



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Management buyout från ett investerarperspektiv

En studie av tio svenska företag

Seminariearbete D – nivå i
finansiell och industriell ekonomi
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Höstterminen 2004
Handledare: Peter Svahn

Författare:	Födelseår:
Emil Gabrielsson	800212
Olof Lorentsson	810527

Sammanfattning

Det förekommer en mängd olika företagsrekonstruktioner i dagens samhälle. Denna studie behandlar en typ av företagsrekonstruktion, management buyout (MBO). Begreppet innebär att befintliga ledningen går från att vara passiva agenter till att bli majoritetsägare i företaget.

Det sker klart färre MBOs i Sverige än i de övriga i-länderna. Detta trots att många studier visar att MBOs skapar lönsammare företag. En möjlig orsak till det förhållandevis låga antalet av genomförda MBOs i Sverige kan vara att den absoluta merparten av alla studier på området är utförda med ett utländskt perspektiv. Därför kan det påstås att det råder kunskapsbrist på området. Med antagandet att MBOs skapar lönsammare företag går idag svenska investerare miste om lönsamma investeringsprojekt. Denna uppsats syfte är att, från ett investerarperspektiv, analysera hur MBOs förändrar avkastningsmöjligheterna. Detta kommer att leda till ökad kunskap inom området.

Syftet kommer att uppfyllas genom en kvantitativt inriktad studie på tio svenska företag, som genomgått en MBO. Företagen kommer att analyseras tre år före respektive tre år efter genomförandet av MBO genom hävstångsformeln, som är en modell som fokuserar på räntabiliteten av det egna kapitalet.

Studien tar upp teorier samt tidigare studier som är förknippade med uppsatsens problemområden. De teoretiska ämnen som presenteras är agentteorin, kapitalstruktursteori samt riskteori. Vidare presenteras forskning på de områden som berör studiens analysmodell.

En presentation av företagen och genomförandet av MBOn presenteras tillsammans med en redovisning av företagens nyckeltal före respektive efter MBO. Företagens utveckling analyseras utifrån respektive bransch och hur de utvecklats efter MBOn. I analysen diskuteras, och förklaras resultaten med hjälp utav den teori och de tidigare studier som gjorts på området.

Uppsatsen finner att en MBO leder till ökad skuldsättningsgrad och lönsamhet, vidare får agentteorin stöd. Slutsatsen blir att avkastningen på det egna kapitalet ökar vilket indikerar att MBO är en lönsam investering.

Innehållsförteckning

1 Inledning	1
1.2 Bakgrund	2
1.3 Problemdiskussion	3
1.3.1 Huvudproblem.....	4
1.4 Problemaavgränsningar.....	4
1.6 Syfte	5
1.7 Disposition	6
2 Metod.....	7
2.1 Tillvägagångs- och angreppssätt	7
2.2 Primärdata	7
2.3 Urval.....	9
2.4 Sekundärdata	10
2.5 Analys modellen.....	10
2.5.1 Hävstångsmodellen	10
2.5.2 Beräkningar för nyckeltal.....	10
2.5.3 Nackdelar med Hävstångsmodellen	11
2.6 Validitet.....	11
2.7 Reliabilitet.....	12
3 Teoretisk referensram	13
3.1 Former av buyouts.....	13
3.1.1 Management buyin.....	13
3.1.2 Leverage buyout.....	13
3.2 Gynnsamma förutsättningar för en MBO.....	13
3.3 Agent teori.....	14
3.3.1 Agentkostnader från skuld	14
3.3.2 Agentkostnader från aktiekapital	15
3.3.3 Agentteori i förhållande till MBO.....	15
3.4 Fisher separation	16
3.5 Kapitalstruktur.....	16
3.5.1 Modigliani & Miller - kapital struktur	16
3.5.2 Risk – Leverage beta.....	17
3.6 Hävstångsformeln.....	18
4 Tidigare studier	19
4.1 Lönsamhet (R_I).....	19
4.2 Kapitalstruktur samt räntekostnader (R_s).....	19
4.3 Avkastning för investerare (R_e).....	20
4.4 Källkritik	21
5 Empiri och förberedande analys	22
5.1 Aura Group.....	22
5.2 Bröderna Edstrand.....	23
5.3 Flygbussarna.....	23
5.4 Hemocue.....	24
5.5 Mandator	25

5.6 Modul-System Group.....	26
5.7 Mr Music.....	26
5.8 Stenqvist.....	27
5.9 Synergica.....	28
5.10 Tradex Converting.....	28
6 Analys.....	30
6.1 Allmän analys.....	30
6.2 Analys av skuldsättningsgrad.....	30
6.3 Analys av räntekostnader.....	31
6.4 Analys av räntabilitet på totalt kapital.....	32
6.5 Analys av räntabilitet på eget kapital.....	34
7 Slutsatser & reflektioner.....	36
7.1 Allmänna slutsatser.....	36
7.2 Slutsatser teori.....	36
7.3 Slutsatser hävstångsformel.....	37
7.4 Förändrar MBOs avkastningsmöjligheterna för investerare?.....	37
7.5 Egna reflektioner.....	37
7.6 Förslag till fortsatta studier.....	38
Tabell 1 Intressenters finansiella och strukturella problem.....	5
Tabell 2 Nyckeltal för Aura Group.....	22
Tabell 3 Nyckeltal för Bröderna Edstrand.....	23
Tabell 4 Nyckeltal för Flygbussarna.....	24
Tabell 5 Nyckeltal för Hemocue.....	25
Tabell 6 Nyckeltal för Mandator.....	25
Tabell 7 Nyckeltal för Modul-System Group.....	26
Tabell 8 Nyckeltal för Mr Music.....	27
Tabell 9 Nyckeltal för Stenqvist.....	27
Tabell 10 Nyckeltal för Synergica.....	28
Tabell 11 Nyckeltal för Tradex Converting.....	29
Figur 1 Kapitalstrukturens inverkan på kassaflöde åt investerare.....	16
Figur 2 Företagens skuldsättningsgrad före respektive efter MBO.....	30
Figur 3 Företagens R_t i förhållande till respektive bransch.....	32
Figur 4 Aggregerad R_t för företagen och branscherna.....	33
Figur 5 Företagens R_e i förhållande till respektive bransch.....	34

1 Inledning

Uppköp och andra former av företagsrekonstruktioner är allmänt förekommande företeelser både i, utanför och över Sveriges gränser. Man får ideligen höra talas om sammanslagningar och ägarbyten av skilda slag. Dessa fenomen inträffar så frekvent att gemene man knappast hinner reflektera något större över dem och dess verkningar. Vad har de för mening och mål, och framför allt, vad har de för konsekvenser på företaget och dess verksamhet? Ofta får varje individ bilda sin egen uppfattning om följderna och motiven till de olika typerna av företagsrekonstruktioner som framställs i massmedia.

Var finner man då erforderlig information för att bilda sig en uppfattning om dessa företeelser? Det givna svaret är som alltid i dagens samhälle det inflytelserika mediet televisionen. Hur många tänker till exempel inte på Richard Geres tolkning av finansmannen Edward Lewis i "Pretty Woman", när man hör talas om finansmän som sysslar med företagsrekonstruktioner? En yrkesgrupp som definieras som giriga, självcentrerade och hänsynslösa. Kvinnor och män som inte tvekar att ta beslut som får ödesdiga följder för de anställda i det drabbade företaget. En utgång som framställs som regel snarare än undantag.

Ser då verkligheten ut så här? Faktum är att befintlig teori, samt genomförda studier vittnar om den direkta motsatsen. Resultaten av merparten av dessa studier visar nämligen på att företagen, och då även i förlängningen dess anställda, i hög utsträckning mår bra av dessa rekonstruktioner. Ofta finns det stora förbättringar att göra i ett företag som leder till en effektivare drift. (Barry & Green, 1991)

Denna uppsats behandlar en specifik form av företagsrekonstruktion, Management BuyOuts (MBO). Den svenska termen är företagsledaruppköp, men författarna kommer i denna uppsats använda den engelska termen, då det är den mer etablerade termen i gällande litteratur.

En MBO går ut på att ledningen i bolaget också blir bolagets ägare, alternativt majoritetsägare av det totala aktiekapitalet. Ledningen behöver ofta hjälp av externa finansiärer som kan bidra med kapital. Denna externa finansiering kan komma från vanliga banklån, men den mest frekvent förekommande finanskällan har ett helt annat upplägg. Det är nämligen juridiska alternativt fysiska personer, investerare, som är villiga att förse ledningen med det kapital som erfordras, och dessa vill oftast ha en specifik kompensation för sitt risktagande (Krieger, 1990). Kompensationen som åsyftas är att man tillåts köpa en del av aktiekapitalet i det bolag som berörs av ägarbytet. Samtidigt som finansiären tar en risk med sin aktion får denne ta del av den förväntade värdeökningen som följer transaktionen. Ledningen har full kontroll över förhandlingarna, vilket antyder att investerare håller låg profil. (Barry & Green, 1991) Detta skiljer sig, som det visar sig senare, från andra former av företagsuppköp.

1.2 Bakgrund

Begreppet MBO myntades först i slutet av 1970-talet i USA (Barry & Green, 1991), och innebär att företagsledningen eller verkställande direktören (management) genom ett företagsförvärv övertar det företag, eller delar av företaget, där de nu är anställda från dess nuvarande ägare. Ledningen går således från att vara agent i företaget till att bli dess ägare. MBOs har således en viktig socialekonomisk betydelse, då den inverkar och förändrar ledningen och hela dess förvaltning av kapitalet i företaget (Barry & Green, 1991).

Studier av tidiga MBOs visade att 90 % av de företag, som var föremål för MBO kunde visa upp ett ökat kassaflöde, och i 20 % av de studerade företagen minskade även utgifterna. (Barry & Green, 1991) Dessa resultat underströk det uttalande som gjordes redan 1776 av nationalekonomen Adam Smith. Enligt Smith kan man inte förvänta sig att de som har hand om andras pengar vakar över dem med samma frenesi som de vakar över sina egna. Dessa resultat, samt uttalandet av Smith, kan i modern tid styrkas av teorier som exempelvis agentteorin. Den fastslår att agentkostnader från aktiekapital minskar, alternativt försvinner helt, när ägaren också är den som leder företaget, och detta leder i sin tur till ett ökat företagsvärde (Ross, Westerfield & Jaffe, 2001).

Att påstå att den befintliga ledningen inte bara agerade i företagets bästa utan även utifrån egna intressen var minst sagt uppseendeväckande (Ward et.al, 2001). Det var naturligt, att det var de länder som anammar de anglosaxiska redovisningsprinciperna, USA och Storbritannien, som var pionjärer inom området. Detta är länder som traditionellt sett värnat en rättvisande bild före allt, däri inräknat prestige. Det är även i dessa länder, där man inte varit så påtagligt styrda av lagar och regler, som nya idéer haft möjlighet att vinna allmän acceptans (Mathews & Perera, 1996).

Alltsedan begreppet vann allmän acceptans på 1970-talet har förekomsten av MBO vuxit i en stadig takt, och det var då framförallt i Storbritannien och USA som man såg fördelarna med MBO. I dessa länder blev företagsrekonstruktioner av denna variant vedertagna till den grad att de ledningar som genomförde MBOs, befann sig i en stark position att förhandla fram gynnsamma villkor vid finansieringen av MBO:n. MBOs hade således vunnit sådan tilltro bland banker och investerare, att dessa gav förmånliga lånevillkor för att få möjlighet att vara med på affären och få del av avkastningen. Finansiärerna konkurrerade om att få vara med och finansiera MBOs. (Barry & Green, 1991) Antalet MBOs i Storbritannien växte från 180 stycken år 1981 till hela 550 stycken år 1990, då ökningstakten avtog något. Siffran för 1995 års MBOs ger en antydning om den dämpade ökningstakten, då det endast genomfördes 560 MBOs detta år (Baruch & Woodward, 1998).

När MBO:n slutligen vann acceptans på den europeiska kontinenten var det Frankrike och Nederländerna, som hade den främsta utvecklingen. Det skulle emellertid dröja ännu en tid innan länderna på kontinenten kunde komma i närheten av USA och Storbritannien antal genomförda MBOs, men även storleken på dessa (Ward, Wright & Robbie, 2001).

Då man diskuterar utvecklingen av MBOs i Sverige, har författarna funnit att antalet genomförda buyouts varierat kraftigt mellan 1990 till 2000. I början av 90 – talet genomfördes ett stort antal buyouts, men i mitten av detta årtionde minskade detta antal. 1999 ökade emellertid antalet management buyouts återigen. Denna ökning kan till stor del tillskrivas telekombranschen. Innan, det vill säga de tidigare åren av 1990-talet, var det främst inom de klassiska branscherna, som exempelvis bank och försäkring, som de flesta buyouts genomfördes (www.cmbor.com).

1.3 Problemdiskussion

Det uppstår många situationer i dagens företagsvärld, där det skulle vara möjligt med en eventuell MBO. Företagsledningarna ser möjligheter eller har idéer, som inte kan realiseras med den befintliga ägarsituationen. Då man granskar statistiken över hur många MBOs som genomförs i Europa, finner man att det i Sverige sker klart färre affärer av denna förvärvstyp än många länder i övriga Europa (www.cmbor.com). Många studier, Amness (2002) (2003), Kriger (1990) samt Robbie, Willsson, Wright (1998) visar att MBOs kan vara en lyckad förvärvsform, då den i många fall leder till ökad lönsamhet för företaget. Det finns därför starka incitament för en företagsledning att se MBO som en realistisk förvärvsform. Även ifall aktiviteten med buyout-affärer är på väg att bli större i Sverige, (www.di.se) är det långt kvar till de nivåer man kan finna i Europa.

Vad beror det då på att MBOs inte förekommer så frekvent i Sverige? Ett skäl kan vara att svenska företagsledningarna inte har den kunskap som krävs för att vara medvetna om, förstå eller genomföra en MBO. Denna kunskapsbrist finns även hos de svenska investerarna, vilka är nödvändiga för genomförandet av en MBO (Blomdahl & Rimstett, 2001).

Då författarna undersökte vilken litteratur som fanns på området, visade det sig att nästan samtliga arbeten hade amerikansk eller engelsk anknytning. Vidare var författarna tvungna att söka sig till "Centre for Management Buyout Research" vid Nottingham University of England (CMBOR), för att finna information om vilka företag som ingått i MBO transaktioner i Sverige. Detta ger en klar bild av att ämnet inte är så vida undersökt i Sverige, vilket kan vara en utav huvudanledningarna till den rådande kunskapsbristen kring MBOs.

Under 1980-talet stod finansiärer i vissa länder i kö för att få bidra med kapital till MBO förvärv, dock inte i Sverige (Krieger, 1990). Studier som påvisar en positiv utveckling av lönsamheten för företaget efter MBO har funnits, Amness (2002), (2003), Kriger (1990) och Robbie, Willsson, Wright (1998). Men leder en MBO till ökad avkastning för investerare? Författarna har inte funnit några studier, som undersöker huruvida en MBO verkligen leder till ökad avkastning ur ett investerarperspektiv, samt vilka variabler som är viktigast i att påverka avkastningen till investerare vid en MBO. Investerare är ofta en viktig aktör i en MBO affär, då de bidrar med nytt kapital till ägarbytet vilket kommer att påverka den befintliga kapitalstrukturen i företaget. Det faktum att det saknas någon

svensk undersökning ur investerarens perspektiv, bidrar ytterligare till den rådande kunskapsbristen.

En studie som fokuserar på hur MBOs förändrar avkastningsmöjligheterna för investerare skulle öka kunskapen om MBO och dess påverkan på företaget. Med större kunskap skulle investerare i större utsträckning kunna se MBOs som ett möjligt finansieringsobjekt. Vidare skulle en studie som påvisade om MBOs faktiskt leder till större avkastning för investerare och vad som är de underliggande faktorerna till detta, skapa större kunskap och intresse för fenomenet som sådant. Detta skulle leda till att fler MBO skulle kunna genomföras, samt att investerarna skulle veta vilka variabler de ska fokusera på i MBO för att öka avkastningen. Med hypotesen att MBOs leder till ökad lönsamhet för företagen skulle fler genomförande av MBOs leda till fler lönsamma företag, vilket skulle bidra positivt till samhällsekonomin i stort.

1.3.1 Problemfrågeställning

Svenska investerare saknar kunskap om hur MBOs påverkar avkastningsmöjligheterna.

För att lösa uppsatsens huvudproblem har fyra delfrågor formulerats, som alla berör uppsatsens huvudproblem. Genom att studera dessa närmare kommer författarna att besvara och förstå huvudproblemet. Uppsatsen ämnar studera följande fyra delfrågor:

- **Ledningen.** Hur förändras deras intressen då de går från agenter till ägare?
- **Lönsamhet.** Hur påverkar en MBO företagets totala lönsamhet?
- **Avkastning.** Vilka faktorer påverkar avkastningen för investerare i en MBO?
- **Kapitalstruktur.** En MBO leder till förändrad kapitalstruktur. Hur påverkar detta företaget och avkastningen till investerare?

Denna uppsats riktar sig främst till investerare, riskkapitalister samt låneinstitutioner, som vill öka sin kunskap för hur avkastningen i ett företag påverkas av en MBO. Termen avkastning syftar på avkastning av eget (investerat) kapital, (R_e). Även om uppsatsen främst riktar sig till nämnda investerare, vill författarna understryka att den likaså kan vara av intresse för samtliga aktörer som är inblandade i en MBO.

1.4 Problemvavgränsningar

Då denna uppsats skrivs under en begränsad tid måste omfattningen begränsas till en rimlig nivå. En MBO är en affärstransaktion, som berör många intressenter och har flera olika parametrar som påverkar det slutliga utfallet. Detta gör att det kan vara svårt att finna den eller de exakta orsakerna till varför utfallet har blivit som det blivit. I tabellen nedan presenteras de olika intressenterna problem och perspektiv.

	Finansiella problem	Strukturella problem
Ägare	Vill ha avkastning på det totala kapitalet	Företaget passar inte in i den befintliga företagsstrukturen.
Köpare	Vill ha avkastning på det totala kapitalet	Ser möjligheter för strukturella förändringar
Investerare	Vill ha avkastning på det egna kapitalet	Ser möjligheter för strukturella förändringar

Tabell 1 Intressenters finansiella och strukturella problem

Denna uppsats kommer endast att beröra problemfrågeställningar från investerarnas perspektiv. Det vill säga den eller de bidrar med nytt kapital till de nya ägarna. Detta val är grundat på att mycket av det som är skrivet inom området har fokuserats på ägarnas perspektiv och inte på investerarnas. På grund av detta val kommer varken de befintliga ägarnas eller köparnas problem eller perspektiv att behandlas djupare.

Uppsatsen kommer att begränsas till att endast beröra företag som är verksamma i Sverige. Detta sker av logistiska hänseenden och den tidsaspekt som nämnts innan. Uppsatsen kommer därför att ha svårt att ta hänsyn till kulturella eller politiska aspekter, som båda borde inverka på utfallet av en MBO. Det kommer att vara svårt att se hur dessa aspekter påverkar, då de inte kommer att jämföras med MBOs genomförda i andra länder. Det är emellertid inte författarnas mål att studera dessa aspekter.

Eftersom uppsatsen inte kommer att kunna behandla alla de parametrar, som berör en MBO kommer författarna inte att kunna presentera några exakta svar. Författarna av denna uppsats anser sig dock kunna ge en bra bild av de problemområden man valt att fokusera sin studie på, vilket kommer att bidra till ökad kunskap och förståelsen av MBOs.

1.6 Syfte

<p>Syftet med denna studie är att, från ett investerarperspektiv, analysera hur MBOs förändrar avkastningsmöjligheterna. Detta kommer att leda till ökad kunskap inom området.</p>
--

1.7 Disposition

I metoden ämnar författarna att diskutera de tillvägagångssätt, angreppssätt och den analysmodell som används för att uppnå uppsatsens syfte. Vidare kommer urval samt urvalsprocessen att beskrivas. Kapitlet avslutas med en diskussion kring de åtaganden författarna har tagit hänsyn till för att tillföra uppsatsen validitet och reliabilitet

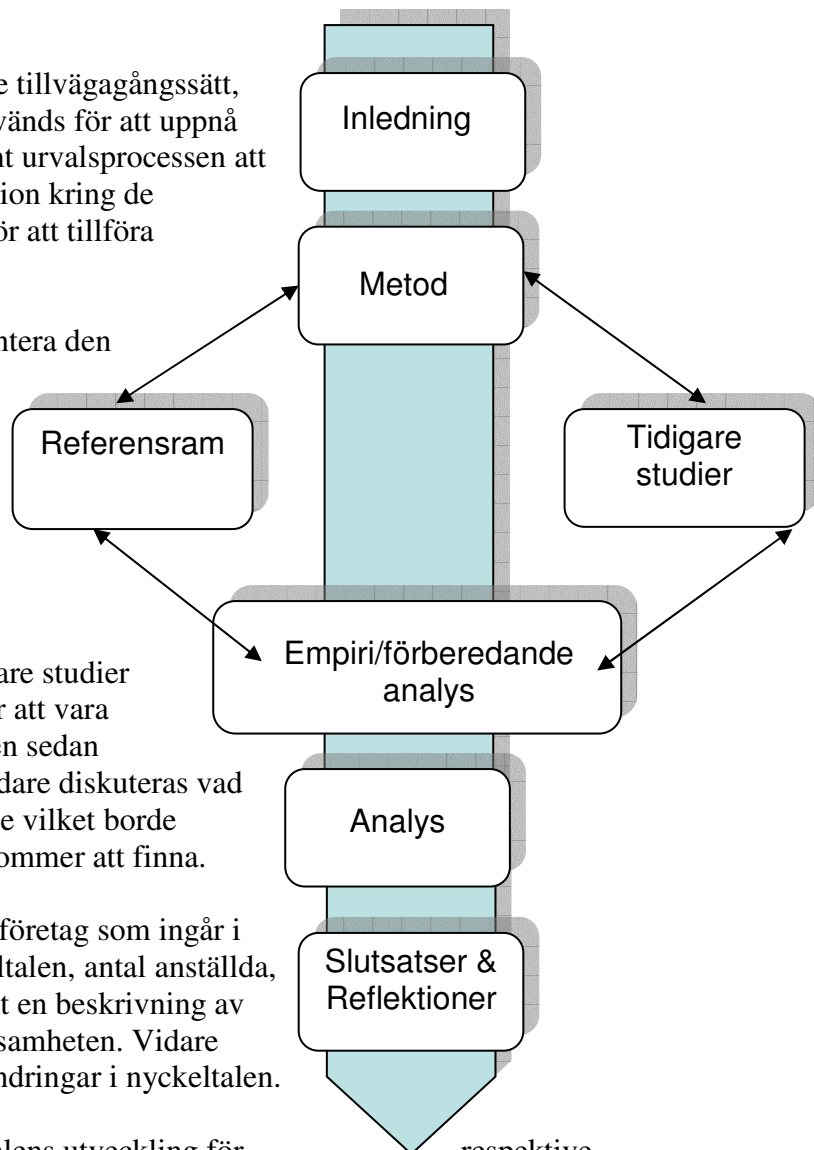
I referensramen ämnar författarna att presentera den teoretiska referensram som omger MBOs och som följaktligen kommer att användas för att lösa studiens problem. Kapitlet syftar således till att belysa de termer och den befintliga teori som uppsatsen kretsar kring, och följaktligen att öka läsarens förståelse av utredningen

I detta kapitel presenteras några av de tidigare studier som är gjorda på området. Kapitlet kommer att vara uppbyggt efter de nyckeltal som ingår in den sedan tidigare presenterade hävstångsformeln. Vidare diskuteras vad som tidigare påträffats på respektive område vilket borde kunna ge indikationer om vad författarna kommer att finna.

I empiri/förberedande analys presenteras de företag som ingår i studien. De fakta som presenteras är nyckeltalen, antal anställda, bransch, en kort verksamhetsberättelse samt en beskrivning av MBO-processen och dess inverkan på verksamheten. Vidare diskuteras bakomliggande faktorer till förändringar i nyckeltalen.

I analysen presenteras och jämförs nyckeltalens utveckling för respektive företag Räntabiliteten på det egna – och totala kapitalet med respektive bransch, samt en diskussion om de viktigaste bakomliggande faktorerna. För nyckeltalen genomsnittliga räntekostnader och skuldsättningsgraden diskuteras förändringar före respektive efter genomförandet av MBO.

I det avslutande kapitlet kommer det att dras slutsatser om den undersökta populationen, samt redogöra för hur företagen påverkats av genomförandet av MBO. Vidare kommer författarnas egna reflektioner på uppsatsarbetet att ges.



2 Metod

I detta kapitel diskuteras de tillvägagångssätt, angreppssätt och den analysmodell som används för att uppnå uppsatsens syfte. Vidare kommer urval samt urvalsprocessen att beskrivas. Kapitlet avslutas med en diskussion kring de åtaganden författarna har tagit hänsyn till för att tillföra uppsatsen validitet och reliabilitet.

2.1 Tillvägagångs- och angreppssätt

Syftet med denna studie är att, från ett investerarperspektiv, analysera hur MBOs förändrar avkastningsmöjligheterna. Detta kommer att genomföras genom en kvantitativt inriktad metod. Författarna kommer att undersöka företag som genomfört en MBO, och kommer att granska respektive företags årsredovisningar. Årsredovisningarna kommer att granskas utifrån en analysmodell, som primärt fokuserar på räntabiliteten på det egna kapitalet (Re). Därför kommer författarna att kunna dra slutsatser om hur avkastning förändras på grund av en MBO. Dock kommer det vara svårt att påvisa varför dessa förändringar har skett. Valet av kvantitativ metod innebär att det är svårt att gå in på detaljnivå, men författarna kommer att försöka förklara, och styrka resultaten med hjälp av teorin och tidigare studier. Således är angreppssättet för denna uppsats deduktivt (Patel & Davidsson, 1994).

För att erhålla en ökad förståelse för genomförandet av MBO:n vid respektive företag, används även ett kvalitativt inslag, intervjuer. Dessa intervjuer har varit korta och ostrukturerade, och enbart hjälpt författarna att förstå om MBO gjorts, samt hur verksamheten har påverkats av MBO:n. Därför presenteras varken intervjuguide eller intervjupersonerna i denna studie. Författarna vill dock göra läsaren införstådd med att denna kontakt har skett med företagen.

2.2 Primärdata

De primärdata författarna har använt sig av i denna uppsats utgörs av resultat- och balansräkningar från respektive företag i studien. Informationen i fråga har hämtats från databasen Affärsdata, företagsfakta, och från respektive företag, vilka har skickat sina årsredovisningar.

Företagen kommer att studeras under en treårsperiod, före respektive efter ägarbytet. Genom detta förfarande blir det möjligt att upptäcka trender och eventuella engångsjusteringar. Anledningen till detta förfarande är att det föreligger en klar risk att det kan förekomma kraftiga svängningar i respektive företags årsredovisningar. Det är exempelvis inte orimligt att företagen försöker justera upp sina värden efter MBO:n. Dock kommer detta att innebära att urvalet för studien kommer att begränsas, vilket diskuteras i avsnitt 2.3 Urval. Detta kommer att vägas upp av att studien erhåller mer korrekta siffror.

Företagens utveckling kommer att jämföras med branschindex. Denna jämförelse kommer att göras med siffror hämtade från Statistiska Centralbyråns (SCB) branschindex för respektive nyckeltal och år. Nyckeltalen för varje företag kommer att jämföras med nyckeltalen för respektive företags bransch. Utav dessa branschindex kommer ett genomsnitt att presenteras för varje nyckeltal för de tre åren, som följer efter respektive företags MBO och jämföra med ett genomsnitt av företagens nyckeltal för dessa tre åren. Således kommer en rättvisare utvärdering av hur företagen utvecklats kunna genomföras. Denna jämförelse genomförs på grund av att svängningar i konjunkturen kan ha stor inverkan på resultatet, och detta bör beaktas då man jämför ett företags avkastning före respektive efter MBO. Under den tidsperiod som nämns i urvalet har marknaden till exempel bevittnat en kraftig svängning i konjunkturen.

I dessa branschindex presenterar SCB nyckeltalen i undre kvartil, median och övre kvartil, men inte något medeltal. Då medel och median oftast ligger mycket nära varandra medför användandet av medianen oftast en bra jämförelse. Det positiva med medianen är att den utesluter extremfallen. (Sandberg, 2002) Om merparten av företagen i en bransch exempelvis haft en knapp positiv utveckling, men något företag samtidigt har haft en kraftigt negativ utveckling skulle de företag med en kraftigt negativ utveckling ha större påverkan på ett medelvärde än de positiva. Detta skulle resultera i ett missvisande värde för den allmänna utvecklingen i denna bransch. På samma sätt kan medianen ge ett missvisande intryck på en bransch med stor variation mellan utvecklingen hos olika bolag, och missgynna vissa företag. (Sandberg, 2002) Ett bra exempel kan vara IT-branschen, där de företag som utvecklats negativt har utvecklats klart sämre än de som klarat sig bra. Dessa företag missgynnas givetvis av användandet av medianen, då ett medelvärde skulle ha antytt att branschen utvecklats klart sämre än vad medianen antyder.

Blomdahl & Rimstedt, (2001) visade i sin studie att det förelåg stora skillnader i posten Goodwill vilket gav missvisande resultat vid jämförandet av företagen före respektive efter en MBO. Deras lösning var att dra bort goodwillen för att uppnå jämförbarhet. Deras studie ämnade dock mäta faktisk lönsamhet (R_t) vilket inte är samma som denna uppsats, vilken primärt undersöker den relativ lönsamhet (R_e). Författarna har därför gjort antagandet, att den goodwill som tillkommit efter MBO har varit en dold skuld av eget kapitalet som dolt marknadsvärde. Detta innebär i praktiken att författarna kommer att lägga på den goodwill som tillkommit efter MBO i företagets balansräkning före MBO för att på så sätt uppnå jämförbarhet. Goodwillposten ökar företagets tillgångar, vilket balanseras genom att det egna kapitalet ökas. Därmed görs en justering, som innebär att företagets bokförda värden före MBO kommer att mer reflektera det verkliga marknadsvärdet efter ändringen. Justering för goodwill görs endast i de fall där det sker stora förändringar i goodwillposten.

2.3 Urval

Inför genomförandet av denna studie har författarna haft tillgång till samtliga MBOs, som verkstälts i Sverige under åren 1999 till 2003. Dessa fakta erhöles av CMBOR, vilka har sammanställt informationen om genomförda MBOs i Sverige. Den totala populationen består initialt av 71 företag.

Urval kommer att göras med avseende på i vilket år MBO:n har verkställts. Målet är att studien skall omfatta 3 år före och 3 år efter MBO:n, vilket diskuterades i 2.2, Primärdata. Detta innebär att MBOs genomförda år 2001, 2002 samt 2003 inte kan inkluderas i studien, då det inte skulle vara möjligt att studera samtliga tre år efter MBO:n för dessa företag. Efter detta urval kvarstår 25 företag.

Från de 25 företagen faller sex bort, då det ej funnits någon information om dem på Affärsdata. Vidare vände sig författarna till bolagsverket, men inte heller de hade någon information om företagen, vilket innebär att dessa företagens årsredovisningar ej finns att tillgå. Följaktligen består populationen härefter utav 19 företag.

Utav de 19 företagen är fyra utländska filialer och redovisar i respektive hemland. Således finns ej tillgång till de företagens balans – och resultaträkningar, då de inte redovisar i Sverige. Den totala populationen utgörs därefter av 15 bolag.

Med kvarstående 15 bolag genomförde författarna korta telefonintervjuer. Genom dessa intervjuer framkom att fyra bolag hade förändrat sin struktur samt verksamhet till sådan utsträckning, att man i samrådet med intervjupersonen fann att de inte skulle bidra med användbar information till studien. Den totala populationen utgörs härav av 11 bolag.

Av de 11 kvarvarande bolagen har ett bolag gått i konkurs. Författarna kommer därav ej att genomföra någon jämförelse före respektive efter MBO:n, då samtliga år ej finns tillgängliga.

Jämförelsestudien kommer att utföras på följande 10 företag:

1. Aura Group
2. Bröderna Edstrand
3. Flygbussarna
4. HemoCue
5. Mandator
6. Modul-System Group
7. Mr Music
8. Stenqvist
9. Synergica
10. Tradex Converting

2.4 Sekundärdata

För att uppfylla syftet har information sökts, som på olika sätt har kunnat bidra till förståelsen av huvudproblemet och dess problemområden. Författarna har använt sig av magisteruppsatser, vetenskapliga artiklar samt grundläggande teori på området. För att finna informationen har ett antal kända databaser så som Business Source Premier, Emerald samt Gunda använts. Främst har sökord som MBO, Management buyout, företagsledaruppköp och kapitalstruktur använts. Vidare har författarna använt sig av handled informationssökning vid Ekonomiska biblioteket.

2.5 Analys modellen.

Författarna har valt att analysera primärdata med hjälp utav hävstångsmodellen vars teoretiska aspekter presenteras i den teoretiska referensramen. I detta avsnitt diskuteras vad den valda modellen kommer att innebära för uppsatsen i form av begränsningar, resultat och omfång.

2.5.1 Hävstångsmodellen

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) * \frac{S}{E}$$

Modellen består utav fyra byggstenar R_e R_t R_s S/E vilka utgör de områden författarna kommer att kunna studera, då de använder sig av denna modell. (Wramsby & Österlund, 2001). Modellens fokus ligger på R_e för företaget. Därför kommer modellen att kunna ge en bild utav hur avkastningen av det egna kapitalet har förändrats. Genom att författarna studerar R_e före respektive efter MBO kommer de att kunna dra slutsatser om hur R_e påverkas av en MBO.

Vidare kommer användandet av hävstångsmodellen ge möjlighet att studera kapitalstrukturen S/E och räntabiliteten på det totala kapitalet (R_t) det vill säga lönsamheten för företaget. Eftersom R_e i denna modell är beroende av dessa tre variabler kommer slutsatser att kunna dras, om vilken som är den mest drivande av dessa variabler i att påverka utgången för R_e . Vidare kommer författarna att kunna dra slutsatser om MBOs leder till ökad lönsamhet för företaget, eftersom de kommer att kunna se en eventuell uppgång i R_t för företagen. Författarna kommer även att kunna studera huruvida skuldsättningsgraden har ökat i företagen, och därför avgöra om det har blivit mer riskbenägna. Slutligen kommer även utvecklingen för räntekostnader att kunna studeras.

2.5.2 Beräkningar för nyckeltal

R_t kommer att tas fram genom att företagets rörelseresultat divideras med företagets tillgångar. R_s kommer att erhållas genom att posten räntekostnader divideras med de poster som författarna anser vara räntebärande. Detta innebär att de kan variera mellan företagen vilka poster som räknas som räntebärande. Vidare kommer S/E att beräknas som räntebärande skulder delat med det totala egna kapitalet inom företaget. Summan av ovanstående nyckeltal kommer att generera värdet för R_e .

2.5.3 Nackdelar med Hävstångsmodellen

Det finns främst två nackdelar av att använda sig av denna modell. För det första kommer författarna att vara tvungna att använda sig av bokförda värden och inte marknadsförda värden. Detta beror på att författarna endast har tillgång till årsredovisningar, det vill säga de bokförda värdena. Generellt sett är marknadsvärden alltid högre än bokförda värden. Detta genererar att det existerar ett dolt övervärde i det egna kapitalet, som endast skulle synas vid en eventuell marknadsnotering. Denna problematik diskuteras även under 2.3, Primärdata. Detta är en nackdel då uppsatsen skrivs för investerare och dessa skulle ha större nytta av siffror som vad marknadsanpassade (Wramsby & Österlund, 2001). Således har de förändringar som nämnts i avsnittet 2.3, Primärdata gjorts. Trots dessa förändringar har marknadsvärdena inte helt kunnat återskapas. Dock har författarna gjort de ändringarna som är genomförbara.

En annan nackdel med att använda hävstångsformeln är att allt kapital inte används i tillverkningen, utan en del är bokfört som olika former av likvida tillgångar. Likaså behöver inte alla skulder vara räntebärande, vilket de blir enligt denna modell (Wramsby & Österlund, 2001). Författarna har haft detta problem i åtanke, då de valt vilka poster som ingår i de räntebärande skulderna vilket diskuteras i valet av poster för 2.6.2 beräkning av nyckeltal.

2.6 Validitet

Inre validitet: *Inre validitet föreligger när mätinstrument, till exempel frågeformulär vid enkät eller intervjuundersökning mäter vad det avser att mäta* (Lundahl & Skärvad, 1992, s150). I denna uppsats fall blir frågan om den analysmodell, som man har valt, verkligen mäter om avkastningen ökar för investerare. Författarna är medvetna om att det finns andra modeller som skulle kunna användas. Dock anser man att denna modell stöder de delfrågor man valt att undersöka.

Yttre validitet: uppkommer då det är bra överstämmelse mellan de insamlade data och den relationen/problematik som man försöker studera. Begreppet yttre validitet fokuserar således på att det inte alltid är givet att respondenter är sanningsenliga, då omständigheter kan påverka deras svar. Data till denna uppsats har hämtats från de olika företagens årsredovisningar. Författarna har varit väl medvetna att siffror kan ha blivit manipulerade för att ge ett bättre helhetsintryck. Därför har författarna studerat årsredovisningarna i treårsperioder för att se efter trender eller eventuell enstaka stora poster. Vidare har man även gjort justeringar för goodwill. Vidare har bokförda värden använts istället för marknadsvärden. Detta anses dock som godtyckligt tillvägagångssätt av marknaden.

2.7 Reliabilitet

Med reliabilitet eller tillförlitlighet avses frånvaron från slumpmässiga mätfel. (Lundahl & Skärvad, 1992, s152). En studie med god reliabilitet karakteriseras av att själva mätningen inte påverkas av vem som utför mätningen eller under vilka förhållanden den genomförs. Reliabilitetsfel kan ha uppstått vid två tillfällen. All data är hämtad från databasen Affärsdata. Det skulle finnas möjligheter att de har skrivit in fel siffror. Vidare är det en mängd siffror som samlats in till denna uppsats. Författarna skulle ha kunna läst av siffror fel, men dessa har noggrant kontrollerats. Vidare har man observerat många år för varje företag. Detta borde ha ökat möjligheterna till att man skulle ha upptäckt eventuella fel från Affärsdatas sida då man skulle kunna ha upptäckt stora fel mellan åren i analysperioden.

3 Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras den teoretiska referensram som omger MBOs och som följaktligen kommer att användas för att lösa studiens problem. Kapitlet syftar således till att belysa de termer och den befintliga teori som uppsatsen kretsar kring, och följaktligen att öka läsarens förståelse av utredningen. En diskussion om källkritik kommer att presenteras i kapitel 4, Tidigare studier.

3.1 Former av buyouts

I det första kapitlet av denna uppsats klargjorde författarna att de endast hade för avsikt att undersöka management buyout. Det finns dock ett antal andra former av buyouts, så för att klarlägga begreppen för läsaren och undvika eventuella missförstånd tas särskilda former av företagsrekonstruktioner upp, som på diverse vis påminner om MBO.

3.1.1 Management buyin

Vid en buyin består köparen av ett utomstående bolag, som bildats enbart med syftet att förvärva bolaget som är målet för uppköpet, och finansieringen av köpet kommer helt ifrån utomstående investerare. En buyin påminner till stor del om en buyout men med en stor skillnad, som också är en nackdel. Vid buyout har köparna, som oftast arbetat i bolaget under en lång tid, stor kunskap om det förvärvade bolaget och dess produkt, marknad, kunder med mera. Denna fördel har inte köparna vid en buyin, då de kommer utifrån och besitter följaktligen inte dessa specifika kunskaper (Krieger, 1990).

3.1.2 Leverage buyout

Precis som namnet antyder så innebär denna form av buyout att köparna söker få tag i, framförallt genom belåning, ansemliga summor för att finansiera uppköpet. Finansiärerna i denna form av företagsförvärv är dessutom i allra högsta grad inblandade i förhandlingarna med befintliga aktieägare, det vill säga den säljande parten. Finansiärerna har rätten att vidta vissa åtgärder, om ledningen inte fullföljer tidigare uppställda mål. Ledningen är således helt under finansiärernas kontroll. Ledningens andel av aktiekapitalet i företaget efter uppköpet varierar stort, men det är vanligt att de är minoritetsägare. För att summera denna form av buyout kan konstateras, att det är finansiärerna som styr det mesta av handlingen och får mest ut av rekonstruktionen (Krieger, 1990).

3.2 Gynnsamma förutsättningar för en MBO

Enligt Krieger (1990) är inga industrier mer lämpade för MBOs än andra, då lyckade buyouts har förekommit i alla typer av industrier. Det finns dock signaler som visar på att det är läge att utföra en MBO. Grundförutsättningar är givetvis att ledningen har

erforderlig kompetens samt att det finns en efterfråga på produkten. Som sagt har MBOs med positiva resultat registrerats i typer av industrier, men företaget där en MBO skall genomföras bör operera i en etablerad industri med existerande marknader, samt förutsägbara kassaflöden för bästa möjliga utfall. De inblandade intressenternas olikartade motiv till genomförandet av en MBO behandlas utförligare under härpå följande rubrik 3.3 (Krieger, 1990).

3.3 Agentteori

Agentteori utreder problematiken med de olika intressenternas intressen blandade i ett företag. Teorin fokuserar på huruvida det kan finnas skillnader mellan ledningens och ägarnas, det vill säga företagets aktieinnehavares, intressen. (Ross, Westerfield & Jaffe, 2001).

Teorin antar att om ledningen och aktieägare skulle lämnas ensamma skulle var och en enbart handla efter eget intresse. Därför måste aktieägarna skapa incitament för att ledningen ska handla i aktieägarnas intresse. Dessa incitament definieras enligt teorin som agentkostnader, vilket är summan av kostnaderna för att styra ledningen och kostnaden för att implementera denna styrfunktion. Dock argumenterar agentteori för att det är omöjligt att skapa en miljö där ledningen handlar precis som aktieägarna önskar. Därför kommer aldrig avkastningen till ägarna att kunna vara maximerad så länge ledningen själva inte är ägarna (Ross et.al, 2001).

En företagsrekonstruktion, som en MBO, berör framförallt tre inblandade intressenter. Givetvis kan även det berörda företagets personal, dess kunder och leverantörer och även staten komma att påverkas av att en MBO genomförs. De har dock ingen större inverkan på genomförandet, och de nämns bara ytterst kortfattat i befintlig teori. Författarna har därför valt att inte lägga någon större vikt vid dessa grupper utan fokuserar på de tre grupper som direkt inverkar på rekonstruktionen, det vill säga köpare (management), säljare (befintliga ägare) samt investerare, samt de intressekonflikter som kan uppstå mellan dessa.

3.3.1 Agentkostnader från skuld

En intressekonflikt som lätt kan uppstå är den mellan aktieägarna och långgivarna. Eftersom det ligger i aktieägarnas intresse att maximera avkastningen på det egna kapitalet har dessa intressenter en mer positiv inställning till riskfyllda projekt, som skulle ge hög avkastning vid lyckat utfall. Långgivarna har mer negativ inställning till riskfyllda projekt som skulle kunna äventyra företaget, och på så sätt leda till att man förlorade värdet på sina lån (Ross et.al, 2001).

Då denna form av agentkostnad uppkommer i varje företag som finansieras av både aktiekapital och belånat kapital, och således ej har någon direkt koppling till MBO, väljer författarna att hänvisa till Ross et.al, 2001 för djupare förklaring av denna kostnad.

3.3.2 Agentkostnader från aktiekapital

Ytterligare en form av agentkostnader uppstår, då ägandet av företaget är separerat från den aktiva ledningen av detsamma. Då MBO har en direkt påverkan på denna form av agentkostnad åskådliggör författarna, hur denna kostnad uppstår, samt hur den påverkar företaget genom följande exempel:

Fröken Pagell äger 100 % av aktiekapitalet i det bolag där hon är den enda anställda. Aktiekapitalet är värt en miljon. Då hon ämnar utvidga sin verksamhet behöver hon ytterligare två miljoner. Hon kan då antingen låna pengar till 12 procentig ränta, eller ge ut aktier för två miljoner. I egenskap av entreprenör väljer hon hur mycket hon arbetar varje dag. Hon kan till exempel arbeta 6 timmar om dagen, eller 10 timmar. Återkopplas dessa siffror till finansieringsalternativen ser man, att om hon arbetar 10 timmar tjänar hon 800 000 kronor om året, medan hon bara tjänar 400 000 kronor om hon arbetar 6 timmar. Väljer hon att ge ut aktier för att finansiera utvidgningen av verksamheten, och då enbart äger 33 % av bolaget (1miljon av det totala aktiekapitalet på 3 miljoner) erhåller hon endast 33 % av vinsten. Följaktligen tjänar hon bara 132 000 kronor på att arbeta längre. Vid finansiering av lån tjänar hon hela 400 000 kronor på att arbeta längre. Givetvis kommer hon att arbeta hårdare, då hon lånar pengar än om hon ger ut ytterligare aktiekapital. Ännu en kostnad som bör följa på fler aktieägare, är att hon som ledare av företaget åtar sig fler dyra fördelar, exempelvis stort kontor, dyrare resor, större representationskonton med mera. Detta hör givetvis ihop med att fler är med och betalar hennes dyrare vanor. Skulle hon vara ensam ägare, skulle enbart hon fått ta konsekvenserna för dessa dyra vanor (Ross et.al. 2001).

Exemplet visar att ledningens effektivitet i styrandet av bolaget är starkt samankopplat med hur stor andel de äger av det totala aktiekapitalet. Detta resultat bekräftas av empiriska studier, bland annat av Amness (2002).

3.3.3 Agentteori i förhållande till MBO

Diskuterar man agentteorin utifrån problematiken med MBOs ger detta en intressant infallsvinkel, eftersom ledningen går från att vara passiva till ägande. Enligt agentteorin borde alltså avkastningen för investerare öka, eftersom ägarna nu själva är intresserade av att maximera avkastningen på det egna kapitalet. Företaget slipper agentkostnader från aktiekapital, och ledningen kommer att välja projekt, som påverkar aktievärdet positivt. Dock är det som sagt vanligt, att MBOs till stor del finansieras genom belånat kapital. Om långgivare har stort inflytande kommer de att påverka ledningen till att vara mer försiktiga till riskfyllda investeringar och på så sätt påverka utvecklingen på det egna kapitalet negativt. Författarna har dock gjort en skillnad mellan MBOs och LBOs (Kriger, 1990). Detta innebär att långgivare inte har så stor möjlighet att påverka ledningen vid en MBO som vid en LBO. Således argumenterar agentteorin att MBOs ökar värdet för aktieägare (Ross et.al, 2001).

3.4 Fisher separation

Denna teori går ut på att investeringsbeslut och finansieringsbeslut separeras. Följaktligen kan olika investerare, vilka givetvis har olika nyttofunktioner, maximera sin egen nytta genom att satsa sina pengar i ett och samma företag. Ledningen i företaget maximerar sedan aktieägarnas nytta genom att anta alla projekt med ett positivt nuvärde (Copeland, Weston & Shastri, 2003).

Fisher separation antar således att ledningen gör sitt yttersta för att maximera aktieägarnas nytta, värde, även då de endast är agenter i företaget. Teori antar vidare att investerare sedan kan låna respektive spara till samma ränta för att på så sätt maximera sin egen nytta (Copeland et.al, 2003).

Utifrån Fisher separation kan man konstatera att företagets lönsamhet ej påverkas av dess finansiering (Copeland et.al, 2003). Följaktligen måste en MBO påverka hela företagets rörelse för att rendera i ökad avkastning till investerare. Att en MBO enbart påverkar finansieringen, det vill säga skuldsättningsgraden, leder inte till ökad lönsamhet, och ökad avkastning till investerare.

3.5 Kapitalstruktur

3.5.1 Modigliani & Miller - kapital struktur

Modigliani & Miller (Ross et.al, 2001) visar genom sin teori, att i en värld med skatter, ökar såväl värdet på företaget som avkastningen till samtliga investerare med en ökad skuldsättning. Anledningen till att ökad andel skuld i kapitalstrukturen leder till ökat företagsvärde, är den så kallade skatteskölden. Termen skattesköld syftar till att ränteutbetalningarna, som följer på belånat kapital leder till minskade skatteutbetalningar. Detta stämmer överens med verkligheten, då företaget betalar räntan, innan det betalar skatt och följaktligen minskar skatteutbetalningarna med den summa som betalas som ränta åt långivarna (Ross et.al, 2001).

Enligt Ross et.al (2001) ökar även investerarens avkastning då skuldsättningen ökar. För att bevisa detta på ett överskådligt sätt presenterar författarna ett exempel:

Ett företag är enbart finansierat med aktiekapital, således ingen skuld, medan ett annat är belånat.

\$	<u>Icke belånat</u>	<u>Belånat</u>
EBIT	1 000 000	1 000 000
Ränteutbetalning	0	(400 000)
EBT	1 000 000	600 000
Satteutbetalning (Skattesats=35 %)	(350 000)	(210 000)
Resultat efter skatt	650 000	390 000
Totalt kassaflöde åt alla investerare (Aktieägare + långivare)	\$650 000	\$790 000

Figur 1 Kapitalstrukturens inverkan på kassaflöde åt investerare

Följaktligen menar teorin att det är fördelaktigt för investeraren att företaget har en hög skuldsättningsgrad, då det totala kassaflödet till företagets investerare är större i det belånade företaget än i det icke belånade. Detta exempel visar även att värdet på företaget ökar, genom skatteskölden, med ökad skuldsättning (Ross et.al, 2001).

3.5.2 Risk – Leverage beta

Slutsatsen av ovanstående teori är således att företag bör ha en kapitalstruktur bestående av 100 % skuld för att maximera sitt värde. (Ross et.al, 2001) Verkligheten är dock inte fullt så enkel. Med ökad skuldsättning följer ökad risk för företaget och dess investerare. Detta samband bevisas av CAPM-modellen (Capital Asset Pricing model). Denna modell visar vilken avkastning aktieägarna kräver vid en viss skuldsättningsgrad, och ser ut på följande sätt (Copeland et.al, 2003):

$$E(RE) = RF + (E(RM) - RF)\beta L$$

$E(R_E)$ = Förväntade avkastningen till aktieägarna

R_f = Riskfria räntan

$E(R_m)$ = Förväntade avkastningen på marknaden

β_L = Det belånade företaget systematiska risk (L = Leverage = belånat)

Modellen visar följaktligen hur avkastningskravet, $E(R_m)$, och företagets risk, (β), påverkar varandra, men för att visa hur kapitalstrukturen påverkar risken, presenter författarna den formel som används för att räkna ut βL (Copeland et.al, 2003):

$$\beta L = \left[1 + (1 - T_c) \frac{S}{E} \right] \beta U$$

T_c = Skattesatsen

S/E = Skuldsättningsgraden (Skuld genom eget kapital)

β_U = Företagsrisken för det icke belånade företaget.

Formeln visar klart och överskådligt hur ökad skuldsättningsgrad leder till en ökad risk för företaget, samt för dess investerare. Med risk åsyftas givetvis risken att företaget ej kommer att klara av sina ränteutbetalningar, och på sikt gå i konkurs.

Slutsatsen blir följaktligen att en ökad skuldsättningsgrad dels leder till ett ökat företagsvärde, men även till en ökad risk. Att en ökad förväntad avkastning är förknippad med en ökad risk är helt logiskt. I slutändan är det upp till varje individ att välja vilken risk de är viliga att anta för en viss förväntad avkastning.

Diskuterar man begreppet risk i förhållande till MBO indikerar detta att företaget med en ökad belåning borde få en högre avkastning. Dock innebär detta att en ökad skuldsättningsgrad oftast leder till större risker för företaget och dess investerare, eftersom det nu är mer belånat.

3.6 Hävstångsformeln

Hävstångsformeln är en ekvation med att antal nyckeltal som mäter avkastningen på det egna kapitalet, det vill säga avkastningen till eventuella investerare. Formeln presenteras nedan.

$$R_e = R_t + (R_t - R_s) * \frac{S}{E}$$

- R_e eller räntabiliteten på det egna kapitalet är ett nyckeltal, som är beroende av resultatet efter finansiella intäkter och det egna kapitalet. Ett högt värde på R_e innebär att det är hög avkastning till ägarna.
- R_t eller räntabiliteten på det totala kapitalet är ett nyckeltal som är beroende av resultatet före finansiella intäkter och kostnader och det totala kapitalet. Ett högt värde på R_t innebär att företaget använder sina resurser väl och avkastningen till företaget är stort.
- S/E eller skuldsättningsgraden är ett nyckeltal som ger en bild av kapitalstrukturen i företaget. S/E visar hur stor del av det egna kapitalet som är skulder.
- R_s eller den genomsnittliga räntekostnaden är ett nyckeltal som beskriver räntekostnaderna för företaget. R_s är beroende av företagets alla räntekostnader delat med det totala lånade kapitalet.

Studerar man formeln ser man hur avkastningen på det egna kapitalet är beroende av att inte hela företagets resultat försvinner i räntekostnader. Formeln visar att så länge $R_t > R_s$ skapar det lånade kapitalet mer värde än vad det kostar, och kommer därför att generera värde till det egna kapitalet. Detta refereras ofta som hävstångseffekten. Vidare kan diskuteras att vid högre skuldsättningsgrad kommer R_e att öka, men också risken för de involverade investerarna i företaget (Wramsby & Österlund, 2002).

4 Tidigare studier

I detta kapitel kommer några av de tidigare studier som är gjorda på området att presenteras. Kapitlet kommer att vara uppbyggt efter de nyckeltal som ingår in den sedan tidigare presenterade hävstångsformeln. Författarna ämnar visa vad som tidigare påträffats på respektive område vilket borde kunna ge indikationer om vad författarna kommer att finna. Kapitlet avslutas med en diskussion angående kritik för de källor som använts för detta kapitel, samt kapitel 3, Teoretisk referensram.

4.1 Lönsamhet (R_t)

Det är många studier som gjorts på hur företagets lönsamhet påverkas av en MBO. Lichtenberg och Sigel (1990) studerade hur produktiviteten påverkades under fem år i företag som genomgått en MBO. Deras resultat indikerade ökad produktivitet upp till tre år efter genomförandet. Även Amness (2002) har gjort studier inom produktivitet och påvisat att denna ökat efter MBO främst beroende på ökad marknadsbaserade lednings incitament och mer aktiva investerare. Vidare påvisade Amness (2003) att den tekniska effektiviteten förbättrades upp till fyra år efter genomförda MBOs. Andra studier har påvisat ökad lönsamhet något senare efter MBO:n (Robbie, Willsson, Wright, 1998). Blomberg och Rimstedt (2001) genomförde en studie av lönsamhetsutvecklingen av nio svenska företag och kunde påvisa att räntabiliteten av det totala kapitalet hade förbättrats i åtta av de nio undersökta företagen.

Sammanfattar man resultaten av de studier författarna har studerat, kan man konkludera att de genomgående indikerar att lönsamheten påverkas positivt av en MBO. Dock bör det påpekas att denna förbättring endast kunnats påvisas under en begränsad tid. Det förekommer kritik för att MBOs ofta leder till kortsiktiga vinster, då man förkastar långsiktiga projekt. Detta innebär att studien borde påvisa en ökad räntabilitet på det totala kapitalet under undersökningsperioden.

4.2 Kapitalstruktur samt räntekostnader (R_s)

Författarna har funnit ett flertal studier, Kaplan (1989), Arzac (1992) samt Kriger (1990) vilka påpekar att skuldsättningsgraden ökar avsevärt efter genomförandet av en MBO. Arzac (1992) söker efter ett gemensamt tankesätt, någon form av formalia, hos de parter som organiserar buyouten vad gäller valet av kapitalstruktur. Författaren skiljer i denna artikel inte mellan LBO och MBO, utan ser dem som en gemensam förvärvsform. Författaren fann att skuldsättningsgraden ökar kraftigt i majoriteten av de undersökta fallen. Arzac drog då slutsatsen att en MBO leder till ökad skuldsättningsgrad då man använder skuld, närmare bestämt skattebesparingar från skatteskölden, för att signalera till investerare att man har ett lönsamt projekt.

Kaplan (1989) uppskattar i en studie värdet av skattefördelarna i 76 management buyouts. Syftet med denna studie var att härleda vad värdeökningen i en MBO kommer av. Även denna studie finner att skuldsättningsgraden ökat kraftigt i de företag, som genomgått en

MBO. Resultaten av studien visar att skattefördelar är en viktig källa till värdevinster vid management buyouts. Skattefördelarna utgjorde en större del av värdet i företag som genomgått MBOs, än i företag som inte genomgått MBOs. Dessa värdevinster uppkom främst på grund av skattefördelar utifrån skattekölden, men i många fall även ifrån möjligheterna till lägre räntekostnader.

Tidigare studier på kapitalstruktur i förhållande till MBO indikerar att företagets skuldsättningsgrad bör öka efter genomförandet av MBO. Vidare har författarna inte funnit några direkta studier, vilka undersökt MBOs inverkan på räntekostnaden.

4.3 Avkastning för investerare (R_e)

Då man diskuterar tidigare studier av räntabilitet av det egna kapitalet, bör man nämna de tidigare studier som gjorts på räntabilitet av det totala kapitalet eller företagets lönsamhet. Detta eftersom räntabilitet av det totala kapitalet har så stor inverkan på utvecklingen av räntabiliteten på det egna kapitalet. Då dessa studier påvisar en ökad lönsamhet eller räntabilitet av det totala kapitalet, indikerar dessa studier även att räntabiliteten på det egna kapitalet borde öka. Detta enligt hävstångsformel som presenteras i teorikapitlet.

Muscarella and Vetsuypens (1990) visade i sin studie av 72 stycken publika företag, att lönsamheten för investerare hade ökat i jämförelse med slumpvis börsnoterade företag som inte genomgått buyouts. Dock visade deras studier att ökningen av avkastningen på det egna kapitalet enbart berodde på en ökad skuldsättningsgrad och inte tack vare någon ökad vinst, det vill säga någon ökad lönsamhet i företagen.

Författarna har haft det svårt att hitta tidigare studier, som med ett liknande tidsperspektiv, som den befintliga uppsatsen studerar avkastningen till investerare. Ett flertal studier har undersökt hur aktien har påverkats före respektive efter tillkännagivandet av att företaget ska genomgå en MBO, (Briston, Mallin, Saadouni, 1995), (Denning 1988,), (Miles and Rosenfelt, 1998). Samtliga har påvisat att tillkännagivandet har haft positiv effekt på aktieavkastningen. Dock har dessa studier varit under begränsad tidsperiod.

Tidigare studier indikerar att avkastningen på det på det egna kapitalet borde öka efter MBO. Författarna ämnar undersöka varifrån denna eventuella ökning kommer. Enligt tidigare studier ökar lönsamheten (R_t) samt skuldsättningsgraden (S/E).

4.4 Källkritik

De källor som brukats är magisteruppsatser, vetenskapliga artiklar samt teoretisk litteratur på området. Författarna kommer att diskutera dessa källor utifrån Patel & Davidssons (1994) tre kriterier för goda källor.

- **Samtidskravet.** Författarna har i så stor utsträckning som möjligt använt sig av nya uppsatser och artiklar. Alla rapporter presenterar aktuell information som fortfarande känns relevant. Den teoretiska litteratur som brukas är i vissa fall något äldre, men detta är grundläggande och allmänt erkända teorier.
- **Tendenskritik.** Alla rapporter har haft olika infallsvinklar. Detta har lett till att alla rapporterna lägger sin tyngdpunkt på olika områden och belyser olika aspekter med MBO. Författarna upplever att alla källor har lyckats bevarat sin objektivitet.
- **Beroendekritik.** Det finns en specifik källa på vilken många rapporter, däribland denna studie, hämtar sina fakta ifrån. Källan är CMBOR vid Nottingham University, där data hämtats. Vidare använts olika artiklar från två forskare (Robbie & Wright) från detta universitet frekvent. Författarna anser ändå att denna källa är tillförlitlig då de har specialiserat sig på området, och därav bör ha stor kunskap på detsamma. Dessutom har två källor använts, vilka ej är ursprungskällor. Varken Ross et. al, eller Wramsby och Österlund har utvecklat teorierna om kapitalstruktur eller hävstångsformeln.

5 Empiri och förberedande analys

I detta kapitel kommer de företag som ingår i studien att presenteras. De fakta som presenteras är nyckeltalen, antal anställda, bransch, en kort verksamhetsberättelse samt en beskrivning av MBO-processen och dess inverkan på verksamheten. Författarna kommer även att diskutera bakomliggande faktorer till förändringar i nyckeltalen. Analysen av dessa nyckeltal, samt en jämförelse med bransch följer dock i kapitel 6, Analys.

5.1 Aura Group

Koncernens verksamhet utgörs av produktion och försäljning av ljuskälleprodukter. Företaget bildades år 2000 av ett brittiskt konsortium, lett av Brigepoint Capital, och genom Aura Group förvärvades samtliga aktier i Aura Europe AB. Aura Group AB ägs till 89,6 % av Brigepoint Capital, med säte i Storbritannien. I och med förvärvet av Aura Group AB förvärvar Brigepoint Capital således även dess helägda dotterbolag Aura Europe AB, och detta företags dotterbolag, Aura Industrier AB. Aura Industrier AB är i sin tur moderbolag till Aura Light International AB, vilka i sin tur är moderbolag åt sex bolag i sex olika länder. Brigepoint Capital förvärvar följaktligen hela denna koncern genom MBO. Produktionen och försäljningen, vilken är uppdelad på olika bolag inom denna koncern, fortgår som vanligt efter MBO. Koncernens verksamhet påverkas således inte av MBO. (Årsredovisning för Aura group, 2003)

Bransch:	Belysningsarmematur					
Antal anställda:	143					
Genomförd:	2000					
Nyckeltal	År-97	År-98	År-99	År-01	År-02	År-03
Re	9,34 %	12,41 %	21,08 %	46,65 %	-34,95 %	-216,50 %
Rt	4,12 %	3,42 %	11,68 %	10,27 %	4,78 %	3,53 %
Rs	2,52 %	1,27 %	7,17 %	8,64 %	6,55 %	33,38 %
S/E	325,08 %	418,70 %	208,47 %	2 242,44 %	2 246,23 %	737,20 %

Tabell 2 Nyckeltal för Aura Group

Då Auras resultat minskat successivt efter genomförandet av MBO har detta, tillsammans med ökade tillgångar, lett till att räntabiliteten på det totala kapitalet minskat stegvis. Samtidigt har räntekostnaderna ökat vilket lett till att R_t understiger R_s . Aura har sedermera fått uppleva vilken negativ effekt en ökad skuldsättningsgrad har på räntabiliteten på det egna kapitalet då R_t understiger R_s .

5.2 Bröderna Edstrand

Bolaget är Sveriges största fristående riksgrossist för stål och metaller. Kunderna finner man främst inom bygg- och verkstadsindustrin, och de erbjuds distribution av stål, rostfritt stål och aluminium. På senare år har även vidareförädling av materialet vid egna produktionsanläggningar utvecklats till att bli en viktig del av verksamheten (Årsredovisning, 2003).

Innan MBO:n genomfördes ingick företaget i Trelleborgskoncernen, och vid genomförandet av MBO:n köptes företaget in i Tre-nor koncernen. MBO:n hade dock ingen påverkan på Bröderna Edstrand verksamhet vilken förblivit densamma. (Årsredovisning, 2003).

Bransch:		Stål- och metallverk				
Antal anställda:		512				
Genomförd:		1999				
Nyckeltal	År-96	År-97	År-98	År-00	År-01	År-02
Re	3,66 %	18,31 %	11,60 %	18,71 %	-1,08 %	3,64 %
Rt	7,36 %	14,49 %	11,23 %	10,23 %	3,72 %	5,10 %
Rs	25,21 %	4,74 %	10,33 %	6,35 %	5,76 %	5,83 %
S/E	20,73 %	39,16 %	41,17 %	218,41 %	236,08 %	200,75 %

Tabell 3 Nyckeltal för Bröderna Edstrand

Av tabellen framgår att företaget får en sämre räntabilitet på både eget och totalt kapital efter genomförandet av MBO. Detta beror främst på att de totala tillgångarna i det närmaste har fördubblats efter MBO:n. Den tillgångspost som har haft den absolut största inverkan på totala tillgångar är fodringar hos koncernföretag. Dessa fodringar utgörs av ett ökat innehav av andelar i koncernföretag. Ser man enbart till rörelseresultatet framkommer det att detta inte minskat, utan ökat efter MBO, men till följd av den relativt höga ökningen av tillgångarna minskar R_t . Detta innebär att R_s slutligen överstiger den avtagande R_t . Då skuldsättningsgraden samtidigt ökar kraftigt leder detta till en lägre R_e . Utöver detta framgår att företaget åtnjuter lägre räntekostnader, samt en högre skuldsättningsgrad.

5.3 Flygbussarna

Flygbussarna erbjuder busstransporter till och från alla de stora flygplatserna i Sverige. Trafikerar totalt 7 flygplatser till och från 10 städer, från Malmö i söder till Luleå i norr. Flygbussarna är tillgängliga för mer än 85 procent av Sveriges flygresenärer, och har många hållplatser på de flesta orter, samt bussvärdar som hjälper till med både bagagehantering och information på terminalerna. (www.flygbussarna.se)

Innan MBO:n gick företaget under namnet SL Flygbussarna AB, och ägdes av Stockholms läns landsting. 1999 köptes företaget upp av koncernen People Travel Group, och gick således från att vara kommunalägt till att vara privatägt. (Årsredovisning för Flygbussarna, 1998)

Företaget bedriver idag samma verksamhet som innan genomförandet av MBO:n. Antalet tjänster har dock utökats kraftigt då företaget nu tillhandahåller transporter till fler flygplatser, samt möjligheten för olika kunder att få skraddarsy sin egen resa utifrån de önskemål denne har. Företagstjänster och Flygbussarna taxi är exempel på tjänster som tillkommit. (www.flygbussarna.se/default.asp)

Bransch: Transport-, magasinering- och kommunikationsföretag						
Antal anställda:						262
Genomförd:						2000
Nyckeltal	År-97	År-98	År-99	År-01	År-02	År-03
Re	33,34 %	19,43 %	74,68 %	1,95 %	26,70 %	29,36 %
Rt	15,53 %	11,45 %	35,65 %	2,58 %	27,05 %	22,72 %
Rs	5,65 %	4,95 %	2,37 %	9,40 %	59,48 %	1,82 %
S/E	180,23 %	122,70 %	117,25 %	9,11 %	1,06 %	31,77 %

Tabell 4 Nyckeltal för Flygbussarna

Vilket framgår av tabellen har företaget förhållandevis varierande nyckeltal. Följaktligen varierar även de poster i balans- och resultaträkningen vilka ligger till grund för dessa nyckeltal. Det är dock anmärkningsvärt att värdet på totala tillgångar, och följaktligen finansieringen i balansräkningen är avsevärt mindre efter genomförandet av MBO:n. Storleken på företaget, mätt i antal anställda, är dock i det närmaste konstant före respektive efter MBO.

5.4 Hemocue

Hemocue bedriver utveckling, tillverkning samt försäljning av utrusning och metroder för diagnostik inom sjuk och hälsovård. Företagets största produkt är testsystem för bestämning av hemoglobin och glukos i blodet. (www.hemocue.se)

1999 köpte riskkapitalfonden EQT Scandinavia majoriteten av aktierna i företaget och äger idag företaget genom ett holding bolag som bildades vid genomförandet av MBO:n. Företaget har inte gjort några stora förändringar av sin verksamhet under eller efter ägarbytet. (Årsredovisning för Hemocue, 2000)

Bransch: Industri för precision, medicin och optiska instrument						
Antal anställda:						150
Genomförd:						1999
Nyckeltal	År-96/97	År-97/98	År-98/99	År-00	År-01	År-02
Re	43,11 %	32,69 %	27,19 %	100,69 %	103,12 %	38,89 %
Rt	42,32 %	32,53 %	21,92 %	85,23 %	87,46 %	35,40 %
Rs	12,89 %	21,69 %	0,35 %	6,61 %	11,72 %	7,36 %
S/E	2,67 %	1,51 %	24,42 %	19,66 %	20,68 %	12,46 %

Tabell 5 Nyckeltal för Hemocue

Företaget har upplevt en positiv utveckling efter genomförandet av MBO med ett ökat resultat. Detta i samband med ett minskat värde på tillgångarna har resulterat i en stark ökning av R_t . Då företaget även erhållit en lägre räntekostnad, samt en mer skuldbaserad kapitalstruktur har utvecklingen på R_e varit mycket positiv.

5.5 Mandator

Mandator är ett IT-konsultföretag vilket erbjuder tjänster inom påföljande tjänsteområden: systemintegration, affärsutveckling, interaktiv kommunikation och konvergens. Företagets hemmamarknad är norden och Baltikum, och dess försäljning koncentreras till följande fem branscher: offentliga sektorn, telekom, fordonsindustrin, Life Science samt detaljhandel och varumärken. (www.mandator.se)

Efter MBO:n tog företaget namnet Cell Network, men valde i maj 2003 att ta tillbaka namnet Mandator. Företaget har under hela förloppet bibehållit befintlig verksamhet. (www.mandator.se)

Bransch: Datakonsulter och dataservicebyråer						
Antal anställda:						1500
Genomförd:						2000
Nyckeltal	År-97	År-98	År-99	År-01	År-02	År-03
Re	11,48 %	11,64 %	5,45 %	-100,43 %	-109,03 %	-95,62 %
Rt	11,59 %	11,92 %	5,57 %	-99,92 %	-58,67 %	-42,52 %
Rs	13,23 %	224,00 %	7,36 %	147,28 %	20,24 %	13,46 %
S/E	6,81 %	0,13 %	6,74 %	0,21 %	63,82 %	94,88 %

Tabell 6 Nyckeltal för Mandator

Företaget har upplevt kraftigt reducerade resultat vilket, tillsammans med närmast konstant värde på tillgångarna, lett till en avsevärd försämring av R_t . Detta tillsammans med högre räntekostnader samt ökad skuldsättningsgrad har minskat R_e ansevärt.

5.6 Modul-System Group

Modul-System grundades 1970 och specialiserade sig på inredningar till servicefordon. Då grundaren, Harry Andersson, ville dra sig tillbaka, och inte hade någon i familjen att lämna över bolaget till valde denne att sälja till riskkapitalbolaget Segulah. (www.segulah.se)

Tabell 7 Nyckeltal för Modul-System Group

Bransch: Tillverkningsindustri exkl. tobaksindustri						
Antal anställda:						119
Genomförd:						1999
Nyckeltal	År-96	År-97	År-98	År-00	År-01	År-02
Re	10,78 %	15,82 %	13,17 %	13,87 %	33,58 %	35,59 %
Rt	11,95 %	13,85 %	12,61 %	12,14 %	27,33 %	27,53 %
Rs	13,18 %	11,52 %	11,81 %	10,66 %	7,19 %	3,72 %
S/E	95,22 %	84,48 %	70,75 %	117,62 %	31,06 %	33,82 %

Övergången till en ny ledning har fungerat väl, och företagets vinst har nästan tredubblats på tre år. Samtidigt har företagets tillgångar minskat, och således lett till en ökning av R_t . Parallellt med detta har företagets räntekostnader minskat, och skuldsättningsgraden likaså. Sammantaget har detta renderat i ett högre R_e . Det bör nämnas att företaget skuldsättningsgrad är förhållandevis låg och att en ytterligare ökning av detta nyckeltal skulle bättra på R_e i en än större utsträckning.

5.7 Mr Music

Förtaget är ett försäljningsföretag som främst distribuerar sina produkter genom postorder eller Internet. Kunder blir "club medlemmar" i Mr Music och får månadsvis en skiva från företaget. (www.mrmusic.se)

År 1999 genomfördes en MBO där Mr Music International AB köpte aktierna i Musikspecialisten i Göteborg AB. Innan förvärvet skedde en omstrukturering där verksamheter i centraleuropa såldes. Företagets verksamhet ändrades således till att endast gälla den nordiska marknaden. Vidare renodlade företaget sin verksamhet till att endast gälla musik och dataspel då man sålde av sin verksamhet av försäljning av säkerhetsbrickor till nycklar som hade varit en del av företaget före MBO:n. (Årsredovisning för Mr Music, 1999)

Bransch: Förlag, grafisk och annan reproduktionsindustri						
Antal anställda:						59
Genomförd:						1999
Nyckeltal	År-96	År-97	År-98	År-00	År-01	År-02
Re	6,80 %	5,22 %	12,73 %	13,20 %	80,40 %	38,26 %
Rt	6,94 %	5,77 %	13,84 %	12,17 %	32,13 %	26,76 %
Rs	10,03 %	8,20 %	30,68 %	10,90 %	12,14 %	11,99 %
S/E	4,37 %	22,38 %	6,60 %	80,57 %	241,48 %	77,79 %

Tabell 8 Nyckeltal för Mr Music

Ytterligare ett företag vilka har upplevt högre vinster samtidigt som tillgångarna minskat, vilket lett till att R_t ökat efter MBO. Vidare har man upplevt minskade räntekostnader, samt en ökad skuldsättningsgrad. Den markanta ökningen av skuldsättningsgraden år 2001 beror på att aktiekapitalet sätts ned från 130 000 000 kronor till 6 500 000 kronor som ett led i ett refinansieringsprogram. Anledningen till att skuldsättningsgraden minskar år 2002 är att det egna kapitalet ökar genom en ökning av de fria reserverna.

5.8 Stenqvist

Stenqvist är en ledande tillverkare av förpackningar inom sin nisch i Norden. Företagets produkter omfattar pappers- och plastbaserade förpackningsmaterial, som till exempel pappers- och plastpåsar, för detaljhandel och livsmedelsindustri. Företaget har tillverkning i Sverige, Norge, Finland, Danmark, Polen och Österrike och säljer sina produkter över hela Europa. (www.stenqvist.se)

Stenqvist genomgick en MBO 1999 då företagets köptes av EQT Scandinavia. Ägarbytet innebar ingen direkt verksamhetsförändring. Efter EQTs förvärv har Stenqvist dock följt en nordisk konsolideringsstrategi och Stenqvist förvärvade den finska marknadsledaren Rosenlew 2000 och den danska marknadsledaren Unibag 2002. Som ett resultat av den förvärvsdrivna strategin har Stenqvists omsättning fördubblats under EQTs ägarskap.

Bransch: Tillverkningsindustri exkl. tobaksindustri						
Antal anställda:						622
Genomförd:						1999
Nyckeltal	År-96	År-97	År-98	År-00	År-01	År-02
Re	5,98 %	22,97 %	14,64 %	8,92 %	5,34 %	13,03 %
Rt	5,92 %	10,73 %	9,84 %	7,44 %	6,52 %	9,30 %
Rs	5,74 %	5,31 %	5,31 %	6,68 %	7,51 %	6,61 %
S/E	28,70 %	225,77 %	105,93 %	195,59 %	119,53 %	138,65 %

Tabell 9 Nyckeltal för Stenqvist

Företaget har successivt ökat sitt resultat efter genomförandet av MBO. Samtidigt har dock tillgångarna ökat med ungefär 40 procent, vilket lett till att R_t i det närmaste varit konstant före respektive efter genomförandet av MBO. Då räntekostnaderna ökat efter MBO har R_e i stort sett varit konstant före respektive efter MBO.

5.9 Synergica

Synergica är ett konsultföretag inom informations teknologi (IT) och ledarskap. Synergica vill skapa ökad konkurrenskraft genom affärlösningar och förbättrade samarbetsmöjligheter mellan människor. (www.synergica.se)

1999 genomfördes en MBO där samtliga aktier köptes från den befintliga Engelska ägaren Skillsgroup Holding Ltd. I samband med ägarbytet bilades bolaget Synergica Group AB som äger företaget, men har ingen egen operationell verksamhet. Ägarbytet har inte inneburit några direkta förändringar av verksamheten. (Årsredovisning för Synergica, 2000)

Bransch:	Datakonsulter					
Antal anställda:	21					
Genomförd:	1999					
Nyckeltal	År-96	År-97	År-98	År-00	År-01	År-02
Re	-30,06 %	-121,71 %	-152,34 %	-26,73 %	-27,18 %	-167,42 %
Rt	-17,47 %	-16,23 %	-30,02 %	-22,37 %	-20,92 %	-118,14 %
Rs	4,80 %	5,78 %	1,05 %	29,73 %	8,83 %	13,64 %
S/E	56,56 %	479,42 %	393,65 %	8,36 %	21,04 %	37,39 %

Tabell 10 Nyckeltal för Synergica

Företaget har upplevt dåliga resultat rakt igenom analysperioden, och då man efter MBO minskat tillgångarna kraftigt har även R_t blivit sämre i takt med tillgångsminskningen. Vilket framkommer i diagrammet har räntekostnaderna ökat efter MBO, men då skuldsättningsgraden minskat kraftigt efter MBO har R_e ändå kunnat utvecklas positivt.

5.10 Tradex Converting

Företaget utvecklar, tillverkar och marknadsför självhäftande komponenter för bland annat sammanfogning, avskärmning, vibrationsdämpning och elektronisk isolering till telekomindustrin, samt appliceringsutrustning för dessa komponenter. Produktion äger till större delen rum i Sverige och Kina. (www.tradex-converting.com)

Bransch: Teleproduktionsindustri						
Antal anställda:						266
Genomförd:						2000
Nyckeltal	År-97	År-98	År-99	År-01	År-02	År-03
Re	42,64 %	5,41 %	16,56 %	-115,14 %	-44,10 %	36,58 %
Rt	36,97 %	4,89 %	10,45 %	-41,54 %	-6,27 %	23,27 %
Rs	5,97 %	3,92 %	4,21 %	8,83 %	8,47 %	7,77 %
S/E	18,30 %	54,33 %	98,00 %	146,15 %	256,54 %	85,94 %

Tabell 11 Nyckeltal för Tradex Converting

Vilket framgår av tabellen så har Tradex erfarit vilken effekt en ökad skuldsättningsgrad har på räntabiliteten på det egna kapitalet, om man inte lyckas uppnå en räntabilitet på det totala kapitalet som överstiger räntekostnaderna. Orsaken till minskningen av R_t är helt enkelt att företaget inte lyckats bibehålla det höga resultat man hade innan genomförandet av MBO.

6 Analys

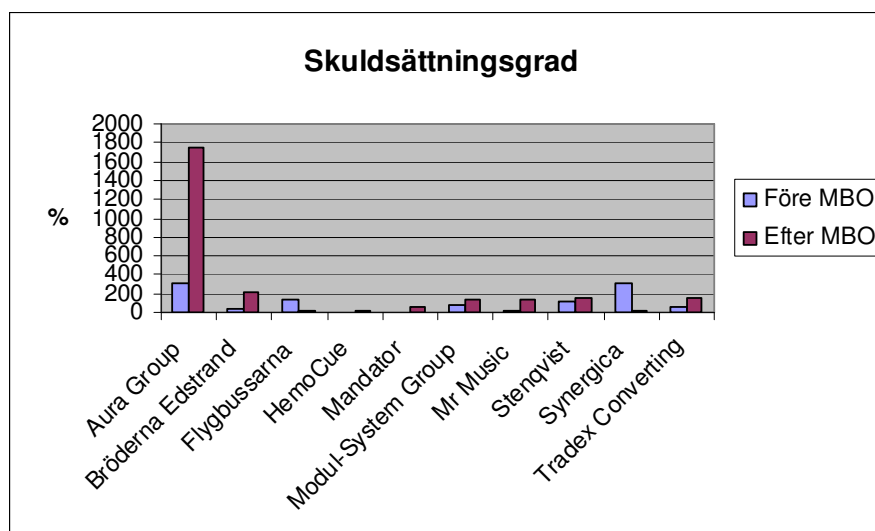
I detta kapitel presenteras nyckeltalens utveckling för respektive företag och jämföra räntabiliteten på det egna kapitalet (Re) - och totala kapitalet (Rt) med respektive bransch, samt en diskussion om de viktigaste bakomliggande faktorerna. För nyckeltalen genomsnittliga räntekostnader (Rs) och skuldsättningsgraden (S/E) diskuteras förändringar före respektive efter genomförandet av MBO.

6.1 Allmän analys

I teorin diskuteras om huruvida någon bransch är mer eller mindre lämpad för en MBO. Här framkommer att inga industrier är mer lämpade för MBOs än andra, då lyckade buyouts, enligt Krieger (1990), har förekommit i alla typer av industrier. Denna teori styrks av empirin i denna studie, då ingen av de företag som haft en positiv utveckling efter MBO är verksamma i samma bransch. Ej heller bland de företag som haft en negativ utveckling efter MBO, finns någon direkt koppling till bransch. En grundligare jämförelse av företagens utveckling i förhållande till dess bransch följer senare i detta kapitel. Vidare kan nämnas att Kriegers teori, om att ingen bransch är mer eller mindre lämpad för en MBO, även styrks av det faktum, att MBOs utförs i alla möjliga branscher. Detta klargjordes ytterligare för författarna av det faktum, att de företag, som föll bort från studien var verksamma i helt olika branscher.

Generellt sett är de flesta företagen i studien små eller medelstora. Då de företag som upplevt en positiv utveckling efter genomförandet av MBO är av olika storlekar, kan det ej heller påstås att någon specifik företagsstorlek är mer eller mindre lämpad för en MBO.

6.2 Analys av skuldsättningsgrad



Figur 2 Företagens skuldsättningsgrad före respektive efter MBO

Tabellen ovan visar att åtta av tio företag i studien har fått en ökad skuldsättningsgrad efter genomförandet av en MBO. Flygbussarna har inte fått en ökad skuldsättningsgrad. Detta skulle kunna förklaras med att företaget innan var kommunalägt. Således kan företaget ha haft tillgång till mycket förmånliga lån tack vare sin ägare, vilket skulle medföra incitament för en högre skuldsättningsgrad före MBO:n än efter. Denna studie stöder därför de tidigare studier som gjorts på området, Kaplan (1989), Arzac (1992) och Kriger (1990), vilka samtidigt indikerade en ökad skuldsättningsgrad i majoriteten av de företag som genomför en MBO.

Skälen till att skuldsättningsgraden har ökat markant i företagen kan förklaras med de starka incitament, som finns för en ökad skuldsättningsgrad. Eftersom företagets värde ökar tack vare de skattebesparingar som kan uppnås genom skatteskölden (Ross et.al, 2001), utnyttjar företagen detta till att göra värdevinster vid genomförandet av en MBO. Vidare stöder den ökade skuldsättningsgraden agentteorin (Ross et.al, 2001). Agentteorin menar att ledningens intressen förändras, då de går från att vara passiva till att bli ägande. En ägande ledning har större intresse av en ökad avkastning på det egna kapitalet, vilket skulle betyda att de är mer positiva till ökad belåning. Arzac drog i sin studie slutsatsen att en MBO leder till ökad skuldsättningsgrad, då man använder skattebesparingar från skatteskölden för att signalera till investerare att man har ett lönsamt projekt, vilket också skulle kunna vara en förklaring till den ökade skuldsättningsgraden i företagen.

Eftersom merparten av företagen i studien har fått en ökad skuldsättningsgrad, är företagen nu utsatta för en större risk (Copeland et.al, 2003). Den ökade skuldsättningsgraden är, om man tittar gentemot hävstångsformeln, enbart till gagn för företaget så länge räntabiliteten på det totala kapitalet är större än företagets räntekostnader (Wramsby & Österlund, 2002). Skulle företagen av någon anledning inte klara av att generera samma resultat som innan MBO:n kan de stå med stora skulder, som de inte kan betala av, vilket kan leda till en missgynnade utveckling på det egna kapitalet.

6.3 Analys av räntekostnader

Fem av tio av företagen i studien har erfarit lägre genomsnittliga räntekostnader efter genomförandet av MBO:n. Det bör dessutom nämnas att ett av de företag som upplever ökade räntekostnader är Flygbussarna. Då detta företag, som författarna nämner i ovanstående stycke, var kommunalägt innan MBO:n, är det möjligt att de hade tillgång till låna med en mycket förmånlig ränta innan MBO:n. Sambandet med lägre genomsnittliga räntekostnader samtidigt som skuldsättningsgraden ökar kan anses vara ologiskt. Enligt logiken bör räntan vara konstant, alternativt öka då belåningen ökar, och detta på grund av den ökade risken att företaget inte kommer att kunna betala ränta och amorteringar. Långgivaren bör kräva en högre kompensation för detta ytterligare risktagande. (Copeland et.al, 2003)

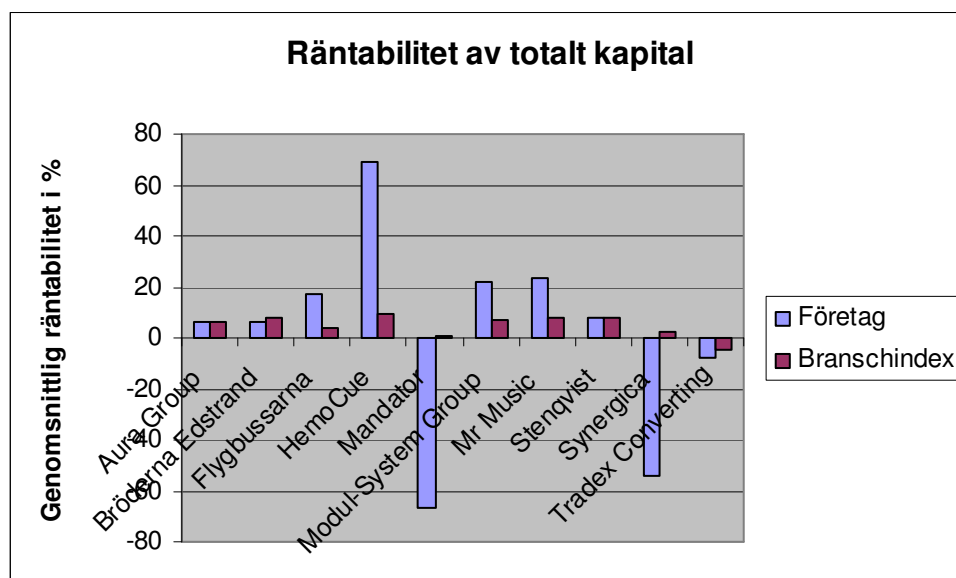
Sambandet med ökad skuldsättningsgrad och samtidigt minskande räntekostnader är dock inte ovanligt efter genomförandet av en MBO. Även Kaplan (1989) fann att detta samband gällde i flera fall av undersökta MBO:n. En tänkbar förklaring till den minskade

räntan kan vara att långivarna antar att företagets ledning kommer att sköta företaget på ett mer effektivt sätt, då de efter MBO:n har hand om sina egna pengar istället för att vara agenter. Långivarnas förtroende för ledningen kan då ha ökat på grund av att agentkostnader från aktiekapital helt eller delvis har reducerats.

Ytterligare en förklaring till den något överraskande förändringen av räntekostnaderna kan vara att många av företagen haft betydande koncernlån innan genomförandet av MBO. Dessa lån inom koncernen har sedan, successivt eller direkt, försvunnit ifrån företagets balansräkningar, vilket inneburit lägre räntekostnader. Vid första anblick kan detta upplevas som underligt, att inte de interna lånen inom koncernen är billigare än externa lånen, men dessa interna lån fungerar i många fall som en form av intern vinstöverföring. Det är följaktligen långt från självklart att en större andel koncerninterna lån innebär en lägre räntekostnad.

6.4 Analys av räntabilitet på totalt kapital

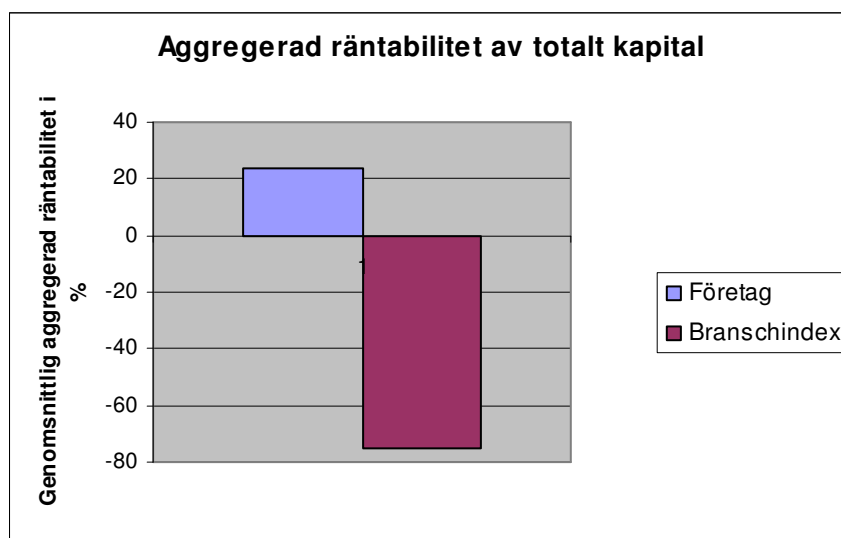
Tidigare studier gav en klar bild utav att räntabiliteten på det totala kapitalet eller produktiviteten ökar i ett företag efter en MBO Lichtenberg och Sigel (1990) Amness (2002) Blomberg och Rimstedt (2001). Denna studie har inte funnit lika genomgående tecken på en ökad avkastning på det totala kapitalet som tidigare studier. Dock anser författarna kunna se indikationer på en ökning för denna post.



Figur 3 Företagens R_i i förhållande till respektive bransch

Observerar man digrammet ovan, som är en jämförelse mellan de tio företagens räntabilitet på det totala kapitalet och den genomsnittliga räntabiliteten på det totala kapitalet för respektive företags bransch, ser man att det inte är några entydiga svar. Fyra av företagen har en klart bättre räntabilitet gentemot den egna branschen. Fyra utav företagen kan sägas ligga mycket nära branschindex, där två av företagen har något sämre

räntabilitet än den egna branschen och två något över. Det blir problem att analysera utveckling av räntabiliteten för Mandator och Synergica, vilka båda är datakonsultföretag. Denna bransch har varit på kraftigt nedgång med stor variation i företagens resultat som utgång. I avsnittet om primärdata (2.3) diskuterar författarna denna problematik. Författarna anser därför att det blir missvisande att jämföra med branschindex för denna period. Analyserar man de siffror som SCB presentera för branschindex, finner man att det verkar vara en klar övervikt för företag, som har haft negativ utveckling på räntabiliteten på det totala kapitalet då den undre kvartilen är -160 % medan den över bara är +50 %. Förtagen som har gått dåligt har alltså gått mycket sämre i förhållande till dem, som har klarat sig bra. Värdet på medianen blir därför i det här fallet klart högre än vad ett medelvärde hade varit. Dock finns inte någon sådan information att få tillgång till. Författarna anser därför att dessa två företag egentligen inte haft någon sämre utveckling än sin bransch utan snarare en likvärdig utveckling. De skulle även kunna ha haft en bättre utveckling. Detta är dock författarnas egna tolkning av informationen. Således anser författarna att studien indikerar ökad avkastning av det totala kapitalet. Detta blir mer överskådligt då man observerar den genomsnittliga aggregerade lönsamheten i förhållande till branscherna för åren efter MBO. (Antagandet görs att branschens R_t är likvärdigt Mandators och Synergicas.)

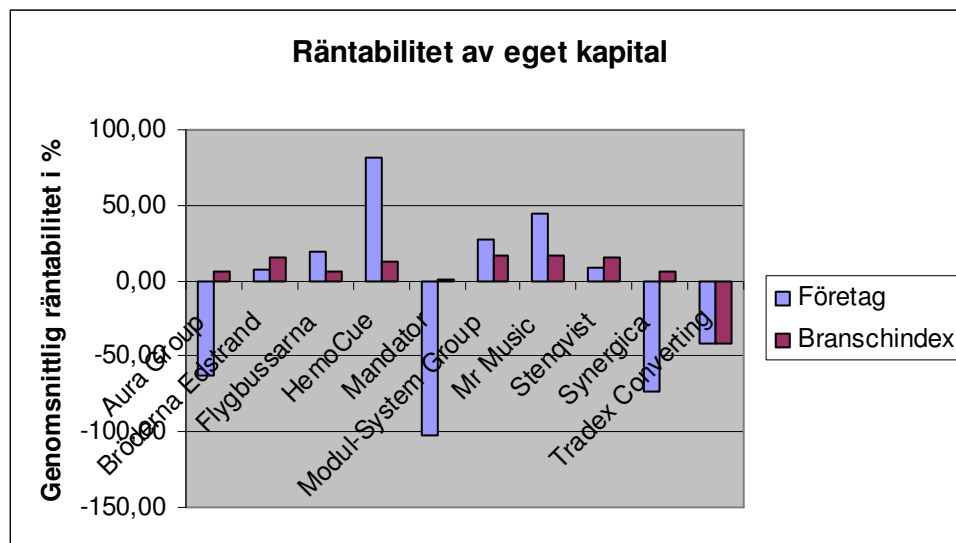


Figur 4 Aggregerad R_t för företagen och branscherna

Enligt agentteorin borde avkastningen på det totala kapitalet öka efter en MBO (Ross et.al, 2001). Författarna ser dock indikationer som både stöder och förkastar agentteorin. Fem av företagen i studien visar ett bättre resultat, vilket tyder på en effektivare styrning än innan MBO. Övriga fem företag visar ett sämre eller likvärdigt resultat före respektive efter MBO. Det är dock svårt att avgöra till vilken utsträckning branschens utveckling har legat till grund för de sämre resultaten, eftersom författarna inte har tillgång till snittresultaten för de olika branscherna. Vidare är det två företag (Bröderna Edstrand & Stenqvist) som helt går emot agentteorin. Dessa företag har investerat i dyra projekt och företagsköp, vilket genererar lägre resultat och stora tillgångar. Detta ger i sin

tur en lägre avkastning på det totala kapitalet än vad som skulle vara fallet vid mer kortsiktiga investeringar. Därför är dessa två företag mer i korrelation med Fisher separation (Copeland et.al, 2003) som antar att ledningen gör sitt yttersta för att maximera aktieägarnas nytta, genom att anta projekt som har positivt nuvärde. Robbie, Willsson, Wright, (1998) fann i sin studie av MBO att företagen inte började visa öka produktivt för än tre år efter MBO vilket då skulle kunna vara rimligt för i dessa två företags fall.

6.5 Analys av räntabilitet på eget kapital



Figur 5 Företagens R_e i förhållande till respektive bransch

Observerar man digrammet ovan, som är en jämförelse mellan de tio företagens genomsnittliga räntabilitet på det egna kapitalet, och den genomsnittliga räntabiliteten på det egna kapitalet för respektive företags bransch för åren efter MBO, kan man göra följande analys. Fem av företagen visar en klart bättre räntabilitet på det egna kapitalet jämfört med sina respektive branscher, varav fyra klart bättre. Två redovisar sämre än respektive bransch, men detta beror på att den nya ledningen har valt en mer långsiktig strategi vilket har genererat expansion med stora tillgångar (Bröderna Edstrand och Stenqvist). Detta gör att de under analysperioden visar en sämre utveckling än respektive bransch. Författarna anser att dessa företag har stora möjligheter till en bättre utveckling efter analysperioden. Tre företag visar en klart sämre utveckling än branschen. Två av dessa är dock Mandator och Synergica. Författarna anser även här, att branschindex är missvisande och gör antagandet, att företagen inte haft någon sämre utveckling än sin bransch utan skulle kunna ha haft en likvärdig räntabilitet.

Denna studie indikerar att värdeökningen i avkastningen på det egna kapitalet främst kommer från förbättringar av ett ökat resultat, och därför också en högre avkastning på det totala kapitalet. Detta är också i korrelation med agentteorin, som argumenterar för att avkastningen på det totala kapitalet skall öka efter en MBO, då ägarna vill maximera sin avkastning (Ross et.al, 2001). Denna studie motsäger dock vad Kaplan (1989),

Muscarella och Vetsuypens (1990) har funnit då deras studier indikerade att den ökade avkastningen främst kom från den ökade belåningen, och inte från ett förbättrat resultat. Denna studie indikerar dock att den ökade belåningen i viss mån bidrar till en ökad avkastning på det egna kapitalet, men att ett ökat resultat är den främsta anledningen.

Utvecklingen av räntabiliteten på det egna kapitalet ger en bra bild av den ökade risk, som företagen är utsatta för med den ökade belåningen (Copeland et.al, 2003). Eftersom många av företagen hade en organisation som var för dyr, när världsekonomin svängde om i början av 2000-talet medför detta, att många av företagen har haft svårt att nå upp till samma resultat som man kunde redovisa åren före MBO. Detta visar sig direkt på räntabiliteten på det egna kapitalet, då det drivs ner av för höga lånekostnader som äter upp vinsterna. I de företag som har gått med förlust, blir effekterna ännu kraftigare. Detta visar den stora risken vid ökad belåning, men även riskerna vid en MBO, eftersom det nästan alltid medför en ökad belåning.

7 Slutsatser & reflektioner

I detta kapitel kommer författarna att dra slutsatser om den undersökta populationen, samt redogöra för hur företagen påverkats av genomförandet av MBO. Vidare kommer författarnas egna reflektioner på uppsatsarbetet att ges.

7.1 Allmänna slutsatser

Inledningsvis dras slutsatsen att utgången av en MBO inte påverkas av vilken bransch företaget är verksamma i. Denna slutsats dras då det ej funnits någon korrelation mellan lyckade respektive misslyckade utgångar av MBO:n, och den bransch företagen varit verksamma i.

Vidare dras slutsatsen att inte heller storleken på företagen har någon inverkan på utgången av MBO. Generellt sett är de flesta företagen i studien små eller medelstora. Då de företag som upplevt en positiv utveckling efter genomförandet av MBO:n är av olika storlekar, kan det ej heller påstås att någon specifik företagsstorlek är mer eller mindre lämpad för en MBO.

Teoretiska former av MBO existerar i teorin, men ytterst sällan i verkligheten. Författarna har sig av CMBORs definition av MBO. Vid en jämförelse av företagen i denna studie, samt förfarandet vid MBO, med den teoretiska bilden av en MBO finns det klara skillnader. De flesta företagen i denna studie blir uppköpta av riskkapitalbolag. I styrelsen för detta riskkapitalbolag har det då suttit någon som även suttit i styrelsen i det uppköpta företaget. Något fall där hela ledningar tar över det företag där de är verksamma, vilket är den teoretiska definitionen av en MBO, förekommer ej bland företagen i denna studie.

7.2 Slutsatser teori

Uppsatsen stöder mer än den förkastar agentteorin. Företagen visar en högre skuldsättningsgrad som leder till värdevinster och hög avkastning. Vidare visar fem av tio företag effektivare styrning med bättre resultat, trots en genomgående nedgående marknadstrend. Detta tyder på att företagen drivs på ett effektivare sätt än innan. Detta är bra exempel som ger stöd åt agentteorin. Företagen uppträder dock inkonsekvent mot agent teorin, då de i vissa fall ökar sin tillgångssida, vilket drar ner avkastningen på det egna kapitalet.

Företagen gör värdevinster tack vare den ökade belåningen efter MBO, vilket stöder Modigliani/Millers teorier om kapitalstruktur. Vidare upplever framförallt tre av företagen stora problem på grund av sina skulder, vilket stöder teorin om att ökad skuldsättning ger ökad risk för företaget och dess investerare.

7.3 Slutsatser hävstångsformel

MBOs leder till ökad skuldsättningsgrad. Åtta av tio företag visade en ökning av sin skuldsättningsgrad efter en MBO i denna studie. Detta stöds också av tidigare studier som ger samma bild.

Några slutsatser om räntekostnader kan inte dras. Även ifall belåningen ökar i medparten av företagen är det inte självklart, att de genomsnittliga räntekostnaderna ökar med ökad belåning. Denna studie visar att räntekostnaderna i fem fall minskar, men i fem fall ökar.

Räntabiliteten av det totala kapitalet (R_t) påverkas positivt av en MBO. Författarna ser indikationer på att räntabilitet av det totala kapitalet ökar efter en MBO, då sex av tio företag visade en bättre räntabilitet än den egna branschen. Detta stöds också av tidigare studier som ger en ännu tydligare bild av ökad räntabilitet.

Räntabiliteten av det egna kapitalet (R_e) påverkas positivt av en MBO. Författarna ser även indikationer på att räntabilitet av det egna kapitalet ökar efter en MBO, då fem av tio företag visade en bättre räntabilitet än den egna branschen. Två av företagen visar en sämre utveckling beroende på en mer långsiktig strategi. Vid en kortsiktigare strategi, likvärdigt med de övriga företagen, hade även dessa visat en bättre utveckling än respektive bransch.

7.4 Förändrar MBOs avkastningsmöjligheterna för investerare?

Det finns starka incitament för att en MBO ger möjlighet till en ökad avkastning, men den sammanfaller ofta med en högre risk. Sju av företagen visar att en MBO verkligen kan vara en lönsam investering, varav fyra visar en avkastning som är mycket högre än branschindex under analysperioden. Dessutom ger studien stöd åt agentteorin, då ägarna i många fall gör val som gagnar en hög avkastning, så som högre belåning samt en effektivare verksamhet. Med MBO, och den ökade skuldsättningsgraden, följer dock en ökad risk som återspeglas i IT- Telecom bolagen och Aura Group. Dessa företags utveckling av räntabiliteten på det egna kapitalet är starkt präglad av de stora kostnaderna som uppstår för de nya skulder företagen har tagit upp, och att de inte klarar av att hålla samma lönsamhet.

7.5 Egna reflektioner

Arbetet med denna studie har varit lärorikt. Författarna har under arbetsperioden stött på en del problem och gjort några reflektioner, vilka är intressanta för läsarna att ta del av. Författarna hoppas att dessa reflektioner skall vara till hjälp och stöd för andra författare, som vill forska på området.

Valet att begränsa sig till analysperioden 1996 till 2003 har medfört bekymmer. Eftersom många branscher har upplevt stora problem efter 2000 har det varit svårt för författarna att urskilja effekten av MBO på vissa företag, där branschen haft en svag utveckling. I efterhand hade det varit bättre att välja en tidsperiod utan kraftiga konjunktursvängningar.

Författarna hade från början målet att undersöka betydligt fler företag än vad som till slut blev fallet. Den företagslista som erhöles av CMBOR verkade utgöra en självklar och lagom stor totalpopulation för studien. Dock visade det sig att när man arbetar med MBOs kan företag förändras och omstruktureras. Därav är det oerhört viktigt att ha en god kontakt med någon person på respektive företag, som har god kännedom om företaget och dess struktur.

Vidare gav den definitionsproblematik angående vad som är en MBO författarna problem. Eftersom verkligheten inte stämmer överens med vad teorin säger om en MBO uppgav vissa företag att de inte varit inblandade i denna typ av företagsrekonstruktion, när de i själva verket hade varit det. Denna definitionsproblematik kan vara viktig att ha i åtanke vid fortsatta studier på området.

7.6 Förslag till fortsatta studier

Vilket författarna nämnt innan var den valda tidsperioden inte optimal för ett bra resultat. En liknande studie skulle kunna göras fast under en annan tidsperiod, samt mera ur de olika intressenternas perspektiv om orsaker till varför MBO:n genomförs.

Många studier som har gjorts på området har varit med kvantitativ inriktning. En mer kvalitativt orienterad studie skulle djupare kunna studera vad för förändringar, och varför dessa förändringar gjorts i företagen. Vidare skulle det vara lättare att härleda vilka effekter som verkligen berodde på MBO.

Denna studie har stött på företag som har haft en mer långsiktig strategi efter MBO:n. det skulle därav vara intressant med en studie som tittade på företag från exempelvis år fyra och framåt.

Ytterligare en intressant studie på området skulle vara en djupare, mer kvalitativ, på två likvärdiga företag där ett genomfört en MBO och ett inte för att kunna se skillnader i företagets styrning och verksamhet.

Referenslista

Böcker

Alvesson, M. Sköldberg, K. (1994) *Tolkning och reflection: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur

Barry, D. Green, S. (1991). Cultural structural and strategic changes in management buyouts. Macmillan academic and professional LTD.

Copland, T. Weston, F. Shatri, K. (2004) *Financial theory and corporate policy*. Addison & Wesley

Krieger, I. (1990) *Management Buyouts*. Butterworth, London and Edinburgh

Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1992). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur.

Mathews, M. Perera, M. (1996) *Accounting theory and development*. Melbourne-Nelson.

Patel, R. & Davidsson, B. (1994). *Forskningsmetodikens grunder*. Lund: Studentlitteratur.

Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (2001). *Corporate Finance*. New York, NY: McGraw-Hill.

Sandberg, L. (2002) *Elementär statistik*. Lund: Studentlitteratur.

Strickland, AJ III. Thompson, AA. *Strategic management- concept and cases*. Irwin & McGrawHill: Boston.

Wramsby, G. & Österlund, U. (2001). *Företagets finansiella miljö* Wramsby/ Österlund förlag.

Uppsatser

Blomdahl, A. Rimstedt, A. (2001) *Management buyouts – en studie av effektivitets – och lönsamhetsutveckling för nio svenska företag under 1992 – 1999*. Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Pierrou, P.A. Träff, M.O. (2002) *Possible reasons behind failure in leveraged buyouts*. Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Artiklar

Amness, K (2002) "Management buyouts and firm-level productivity: evidence from a panel UK manufacturing firms" The journal of industrial economics. Volume 49. Na 3. March 2002.

Amness, K (2003) "The effect of management buyouts on firm level technical inefficiency: evidence from a panel of UK machinery and equipment manufactures." The journal of industrial economics. Volume LI. March 2003

Arzac, Enrique. (1992) *On the capital structure of leverage buyouts*. Financial Management

Baruch, Y. Woodward, S. (1998) *Stressful situations? The case of management buyout/buyin*. MCB University Press

Kaplan, S. (1989) *Management buyout: Evidence on taxes as a source of value*. The journal of finance

Ward, M. Wright, M. Robbie, K. (2001) *Corporate restructuring and development of management buyouts in Europe*. CMBOR University of Nottingham

Weir, C. (1996). *Management buyouts and entrepreneurial opportunities*. MCB University Press

Internet

Davidsson, P. (2001). *Anvisningar för kandidat- och magisteruppsats i företagsekonomi*. Hämtad 2004-09-15 från http://jibsnet.hj.se/document/index.asp?SID=11 & GID=kurs_KANDFEK & PID=2543.

<http://www.cmbor.com>

<http://www.di.se>

<http://www.hemocue.se>

<http://www.mandator.se>

<http://www.mrmusic.se>

<http://www.segula.se>

<http://www.stenqvist.se>

<http://www.synergica.se>

<http://www.tradex-converting.com>

Årsredovisningar

Aura Group	1997 – 2003
Bröderna Edstrand	1996 – 2002
Flygbussarna	1997 – 2003
HemoCue	1996 – 2002
Mandator	1997 – 2003
Modul-System Group	1996 – 2002
Mr Music	1996 – 2002
Stenqvist	1996 – 2002
Tradex Converting	1997 – 2003