalade under 2008.



(Statistiska Centralbyrån, 2014)

Ekonomiska kriser är historiskt återkommande och har stor påverkan på länders ekonomi och dess företag. Varningsklockorna har åter börjat ljuda när Rysslands valuta faller, och enligt CNN, i skrivande stund, tappat 46 procent mot USA-dollar. Bromsas inte valutaraset förväntas Rysslands ekonomi följa samma utveckling. Enligt Kommerskollegium utgjordes 52,4 procent av landets BNP på totalt 2090 miljarder USA-dollar, av internationell handel år 2007. Med anledning av detta torde omvärlden påverkas av ett dråpslag av sådan dignitet. Eftersom handel inte enbart sker nationellt utan i stor skala även internationellt, sprids kriser snabbt från land till land. När ett företags leverantörer och kunder drabbas av ekonomiska chocker, leder det till att export- och importberoende företag påverkas mest. (Harrison, 2014)

1.2 Begreppsdefinitioner

- Leveraged buyout, "LBO" - En transaktion där en investerare i form av ett företag, alternativt en fond, köper upp ett företag med hjälp av hög, 60 till 90 procent, belåning.
- Reverse Leveraged Buyout, "RLBO" - En transaktion där investerarna i en LBO-transaktion använder sig av börsnotering av företaget som avyttringsstrategi.
- Private Equity bolag, "PE-bolag" - Har som affärsidé att göra investeringar i företag genom diverse investeringsstrategier såsom leveraged buyout, affärsängel och venture capital. Ses ofta som finansiell sponsor som löser delar av sin kapitalanskaffning genom externa investerare till PE-bolaget självt.
- Management buyouts, "MBO" - En transaktion där ett företags ledning köper upp det företag de representerar. Vanligen genomförd med hjälp av hög belåning likt fallet LBO.

1.3 Problemdiskussion

Då nationers ekonomi är globalt sammanlänkade, finns det risker att ekonomiska kriser sprider sig som en löpeld över världen när enstaka länder råkar ut för problem. Finanskrisen 2007 som hade sin början i USA för att sedermera sprida sig till stora delar av Europa gav tydliga tecken på detta. Lehman Brothers och andra stora företags, fall vittnar om de förödande effekter en kris av sådan kaliber kan medföra. Svenska företag står inte skyddade mot omvärlden och måste vara rustade för förändringar som kan påverka dem negativt. Sverige har relativt hög export till länderna Storbritannien och USA, som drabbades hårt av krisen. Storbritannien står för cirka tolv procent av Sveriges export inom EU och exporten till USA uppgår till cirka sju procent av Sveriges totala export (Statistiska Centralbyrån, 2014). Detta för med sig att även svenska företag påverkas i snabb takt om dessa länder drabbas av ekonomiska problem och deras efterfrågan på import minskar. Den graf som tidigare presenterats, hämtad från Statistiska Centralbyrån, visar tydligt denna effekt. Det är därför viktigt för svenska företag med flexibilitet och förmåga att bemöta dessa problem på ett effektivt sätt.

Detta väcker frågan ifall specifika typer av ledning står starkare mot stora globala konjunktursvängningar och har lättare att återhämta sig efteråt. Denna studie har sin grund i att utvärdera om det är möjligt att påvisa att olika former av ägande påverkar ett företags prestationer vid en finansiell kris.

Private equity-företag är en form av riskkapitalister som investerar i företag i olika stadier främst genom tre olika tillvägagångssätt; som affärsängel, genom venture capital och genom förvärv. Venture capital används vid investeringar i företag som befinner sig i uppstartsfasen och är i behov av kapital, medan affärsänglar investerar i ett tidigare stadie. (Svenska Riskkapitalföreningen, 2014) Dessa transaktioner innebär sällan, enligt Kaplan & Strömberg (2009) en majoritetposition och medför därför ingen operationell kontroll för investerarna över det förvärvade företaget. Om de däremot investerar i medelstora och etablerade företag gör det oftast genom förvärv, där majoritetskontroll är en grundsten. Ett tillvägagångssätt för förvärv är leveraged buyouts, där olika former av lån används för att finansiera förvärvet. Skulderna tillskrivs sedan det företag som förvärvats. Dessa transaktioner motiveras enligt Svenska Riskkapitalföreningen (2014) med att företagen, ekonomiskt sett, inte uppfyller sin fulla potential. När sedan private equity-företag har företaget i sin ägo arbetar de för att öka företagets effektivitet, vilket ofta sker genom omstrukturering av organisationen, ett aktivt ägande och bidragande av erfarenheter och kunskap inom den specifika branschen. Med stöd av effektiviseringen ska det förvärvade företaget stå starkare mot konkurrensen och möjligtvis nå ut till nya marknader.

Private equity-företagen har länge fått utstå kritik från media för att investera kortsiktigt. De anklagas för att endast tillfälligt skapa maximalt värde i deras förvärvade företag, för att generera så stor vinst som möjligt vid sin avyttring. Risken som följer är, enligt Kaplan & Strömberg (2009), att förändringarna är kortsiktiga och på lång sikt visar sig värdeförstörande, att de utnyttjar ”market timing” genom felprissättning mellan skuld- och kapitalmarknaden. Ytterligare risk är att det kortsiktiga kassaflödet höjs för att klara räntebetalningarna på lånet på bekostnad av långsiktigt kassaflöde. Ett flertal tidigare undersökningar har studerat frågan och visar på att private equity-företag genererar ett positivt värde under sitt ägande, där Jensen (1986) visar att de skapar ekonomiskt värde. Denna studie bidrar med att undersöka om det värde som skapas på lång sikt, och därmed även efter private equity-företagets avyttring, är så konkurrenskraftigt som de själva menar och tidigare forskning visat.

Stor del av tidigare forskning är gjord på området RLBO (Holtbausen & Larcker, 1997, Muscarella & Vetsuypens, 1990, Cao & Lerner, 2006, Juks, 2010), där de förvärvade företagen återintroducerats på börsen, där samtliga visar på förbättrade prestationer. Kaplan & Strömberg (2009) visar att private equity-företag de senaste åren använder sig mindre av denna avyttringsstrategi. Vidareförsäljning till en strategisk köpare eller annat private equity-företag är istället mest förekommande, tillsammans stod dessa strategier för 62 procent av alla avyttringar i världen mellan åren 1970 och 2007. Med detta som utgångspunkt finns det för studien intresse i att utöka forskningen genom att undersöka de private equity-sponsrade LBO-transaktioner där avyttringsstrategin inte uteslutande utgörs av börsintroduktion.

Uppköp genom LBO-transaktioner bidrar till att företaget försätts med hög skuldsättningsgrad vilket sätter ekonomisk press på ledningen. Detta kan medföra positiva effekter såsom minskade ekonomiskt oförsvarbara utgifter och investeringar, samt effekten av skattesköld med hjälp av räntebetalningar. Det finns däremot en risk att den höga belåningsgraden en leveraged buyout medför, bidrar med negativ påverkan på företagen. Höga lån leder till höga räntekostnader, vilken är essentiellt att ha under kontroll. Fullföljer de inte ränte- och lånebetalningarna riskerar företaget att utmätas och försättas i konkurs. (Jensen, 1986)

Tidigare svensk forskning som genomförts på området har undersökt private equity-ägandets effekt på företagets operativa verksamhet (Bergström, Grubb och Jonsson, 2007) innan och efter en leveraged buyout, vilken visar att en transaktion bidrar med en positiv effekt på företaget. En uppdaterad undersökning inom området har genomförts som även inkluderar den senaste LBO-vågen, där slutsatsen dras att ingen större ekonomisk påverkan påvisas på den operativa verksamheten (Björnek, Khaled och Nilstoft, 2013). De har även utökat undersökningen genom att inte endast undersöka LBO-transaktioner genomförda av private equity-företag.

Med tanke på krisen som avslutade senaste vågen finns det intresse att undersöka om de företag som genomgått leveraged buyout står sig starkare jämfört med liknande företag, som inte genomgått en LBO-transaktion under denna period. Dels med anledning av de ökade kraven på ledningen, men även av private equity-företagets förmåga att effektivisera verksamheten. Denna studie bidrar med ett nytt perspektiv, där de undersökta företagen ställs i relation till liknande företag i liknande branscher och undersöker hur dem klarat sig under krisen, men även förmågan att återhämta sig åren efter.

1.4. Problemformulering

Går det att påvisa skillnader i förmåga till värdeskapande, under och efter finanskrisen, mellan svenska företag som tidigare genomgått en private equity-sponsrad LBO-transaktion, men avyttrats mellan åren 2004 och 2006, och företag som inte genomgått likadan förändring?

1.5. Syfte

Studiens syfte är att genomföra en jämförelse med avsikt att undersöka om skillnader i förmågan till värdeskapande går att påvisa mellan företag som genomgått en LBO-transaktion sponsrad av private equity-företag, och likvärdiga företag som inte genomgått en sådan transaktion. Urvalsgrupperna jämförs baserat på deras utveckling tiden efter LBO-företagen avvecklats, för att mäta om effekter lever kvar efter transaktionen. Undersökningen operationaliseras genom undersökning av följande nyckeltal; ROIC, fritt kassaflöde, omsättningstillväxt, EBITDA-marginal och investeringsaktivitet. Dessa nyckeltal beräknas för de båda grupperna var för sig och ställs mot varandra för att urskilja om skillnader finns.

1.6 Avgränsningar

Studien avgränsas till att undersöka leveraged buyouts på svenska företag, och då endast de genomförda av svenska private equity-företag. Detta eftersom de har i syfte är att skapa ett effektivare företag (Svenska Riskkapitalförbundet, 2014) vilken är av intresse att undersöka. De förvärvade företagen ska, på ett eller annat sätt, avyttrats från private equity-företagen senast 2006, med anledning av att de förändringar som genomförts ska vara implementerade i företaget och haft möjlighet att ge effekt. Ytterligare anledning är att det kan ta ett antal år innan företagen påverkas av finansiell distress som följd av den höga skuldsättningen (Kaplan & Strömberg, 2009), vilket studien ämnar ha med i beräkningen då en långsiktig bild av LBO-transaktionen eftersträvas. Private equity-företagen kan, som tidigare nämnts, förvärva företag i olika stadier. Då studiens intresse är att undersöka förändringen i redan etablerade företag, tas inte förvärv av företag i tidiga stadier med. De företag som undersöks i studien är uppköpta av private equity-företag som endast ägnar sig åt förvärv.

Då studiens urval baseras på det urval som använts i Bergström, Grubb och Jonssons (2007) studie angående leveraged buyouts är även dess avgränsningar relevanta att nämna. Dessa består av ett transaktionsvärde som uppgått till minst 5 miljoner dollar, dessutom ska minst ett av private equity-företagen som varit involverade i affären vara svenskt och tillhöra de 300 största private equity-sponsorerna i världen, mätt i förvaltad kapital. Dessa avgränsningar resulterar i ett urval på 73 fall av LBO-transaktioner.

Denna studie baseras på ytterligare avgränsningar, då endast avyttringar som inträffat mellan 2004 och 2006 undersöks för att få med de mer aktuella fallen och på så sätt se ifall eftereffekterna, av private equity-ägandet, lever kvar i företaget. De företag som i avyttringen, alternativt därefter, genom en fusion slagits ihop med annat företag har exkluderats från urvalet. Detta eftersom det inte går att skilja effekten av fusionen från effekten av LBO-transaktionen. Företag som gått i konkurs efter avyttring inkluderas, då exkludering av dessa företag kan ses som en manipulation av studiens resultat.

Undersökningen av företagets förmåga till värdeskapande avgränsas till två tidsperioder, år 2007 till 2010 och 2011 till 2013, vilket ger underlag för hur företagen presterat under finanskrisen men även åren efter.

1.7 Målgrupp

Studien riktar sig främst till studenter och professorer inom företagsekonomi med specialisering inom finansiering, samt yrkesverksamma inom samma ämnesområden. Den anses även vara ett inlägg i den allmänna debatten rörande riskkapitalbolagens kortsiktighet på bekostnad av företags långsiktiga välmående.

1.8. Examensarbetets uppbyggnad

1. **Inledning** - Studiens inledning syftar till att introducera läsaren till det valda ämnesområdet. Historien bakom fenomenet leveraged buyouts och dess trendvågor genomgås, samt finanskrisers historia. Detta följs av studiens problemdiskussion, problemformulering och syfte där läsaren får en bild av vad densamma syftar till att utreda. Slutligen redovisas studiens avgränsningar och målgrupp.
2. **Teoretisk referensram** - I detta kapitel behandlas de teorier studien baseras på och inleds av en förklaring av teorin bakom leveraged buyouts. Därefter presenteras de nyckeltal studiens undersökning använder sig av, följt av en redovisning av tidigare forskning inom LBO. Slutligen ställs de hypoteser som studien har i uppgift att undersöka.
3. **Metod och data** - Här redogörs och förklaras de tillvägagångsätt, modeller och undersökningsmetod som använts för att uppnå studiens syfte. Studiens urval redovisas tillsammans med bortfallsanalys samt val av tidsperiod. Därefter motiveras dess nyckeltal följt av en redogörelse över det val av statistiska test hypoteserna testas genom.
4. **Resultatanalys** - I detta kapitel redogörs för de resultat studiens statistiska test frambringt, diskuterat i jämförelse med tidigare studier och teorier. Resultaten redovisas per nyckeltal där resultat och diskussion är uppdelad på studiens två tidsperioder.
5. **Slutsatsdiskussion** - I studiens avslutande kapitel förs en diskussion kring dess resultat. Här reflekteras kring potentiella anledningar som kan ligga till grund för studiens utfall. Därefter ges, baserat på studien i sig, förslag på vidare forskning inom ämnet.

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel behandlas de teorier studien baseras på och inleds av en förklaring av teorin bakom leveraged buyouts. Därefter presenteras de nyckeltal studiens undersökning använder sig av, följt av en redovisning av tidigare forskning inom LBO. Slutligen ställs de hypoteser som studien har i uppgift att undersöka.

2.1 Leveraged buyouts

Definition

Ett företagsförvärv, av den här karaktären, är en transaktion i vilken en grupp investerare förvärvar majoriteten av ägarandelarna i ett företag, och därigenom övertar ägandet och kontrollen av företaget (Ogden, Jen, & O'Connor, 2003, s. 548). LBO är en förkortning av det engelska uttrycket leveraged buyout och syftar specifikt till företagsförvärv där majoriteten av finansieringen, vanligtvis 60 till 90 procent, utgörs av främmande kapital (Kaplan & Strömberg, 2009, s. 4).

Motiv

I litteraturen diskuteras två huvudsakliga fördelar med lånefinansierat uppköp;

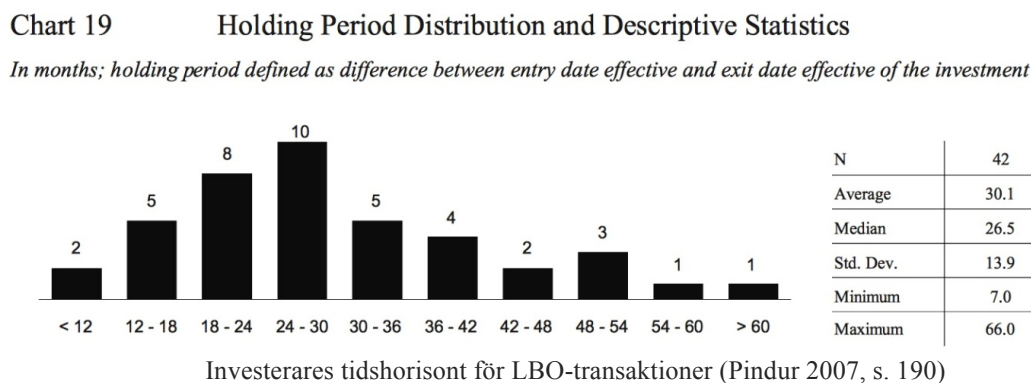
1) Ökar ledningens incitament - Studier visar att användningen av det fria kassaflödet effektiviseras efter ett uppköp, vilket dels förklaras av koncentrerat ägande som anses leda till ökad tillsyn och tydligare länk mellan ägare och ledning. Den höga belåningen leder till höga räntekostnader, vilket således resulterar i mindre omotiverade kostnader. Detta har sin grund i agentkostnadsteorin. (Weston, Mitchell, & Mulherin, 2004, ss. 419-420)

Jensen (1986) belyser i "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers" även han agentkostnadsteorin, som hävdar att med ökad belåning som följd av en LBO, leder till bättre kontroll på kassaflödet då investeringar med negativt nettonuvärde minskar. Detta kallar han den fria kassaflödesteorin.

2) Skattefördelar – Lowenstein (1985) kommer fram till att prispremien som den förvärvande parten är beredd att betala är finansierad främst med hjälp av kommande skattebesparingar. Eftersom det lånade kapitalet tillfaller företagets kapitalstruktur blir företaget även skyldig att betala ränta på lånen, vilket driver ner resultaten och därmed även företagets skatt. Ytterligare ett tillvägagångssätt är att företaget ökar avskrivningarna på sina tillgångar för att på så vis driva ned resultatet ytterligare och därmed även skattekostnaden (Kaplan 1989b, ss 611-612).

Investeringshorisont

Pindurs studie (2007, s. 190) undersöker 42 europeiska LBO-transaktioner som äger rum mellan åren 1993 till 2004 och funnit att dessa affärer har en investeringshorisont från sju till cirka 66 månader. Störst andel faller dock inom 24 till 30 månaders investeringshorisont, med ett genomsnitt för studien på 30,1 månader.



Avyttringsstrategier

Det finns i regel fem olika sätt att avyttra sin investering: börsnotering, "trade sale", sekundärt uppköp, försäljning till nuvarande ledning och likvidering av företagets tillgångar. Dessa är fördelade på två kategorier; private-to-private avyttring och private-to-public avyttring. I fallet private-to-public avyttrar investerarna företaget till den publika marknaden genom en nyemittering på börsen. Denna transaktion benämns vanligen RLBO, reverse leverage buyout. Förutsatt att företaget under LBO-transaktionen blev utköpt från börsen. Försäljningen av existerande aktier sker i en RLBO mellan nya köpare och gamla ägare, och genom denna transaktion får investerarna sin ersättning från avyttringen. Genom emittering av nya aktier kan bolaget erbjuda större andelar till marknaden och använda sig av intäkterna från detta till att betala av företagets kvarvarande skulder. (Pindur, 2007, ss. 40-41)

I en private-to-private avyttring behåller företaget sin position på den privata marknaden och avyttrar hela företaget till en tredje part. Denna kan vara en ny investerare liknande den säljande i en så kallad sekundärt uppköp. I en "trade sale" är köparen en strategisk investerare som ser potentiella synergier genom förvärvet. Det är även möjligt att avyttra hela innehavet till företagets styrelse genom en försäljning till nuvarande ledning. Slutligen finns även alternativet att stycka upp bolaget och sälja dess tillgångar. (Pindur, 2007, ss. 42-43)

2.2 Val av nyckeltal

För att mäta värdeskapande har studien sin grund i Koller, Goedhart och Wessels (2005, s. 54) modell för värdering. De beskriver tre bakomliggande faktorer som driver värde framåt. Dessa är ROIC, omsättningstillväxt och kassaflöde. Måtten är sammankopplade, men en bedömning av dessa mått är inte tillräckligt för att skapa en omfattande bild av värdeskapande.

För att återge en omfattande bild av företags värdeskapande, väljer studien att komplettera undersökningen med ytterligare nyckeltal. Dessa hämtas från Kaplan (1989a), som i sin studie undersöker operationella effekter vid en MBO. De nyckeltal som används är operativ vinst, investeringskostnad och fritt kassaflöde.

Kaplan (1989a) menar att det krävs mer än absoluta tal för att kunna göra en jämförelse mellan företag. Han menar att ställa nyckeltalen i relation till nettoomsättningen och totala tillgångar, bidrar med en ökad förståelse för företagets hälsa. Dessa är relevanta för kvoten då de valda nyckeltalen har sina grunder hos de båda. Att inte enbart fokusera på nyckeltalet, utan istället nyckeltalet i relation till en annan variabel, inbringar en mer omfattande syn på kassaflödets och investeringskostnadens förändring.

För att genomföra en rättvis jämförelse mellan företagsgrupperna använder sig studien endast utav kvoter, och därav valt bort att använda sig av absoluta tal som Kaplan även föreslår.

- **ROIC**, avkastning på investerat kapital =
$$\frac{\text{Rörelseresultat minskat med justerade skatter}}{\text{Investerat kapital}}$$

Nyckeltalet har sin grund i företagets konkurrensfördel, antingen genom att företaget begär ett högre pris vid såld produkt, att de effektivare kan producera sin produkt, eller en kombination av dessa. En hög ROIC-kvot innebär således ett grovt men representativt mått på företagets konkurrenskraft. (Koller, Goedhart och Wessels, 2010, ss. 59-68) Hur konkurrensfördelen skapas är något studien inte tar hänsyn till.

Trots att ROIC påverkas av olikheter i redovisningsprinciper beroende på branschtillhörighet, ger nyckeltalet en neutral jämförelse av den operativa lönsamheten, då den tar både vinstmarginal och kapitaleffektivitet i beaktning. (Bergström, Grubb & Jonsson, 2007)

- **Omsättningstillväxt** =
$$\frac{\text{Nettoomsättning}_1 - \text{Nettoomsättning}_0}{\text{Nettoomsättning}_0}$$

En hög expansionstakt, kan för ett företag bidra till ökat värdeskapande. Årlig tillväxt tillsammans med avkastning på investerat kapital är vad som genererar kassaflöde. (Koller, Goedhart och Wessels, 2010, s. 17) Utifrån tillgänglig information går det ej att skilja organisk från icke-organisk tillväxt för företagen i studien.

Korrelationen mellan de tre måtten är sedan tidigare deklarerad; tillväxt tillsammans med ROIC skapar kassaflöde vilket utgör en vital del av värdeskapande. Det bör dock poängteras att vid varje nivå av tillväxt, är en hög kvot av ROIC önskvärd, då detta innebär att värde skapas, givet att ROIC-kvoten är högre än kapitalkostnaden. Är däremot kapitalkostnaden högre än ROIC-kvoten, är företaget istället värdeförstörande, oavsett tillväxtstakt. (Koller, Goedhart och Wessels, 2010, s. 22)

- **Fritt kassaflöde** – Studien använder sig utav kassaflödet från den operationella verksamheten. Kassaflödet indikerar hur mycket pengar företaget faktiskt genererar genom sin verksamhet. Då kassaflödet finns tillgänglig i samtliga företags årsredovisningar för denna studies urval, är beräkningarna baserade på dessa. Således har företags kassaflöde från operationella verksamheten använts.

$$i) \quad \frac{\text{Fritt kassaflöde}}{\text{Nettoomsättning}}$$

$$ii) \quad \frac{\text{Fritt kassaflöde}}{\text{Totala tillgångar}}$$

- **EBITDA-marginal** =
$$\frac{\text{Operativt rörelseresultat}}{\text{Nettoomsättning}}$$

Nyckeltalet beräknar hur stor vinstmarginal den operativa verksamheten genererar.

- **Investeringskostnader** = $(\text{Materiella anläggningstillgångar}_1 - \text{Materiella anläggningstillgångar}_0) + \text{Avskrivningar}_1$

Måttet mäter företags nyinvesteringar. För att undkomma den övervägning en företagsledning alltid ställs inför, beträffande kortsiktig eller långsiktig prestation, innefattar studien även detta mått på investeringsaktivitet. Måttet tar inte hänsyn till förvärv eller avyttringar av organisationer.

$$i) \quad \frac{\text{Investeringskostnader}}{\text{Nettoomsättning}}$$

$$ii) \quad \frac{\text{Investeringskostnader}}{\text{Totala tillgångar}}$$

2.3 Tidigare forskning

I avsnittet presenteras först tidigare forskning som behandlar hur företag som genomgått LBO-transaktion presterar tiden efter avyttring. Därefter redovisas tidigare forskning som behandlar företagens utveckling beträffande värdeskapande under tiden för en leveraged buyout. Genomgången bygger på vad som undersöks i studierna och vilka resultat de genererat.

2.3.1 Tidigare forskning: LBO och dess prestation efter avyttring

1. Juks studie (2010) undersöker 998 företag som genomgått en RLBO-transaktion. I studien, som främst mätt företagets sociala ansvar, presenteras mått av företagets ekonomiska utveckling. Detta redovisas med hjälp av ett antal nyckeltal där värden före en LBO-transaktion jämförs med samma värden åren efter en RLBO.

Juks (2010, s. 69, 88) konstaterar att företagen i genomsnitt mer än dubblat sitt kassaflöde genom anläggningstillgångar, medan de samtidigt minskat sin omsättning med mer än 40 procent. Med utgångspunkt i hans resultat skriver han även att effekten av private equity-ägande är långlivad snarare än tillfällig.

Studiens tidsspann perioden före LBO samt efter RLBO för urvalet sträcker sig över väldigt lång tid, 0 till 12 år respektive 0 till 25 år. Även om majoriteten av urvalen faller inom en femårsperiod kan risken att det långa tidsspannet försämrar tillförlitligheten i LBO-transaktionens effekt på undersökta företag inte negligeras. (Juks, 2010, s. 86 - 87)

2. Cao och Lerner (2006) undersöker hur 496 RLBOs, mellan 1980 och 2002, presterat på aktiemarknaden efter sin återintroduktion på börsen jämfört med börsnoteringar av företag som inte genomgått LBO. Studiens jämförelse sträcker sig fem år efter börsnotering och visar att RLBOs konsekvent överpresterar såväl andra börsnoteringar som marknaden i stort. De redovisar även ett antal andra ekonomiska nyckeltal för RLBO-företagen där CAPEX genom totala tillgångar är det som passar in med studien. Cao och Lerner studie uppvisar ett medianvärde på 4,46 procent. Dock finns nyckeltal för övriga börsintroduktioner ej redovisade. (Cao, Lerner s. 4, 27)

Denna studie redovisar resultaten av ovanstående studie främst för att styrka entydigheten i tidigare forskning beträffande de positiva effekterna av en LBO även efter avyttring. Även om aktieprisutvecklingen kan spegla företagets värdeskapande, är det dock mindre applicerbart på jämförelsen i studien då större delen av urvalet är privata företag.

3. Holtbausen och Larckers (1997) studie är, likt tidigare exempel, baserad på företag som genomgått RLBO. De fokuserar på den operativa prestationen genom att jämföra dess utveckling för företag som genomgått RLBO jämfört med företag inom samma bransch som inte genomgått likadan procedur. Som urval använder de totalt 90 RLBOs där LBO ägde rum under 1985 till 1986 med introduktion på börsen mellan 1986 och 1987.

De lyckas konstatera att medianvärdet för RLBO-företagens operativa prestanda är signifikant bättre året innan och under börsintroduktionen, jämfört mot medianvärdet för urvalets industrikonkurrenter. De redovisar ett genomsnitt av de fyra första åren efter börsintroduktion och finner att medianen för nyckeltalet kassaflödet genom totala tillgångar är 15 procent för RLBO företagen, jämfört med endast 4,1 procent för industrikonkurrenterna. De påvisar även att företagen som genomgått RLBO efter börsintroduktion haft högre investeringar än sina konkurrenter genom att finna ett CAPEX genom totala tillgångar på 5,6 procent jämfört med 0,4 procent för jämförelsegruppen.

Trots att de kan identifiera en försämring av den operativa prestandan ju längre tid från företagets börsintroduktion som undersöks, fortsätter RLBO-företagen att överträffa sina jämlika företag i åtminstone fyra år efter börsintroduktionen. (Holtbausen & Larcker, 1997, ss. 9, 13, 14)

Samtligt ovanstående forskning är baserad på RLBOs och kan med anledning av det komma att skilja sig från denna studies resultat. Detta kan även kritiseras då det inte ger en övergripande bild av effekterna av en LBO-transaktion i sig, utan endast där avyttringen skett genom återintroduktion på börsen. Då detta blivit mindre vanligt bör det inte vara möjligt att applicera dessa resultat på LBO-transaktioner i sin helhet. Studien finner inte någon jämförbar studie som fokuserar på eftereffekterna av LBO transaktioner som äger rum på svenska marknaden, utan redovisad tidigare forskning är gjord på globala, alternativt är den fokuserad på amerikanska, marknaden.

2.3.2 Tidigare forskning - LBO och värdeskapande

1. Kaplans (1989a) studie undersöker management buyouts, MBOs, påverkan på företag. Han undersöker MBOs genomförda under perioden 1980-1985 och som genomförs på den amerikanska aktiemarknaden. Totalt sett fyller 76 företag dessa kriterier.

Kaplan använder sig utav tre olika nyckeltal. Dessa är EBITDA, investeringskostnader och kassaflöde från den operativa verksamheten. För att komplettera dessa absoluta mått undersöker han dem på tre olika sätt.

- i) i absoluta tal
- ii) i relation till totalt kapital
- iii) i relation till total omsättning

Kaplan (1989a, ss. 224-225) poängterar vikten av att mäta dessa innan skatt då MBOs har påverkan på vilken skatt som betalas, vilket är något han vill undkomma.

Hans undersökning visar att EBITDA och kassaflöde ökar och att investeringskostnader däremot minskar efter en buyout. Beträffande EBITDA visar Kaplans resultat signifikant ökning gällande alla tre nivåer. Investeringskostnaderna visar även de en minskning, gällande alla tre nivåer, om än inte signifikant för varje undersökningsår. Till sist så visar Kaplan även en signifikant ökning för kassaflöde, även här på alla de tre nivåer han använt sig av.

Den kritik som kan riktas mot Kaplan är att hans studie baseras på MBO, istället för LBO som denna studie undersöker. Skillnaden är marginell men ack en skillnad. Ytterligare kritik är att Kaplan undersöker MBOs som genomfördes mellan 1980 och 1986, vilket innebär att den bör ses som föråldrad och i behov av uppdatering. Denna studie är därav av intresse för att undersöka om Kaplans resultat stämmer överens med dagens effekter av en LBO-transaktion.

2. Bergströms, Grubbs och Jonssons studie (2007, ss. 1-6) undersöker värdeskapande av den operativa verksamheten och den påverkan en LBO-transaktion innebär för ett företag. Valet att fokusera på den operativa verksamheten motiveras av att de anser att det är här äkta värdeskapning sker, oberoende av kapitalstruktur eller andra skatterelaterade åtgärder. Studien innefattar 73 svenska företag som genomgått en LBO-transaktion under perioden 1993-2006.

Studien använder sig av tre nyckeltal för att mäta värdeskapande som påföljd av en LBO-transaktion; omsättningstillväxt, ROIC och EBITDA-marginal. För omsättningstillväxt har de inte kunnat påvisa någon signifikant skillnad jämfört med hur tillväxthastigheten såg ut före transaktionen. Däremot går det att påvisa att både ROIC och EBITDA-marginalen förbättras som följd av en LBO-transaktion. (Bergström, Grubb & Jonsson, 2007, s. 35)

De drar slutsatsen att, trots deras positiva differenser på EBITDA och ROIC, inte kan påvisa att det sker något extra värdeskapande på grund av en LBO-transaktion. (Bergström, Grubb & Jonsson, 2007, s. 35)

Kritik mot studien är att den kan anses ge en för kortsiktig och tillfällig bild av resultaten från en LBO-transaktion. Intresse kan finnas i att undersöka om resultaten och värdeskapandet är stadigvarande över en längre period av tid. Risken däremot med en långsiktig undersökning är att det kan påverkas av andra faktorer än de relaterade till en LBO-transaktion. Men vid ett tillräckligt stort urval av företag bör det gå att utläsa sannolika resultat om det föreligger tydliga skillnader för hela urvalet, då det rimligtvis bör finnas anknytning till LBO-transaktionen om hela urvalet reagerar på liknande vis.

3. Gills och Visnjics (2013, s. 1) studie från 2013 avgränsar sig till att enbart undersöka företag, som en gång varit publika, blir förvärvade genom en LBO-transaktion och därefter blir återintroducerade på marknadsbörser. Studien undersöker huruvida ägandestruktur speglar företags prestation. Studien väljer att undersöka hur företaget presenterar under den tid de är PE-ägda. Studien undersöker på både operationell basis och beträffande effektiviteten jämfört med kontrollgruppen bestående av publikt ägda företag.

Studien använder fem nyckeltal för att mäta prestationen. De som är i enlighet med denna studies nyckeltal är operativt kassaflöde/totala tillgångar och till viss mån EBIT/totala tillgångar samt EBIT/omsättning (Gill & Visnjic, 2013, s. 7), då denna studie istället använder sig utav EBITDA.

Studien visar att det finns en positiv utveckling på flertalet av nyckeltalen. Det som är av intresse för denna studie är att de finner det operativa kassaflödet/totala tillgångar och EBIT/totala tillgångar och EBIT/omsättning påvisar alla i genomsnitt en signifikant högre kvot än kontrollgruppen. (Gill & Visnjic, 2013, s. 19)

Gill och Visnjic undersökning sticker ut på grund av sitt urval då de lägger vital vikt vid att företagen måste använt sig av återintroduktion på den amerikanska aktiemarknaden, medan denna studie ställer andra krav angående avyttringsstrategier och avgränsar sig till svenska företag. Gill och Visnjic undersöker företagens prestation under tiden de är PE-styrda, medan denna studie undersöker tiden hur företagens förmåga att skapa värde efter dem har erfarit en avyttring.

4. Studien från Loos (2005) undersöker huruvida en LBO-transaktion effektiviserar verksamheten. Han menar att det handlar om att generera ytterligare kassaflöde för att på så sätt öka värde. Loos anser att det finns fyra direkta möjligheter att nå ökat kassaflöde: att reducera kostnader, öka effektiviteten av tillgångarna, öka tillväxt och att vara en stark aktör på den finansiella marknaden.

Studien är av djupgående karaktär men det som är relevant för denna studie är att Loos undersöker omsättningstillväxten, kassaflödet samt lönsamheten hos LBO-företagen.

För samtliga nyckeltal finner han signifikanta skillnader, vilket innebär i detta fall att tillväxten, kassaflödet samt lönsamheten uppvisar en starkare och bättre utveckling än kontrollgruppen i samma industri.

5. Muscarella & Vetsuypens (1990) undersöker RLBOs men undersöker, till skillnad från Cao och Lerner, inte enbart på företagets aktiekurs. Deras studie redovisar även hur ett antal nyckeltal förändrats ett år innan LBO jämfört med ett år innan börsintroduktion. Urvalet baseras på företag som genomgått RLBO mellan åren 1976 till 1987 och är uppdelat på tre grupper av olika transaktioner, där företag som i helhet genomgått LBO är det som är applicerbart på denna studie. Av nyckeltalen de jämfört är främst omsättningstillväxt och EBITDA-marginal av intresse i studien.

Deras studie visar att urvalets median för omsättningen ökar med 21,39 procent medan medianen för urvalets EBITDA-marginal under perioden ökar med 19,27 procent. Av studiens urval på 72 företag är dessa siffror baserade på 14 kontra 13 företag. (Muscarella & Vetsuypens, 1990, s. 1390, 1399, 1400)

Studiens urval för hela LBOs är relativt litet och större delen av det totala urvalet utgörs av företagsdivisioner som genomgått LBO. Därför kan det ifrågasättas att de lyckas få en rättvisande bild av utvecklingen för urvalsgruppen för hela LBOs, vilken är mest aktuell för denna studie. Eftersom studien undersöker effekten av RLBOs under fenomenets tidiga år, vilket ligger 30 år från denna studie, kan dock resultaten studierna emellan skilja med tanke på de marknadsimperfectioner som är mer påtagliga i uppköpsmetoden LBOs tidiga skede.

2.4. Hypotes

Framtagandet av hypoteser grundar sig i tidigare forskning och den teori studien använder sig utav. Detta är presenterats ovan.

De hypoteser som baseras från Kollers värderingsmodell är.

1. H_0 =Det föreligger skillnader i ROIC mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
 H_1 =Det föreligger ej skillnader i ROIC mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
2. H_0 =Det föreligger skillnader i omsättningstillväxt mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
 H_1 =Det föreligger ej skillnader i omsättningstillväxt mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

De hypoteser som baseras i Kaplans (1989a) studie angående den operationella påverkan en MBO innebär.

3. H_0 =Det föreligger skillnader i FCF/Omsättning mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
 H_1 =Det föreligger skillnader i FCF/Omsättning mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
4. H_0 =Det föreligger skillnader i FCF/Totala tillgångar mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
 H_1 =Det föreligger skillnader i FCF/Totala tillgångar mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
5. H_0 =Det föreligger skillnader i EBITDA-marginal mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
 H_1 =Det föreligger ej skillnader i EBITDA-marginal mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
6. H_0 =Det föreligger skillnader i CAPEX/Omsättning mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
 H_1 =Det föreligger skillnader i CAPEX/Omsättning mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
7. H_0 =Det föreligger skillnader i CAPEX/Totala tillgångar mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.
 H_1 =Det föreligger skillnader i CAPEX/Totala tillgångar mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

3. Metod och data

Här redogörs och förklaras de tillvägagångssätt, modeller och undersökningsmetod som använts för att uppnå studiens syfte. Studiens urval redovisas tillsammans med bortfallsanalys samt val av tidsperiod. Därefter motiveras dess nyckeltal följt av en redogörelse över det val av statistiska test hypoteserna testas genom.

3.1 Forskningsansats

Vid insamling av empiri finns det enligt Bryman & Bell (2011, s. 11) två förhållningssätt till empiri: deduktiv och induktiv ansats. I en deduktiv ansats härleder forskaren en hypotes utifrån vad som är känt inom ett visst område, och av de teoretiska övervägande i relation till det valda området. Hypotesen genomgår därefter en empirisk undersökning för att kunna accepteras eller förkastas. En induktiv ansats innebär däremot att forskaren arbetar utifrån sin empiri. Resultatet från empirin undersöks och analyseras vilket ska leda fram till en sannolik slutsats. Då studien utgår ifrån att hypoteser formuleras ur empirisk forskning och teoretiska modeller anses den deduktiva ansatsen vara mest lämplig.

Utöver metodansats finns det ytterligare en viktig faktor att ta hänsyn till, vilket enligt Bryman & Bell (2011, s. 26-28) är om det genomförs en kvalitativ eller kvantitativ studie. Den kvalitativa studien utförs vanligen med en induktiv ansats och bygger på ett skapande av teorier utifrån forskning om hur individer upplever studerade händelser. Kvantitativa studien baseras däremot på en deduktiv ansats där teorier objektivt testas. Synen på kunskap är positiv, vilket innebär att kunskapen är baserad på empiriska erfarenheter. Då kvantitativ data samlas in anses den kvantitativa metoden mest lämplig.

Utifrån de valda ansatserna kommer statistiska test utföras med ett 95 procentigt konfidensintervall för att testa om nollhypoteserna kan accepteras eller förkastas.

3.2 **Datainsamling**

I studien används en sekundäranalys av data, vilket innebär att de data som analyseras inte är skapad på egen hand utan inhämtad från andra institutioner och därmed inte primärt utformad för denna studie. Den stora fördelen med en analys av detta slag är att det är ett tidseffektivt och mindre kostsamt tillvägagångssätt för att samla in det data som behövs för att utföra studien. Däremot finns en risk då kvaliteten på det data som samlas in ej kan kontrolleras och inte kan tas för given. (Bryman & Bell, 2011, kap. 13) För att beräkna de nyckeltal som analyseras i studien hämtas, från Retriever Business, data från respektive företags årsredovisning, vilket är en licensierad databas som innehåller information om svenska bolag som är hämtad från Bolagsverket. Alla årsredovisningar som skickas in till Bolagsverket skall vara granskad av en auktoriserad revisor, vilket innebär att tredje part godkänt kvaliteten i handlingen. Utifrån detta anses den data som samlas in och analyseras vara av hög kvalité och kan därmed användas.

Vid inhämtning av material föreslår John Scott (1990:6) fyra kriterier som bör tas i beaktande (Bryman & Bell, 2011, s. 545):

- Autencitet – är materialet äkta och av obestridligt ursprung?
- Trovärdighet – är materialet fritt från fel och förvridning?
- Representativt – är materialet typiskt för sitt slag?
- Meningsfullhet – är materialet tydligt och begripligt?

Även dessa kriterier tas i beaktande vid inhämtning av data från årsredovisningarna som används i studien. Då årsredovisningarna har sitt ursprung i Bolagsverket bör de ses som autentiska. Årsredovisningarna anses vara typiska för sitt slag och är tydligt och begripligt utformade vilket leder till minskad risk för feltolkning. Som tidigare nämnts granskas årsredovisningarna av auktoriserade revisorer, det går dock inte att helt utesluta risken att det kan förekomma felaktigheter i årsredovisningar. Risken att dessa felaktigheter skulle vara av stor och betydande karaktär bedöms som relativt låg och anses därmed vara trovärdiga. Då dessa kriterier är uppfyllda anses den insamlade data vara av hög kvalité.

Urvalet har inhämtats från Bergström, Grubb och Jonssons (2007) studie, då dessa anses vara ett representativt urval som passar väl in i studiens syfte. För att identifiera jämförelsegruppen används Retriever Business. Dels finns en branschindelning för alla företag, vilket används då

jämförelsebolagen ska härstamma från liknande branscher som LBO-företagen. En konkurrensanalys utförs även för att urskilja bolag med omsättning av jämförelsevisa nivåer inom branschen, där utgångspunkten för jämförelsen är 2006 för att grupperna ska vara jämförbara innan finanskrisen bryter ut. Vidare förklaring och förtydligande beskrivs i avsnitt 3.3 Urval.

De forskningsartiklar och litteratur som används i studien anses vara av hög kvalitet då de är dels skrivna av ansedda professorer inom området, som exempelvis Kaplan (1989, 1989b, 2009), samt är granskade innan publicering och anses därmed vara tillförlitliga. Databaser som används till artikelsökning är LUBsearch, Business Source Complete och Google Scholar. Forskningsartiklar samlas in i syfte att belysa tidigare inriktning och fokus inom ämnet och därav visa på områden inom ämnet som fortfarande saknar djupare forskning, där studien ämnar placera sig.

För att en studie ska anses trovärdig är det viktigt med hög reliabilitet, vilket innebär att resultaten är tillförlitliga och oberoende av vem som utför testen. För att säkerställa en hög reliabilitet i studien är det viktigt att minska de slumpmässiga felen vid beräkningen av nyckeltalen (Bryman & Bell, 2011), vilket görs genom en kontrollräkning. Då källorna för den insamlade data och informationen som används anses tillförlitliga, vilket beskrivs tidigare i avsnittet, styrker detta en hög reliabilitet i studien.

3.3 Urval

Urvalet för undersökningen består av två grupper av företag för att kunna göra en jämförelsestudie. De två grupperna består av företag som genomgått en LBO-transaktion och en jämförelsegrupp av företag med liknande egenskaper, där varje grupp utgörs av 36 företag.

Urvalets storlek är ett sätt att för studien att skapa yttre validitet. Väsentligt är urvalets storlek mätt i absoluta mått, och inte relativa (Bryman & Bell, 2011). Därmed är validiteten för samtliga studier där urvalet haft storleken 30 jämförbar, oavsett storleken på hela gruppen där urvalet är tagen från. Det är väl vedertaget att det finns ett positivt samband mellan storleken på urvalet och studiens validitet. Även om ett minimum är svårt att fastställa, antas måttet för centrala gränsvärdessatsen vara ett bra mått, där 30 är en tumregel enligt Köhler & Wahlgren (2006).

Denna studie inbegriper ett urval bestående av två grupper om 36 företag i varje, jämförda över tidsperioden 2006-2013 med totalt 4032 observationer fördelade på sju nyckeltal, vilket stärker den yttre validiteten.

3.3.1 LBO-företag

Urvalet av företag hämtas ur Bergström, Grubb och Jonssons (2006) undersökning ”The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation”, då dessa bolag är förvärvade utav Private Equity-företag och alla har avyttrats innan 2006. Då avsikten med denna studie är att undersöka företagets prestation efter avyttring under finanskrisen (2007-2010) och åren efter (2011-2013) anses detta urval vara väl representativt för studien. Från studien begränsas urvalet till företag där avyttringen av företaget gjorts mellan 2004 och 2006. Anledningen är att kvarlevande effekterna efter en LBO och Private Equity-företagens ägande i studien ska undersökas. Detta innebär att Private Equity-företagen genomfört sin omstrukturering av de förvärvade företagen innan finanskrisen bröt ut och deras effektivisering i företagen är därmed inte påverkad av krisen.

3.3.2 Kontrollgrupp

För att identifiera jämförbara företag till företagen som genomgått en LBO, väljer studien att utgå ifrån två kriterier: bransch och omsättning.

- Branschtillhörighet: Att använda företag inom samma branscher har fördelar, exempelvis att branscher emellan erfar olika konjunkturkänslighet. Att matcha jämförelsegruppens företag så de härstammar från liknande branscher ger en rättvisare jämförelse och minskar risken att grupperna består av företag som är olika känsliga inför kraftiga konjunktursvängningar.
- Omsättning: Att i studien välja företag utifrån omsättningsstorlek anses fördelaktigt. För att åstadkomma en robust jämförelse läggs stor vikt beträffande omsättningen i företagen från jämförelsegruppen. Detta anses även vara ett tillförlitligt tillvägagångssätt för att mäta storlek på företag, och är därför en utgångspunkt i urvalsprocessen. Jämförelsen bygger på företagets omsättning vid år 2006, för att identifiera företag som är jämförbara innan finanskrisen. Detta ger en mer rättvis jämförelse än ifall omsättningsstorleken hämtas från 2013 års siffror, då risken är stor att de skiljer sig åt vid tidpunkten för studiens undersökningsperioder och resultaten riskerar då att bli missvisande.

3.4 Bortfallsanalys

Av de 73 bolag som undersöks i Bergström, Grubb och Jonssons studie, där urvalet hämtas ifrån, väljs 15 företag bort på grund av de avgränsningar som görs, eftersom de avyttrats tidigare än 2004. Ur resterande urval på 58 företag som genomgått en LBO, och avyttrats mellan 2004 och 2006, väljs ytterligare 21 företag bort. Anledningarna till bortfallen är främst två orsaker. För en del bolag saknas helt eller delvis information om deras räkenskaper, och det är därmed inte genomförbart att beräkna nyckeltal för dessa. Andra bolag har genom fusion eller förvärv blivit en del av ett annat företag. Det går därmed inte att beräkna nyckeltal för det specifika företaget som genomgick en LBO. Det anses inte rättvisande att inkludera dessa företag i studien och väljs därmed bort.

Nedan finns en sammanställning för bortfallen för respektive år som inkluderas i studien:

Avyttring	2004	2005	2006	Totalt
Urval	19	25	15	59
Bortfall	6	8	9	23
Slutligt urval	13	17	6	36

3.5 Val av tidsperiod

Studien avser att undersöka de företag som genomgått en LBO-transaktion, men har vidare blivit avyttrade mellan åren 2004 till 2006. Tidsperioden motiveras utifrån vad som presenteras i 3.3 Urval, att förändringen i företagen implementerats innan finanskrisen hunnit bryta ut.

3.6 Tidshorisont

Utifrån studiens syfte används år 2006 som basår för analysen. Detta med anledning av att Sverige drabbades som hårdast av finanskrisen först år 2008, vilket ger utrymme för viss påverkan av företagens nya ledning innan krisens intåg.

Den valda tidsperioden för undersökningen av resultaten innefattar därmed åren 2006 till 2013. Studien avser att undersöka hur företagstyperna har presterat under, samt efter finanskrisen.

Tidsperioden kan därmed uppdelas i två perioder; den första tidsperioden avser att undersöka företagets prestation under finanskrisen, 2007 till 2010. Den andra perioden avser att undersöka tidsperioden efter finanskrisen, 2011 till 2013. Tidsperioderna kommer ställas i relation till år 2006, för att urskilja finanskrisens påverkan på de två jämförelsegrupperna.

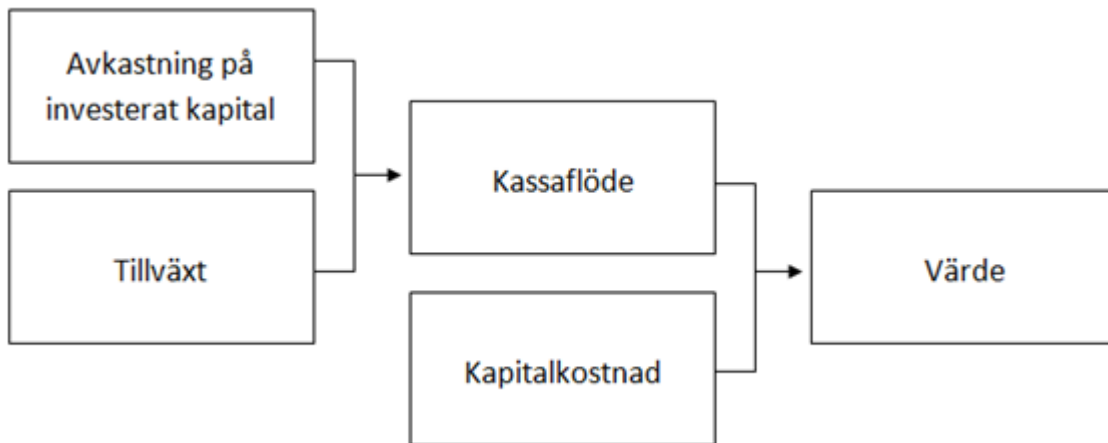
3.7 Motivering av nyckeltal

3.7.1 Kollers, Goedhart och Wessels modell

Studien utgår ifrån de nyckeltal som används i Koller, Goedhart och Wessels (2010, s. 17-19) modell för att värdera ett företag. I sin modell beskriver de vilka faktorer som klassificeras som de värdedrivande faktorerna vid värdeskapning, vilka är avkastning på investerat kapital, omsättningstillväxt och kassaflöde. Det är av denna anledning studien väljer att använda sig av dessa nyckeltal för att bedöma om det finns skillnader i de båda urvalsgruppernas förmåga till värdeskapande.

De beskriver hur företags värdeskapande kan förklaras genom att företaget förvaltar ägarens pengar, som genom företagets investeringar förväntas generera en större summa med tidens gång. Som bilden nedan visar, genereras kassaflöde genom en kombination av tillväxt och avkastning på investerat kapital, ROIC. Hur mycket kassaflöde som genereras är skillnaden mellan kassans utflöde och kassans inflöde för investeringen. För att fastställa värdet måste således kapitalkostnaden dras av. (Koller, Goedhart och Wessel, 2010, ss. 17-19)

Då studien inte har i avsikt att beräkna ett slutligt värde på företagen, utan förmågan till värdeskapande, undersöker studien de tre nyckeltal som är sammanlänkade och starkt bidragande till värdeskapning; ROIC, tillväxt och fritt kassaflöde. Slutsatser dras således av de värdedrivande nyckeltalen studien väljer att nyttja. Detta innebär att kapitalkostnaden inte tas med i studiens beräkningar.



(Koller, Goedhart och Wessel, 2010, s. 18)

För att skapa värde måste företagen kontinuerligt investera kapital, med en förväntad avkastning som överstiger deras kapitalkostnad, för att i framtiden generera kassaflöde. Mer investerat kapital, vilket mäts genom tillväxt, leder således till en större värdeökning. Företag måste finna balans mellan tillväxt och ROIC för att generera optimalt kassaflöde. Relationen mellan tillväxt, ROIC och kassaflöde är vad som driver värdeökningen framåt och anses därmed vara ett välaktat mått på ett företags prestation. (Koller, Goedhart och Wessel, 2010, ss. 17-19)

“Value is a particularly helpful measure of performance because it takes into account the long-term interests of all the stakeholders in a company, not just the shareholders.”

- (Koller, Goedhart och Wessel, 2010, s. 3)

Företags förmåga att maximera sitt långsiktiga värdeskapande för aktieägare, har även visat sig skapa större sysselsättning, resultera i bättre förhållanden för dess anställda, ökad kundnöjdhet samt ett starkare ansvarstagande. Värdeskapande handlar således om att finna balansen mellan kortsiktig prestation och att genomföra investeringar som leder till långsiktig prestation. Det är därför av betydande vikt att skilja värdeskapande för aktieägare från exempelvis prognostiserad vinst kommande år. (Koller, Goedhart och Wessel, 2010, s. 3-4)

Dessa nyckeltal går väl ihop med tidigare studiers valda av nyckeltal för att mäta värdeskapande, vilket ökar trovärdigheten då de för studien bör anses vara goda mått på värdeskapande. Detta bidrar till att studiens inre validitet stärks, då det är en bedömning av hur väl studien undersöker det valda syftet. En erkänd modell i värdeskapande i kombination med stöd från tidigare forskning anses i

studien leda till god inre validitet. En viktig dimension i validiteten är hur väl studien beskriver verkligheten (Bryman & Bell, 2011). Då studien har en god grund för de valda nyckeltalen anses det finnas förankring till verkligheten.

Kritik beträffande nyckeltalet ROIC är att det inte tar hänsyn till avkastningskrav och därav inte specificerar om effekten är positiv eller negativ. Nyckeltal baserade på vinster och resultat från årsredovisningar kan manipulerats av ledningen och är därav inte heller en fullt godtroget nyckeltal. (Rappaport, 1986, s. 31) Då det i studien utförs sju olika nyckeltal anses det ge en tillräckligt heltäckande bild av företagets prestation för att kompensera för de brister det finns i enskilda nyckeltal.

3.7.2 Kaplans forskningsmodell (1989a)

För att återge en omfattande bild av företagets förmåga till värdeskapande, väljer studien att komplettera Koller, Goedhart och Wessels värderingsmodell med Kaplans (1989a) modell för bedömning av en MBOs påverkan på den operativa verksamheten, som bedömning för värdeskapande. Enligt Kaplan (1989a) är dessa nyckeltal mått på värdeskapande, och anses därför vara väl funktionella för bedömning, samt beskrivning av den påverkan en LBO innebär, trots att Kaplans (1989) studie utgår ifrån MBOs.

De nyckeltal Kaplan (1989, s. 224) utgår ifrån är EBITDA-marginal, investeringskostnader och fritt kassaflöde, vilka bedömer den operationella effekten som erfaras till följd av en MBO. Värt att poängtera är att båda modeller föreslår att kassaflödet bör undersökas. I denna studie används Kaplans (1989a) metod att mäta kassaflödet och investeringskostnaderna i relation till nettoomsättning och totala tillgångar. Detta ger en bredare bild av resultatet för nyckeltalen, och en mer rättvisande jämförelse då storleksskillnader mellan företagen skulle bidra till snedvridna resultat. Kaplan (1989a, s.225) skriver dessutom att skäl till jämförelser av relativa nyckeltal är att prestationer efter företagen avyttras påverkas av förvärv- eller avyttringsaktiviteten som företagen har bedrivit.

Att använda sig av ovanstående nyckeltal ger enligt Kaplan (1989a, s. 224) en omfattande bild av företagets värdeskapande på såväl kort som lång sikt. Operativ inkomst bedömer företagets förmåga att finansiera sin verksamhet genom den operativa verksamheten, vilket ger en tydligare bild av hur

företaget faktiskt presterar. Farris, Bendle, Pfeifer och Reibstein (2010) menar att genom användning av EBITDA undkommer studien problematiken angående kortsiktig alternativt långsiktig prestation och manipulation av räkenskaperna. Detta då EBITDA ger mindre utrymme för differenser på grund av olika policier företag emellan. Investeringskostnader är ett mått för att beräkna de investeringar företaget genomför och kassaflödet beskriver hur mycket pengar företaget genererar. Dessa nyckeltal är intressanta utifrån principal-agent-teorin (Jensen, 1986) då den höga skuldsättningen en LBO medför starkare och effektivare kontroll över kassaflödet och mindre utrymme för onödiga investeringar.

Att undersöka företags investeringsaktivitet undersöker studien även den generella uppfattningen om att private equity-företag agerar utifrån kortsiktiga incitament, såsom att uppnå bra delårsrapporter på bekostnad av långsiktiga investeringar.

Genom att komplettera Koller, Goedhart och Wessels (2005) värderingsmodell med Kaplans (1989a) tillvägagångssätt anses den inre validiteten styrkas ytterligare. Studien får en bredare grund än om den avgränsas till endast en modell.

3.7.3 Finanskrisen

Ytterligare anledning till att nyckeltalen är relevanta för undersökning är att de kan tänkas påverkas av den globala finanskrisen. När export och import minskar för svenska företag är risken stor att det påverkar företagets omsättning och därmed tillväxtpotentialer. Med lägre omsättning är det av intresse att undersöka huruvida de kan bibehålla sin EBITDA-marginal genom att hantera kostnaderna effektivt, eller om marginalerna sjunker. Med lägre omsättning påverkas företagets ingående kassaflödet och det är därför av intresse att undersöka hur investeringsaktiviteten påverkas av att kassaflödet minskar. Om företaget fortfarande har förmåga att fortsätta investera eller kommer detta minska som följd av lägre omsättning och lägre kassaflöde.

Då ekonomiska kriser påverkar länder olika hårt försvårar det möjligheten att dra generella slutsatser ur resultaten. Länder som skiljer sig starkt från Sverige påverkas antingen mer eller mindre av en kris lär få skilda resultat än de som studien kommer fram till. Detta försvagar den yttre validiteten i studien, vilket är en bedömning på hur väl slutsatserna går att generalisera.

3.7.4 Sammanfattning av nyckeltal

De valda nyckeltalen i studien används inte endast av Kaplan (1989a) och Koller, Goedhart och Wessel (2005), utan är vanligt förekommande i tidigare studier inom området. Nedan följer en sammanfattning av tidigare forskning där nyckeltalen förekommer, för att ytterligare styrka motiven till att de används.

Nyckeltal	Tidigare forskning
ROIC	Bergström, Grubb och Jonsson (2007)
Omsättningstillväxt	Muscarella & Vetsuypens (1990), Bergström, Grubb och Jonsson (2001), Loos (2006)
Kassaflöde	Juks (2010), Holtbausen & Larckers (1997), Kaplan (1989a), Gills & Visnjics (2013), Loos (2006)
Investeringsaktivitet	Cao & Lerner (2006) Holtbausen & Larckers (1997), Kaplan (1989a)
EBITDA-marginal	Muscarella & Vetsuypens (1990), Kaplan (1989a), Bergström, Grubb och Jonsson (2007), Gills & Viscnjics (2013), Loos (2006)

3.8 Val av statistiskt test

3.8.1 Hypotestest:

Studiens hypotestest bygger på Körner & Wahlgren (2006, kap. 8) och ger upphov till följande struktur:

1. Utifrån studiens syfte formuleras en nollhypotes (H_0) och en mothypotes (H_1). I statistiska undersökningar innebär nollhypotesen (H_0) oftast att det inte föreligger någon skillnad mellan undersökningsobjekten ($H_0: \mu=0$). För denna studie skulle det innebära att det inte går att säkerställa en statistisk skillnad i värdeskapande under och efter finanskrisen för de två undersökta urvalsgrupperna. Mothypotesen (H_1) kan vara *ensidig* eller *tvåsidig*, då syftet med denna studie är att undersöka om en av urvalsgrupperna har bättre eller sämre förmåga till värdeskapande används en *tvåsidig* mothypotes (H_1). I studien upprättas en hypotes per nyckeltal som undersöks.
2. Fastställa signifikansnivån, α , vilket innebär risken att nollhypotesen (H_0) förkastas när den är sann. Enligt Körner & Wahlgren (2006, s.194) sätts signifikansnivån innan urvalet görs vid klassisk hypotesprövning, och studien använder fem procent som kritiskt område.
3. Normalfördelstesta urvalet för att fastställa vilket statistiskt test som är mest lämpligt att använda. Förutsättningarna för normalfördelningen diskuteras närmare i nästa avsnitt.
4. Efter de statistiska signifikanstesterna accepteras eller förkastas nollhypotesen (H_0). Är p-värdet högre än α accepteras nollhypotesen (H_0).

De två felaktiga besluten som en hypotesprövning kan resultera i enligt Körner & Wahlgren (2006, s. 200) är:

- Typ-I-fel, en sann nollhypotes (H_0) förkastas.
- Typ-II-fel, en falsk nollhypotes (H_0) inte förkastas.

Desto lägre signifikansnivå, α , desto lägre är risken att en sann nollhypotes (H_0) förkastas.

3.8.2 Signifikanstest:

Det finns två typer av metoder vid signifikanstest: parametrisk och icke-parametrisk metod. Icke-parametriska metoder används i situationer där förutsättningarna för en parametrisk metod inte är uppfyllda, det vill säga inte normalfördelade eller ett litet stickprov. Då förutsättningarna är uppfyllda ger den icke-parametriska metoden en lägre styrka eller lägre effektivitet. Styrkan innebär sannolikheten att förkasta nollhypotesen när den är felaktig och effektiviteten mäts i förhållande till det bäst motsvarande parametriska testet. (Körner & Wahlgren, 2006, s. 328)

Körner & Wahlgren (2006, s. 328) menar att förutsättningarna i försökssituationen bör avgöra valet för vilken metod som ska användas. För studien innebär det att ett t-test utförs då urvalet är normalfördelat medan Wilcoxon's rangsummetest utförs vid icke normalfördelat urval.

Studien utgår ifrån den *centrala gränsvärdessatsen* (Körner & Wahlgren, 2006, s. 131), vilket innebär att vid tillräckligt stora urval kan variablerna anses vara approximativt normalfördelade. Då urvalsgrupperna består av 36 företag i var grupp, antas det i studien att normalfördelning råder och ett parametrisk test kommer utföras i form av t-test. Vid utförande av t-test är det viktigt att fastställa ifall variablerna som ska testas är beroende eller oberoende av varandra. I studien antas ett beroende finnas mellan variablerna utifrån två anledningar. Den första bygger på en försiktighetsprincip, då risken att förkasta nollhypotesen när den är sann är mindre vid beroende test stärker detta testens styrka och risken att dra felaktiga slutsatser blir mindre (Körner & Wahlgren, 2006). Den andra anledningen bygger på kvalitativa antaganden, då urvalsgrupperna hämtas ur liknande branscher och är av samma storlek antas de påverkas likartat av makroekonomiska händelser på marknaden. Då studien har finanskrisen som utgångspunkt anses det finnas ett mått av beroende mellan grupperna, att reaktionerna grupperna mellan följs åt.

Utifrån de antaganden som gjorts fastställs att ett t-test med parvisa observations utförs. T-test anses vara en robust metod som är okänslig för skiftningar i förutsättningarna, vilket innebär att testen fungerar väl trots att de teoretiska förutsättningarna för normalfördelning inte är helt uppfyllda. Det fungerar väl då materialet inte är alltför snett fördelat och inte innehåller många extremvärden (Körner & Wahlgren, 2006, kap. 7). För att hantera urvalens extremvärden används winsorizing (Tukey, 1962). Metoden innebär att värden utanför en viss förbestämmd percentil ändras till värdet för percentilen. I studien används 5:e och 95:e percentilen, vilken innebär att värden över och under dessa sätts till värdet för respektive percentil. Detta innebär att enskilda extrema värden inte påverkar medelvärdet påtagligt, medan urvalet inte påverkas och fortfarande består av 36 företag i varje grupp. I uträkningarna av nyckeltalet ROIC finns extremvärden som är så höga att 5 och 95 percentilerna inte anses vara rimliga, utan 10 och 90 percentilerna används istället.

Vid t-test med parvisa observationer, som studien utgår ifrån, beräknas en differens mellan grupperna. Denna differens behandlas därefter som ett stickprov, och undersöks om den är skild från noll. Går det att påvisa en signifikant skillnad, förkastas nollhypotesen. (Körner & Wahlgren, 2006, ss. 176-177) Studiens tester utförs genom att, för varje enskilt år, testa de två urvalsgruppernas medelvärde för samtliga sju nyckeltal mot varandra. Detta för att urskilja om differenser finns för något av åren grupperna emellan.

Som komplement till de valda hypoteser kommer det även utföras t-test inom de två urvalsgrupperna där en jämförelse för varje nyckeltal utförs mellan åren 2006 till 2010 och 2006 till 2013. Perioden 2006 till 2010 undersöks för att utröna om signifikant skillnad för respektive grupp under åren för finanskrisen går att säkerställa. Detta utförs för att se hur finanskrisen påverkat de två grupperna var för sig, och undersöka ifall någon av grupperna haft en signifikant minskning eller ökning av medelvärde. Perioden 2006 till 2013 undersöks dels för att få en långsiktig bedömning på urvalsgruppernas förmåga till värdeskapande, samt att undersöka om de går att fastställa huruvida krisens spår lever kvar även tiden efter. Detta ses som en undersökning av urvalsgruppernas enskilda förmåga till värdeskapande.

3.9 Metodkritik

Att applicera kvantitativ forskningsmetod på sociala studier har ofta kritiserats. Denna kritik finner sin grund i att metoderna ursprungligen är utvecklade för att appliceras på naturliga fenomen. När samma metoder appliceras på sociala studier anses skillnaderna mellan naturliga fenomen och sociala sammanhang ignoreras. Genom analyser av variabler presenteras en statisk bild av sociala sammanhang, vilken är skild från individerna som utgör densamma. Med anledning av detta anses en sådan metod utgöra ett artificiellt resultat, som starkast kan ses som antaganden snarare än fakta. (Bryman & Bell, 2011, s. 167-168) Trots kritiken mot den valda forskningsmetoden anses det vara den metod som är bäst lämpad för att uppnå syftet med studien.

Att använda sig av historisk finansiell data vid nyckeltalsberäkning har enligt Koller, Goedhart och Wessels (2005, s. 385) två brister. Dels står ledningen mellan valet att investera för att nå långsiktig värdeskapande eller att försöka påvisa ett kortsiktigt värdeskapande. Detta är något som finansiella data inte tar i beaktande. Den andra bristen är att ledningen även, i viss mån, kan välja att redovisa kostnader och vinster vid olika perioder och på så sätt manipulera en delårsrapport.

Som Koller, Goedhart och Wessels (2005) poängterar så finns det ett problem att undersöka historisk data då det inte ger en helhetsbild av hur företaget presterat. Eftersom studien väljer att undersöka den avsedda perioden ger det endast en inblick i hur företaget *har* presterat. Däremot finns det inget som tyder på att de valda måtten tar hänsyn till problematiken deklarerat i tidigare stycke; kompromissen mellan kortsiktig och långsiktig prestation. (Koller, Goedhart och Wessels, 2005, s. 403)

Studiens val att inte ta hänsyn hur väl rustade företagen är för framtida prestationer, beror på att studien enbart avser historisk prestation, en jämförelse hur prestationerna varit under den valda perioden, och inte framtida. Då studien undersöker en period på åtta år anses problematiken angående kompromissen mellan kortsiktig och långsiktig prestation delvis undvikas. För att förmildra problematiken ytterligare, undersöks investeringsaktiviteten, vilken presenterats tidigare.

Utifrån teorier är skattefördelar ett av motiven bakom LBO-transaktioner. Att använda sig utav skatteskölden i en undersökning är något Kaplan och Strömberg (2009) riktar kritik mot. De menar att dessa beräkningar bygger på för många egna antaganden och är därmed svårt att avgöra hur stor påverkan den verkligen har. Denna kritik är något studien väljer att anpassa sig efter, då rättvisa antaganden och beräkningar inte anses kunna genomföras. Därmed använder sig inte studien av dessa beräkningar.

4.Resultat och analys

I detta kapitel redogörs för de resultat studiens statistiska test frambringat, diskuterat i jämförelse med tidigare studier och teorier. Resultaten redovisas per nyckeltal där resultat och diskussion är uppdelad på studiens två tidsperioder.

I följande avsnitt diskuteras resultaten utifrån hypoteserna angående skillnaderna för varje nyckeltal mellan urvalsgrupperna. För varje nyckeltal presenteras ett diagram med respektive urvalsgrupps medelvärde för varje år för att ge en klarare bild av resultaten. Dessa hypoteser kompletteras med diskussion angående respektive gruppens enskilda utveckling under perioden 2006 till 2010 och 2006 till 2013. Detta utförs för att ge en djupare förståelse för hur urvalsgrupperna påverkats av finanskrisen. Alla tester bygger på 36 företag i varje urvalsgrupp, vilket innebär att inga bortfall har skett.

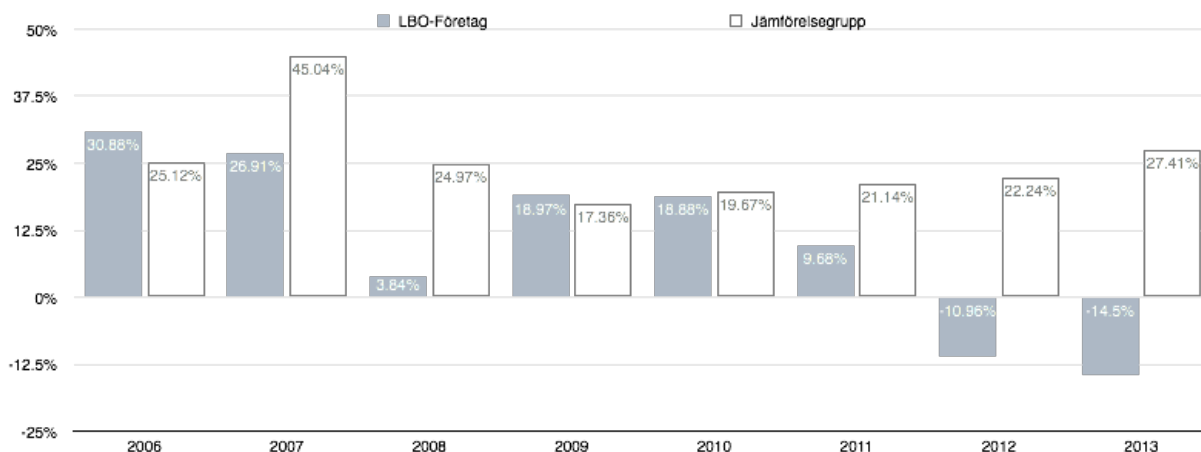
4.1 ROIC

I detta avsnitt testas hypotes 1:

H_0 =Det föreligger ej skillnader i ROIC mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

Som bekant har Bergström, Grubb och Jonsson studerat den förändring en LBO-transaktion innebär för ett företags operationella verksamhet. För att påvisa värdeskapande använder de sig av tre nyckeltal. Dessa är omsättningstillväxt, ROIC och EBITDA-marginal. Deras undersökning, som likt denna studie fokuserar enbart på den svenska marknaden, visar att ROIC-kvoten har en positiv utveckling efter en LBO-transaktion jämfört med tiden innan.

Utifrån studiens utförda t-test på nyckeltalet ROIC är det inte möjligt att statistiskt säkerställa en signifikant skillnad mellan de företag som genomgått LBO och deras jämförelsegrupp.



År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P-värde	0,566	0,180	0,037	0,877	0,920	0,073	0,011	0,020

Finanskrisen (2007-2010)

Det går för perioden inte att förkasta nollhypotesen, vilket innebär att signifikanta skillnader mellan grupperna inte går att säkerställa.

Intressant att reflektera över är att för år 2008, som tidigare presenterats som det år då finanskrisens effekter anträdde Sverige, är p-värdet på 0,0370 och är således det enda år där skillnad kan säkerställas. Det kan utifrån gruppernas medelvärden utläsas att den grupp som för detta år presterat starkast är studiens jämförelsegrupp. Närmare bestämt den grupp som består av företag som ej genomgått en LBO-transaktion.

Under perioden påvisar båda företagsgrupper enhetlig trend då de från år 2006 bevitnar en positiv trend fram till år 2008, där båda erfar en negativ utveckling från åren innan. År 2009 visar en ökning för studiens urvalsgrupp för LBO-företagen, medan en försämring kan påvisas för dess jämförelsegrupp. Perioden avslutas år 2010 med en mindre förstärkning i medelvärdet för de företag som genomgått en LBO-transaktion. Jämförelsegruppen står under samma år stabila med ett medelvärde liknande året innan.

Sammanfattningsvis går det att utläsa att båda grupper sett en negativ utveckling under perioden, vilket troligen finner sin förklaring i finanskrisens intåg. Slutligen går det att fastställa att endast LBO-företagen visar signifikant skillnad i sitt medelvärde från 2006 till 2010.

Efter finanskrisen (2011-2013)

För perioden efter finanskrisen går det att utläsa att LBO-företagen erfarit en negativ trend för nyckeltalet ROIC, som gått från ett medelvärde på 9,69 procent år 2011 till -14,51 procent år 2013. Jämförelsegruppen har däremot sett sitt medelvärde stärkas med en utveckling från 21,14 till 27,41 procent under samma period. Med hänsyn till de skilda trender som kan bevittnas, kan det påstås att företag som ej genomgått en LBO erfar en blygsam ökning efter krisen, och därmed presterar bättre jämfört med LBO-företagen som sett sitt nyckeltal kraftigt försämrats. Det går för perioden att säkerställa signifikant skillnad får två av åren, närmre bestämt år 2012 och år 2013.

Slutlig kommentar

Vad som kan utläsas ur studiens statistiska test är att LBO-företagen erfar en negativ trend för hela studieperioden, år 2006 till år 2013, då de gått från ett genomsnittligt medelvärde på 30,88 till -14,51 procent. Denna utvecklings signifikans kan dessutom säkerställas statistiskt.

För jämförelsegruppen kan däremot ingen signifikant skillnad säkerställas. Jämförelsegruppens medelvärde har ökat från 25,12 procent år 2006, till 27,41 år 2013.

	Finanskrisen				Efter finanskrisen		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
H0	Accepteras	Accepteras	Förkastas	Accepteras	Förkastas	Förkastas	Accepteras

H₀ förkastas år 2009, 2011 och 2012. Signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

H₀ accepteras resterande år. Inga signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

Mellan åren 2006 till 2013 har jämförelsegruppen, med undantag för år 2009, haft högre ROIC än LBO-företagen. Som tidigare redovisats är ROIC-kvoten en viktig faktor i processen för värdeskapande. En hög ROIC bör således alltid eftersträvas. (Bergström, Grubb och Jonsson, 2007) Med hänsyn till den betydande roll ett företags ROIC fyller för värdeskapande, finns med anledning av den lägre ROIC LBO-företagen erfar, indikationer på att dessa skapar mindre värde än jämförelsegruppen. Detta innebär att avkastningen från deras investeringar försämrats under perioden, vilket gör det svårare för LBO-företagen att skapa värde i samma utsträckning som jämförelsegruppen.

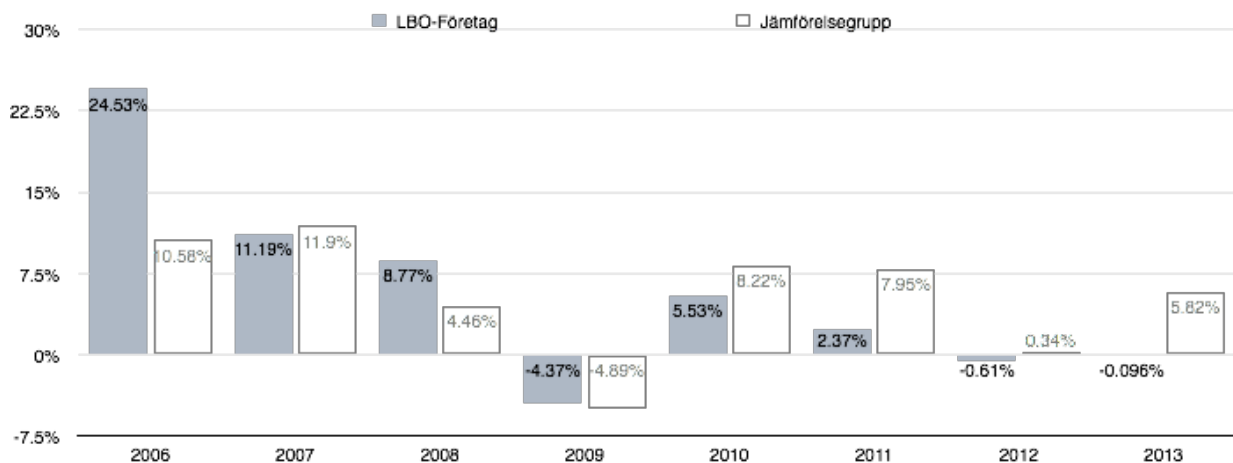
Det resultat som presenteras ovan bestrider det resultat som Bergström, Grubb och Jonsson (2007) genererat, där de visar att företag, som följd av en LBO-transaktion, ökar sin ROIC. Resultaten av denna studie visar på motsatsen, nämligen att LBO-företagens ROIC minskar jämfört med jämförelsegruppen, sett till studiens undersökningsperiod.

4.2 Omsättningstillväxt

I detta avsnitt testas hypotes 2:

H_0 =Det föreligger ej skillnader i omsättningstillväxt mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

Av tidigare redovisad forskning behandlas företagets omsättningstillväxt av Muscarella & Vetsuypens (1990) som visar att omsättningen ökar kraftigt vid en LBO-transaktion. Även Bergström, Grubb & Jonsson (2007) mäter LBO-företags årliga omsättningstillväxt i sin jämförelsestudie med resultatet att skillnader i företagens omsättningstillväxt inte kan härledas till en LBO-transaktion. Utifrån utförda t-test, i denna studie, på nyckeltalet omsättningstillväxt går det enbart att påvisa signifikant skillnad år 2011. Resterande år kan signifikant skillnad mellan företag som genomgått LBO och dess jämförelsegrupp ej påvisas.



År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P-värde	0,053	0,859	0,245	0,896	0,389	0,027	0,695	0,074

Finanskrisen (2007-2010)

Under perioden går det inte för något enskilt år att förkasta nollhypotesen, vilket innebär att skillnaderna grupperna emellan ej lyckas identifieras som signifikanta. Beträffande finanskrisens inverkan går det att utläsa stora skillnader redan år 2007 hos LBO-företagen, då gruppen sett sin genomsnittliga årliga omsättningstillväxt halverats från basåret 2006. Detta skiljer sig från jämförelsegruppen som endast visar en marginell skillnad åren emellan. För nästkommande år har dock båda grupper påverkats hårt av finanskrisen och bevittnar genomsnittligt negativ omsättningstillväxt. När tester genomförts för finanskrisens inverkan på grupperna var för sig, visas en signifikant skillnad på deras genomsnittliga omsättningstillväxt mellan åren 2006 och 2010 för LBO, däremot inte för jämförelsegruppen. Då skillnaden är negativ, från 24,54 procent år 2006 till 5,32 procent år 2010, tyder det på att LBO-gruppen drabbats hårdare av finanskrisen än sin jämförelsegrupp. Detta eftersom jämförelsegruppen uppvisar en knapp minskning från 10,59 procent år 2006 till 8,23 procent år 2010.

Efter finanskrisen (2011-2013)

Efter finanskrisen uppvisas nyckeltalets enda signifikanta skillnad år 2011. De tester som genomförts, påvisar att LBO-företagen är mer instabila än sin jämförelsegrupp, då de första året efter finanskrisen, i genomsnitt, halverar sin omsättningstillväxt till skillnad från jämförelsegruppen som under samma år är stabila. För kommande år visar båda grupperna en negativ omsättningstillväxt, bortsett från år 2013 då jämförelsegruppen lyckas återhämta sig och i genomsnitt uppvisar en positiv omsättningstillväxt.

Slutgiltig kommentar

När jämförelse för grupperna var för sig utförts, sett till hela perioden, kan signifikant skillnad påvisas endast för företagen som genomgått en LBO-transaktion. Jämförelsegruppen visar däremot en stabil omsättningstillväxt under perioden. Differensen för LBO-företagen är negativ då de erfar en årlig omsättningstillväxt från 24,54 procent år 2006 till -0,10 procent år 2013.

	Finanskrisen				Efter finanskrisen		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
H0	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Förkastas	Accepteras	Accepteras

H₀ förkastas år 2011, signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

H₀ accepteras resterande år, inga signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

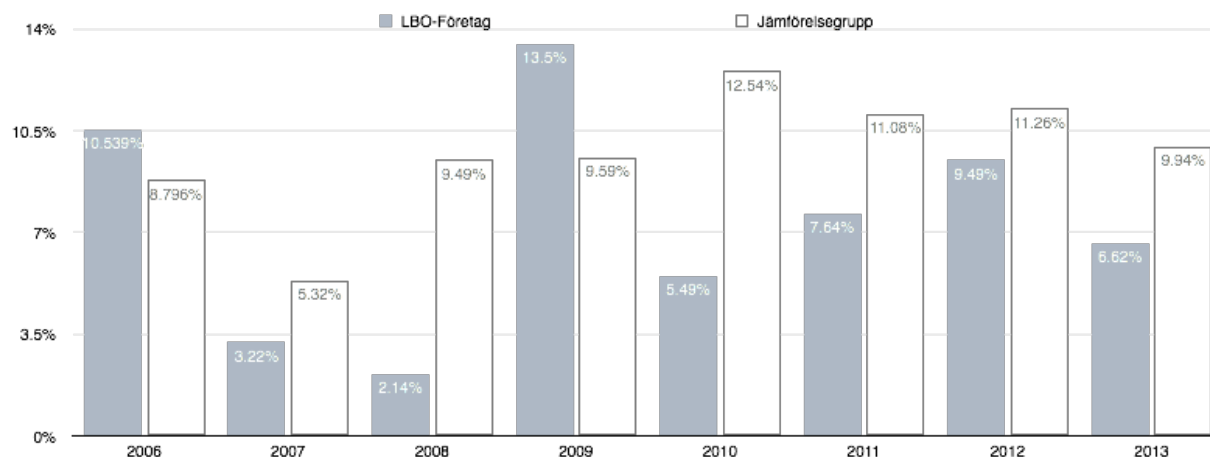
Med stöd av ovanstående resultat konstateras att LBO-gruppen inte varit signifikant sämre, men samtidigt inte lyckats hålla en utveckling stabil nog att anses likvärdig jämförelsegruppens. Resultaten bestrider Muscarella & Vetsuypens forskning som menar att företag, som genomgått en LBO-transaktion, bevittnar fortsatt högre omsättningstillväxt även efter avyttring. Resultatet talar även emot Juks, 2010, som menar att inverkan av private equity-ägande är långlivad snarare än tillfällig, då resultaten i studien snarare visar på sämre utveckling för LBO-gruppen jämfört med jämförbara företag. Slutligen bör det tilläggas att omsättningstillväxt i sig inte är ett särdeles säkert mått på värdeskapande, men tillsammans med EBITDA-marginalen genereras en bild av företagets förmåga att öka sin vinst och därmed även sitt värde (Koller, Goedhart, Wessels, 2005).

4.3 Fritt Kassaflöde/Omsättning

I detta avsnitt testas hypotes 3:

H₀=Det föreligger ej skillnader i Fritt Kassaflöde/Totala Tillgångar mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

Kaplan använder sig av Fritt Kassaflöde/Totala tillgångar för att undersöka en MBOs påverkan på den operationella verksamheten. Som tidigare presenterats visar Kaplans undersökning att kassaflödet visar en signifikant ökning för företag som genomgår en MBO.



År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P-värde	0,556	0,599	0,033	0,447	0,050	0,373	0,661	0,256

Finanskrisen (2007-2010)

Undersökningen påvisar två år med signifikant skillnad, nämligen år 2008 och 2010. Sett till perioden visar båda kluster liknande utveckling. För LBO-företagen är utvecklingen positiv under perioden men visar ett markant högre medelvärde år 2009 jämfört med resterande år. Medelvärdet för 2007 uppgår till 0,032 för att år 2010 erfara en blygsam ökning till 0,055. Jämförelsegruppen har sett en kraftigare utveckling där medelvärdet går från 0,053 år 2007 till 0,125.

Efter finanskrisen (2011 - 2013)

Under denna period uppvisar båda företagskluster inga signifikanta skillnader. Utvecklingen för de båda är likartad, med en kontinuerlig ökning från 2010 fram till 2012, för att slutligen erfara en negativ utveckling 2013.

Slutlig kommentar

Sammanfattningsvis går det att fastställa att LBO-företag erfara en kraftig negativ utveckling för hela perioden. Dessa företag visar en kvot som är markant mindre år 2013 än vid år 2006. Detta medan jämförelsegruppen uppvisar positiv utveckling den första perioden för att efter krisen erfara en negativ trend. Kvoten 2013 är dock högre än vid undersökningsperiodens början 2006.

	Finanskrisen				Efter finanskrisen		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
H0	Förkastas	Accepteras	Accepteras	Förkastas	Accepteras	Accepteras	Accepteras

H₀ förkastas år 2007 och 2010, signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

H₀ accepteras resterande år, inga signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

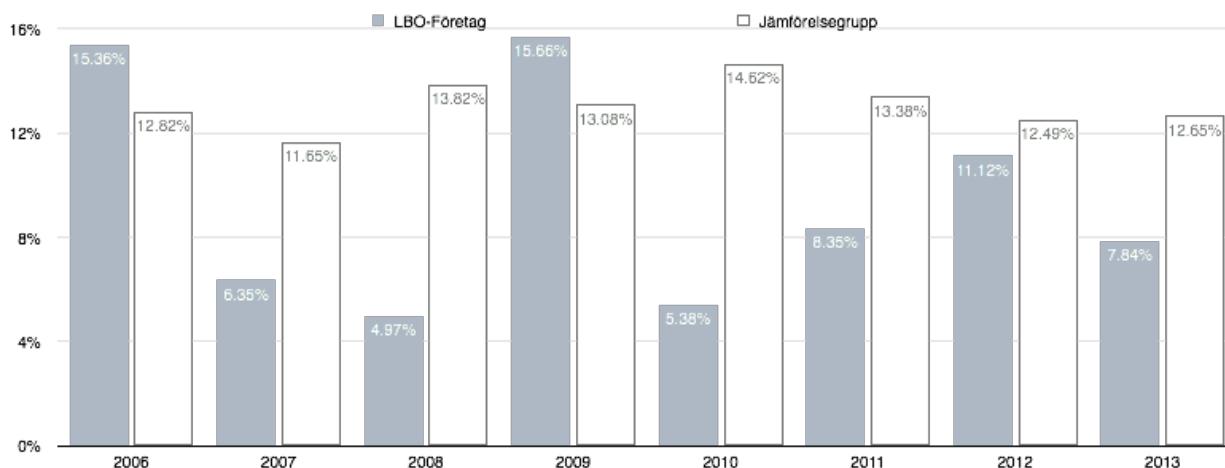
Fritt kassaflöde/Omsättning mäter hur stor andel av omsättningen som genererar pengar in. Resultatet som är presenterats ovan bestrider den undersökning Kaplan genomförde 1989. Kaplan kom, som nämnts, fram till att kassaflödet ökar efter en LBO-transaktion. Detta är inte i enlighet med denna studies resultat.

4.4 Fritt Kassaflöde/Totala Tillgångar

I detta avsnitt testas hypotes 4:

H₀=Det föreligger ej skillnader i Fritt Kassaflöde/Totala Tillgångar mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

Tidigare studier som behandlar nyckeltalet Fritt Kassaflöde/Totala Tillgångar är Holtbausen & Larcker (1997) som visar att företag som genomgått RLBO haft en median på 16,7 procent jämfört med industrikonkurrenter som endast haft 4,7 procent. Kaplan (1989b) visar att företag erfar positiva effekter på sitt kassaflöde av en LBO-transaktion, även Gill & Visnjic (2013) påvisar detsamma.



År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P-värde	0,483	0,130	0,042	0,679	0,014	0,122	0,748	0,172

Finanskrisen (2007-2010)

Under finanskrisen går det att med säkerhet fastställa att signifikans skillnad finns mellan grupperna under år 2008 och 2010, då p-värdet för åren ligger på 0,042 och 0,022 vilket är lägre än 0,05. Det går inte att tydligt utläsa någon effekt av finanskrisen i resultaten. Under år 2007 sjunker förvisso nivåerna för LBO-företagen, för att sjunka ytterligare något år 2008. Det är dock svårt att avgöra om detta är en effekt av finanskrisen. Detta med anledning av att LBO-företagen för perioden sett sitt nyckeltal variera kraftigt, och har som starkast nått upp till nivåer jämförbara med jämförelsegruppen. Variationerna har dock oftast varit i negativ bemärkelse, och då nära en tredjedel av jämförelsegruppens motsvarighet. Det kan därmed fastställas att jämförelsegruppen klarat sitt FCF/TT bättre än LBO-företagen.

Efter finanskrisen (2011 - 2013)

För perioden efter finanskrisen kan ingen signifikant skillnad påvisas, och det lägsta p-värdet finner vi år 2011 på 0,122. Återigen har jämförelsegruppen klarat sig bättre, då LBO-företagen sett sina variationer fortsätta även efter krisen. LBO-företagen når under perioden aldrig upp till jämförelsegruppens genomsnitt, och uppgår år 2011 och 2012 endast till närmare två tredjedelar av detsamma.

Slutlig kommentar

Totalt sett kan det från 2006 till 2013 bevitnas att LBO-företagen sett sitt medelvärde sjunka till närmare hälften av basårets nivå. Jämförelsegruppen har dock upprätthållit stabila nivåer med ett medelvärde som endast är marginellt svagare än basårets. Med hjälp av dessa resultat kan det endast påvisas att LBO-företagen visar signifikant skillnad i sin enskilda utveckling under hela perioden med 0,012, och 0,003 för perioden fram till finanskrisens slut.

	Finanskrisen		Efter finanskrisen				
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
H0	Accepteras	Förkastas	Accepteras	Förkastas	Accepteras	Accepteras	Accepteras

H₀ förkastas år 2008 och 2010, signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

H₀ accepteras resterande år, inga signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

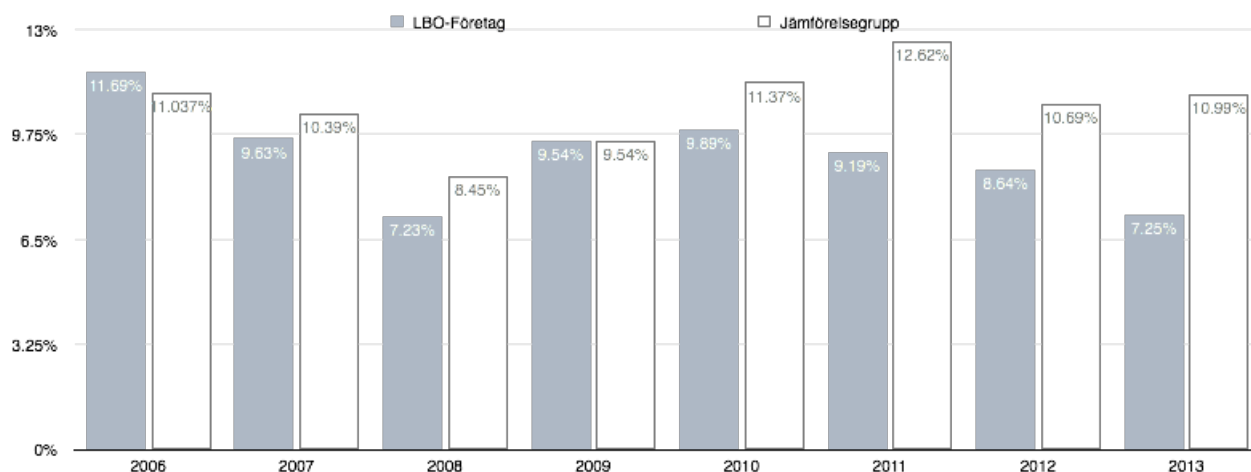
För åren 2008 och 2010 är det visat att det finns signifikant skillnad mellan grupperna och nollhypotesen för dessa år kan därmed vid en femprocentig signifikansnivå förkastas. Företagen som inte genomgått LBO har haft bättre kontroll över sitt kassaflöde för dessa år. Resultaten går emot tidigare forskning där Kaplan (1989b), Gill & Visnjic (2013) samt Holtbausen & Larcker samtliga visat resultat motsatta denna studies resultat.

4.5 EBITDA-marginal

I detta avsnitt testas hypotes 5:

H₀=Det föreligger ej skillnader i EBITDA-marginal mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

Från tidigare forskning som inkluderat EBITDA-marginalen kan Kaplan (1989b) och Bergström, Grubb och Jonsson (2007) nämnas. Dessa studier har entydigt kommit fram till att företag sett sin EBITDA-marginal öka som följd av ett övertagande genom LBO. Utifrån de gjorda t-testen på nyckeltalet EBITDA-marginal går det, likt för nyckeltalet omsättningstillväxt, inte att statistiskt säkerställa en signifikant skillnad finns mellan företagen som genomgått LBO och deras jämförelsegrupp.



År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P-värde	0,822	0,767	0,649	1,000	0,572	0,229	0,442	0,145

Finanskrisen (2007-2010)

Under perioden finanskrisen går inte att säkerställa någon signifikant skillnad grupperna emellan, och de skillnader som kan identifieras är minimala. Det finns dock intressant information att utläsa från testet. Båda grupper klarar av att hålla sin EBITDA marginal stabil under perioden. Det är först år 2008 det kan utläsas en nämnvärd skillnad då båda grupperns genomsnitt tappat ca 2,5 procent från året innan och hamnar på en EBITDA-marginal på ca 7,5 procent. De håller sig dock fortfarande på nivåer som är väldigt närliggande varandra. Återhämtningen kan identifieras redan året därpå, och även denna håller näst intill identiska nivåer, vilket håller i sig relativt stabilt även 2010 även om en mindre skillnad kan utläsas till jämförelsegruppens fördel.

Efter finanskrisen (2011-2013)

Efter återhämtningen 2009 håller sig gruppernas genomsnittliga EBITDA-marginal stabil även om skillnaden från 2010 stärks något och nu är närmare 3,5 procent. Trots detta går det inte att påvisa signifikant skillnad för året och heller inte kommande år då jämförelsegruppen minskar sitt genomsnitt för att därmed förlora sin skillnad gentemot LBO-gruppen. För år 2013 kan största skillnaden under jämförelseperioden hittas så LBO-gruppen är närmare 4 procent sämre än sin jämförelsegrupp, och har ett rekordlåg genomsnitt på 7,25 procent.

Slutgiltig kommentar

När det jämförts hur grupperna under perioden utvecklats var för sig kan ingen skillnad påvisas. Detta är tydligast för jämförelsegruppen som har ett p-värde på hela 0,964 jämfört med LBO-gruppens värde på 0,105. För den sistnämnda har värdet minskat med närmare 4 procent från basåret till slutåret för undersökningen.

	Finanskrisen				Efter finanskrisen		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
H₀	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras

H₀ accepteras, inga signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

Ovanstående resultat bestrider den tidigare forskning studien tagit del av där Kaplan (1989b) kan påvisa signifikant ökning för bolag som genomgått LBO. Även Bergström, Grubb och Jonsson (2007) finner att EBITDA-marginalen ökat till följd av en LBO-transaktion. Beträffande det faktum att finanskrisens inverkan blir påtaglig först år 2008 stämmer överens med vad studien tidigare nämnt angående finanskrisens globala spridning efter starten i USA år 2007.

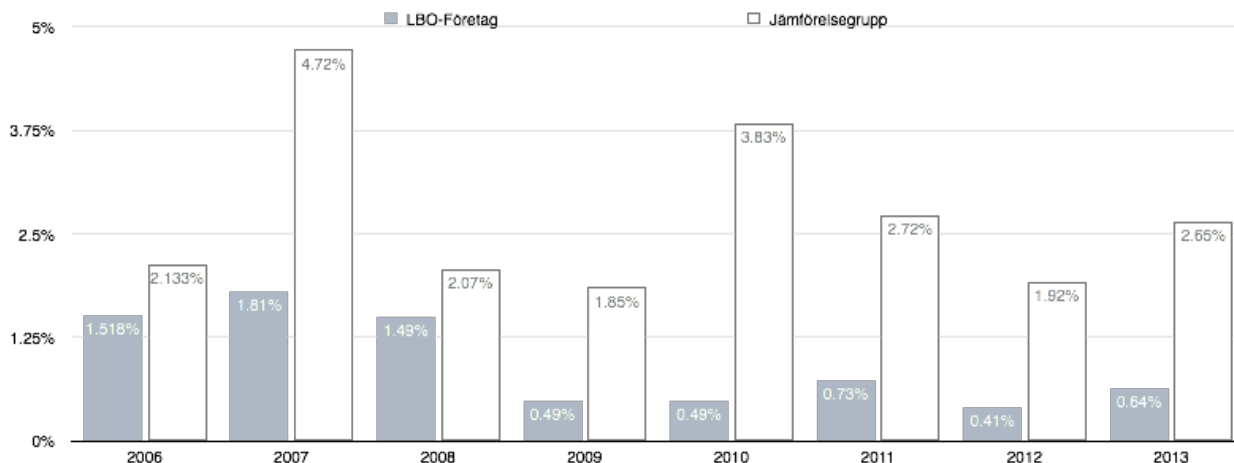
4.6 CAPEX/Omsättning

I detta avsnitt testas hypotes 6:

H₀=Det föreligger ej skillnader i CAPEX/Omsättning mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

Kaplan (1989) undersöker huruvida en MBO har påverkat företagets prestation. I studien används bland andra Capital Expenditures som mått. Han menar, som bekant, att Capital Expenditures i absolut tal inte ger en tillräckligt omfattande bild av nyckeltalet. Han använder sig därför av ytterligare två dimensioner: CAPEX/Omsättning samt CAPEX/Totala Tillgångar. Kaplan kan med sin studie påvisa att Capital Expenditures har en negativ utveckling för samtliga dimensioner i anknytning med en MBO, om än dock ej signifikant för vart år.

Utifrån de utförda t-testen går att utläsa att det finns signifikant skillnad mellan företagen som genomgått en LBO-transaktion och dess jämförelsegrupp för åren 2007 och 2010.



År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P-värde	0,547	0,035	0,580	0,180	0,050	0,074	0,216	0,147

Finanskrisen (2007-2010)

Det går att förkasta nollhypotesen för år 2007 och 2010, då t-testen visar en signifikant skillnad med p-värden på 0,035 respektive 0,05. För perioden avviker dessa markant från övriga år. LBO-företagen visar en stabil nivå första delen av perioden för att sedan visa försämrings från 1,49 procent år 2008 till 0,5 procent år 2009 och 2010. Det är tydligt här att se finanskrisens inverkan på nyckeltalet.

Jämförelsegruppen uppvisar en snarlik trend med skillnaden att deras negativa utveckling visar störst differens mellan åren 2009 och 2010, till skillnad från år 2008 och 2009 som i fallet för LBO-företagen.

Efter finanskrisen (2011 - 2013)

Det går inte att utläsa någon signifikant skillnad mellan företagen för något av åren, även om 2011 års t-test visar ett p-värde på 0,074. Båda företagskluster uppvisar en negativ utveckling år 2012 för att sedan återhämta sig och nästan erhålla medelvärden år 2013, näst intill identiska de år 2011.

Slutgiltig kommentar

De statistiska t-testen visar att varken LBO-företag eller jämförelsegruppen uppvisar någon signifikant skillnad för sin egen utveckling sett över hela perioden. Båda företagskluster uppvisar en negativ utveckling för att sedan visa en positiv utveckling år 2012, där jämförelsegruppen uppvisar en snabbare återhämtning än LBO-företagen.

Vad som kan påstås är att trenden är snarlik grupperna emellan men att jämförelsegruppen för varje år uppvisar en högre Capex/Omsättnings-kvot.

	Finanskrisen			Efter finanskrisen			
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
H0	Förkastas	Accepteras	Accepteras	Förkastas	Förkastas	Accepteras	Accepteras

H₀ förkastas år 2007 och 2010, signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

H₀ accepteras resterande år, inga signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

Capex/Omsättning är det mått på den investeringsaktivitet som företagen har bedrivit under perioden som studien har valt att använda. Att undersöka investeringsaktiviteten ger indikationer på huruvida företagen väljer att fokusera på den kortsiktiga eller långsiktiga prestationen. Som tidigare nämnts blir LBO-företag ofta anklagade för att investera kortsiktigt och därför inte uppvisa samma investeringsaktivitet efter avyttringsperioden.

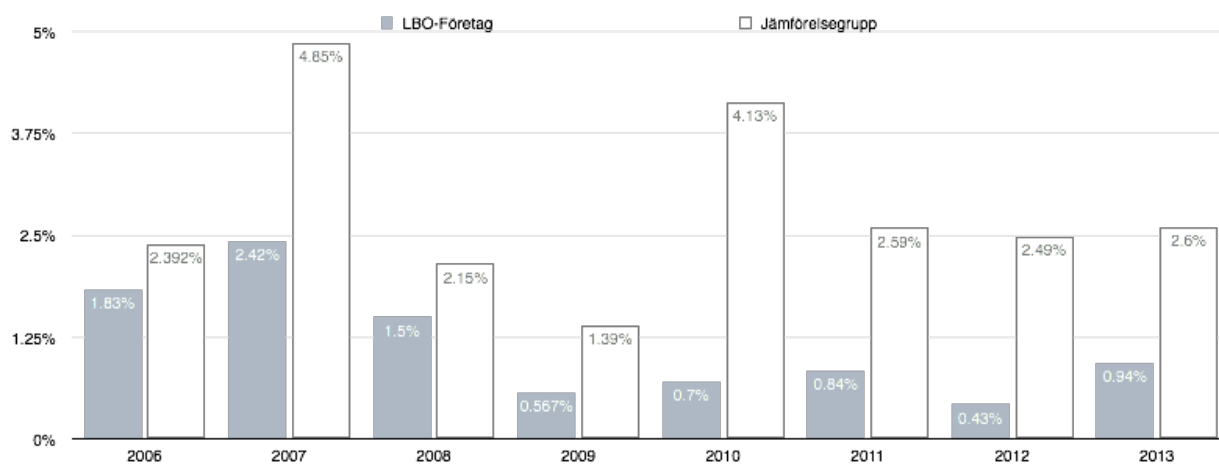
Resultatet, som presenterats ovan, stämmer väl överens med Kaplans undersökning från 1989. Kaplan kom som bekant fram till att CAPEX/Omsättning hade en negativ utveckling efter en MBO. LBO-företagen visar en kraftigare negativ utveckling än jämförelsegruppen och kan på grund av det antagas investera mindre. Detta kan innebära att dessa företag satsar mer på den kortsiktiga prestationen och vill visa bättre delårsrapporter istället för att bygga för framtiden. Det innebär samtidigt att LBO-företag antagas skapa mindre värde, långsiktigt sett.

4.7 CAPEX/Totala Tillgångar

I detta avsnitt testas hypotes 7:

H₀=Det föreligger ej skillnader i CAPEX/Totala Tillgångar mellan företag som genomgått LBO och företag som inte gjort det.

CAPEX/Totala Tillgångar behandlas i tidigare forskning av ett flertal studier, där resultaten visat sig variera. Holbause & Larcker (1997) kan påvisa att kvoten varit högre för företag som genomgått LBO jämfört mot sina industrikonkurrenter, medan Kaplan (1989b) funnit att företag under private equity-ägandet minskar densamma. Även Cao & Lerner har undersökt detta nyckeltal och kan redovisa för LBO-företag ett genomsnitt på 4,46 procent för de första fem åren efter avyttring. De skilda resultaten kan förklaras med att Cao & Lerner (1280) och Holtbause & Larcker undersökt tiden efter avyttring medan Kaplan (1989b) baserat sin undersökning på tiden före avyttring.



År	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
P-värde	0,626	0,056	0,433	0,360	0,083	0,081	0,073	0,126

Finanskrisen (2007 - 2010)

Under finanskrisen påvisar undersökningens t-test inte någon signifikant skillnad. Perioden påbörjas år 2007 med en signifikansnivå på 0,056 vilket är den närmsta undersökningen kommer signifikant skillnad under jämförelseperioden. Resterande år visar högre p-värde på omkring 0,400, bortsett från sista året där nivån är nere på 0,083 vilket är relativt påvisad signifikans. Finanskrisens inverkan kan, liksom för ett flertal andra nyckeltal, konstateras först 2008 för att sedan sjunka något ytterligare året därpå. Återhämtningen kom för jämförelsegruppen år 2010, medan LBO endast ökar marginellt samma år. I övrigt kan nämnas att LBO haft en negativ trend i sitt nyckeltal, där medel för basåret är 0,023 och sjunker till 0,007 för 2010. Jämförelsegruppen har under samma period ökat sina investeringar och har utvecklats från 0,023 för basåret till 0,041 för 2010.

Efter finanskrisen (2011 - 2013)

Denna period påbörjas relativt nära signifikans med ett p-värde på 0,081. Året därpå sjunker det till 0,073 för att åter stiga under 2013 till 0,126. Därmed har ingen signifikant skillnad kunnat påvisas för perioden. Intressant att nämna är att LBO ses behålla sina låga nivåer under denna period, och uppgår till mindre än en procent. Jämförelsegruppen sänker sitt medeltal under 2011, till ca 0,26 kring vilken de ligger relativt stabilt under jämförelseperioden.

Slutgiltig kommentar

När gruppernas utveckling jämförs var för sig, kan det konstateras att LBO sänkt sina nivåer under finanskrisen, för att sedan ligga kvar på låga nivåer till undersökningens slutår 2013. Jämförelsegruppen visar däremot näst intill fördubblat medelvärde under sista finsanskrisåret, för att till studiens slutår återgå till nivåer närmre basårets. Trots denna utveckling finns ingen signifikant skillnad att påvisa beträffande gruppernas enskilda utveckling i nyckeltalet, under perioden.

	Finanskrisen				Efter finanskrisen		
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
H₀	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras	Accepteras

H₀ accepteras, inga signifikanta skillnader finns mellan grupperna.

Ovanstående resultat motsäger Holtbausen & Larckers tidigare studie som visar på att företag som genomgått LBO i regel har högre investeringskvoter än sina industrikonkurrenter. Även Cao & Lernalers studie skiljer sig från denna studies resultat då de påvisat investeringsnivåer med ett genomsnittligt CAPEX/TT på 4,46 procent. Denna studie stödjer dock Kaplans resultat som visat att investeringsnivåerna minskar under en LBO, även om denna studie, till skillnad från Kaplan, fokuserat på perioden efter avyttring.

4.8 Sammanfattande analys

De statistiska testen, som i studien utförts, uppvisar intressanta resultat. Enligt Koller, Goedhart och Wessel (2005), tidigare presenterat i studien, är kassaflöde i företag ett resultat av ROIC och omsättningstillväxt. För LBO-företagen går det att urskilja en negativ utveckling av både ROIC och omsättningstillväxten under hela undersöksperioden. Detta har, i enlighet med teorin, bidragit till att deras kassaflöde har försämrats. För kassaflöde/totala tillgångar går en signifikant skillnad att påvisa, medan kassaflöde/omsättning visar negativ utveckling men ej signifikant skillnad. Däremot visar jämförelsegruppen oförändrade resultat för samtliga nyckeltal. Även detta motsvarar teorin, då oförändrad ROIC och omsättningstillväxt leder till ett oförändrat kassaflöde.

Utifrån resultaten för LBO-företagen går det att påvisa att både omsättningstillväxt och EBITDA-marginal har sjunkit under perioden. Detta visar på att de har svårigheter att kontrollera och minska deras kostnader i takt med att omsättningen minskar. Hade deras kostnader hanterats på ett mer effektivt sätt hade deras EBITDA-marginal bevarats stabil under perioden, trots en sjunkande omsättning. För jämförelsegruppen är dessa nyckeltal oförändrade.

Enligt agentkostnadsteorin (Jensen, 1986), som nämns tidigare i studien, effektiviseras kassaflöde dels genom minskade negativa investeringar. I undersökningen går det inte att påvisa något samband som står i enlighet med teorin. För LBO-företagen går det att se en negativ utveckling av investeringsaktiviteten, både i relation till omsättning och totala tillgångar, även om skillnaden inte är signifikant. Kassaflödet i relation till totala tillgångar har signifikant minskat och i relation till omsättning visar de på en negativ utveckling men ej signifikant. Därmed går det inte att påvisa att deras investeringar efter en LBO-transaktion leder till ett förbättrat kassaflöde. Även här är jämförelsegruppens resultat oförändrade under perioden.

5. Slutsats och förslag till vidare forskning

I studiens avslutande kapitel förs en diskussion kring dess resultat. Här reflekteras kring potentiella anledningar som kan ligga till grund för studiens utfall. Därefter ges, baserat på studien i sig, förslag på vidare forskning inom ämnet.

5.1 Slutsats

Syftet med studien är att besvara ifall det går att påvisa skillnader i förmåga till värdeskapande mellan företag som genomgått en private equity-sponsrad LBO, men avyttrats senast 2006, och liknande företag som inte genomgått samma förändring. Därmed undersöks de långvariga effekterna av en LBO-transaktion. Studien undersöker perioden för finanskrisen och de påföljande åren.

Resultatet av undersökningen visar endast i fåtal fall på skillnader mellan LBO-företagen och dess jämförelsegrupp. Därmed kan inga generella statistiskt säkerställda skillnader konstateras, varken under finanskrisen, tiden efter, eller för undersökningsperioden i sin helhet. Gentemot tidigare forskning kan dock tydliga skillnader tydas, då tidigare forskning entydigt redovisat positiva effekter för företagen som genomgår en LBO-transaktion. Det ska dock klargöras att urvalet för denna studie, till skillnad från en del tidigare studier, baseras på tiden efter private equity-företagens avyttring. Det har tidigare i studien redovisats studier som behandlar tiden efter avyttrande, men dessa har uteslutande baserats på RLBOs. Urvalet för denna studie består däremot till absolut majoritet av privatägda bolag. Dessa anledningar kan därmed motivera en stor del av skillnaderna i resultaten mellan denna studie och ämnets tidigare forskning.

I de fall där skillnader kan påvisas grupperna emellan är det uteslutande till LBO-företagens nackdel, och majoriteten har inträffat under finanskrisen. Detta visar tecken på att LBO-företagen klarat finanskrisen sämre än sin jämförelsegrupp. Även den enskilda utvecklingen för bekräftar att LBO-företagen presterat sämre under såväl finanskrisen, som studiens tidsperiod i helhet. Denna grupp har i genomsnitt försämrat samtliga nyckeltal, och i majoriteten av fallen går det även att statistiskt påvisa signifikant skillnad. Under samma period har jämförelsegruppen visat en relativt neutral utveckling för samma nyckeltal. Detta gör det ändå möjligt, om än inte statistiskt säkerställt, att urskilja en skillnad grupperna emellan.

Förklaringen till detta blir en spekulativ fråga, men en anledning kan vara att företagen i LBO-gruppen har urholkats av private equity-företagen under deras tid som ägare, och därför stått sämre rustade inför finanskrisen. Under studiens tidsintervall kan det tydligt utläsas att LBO-företagens investeringar minskar, såväl som deras kassaflöde. Detta ger ytterligare tecken på att företagen urholkats under tiden de varit under private equity-företagens ägande, och som eftereffekt haft sämre kapacitet till investeringar. Investeringar med kortsiktigt kassaflöde kan vara en förklaring på tillvägagångssätt, en annan kan vara överexpansion för att öka storleken på bolaget och ökat tillfälligt värde, med sämre kassaflöde som resultat.

Detta knyter an till tidigare presenterad kritik rörande private equity-företagens kortsiktiga incitament. Då tidigare forskning visar på förbättrade resultat under en LBO, och denna studie visar på tendenser att deras resultat försämras efter avyttring, kan det vara ett tecken på att det saknas långsiktig värdeskapande från private equity-företagen. Bristen på långsiktighet kan vara en anledning till att de visar sämre resultat under finanskrisen. Kortsiktiga incitament kan leda till att företag över tid har svårt att bibehålla en stabil utveckling, och en ekonomisk kris riskerar att slå hårdare mot dessa företag, "Luftslotten" raseras.

De ovan diskuterade skillnader som undersökningen tycks visa kan däremot inte fullt ut konstateras med statistik signifikans. Vad som däremot kan konstateras, med hjälp av de statistiska test som studien genomfört på urvalets framräknade nyckeltal, är att företag som tidigare genomgått en LBO inte haft bättre förmåga till värdeskapande än sin jämförelsegrupp under senaste finanskrisen. Snarare går det att visa att de presterat sämre de år skillnader väl kunnat påvisas.

Studiens bidrag till forskning inom det valda ämnet bygger på en mer långsiktig bild av en LBO, men även hur prestationerna påverkas av ekonomiska kriser. Resultatet i studien är intresseväckande i relation till det instabila läget i Ryssland samt med det kraftigt fallande oljepriset. Kombinationen mellan dessa innebär indikationer på en tuff ekonomisk framtid för landet, vilket kan komma påverka Rysslands handelspartner, och därmed kan ge ringar på vattnet i världsekonomin.

5.2 Hur gick det för företag A och B?

År 2013 tittar både företag A och B tillbaka på tiden då Sverige erfar en av de värsta kriserna sen den amerikanska depressionen. Hur gick det för dem? Har de lyckats återhämta sig? Företag A kollar tillbaka på tiden med besvikelse. De kan konstatera att utvecklingen inte riktigt torde sig som de hade hoppats. De påverkades märkbart av krisen och fick se sina värdeskapande nyckeltal försämrats, och några av dem har ännu inte lyckats nå upp till nivåer de hade innan krisens intåg. De måste nu utvärdera sin prestation för att undersöka var problemet ligger. Hos deras konkurrenter, företag B, är det med mer positiv inställning de går igenom sina prestationer. De kan konstatera att de har lyckats bibehålla sin utveckling på en relativt jämn nivå, och inte upplevt några större bakslag. Företagets egen erfarenhet och expertis har betalat av sig i det tuffa ekonomiska klimat som rådde!

5.3 Förslag till vidare forskning

Under studien har ett antal ämnen identifierats som anses intressanta att undersöka i framtida forskning. Då skicket på företagen som genomgått LBO tycks sämre än sin jämförelsegrupp kan forskning för att ytterligare utröna detta vara intressant. Ett förslag är att identifiera om det är LBO-transaktionen i sig som bidragit med försämring, och i så fall hur detta gått till. Detta skulle kunna göras genom en jämförelse mellan tiden innan transaktionen, tiden under Private Equity ägande, och tiden efter avyttring. Liknande studier har förvisso genomförts på publika LBOs, men det vore intressant att se utvecklingen även för privata transaktioner. Överlag är det ont om forskning inom området för LBO-transaktioner som äger rum på privata marknaden, därmed finns utrymme att genomföra ett flertal intressanta studier inom ämnet. Det vore exempelvis intressant att se om det är skillnad i avkastning för private equity-företag mellan privata och publika LBOs.

Då studien endast avgränsar sig till den svenska marknaden hade det kunnat vara av intresse att undersöka andra länder eller hela Europa. Det är inte minst intressant då länder har påverkats olika av finanskrisen, och en utökad studie hade kunnat bidra med att mer generella slutsatser kan dras.

6. Källförteckning

Tryckta källor

- Bergström, C., Grubb, M., & Jonsson, S. (2007). *The Operating Impact of Buyouts in Sweden: A Study of Value Creation*. *Journal of Private Equity*.
- Bryman, A., & Bell, E. (2011). *Business Research Methods*. New York: Oxford University Press.
- Cao, J., & Lerner, J. (2006). *The Performance of Reverse Buyouts*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- Farris, P., Bendle, N., Pfeifer, P., & Reibstein, D. (2010). *Marketing Metrics: The Definitive Guide to Measuring Marketing Performance*. Pearson Education.
- Gill, A., & Visnjic, N. (2013, Juni 18). *Performance Benefits of Tight Control*. *SAFE Working Paper Series*, 24, pp. 1-26.
- Guaghan, P. A. (2011). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (5th Edition ed.). Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Holtbausen, R. W., & Larcker, D. F. (1997). *Performance, Leverage and Ownership Structure in Reverse LBOs*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 10 (1), 8-20.
- Jensen, M. C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. *The American economic review*, 323-329.
- Juks, R. (2010). *Corporate Governance and the Firm's Behaviour Towards Stakeholders*. The Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, EFI. Göteborg: Intellecta Infolog.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). *Leveraged Buyouts and Private Equity*. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 121-146.
- Kaplan, S., 1989a, "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value" *Journal of Financial Economics*, 24, 217-254.
- Kaplan, S., 1989b, "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value" *Journal of Finance*, 44 (3), 611-632.
- Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Mohr, D. J. (2010) *Corporate Governance* (3:e upplagan uppl.). Pearson.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Krugman, P. (2009). *Krisen - orsaker, verkan, åtgärder*. Stockholm: Leopard förlag.
- Körner, S., & Wahlgren, L. (2006). *Statistisk dataanalys* (4:e upplagan uppl.). Lund: Studentlitteratur.
- Levinson, M. (2006). *The Box: How the Shipping Container Made the World Smaller and the World Economy Bigger*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Loos, N. (2005). *Value Creation in Leveraged Buyouts*. University of St. Gallen (HSG), Graduate School of Business Administration, Economics, Law, and Social Sciences. Liechtenstein: Gutenberg AG.
- Lowenstein, L. (1985). *Markets and Managers: a Study of Management Buyouts*. Working Paper , 8, 1-42.
- Muscarella, C. J., & Vetsuypens, M. R. (1990). *Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs*. *Journal of Finance* , 45 (5), 1389-1413.
- Ogden, J. P., Jen, F. C., & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*. New Jersey: Prentice Hall.
- Pindur, D. (2007). *Value Creation in Successful LBOs* (1st Edition ed.). Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Pomfret, R. (2012). *The post-2007 Crises and Europe's Place in the Global Economy*. Warsaw, Poland: CASE Network Studies & Analyses.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*. New York: Collier Macmillan Canada, Inc.
- Schön, L. (2014). *Vår världs ekonomiska historia; Den industrillea tiden; Del 2*. (2:1 upplaga) Lund: Studentlitteratur
- Tukey, W. J. (1962). *The Annals of Mathematical Statistics; The Future of Data Analysis*, Vol. 33, No. 1, pp. 1-67.
- Weston, J. F., Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (2004). *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance* (4th International Edition ed.). New Jersey: Person Prentice Hall.

Elektroniska källor

- Harrison, V. (17 december 2014). *Rumble jumps as Russia moves to support banks*. (CNN Money) Hämtad 17 december 2014.
Från: http://money.cnn.com/2014/12/17/news/economy/russia-ruble-stabilizes/index.html?hpt=ieu_c2
- Samuelson, R. J. (2007, Mars 15). *The Private Equity Boom*. (T. W. Post, Producer) Hämtad 13 november 2014, från [www.washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/03/14/AR2007031402177.html): <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2007/03/14/AR2007031402177.html>
- Svenska Riskkapitalföreningen, (2014) *Om Private Equity*: Hämtad 20 november 2014, från <http://www.svca.se/om-private-equity/>
- Statistiska Centralbyrån (28 november 2014). *Export och import av varor och tjänster*, hämtad 2 december 2014, från <http://www.scb.se/sv/Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Nationalrakenskaper/Nationalrakenskaper/Nationalrakenskaper-kvartals--och-arsberakningar/Aktuell-Pong/22918/Diagram/219317/>

7. Bilagor

Urval

LBO-företag		
Alfa Laval	Plastal Sweden	Eldon Holding AB
Ahlsell	Aco Hud	Envac Scandinavia AB
Semper AB	VSM Group	Q-Park AB
Education & Entertainment	Intrum Justitia	Alignment Systems Sweden AB
Elitfönster	Mölnlycke Healthcare	Alignment Systems Production AB
Oriflame Cosmetics	Flexlink	Multicom Security AB
Thule	Cochlear Bone Anchored Solutions	Schoeller Allibert AB
Findus	Antecimex	Bosch Thermoteknik AB
Svenska Fönster	NVS Installation	AVEAVA AB
C More Entertainment	B2 Bredband	Faivelet Transport Nordic AB
Com Hem Group AB	Jens S. Transmissioner	Caldic Sweden AB
Clean Chemical Sweden	Dometic	Svenska Glitter AB

Jämförelseföretag		
SSAB AB	Ess Kå Metallindustri AB	IFS World Operations AB
JM AB	Kao Sweden AB	Radiator VVS AB
O. Kavli AB	Semcon Sweden AB	TAXI 020 AB
Slöjd-Detaljer I Skara AB	Midway Holding AB	Damalini AB
Linab Sverige AB	Oriola AB	Foss Analytical AB
Scandinavian Cosmetics AB	Cellwoodgruppen AB	Spring Mobil AB
BorgWarner TorqTransfer Systems AB	Binar AB	Rostigp AB
Gunnar Dafgård	Peab Drift- och Underhåll i Stockholm AB	Swegon AB
Paroc AB	NIBE AB	LINKON AB
Viasat	3M Svenska AB	Dellner Couplers AB
Teracom AB	Tyrolit AB	Stena Line Onboard Services AB
Aromatic AB	Laitis Handels AB	Panduro Hobby AB

Bortfall	
Gladelius	NeoPharma
Hörnell International	Cashguard SQS
Elmo Leather	MacGregor
Dotcom Solutions	Martinsson Gruppen
Sydsvenska Kemi	Arexis
Frisgoscandia Distrubution	Bewator Group
Fastighets AB Tornet	Intentia International
Carmen Systems	Aura Group
Total Logistik	Tradex AB
Alea	Guide Konsult
Kreatel Communications	

Hypotesprövning

Testerna är upprättade på likartat sätt, basåret 2006 är alltid längst ner, således är år 2013 representerat överst. LBO-företagen presenteras alltid i överst redovisningen av testerna, LBO-företagen kan bland annat anta benämningen LBO, LXX, VX,

LBO-företagen benämns även Pair 3 & 4, där närmre presentationer inte redogörs.

ROIC:

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	LBO 2013	-,145061279	36	,9341324346	,1556887391
	N13	,2740754909	36	,4346085987	,0724347665
Pair 2	L12	-,109608441	36	,6459180933	,1076530156
	N12	,2223894674	36	,3457406491	,0576234415
Pair 3	L11	,0968934691	36	,2532591550	,0422098592
	N11	,2114428379	36	,2247869903	,0374644984
Pair 4	L10	,1887987825	36	,2888072767	,0481345461
	N10	,1967205321	36	,2635679088	,0439279848
Pair 5	L09	,1897231648	36	,4451965087	,0741994181
	N09	,1736290590	36	,2884603153	,0480767192
Pair 6	L08	,0384700814	36	,5096234980	,0849372497
	N08	,2497298225	36	,3248303076	,0541383846
Pair 7	L07	,2690841407	36	,3838593910	,0639765652
	N07	,4503808598	36	,6272603928	,1045433988
Pair 8	L06	,3088600962	36	,2989599115	,0498266519
	N06	,2511555505	36	,4199664182	,0699944030

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 LBO 2013 - N13	-,419136770	1,031347637	,1718912728	-,768094606	-,070178934	-2,438	35	,020
Pair 2 L12 - N12	-,331997909	,7415947021	,1235991170	-,582917456	-,081078361	-2,686	35	,011
Pair 3 L11 - N11	-,114549369	,3719739411	,0619956569	-,240407243	,0113085057	-1,848	35	,073
Pair 4 L10 - N10	-,007921750	,4706656166	,0784442694	-,167172083	,1513285837	-,101	35	,920
Pair 5 L09 - N09	,0160941058	,6176894361	,1029482394	-,192901931	,2250901427	,156	35	,877
Pair 6 L08 - N08	-,211259741	,5852680532	,0975446755	-,409285960	-,013233522	-2,166	35	,037
Pair 7 L07 - N07	-,181296719	,7945835808	,1324305968	-,450145124	,0875516855	-1,369	35	,180
Pair 8 L06 - N06	,0577045456	,5978950715	,0996491786	-,144594042	,2600031331	,579	35	,566

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 L06	,3088600962	36	,2989599115	,0498266519
L10	,1887987825	36	,2888072767	,0481345461
Pair 2 L06	,3088600962	36	,2989599115	,0498266519
LBO 2013	-,145061279	36	,9341324346	,1556887391
Pair 3 N06	,2511555505	36	,4199664182	,0699944030
N10	,1967205321	36	,2635679088	,0439279848
Pair 4 N06	,2511555505	36	,4199664182	,0699944030
N13	,2740754909	36	,4346085987	,0724347665

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 L06 - L10	,1200613137	,3265482273	,0544247045	,0095732895	,2305493379	2,206	35	,034
Pair 2 L06 - LBO 2013	,4539213751	1,087932401	,1813220668	,0858180098	,8220247404	2,503	35	,017
Pair 3 N06 - N10	,0544350184	,3394996082	,0565832680	-,060435123	,1693051595	,962	35	,343
Pair 4 N06 - N13	-,022919940	,5190521938	,0865086990	-,198541936	,1527020552	-,265	35	,793

Omsättningstillväxt:

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 V2	-,000962141	36	,0945498926	,0157583154
V12	,0582037913	36	,1690293179	,0281715530
Pair 2 V3	-,006051076	36	,0996130610	,0166021768
V13	,0033731219	36	,1034819663	,0172469944
Pair 3 V4	,0237044596	36	,1088010052	,0181335009
V14	,0795478354	36	,1276189299	,0212698217
Pair 4 V5	,0553153138	36	,1215276586	,0202546098
V15	,0822975435	36	,1465808500	,0244301417
Pair 5 V6	-,043733394	36	,1675200222	,0279200037
V16	-,048983075	36	,1898399549	,0316399925
Pair 6 V7	,0877159316	36	,2006574237	,0334429040
V17	,0446586230	36	,1033937992	,0172322999
Pair 7 V8	,1119095594	36	,1803230975	,0300538496
V18	,1190114368	36	,1418574305	,0236429051
Pair 8 V9	,2453568518	36	,3983480976	,0663913496
V19	,1058826485	36	,1098636433	,0183106072

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 V2 - V12	-,059165932	,1927606762	,0321267794	-,124386761	,0060548975	-1,842	35	,074
Pair 2 V3 - V13	-,009424197	,1429200280	,0238200047	-,057781378	,0389329829	-,396	35	,695
Pair 3 V4 - V14	-,055843376	,1449707146	,0241617858	-,104894409	-,006792343	-2,311	35	,027
Pair 4 V5 - V15	-,026982230	,1854204644	,0309034107	-,089719489	,0357550294	-,873	35	,389
Pair 5 V6 - V16	,0052496808	,2382396204	,0397066034	-,075359010	,0858583711	,132	35	,896
Pair 6 V7 - V17	,0430573086	,2182536973	,0363756162	-,030789118	,1169037355	1,184	35	,245
Pair 7 V8 - V18	-,007101877	,2375504135	,0395917356	-,087477374	,0732736189	-,179	35	,859
Pair 8 V9 - V19	,1394742033	,4169274819	,0694879136	-,001593761	,2805421677	2,007	35	,053

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 V9	,2453568518	36	,3983480976	,0663913496
V5	,0553153138	36	,1215276586	,0202546098
Pair 2 V9	,2453568518	36	,3983480976	,0663913496
V2	-,000962141	36	,0945498926	,0157583154
Pair 3 V19	,1058826485	36	,1098636433	,0183106072
V15	,0822975435	36	,1465808500	,0244301417
Pair 4 V19	,1058826485	36	,1098636433	,0183106072
V12	,0582037913	36	,1690293179	,0281715530

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 V9 - V5	,1900415380	,4040396934	,0673399489	,0533341739	,3267489022	2,822	35	,008
Pair 2 V9 - V2	,2463189925	,4068747951	,0678124658	,1086523680	,3839856170	3,632	35	,001
Pair 3 V19 - V15	,0235851050	,1688186868	,0281364478	-,033534921	,0807051308	,838	35	,408
Pair 4 V19 - V12	,0476788572	,2323626027	,0387271004	-,030941336	,1262990508	1,231	35	,226

Kassaflöde/Omsättning:

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	2013	,0661755426	36	,1286311439	,0214385240
	N13	,0993925732	36	,1224247023	,0204041170
Pair 2	2012	,0948631448	36	,1421319271	,0236886545
	N12	,1126326796	36	,2197724008	,0366287335
Pair 3	2011	,0763641228	36	,1428168754	,0238028126
	N11	,1107755279	36	,1769389627	,0294898271
Pair 4	2010	,0548923510	36	,1356388606	,0226064768
	N10	,1254047577	36	,1500365289	,0250060882
Pair 5	2009	,1350046842	36	,2617959076	,0436326513
	N09	,0959351059	36	,1164774666	,0194129111
Pair 6	2008	,0213759697	36	,1473118649	,0245519775
	N08	,0948698728	36	,1423718661	,0237286443
Pair 7	2007	,0322363339	36	,1090579752	,0181763292
	N07	,0531677745	36	,2047048550	,0341174758
Pair 8	2006	,1053866587	36	,1299870887	,0216645148
	N06	,0879635004	36	,1035226680	,0172537780

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 2013 - N13	-,033217031	,1726488864	,0287748144	-,091633010	,0251989482	-1,154	35	,256
Pair 2 2012 - N12	-,017769535	,2410879429	,0401813238	-,099341959	,0638028893	-,442	35	,661
Pair 3 2011 - N11	-,034411405	,2287882499	,0381313750	-,111822212	,0429994016	-,902	35	,373
Pair 4 2010 - N10	-,070512407	,2081387421	,0346897903	-,140936425	-,000088388	-2,033	35	,050
Pair 5 2009 - N09	,0390695783	,3046632518	,0507772086	-,064013635	,1421527922	,769	35	,447
Pair 6 2008 - N08	-,073493903	,1982473452	,0330412242	-,140571154	-,006416652	-2,224	35	,033
Pair 7 2007 - N07	-,020931441	,2366691880	,0394448647	-,101008773	,0591458919	-,531	35	,599
Pair 8 2006 - N06	,0174231583	,1758676181	,0293112697	-,042081883	,0769281993	,594	35	,556

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	2006	,1053866587	36	,1299870887	,0216645148
	2010	,0548923510	36	,1356388606	,0226064768
Pair 2	2006	,1053866587	36	,1299870887	,0216645148
	2013	,0661755426	36	,1286311439	,0214385240
Pair 3	N06	,0879635004	36	,1035226680	,0172537780
	N10	,1254047577	36	,1500365289	,0250060882
Pair 4	N06	,0879635004	36	,1035226680	,0172537780
	N13	,0993925732	36	,1224247023	,0204041170

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 2006 - 2010	,0504943077	,1662992508	,0277165418	-,005773264	,1067618790	1,822	35	,077
Pair 2 2006 - 2013	,0392111161	,1284638353	,0214106392	-,004254792	,0826770245	1,831	35	,076
Pair 3 N06 - N10	-,037441257	,0837134149	,0139522358	-,065765802	-,009116713	-2,684	35	,011
Pair 4 N06 - N13	-,011429073	,1005822568	,0167637095	-,045461212	,0226030666	-,682	35	,500

Kassaflöde/Totala Tillgångar:

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 L13	,0784419409	36	,1265987227	,0210997871
N13	,1264538384	36	,1552737564	,0258789594
Pair 2 L12	,1112410975	36	,1803145081	,0300524180
N12	,1249225753	36	,2044288153	,0340714692
Pair 3 L11	,0835377366	36	,1245818245	,0207636374
N11	,1337855391	36	,1324625325	,0220770887
Pair 4 L10	,0537881708	36	,1253092773	,0208848795
N10	,1461669345	36	,1625699528	,0270949921
Pair 5 L09	,1566091454	36	,3131089776	,0521848296
N09	,1308365514	36	,1644918269	,0274153045
Pair 6 L08	,0497818331	36	,2134766810	,0355794468
N08	,1382103174	36	,1460877854	,0243479642
Pair 7 L07	,0634517669	36	,1642202491	,0273700415
N07	,1165172291	36	,1628286957	,0271381160
Pair 8 L06	,1536600866	36	,1632987671	,0272164612
N06	,1282316633	36	,1165087405	,0194181234

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 L13 - N13	-,048011898	,2068140391	,0344690065	-,117987701	,0219639058	-1,393	35	,172
Pair 2 L12 - N12	-,013681478	,2536210275	,0422701712	-,099494488	,0721315320	-,324	35	,748
Pair 3 L11 - N11	-,050247803	,1901205571	,0316867595	-,114575344	,0140797391	-1,586	35	,122
Pair 4 L10 - N10	-,092378764	,2144853365	,0357475561	-,164950161	-,019807367	-2,584	35	,014
Pair 5 L09 - N09	,0257725940	,3701625219	,0616937536	-,099472384	,1510175724	,418	35	,679
Pair 6 L08 - N08	-,088428484	,2510010707	,0418335118	-,173355028	-,003501940	-2,114	35	,042
Pair 7 L07 - N07	-,053065462	,2053586262	,0342264377	-,122548825	,0164179003	-1,550	35	,130
Pair 8 L06 - N06	,0254284233	,2149349788	,0358224965	-,047295111	,0981519574	,710	35	,483

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 L06	,1536600866	36	,1632987671	,0272164612
L10	,0537881708	36	,1253092773	,0208848795
Pair 2 L06	,1536600866	36	,1632987671	,0272164612
L13	,0784419409	36	,1265987227	,0210997871
Pair 3 N06	,1282316633	36	,1165087405	,0194181234
N10	,1461669345	36	,1625699528	,0270949921
Pair 4 N06	,1282316633	36	,1165087405	,0194181234
N13	,1264538384	36	,1552737564	,0258789594

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 L06 - L10	,0998719158	,1913336475	,0318889413	,0351339233	,1646099082	3,132	35	,003
Pair 2 L06 - L13	,0752181457	,1700348476	,0283391413	,0176866303	,1327496611	2,654	35	,012
Pair 3 N06 - N10	-,017935271	,1404210096	,0234035016	-,065446905	,0295763630	-,766	35	,449
Pair 4 N06 - N13	,0017778248	,1540829468	,0256804911	-,050356344	,0539119935	,069	35	,945

EBITDA-marginal:

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 2013	,0725448790	36	,1050155304	,0175025884
2013	,1099540362	36	,1129153356	,0188192226
Pair 2 2012	,0863526889	36	,1170039413	,0195006569
2012	,1069854380	36	,1113076701	,0185512783
Pair 3 2011	,0919483319	36	,0943021558	,0157170260
2011	,1261824618	36	,1302579910	,0217096652
Pair 4 2010	,0989155358	36	,0927889703	,0154648284
2010	,1136623332	36	,1129959947	,0188326658
Pair 5 2009	,0953765099	36	,0929088681	,0154848114
2009	,0953885358	36	,1294580116	,0215763353
Pair 6 2008	,0723885068	36	,1127428686	,0187904781
2008	,0845247871	36	,1114089837	,0185681639
Pair 7 2007	,0962768973	36	,1114266497	,0185711083
2007	,1039958946	36	,1170343386	,0195057231
Pair 8 2006	,1169078676	36	,1199130149	,0199855025
2006	,1103730258	36	,1069864681	,0178310780

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 2013 - 2013	-,037409157	,1504453954	,0250742326	-,088312556	,0134942411	-1,492	35	,145
Pair 2 2012 - 2012	-,020632749	,1593074815	,0265512469	-,074534646	,0332691477	-,777	35	,442
Pair 3 2011 - 2011	-,034234130	,1679471671	,0279911945	-,091059276	,0225910161	-1,223	35	,229
Pair 4 2010 - 2010	-,014746797	,1550979818	,0258496636	-,067224404	,0377308097	-,570	35	,572
Pair 5 2009 - 2009	-,000012026	,1627838893	,0271306482	-,055090170	,0550661181	,000	35	1,000
Pair 6 2008 - 2008	-,012136280	,1587434481	,0264572414	-,065847336	,0415747751	-,459	35	,649
Pair 7 2007 - 2007	-,007718997	,1554106017	,0259017669	-,060302380	,0448643851	-,298	35	,767
Pair 8 2006 - 2006	,0065348417	,1725039713	,0287506619	-,051832105	,0649017884	,227	35	,822

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 2006	,1169078676	36	,1199130149	,0199855025
2010	,0989155358	36	,0927889703	,0154648284
Pair 2 2006	,1169078676	36	,1199130149	,0199855025
2013	,0725448790	36	,1050155304	,0175025884
Pair 3 2006	,1103730258	36	,1069864681	,0178310780
2010	,1136623332	36	,1129959947	,0188326658
Pair 4 2006	,1103730258	36	,1069864681	,0178310780
2013	,1099540362	36	,1129153356	,0188192226

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 2006 - 2010	,0179923318	,1033630545	,0172271757	-,016980694	,0529653579	1,044	35	,303
Pair 2 2006 - 2013	,0443629886	,1185202941	,0197533824	,0042614905	,0844644867	2,246	35	,031
Pair 3 2006 - 2010	-,003289307	,0715994921	,0119332487	-,027515090	,0209364755	-,276	35	,784
Pair 4 2006 - 2013	,0004189896	,0985176877	,0164196146	-,032914600	,0337525795	,026	35	,980

CAPEX/Omsättning:

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	2013	,0063514464	36	,0543109948	,0090518325
	2013	,0264955890	36	,0637690079	,0106281680
Pair 2	2012	,0041221308	36	,0426906016	,0071151003
	2012	,0191755413	36	,0551094711	,0091849118
Pair 3	2011	,0072602628	36	,0165283567	,0027547261
	2011	,0272478019	36	,0653750268	,0108958378
Pair 4	2010	,0049412518	36	,0388887873	,0064814645
	2010	,0383061285	36	,0904809171	,0150801528
Pair 5	2009	,0049738469	36	,0216474742	,0036079124
	2009	,0185003258	36	,0603241114	,0100540186
Pair 6	2008	,0149433680	36	,0308253511	,0051375585
	2008	,0207438822	36	,0586855998	,0097809333
Pair 7	2007	,0180691083	36	,0313436308	,0052239385
	2007	,0472271180	36	,0778145767	,0129690961
Pair 8	2006	,0151801776	36	,0391367412	,0065227902
	2006	,0213318571	36	,0455726589	,0075954432

Paired Samples Test

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
Pair 1	2013 - 2013	-,020144143	,0815086829	,0135847805	-,047722713	,0074344279	-1,483	35	,147
Pair 2	2012 - 2012	-,015053411	,0717274775	,0119545796	-,039322497	,0092156763	-1,259	35	,216
Pair 3	2011 - 2011	-,019987539	,0652135484	,0108689247	-,042052629	,0020775511	-1,839	35	,074
Pair 4	2010 - 2010	-,033364877	,0987909743	,0164651624	-,066790933	,0000611801	-2,026	35	,050
Pair 5	2009 - 2009	-,013526479	,0593546416	,0098924403	-,033609200	,0065562424	-1,367	35	,180
Pair 6	2008 - 2008	-,005800514	,0623392486	,0103898748	-,026893081	,0152920529	-,558	35	,580
Pair 7	2007 - 2007	-,029158010	,0798658962	,0133109827	-,056180741	-,002135278	-2,191	35	,035
Pair 8	2006 - 2006	-,006151680	,0607595435	,0101265906	-,026709751	,0144063923	-,607	35	,547

Skillnad

Pair 1 & 2 är LBO

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	2006	,0151801776	36	,0391367412	,0065227902
	2010	,0049412518	36	,0388887873	,0064814645
Pair 2	2006	,0151801776	36	,0391367412	,0065227902
	2013	,0063514464	36	,0543109948	,0090518325
Pair 3	2006	,0213318571	36	,0455726589	,0075954432
	2010	,0383061285	36	,0904809171	,0150801528
Pair 4	2006	,0213318571	36	,0455726589	,0075954432
	2013	,0264955890	36	,0637690079	,0106281680

Paired Samples Test

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
Pair 1	2006 - 2010	,0102389258	,0532390656	,0088731776	-,007774582	,0282524340	1,154	35	,256
Pair 2	2006 - 2013	,0088287312	,0561502513	,0093583752	-,010169780	,0278272429	,943	35	,352
Pair 3	2006 - 2010	-,016974271	,0729813134	,0121635522	-,041667595	,0077190524	-1,396	35	,172
Pair 4	2006 - 2013	-,005163732	,0474033329	,0079005555	-,021202712	,0108752484	-,654	35	,518

CAPEX/Totala Tillgångar:

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	2013	,0094253301	36	,0258482852	,0043080475
	2013	,0260965385	36	,0552482971	,0092080495
Pair 2	2012	,0042364078	36	,0362094536	,0060349089
	2012	,0249614264	36	,0578560343	,0096426724
Pair 3	2011	,0083840441	36	,0229064067	,0038177345
	2011	,0259422774	36	,0606731492	,0101121915
Pair 4	2010	,0070317939	36	,0333377070	,0055562845
	2010	,0413012981	36	,1115036877	,0185839480
Pair 5	2009	,0056722730	36	,0184334395	,0030722399
	2009	,0139755809	36	,0553875371	,0092312562
Pair 6	2008	,0150019914	36	,0254547504	,0042424584
	2008	,0214973212	36	,0460764127	,0076794021
Pair 7	2007	,0241529847	36	,0465355700	,0077559283
	2007	,0485495028	36	,0647754869	,0107959145
Pair 8	2006	,0183000732	36	,0471429203	,0078571534
	2006	,0239224578	36	,0461653712	,0076942285

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 2013 - 2013	-,016671208	,0637819733	,0106303289	-,038251923	,0049095065	-1,568	35	,126
Pair 2 2012 - 2012	-,020725019	,0672988337	,0112164723	-,043495668	,0020456307	-1,848	35	,073
Pair 3 2011 - 2011	-,017558233	,0587216324	,0097869387	-,037426775	,0023103086	-1,794	35	,081
Pair 4 2010 - 2010	-,034269504	,1153717859	,0192286310	-,073305700	,0047666919	-1,782	35	,083
Pair 5 2009 - 2009	-,008303308	,0537681756	,0089613626	-,026495841	,0098892253	-,927	35	,360
Pair 6 2008 - 2008	-,006495330	,0491840798	,0081973466	-,023136828	,0101461686	-,792	35	,433
Pair 7 2007 - 2007	-,024396518	,0739763278	,0123293880	-,049426506	,0006334702	-1,979	35	,056
Pair 8 2006 - 2006	-,005622385	,0686777998	,0114463000	-,028859609	,0176148397	-,491	35	,626

Skillnad

Pair 1 & 2 är LBO

Paired Samples Statistics

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 2006	,0183000732	36	,0471429203	,0078571534
2010	,0070317939	36	,0333377070	,0055562845
Pair 2 2006	,0183000732	36	,0471429203	,0078571534
2013	,0094253301	36	,0258482852	,0043080475
Pair 3 2006	,0239224578	36	,0461653712	,0076942285
2010	,0413012981	36	,1115036877	,0185839480
Pair 4 2006	,0239224578	36	,0461653712	,0076942285
2013	,0260965385	36	,0552482971	,0092080495

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 2006 - 2010	,0112682793	,0419911168	,0069985195	-,002939471	,0254760292	1,610	35	,116
Pair 2 2006 - 2013	,0088747431	,0427206853	,0071201142	-,005579857	,0233293434	1,246	35	,221
Pair 3 2006 - 2010	-,017378840	,0914833043	,0152472174	-,048332337	,0135746566	-1,140	35	,262
Pair 4 2006 - 2013	-,002174081	,0395723825	,0065953971	-,015563449	,0112152872	-,330	35	,744