



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen
FEKN90, Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
VT 2015

Riskkapitalbolag - agenter för finansialisering?

En studie över nordiska riskkapitalbolags realiserade portföljer

Författare

Paulina Hedberg
Emelie Rosencrantz

Handledare

Alexander Paulsson

Sammanfattning

- Examensarbetets titel:** Riskkapitalbolag – agenter för finansialisering?
En studie över nordiska riskkapitalbolags realiserade portföljer
- Seminariedatum:** 2015-05-27
- Ämne/kurs:** FEKN90 Examensarbete på Civilekonomprogrammet,
Finansiering, 30 högskolepoäng (30 ECTS)
- Författare:** Paulina Hedberg och Emelie Rosencrantz
- Handledare:** Alexander Paulsson
- Nyckelord:** Riskkapital, finansialisering, prestationsmått, finansiella och operationella tal, börsnotering, nordiska marknaden.
- Syfte:** Denna studie undersöker finansiella och operationella nyckeltal från nordiska portföljbolag som varit uppköpta av riskkapitalbolag och sedan blivit börsnoterade. Syftet är att se förändringen över en fyraårsperiod efter exit för att analysera huruvida företagens prestation utvecklas på lång sikt och om resultatet kan kopplas till finansialisering.
- Teoretisk referensram:** Teorin för arbetet är baserad på klassiska *corporate governance*-teorier såsom agentteorin och informationsasymmetri. Dessutom tillämpas mer moderna teorier såsom *shareholder revolution* för att sätta arbetet i kontext av finansialisering. Tillsammans med tidigare forskning lägger den teoretiska referensramen grunden för studien.
- Metod:** Studien antar en kvantitativ metod med deduktiv forskningsansats, då den baseras på befintliga teorier och forskningsresultat. Matchningstest har genomförts för att kunna jämföra utfallet mellan två oberoende grupper.
- Empiri:** Undersökningen baseras på finansiell data från 41 bolag noterade på den nordiska marknaden under en tidsperiod från år 1993 till 2009. Data är hämtad från Thomson Reuters Datastream.
- Resultat:** Studien styrker finansialiseringskonceptet för tidigare riskkapitalägda bolag. Den finansiella prestationen håller sig stabil eller ökar till störst del på lång sikt, medan den operationella prestationen tenderar att minska. Studiens resultat tyder på att riskkapitalbolag driver fram finansialisering.

Abstract

- Title:** Private equity firms – agents of financialization?
A study of Nordic private equity firms' realized portfolios
- Seminar date:** 2015-05-27
- Course:** FEKN90, Master thesis in Business Administration, Finance 30
University Credit Points (30 ECTS)
- Authors:** Paulina Hedberg and Emelie Rosencrantz
- Advisor:** Alexander Paulsson
- Key words:** Private equity, financialization, performance measurements, financial and operational numbers, initial public offering, the Nordic market.
- Purpose:** The study investigates the long-run financial and operational performance of Nordic private equity firms' realized portfolios that have gone public. The aim is to study whether the financial performance changes differently from the operational in order to analyze the outcome in the context of financialization.
- Theoretical framework:** The study is based on classical *corporate governance*-theories such as the principal-agent theory and information asymmetry. Furthermore, modern theories like the *shareholder revolution* theory have been applied to help analyze the results with regards of financialization. Previous research has also been included in the theoretical framework.
- Method:** A quantitative and deductive approach is employed, as the study is based on recent studies and theories. A non-parametric test is used to compare two independent samples.
- Empirical foundation:** The study is based on financial data from 41 firms listed on the Nordic market. The time frame, within which firms are listed on the public market, contains years from 1993 to 2009. Data is collected from Thomson Reuters Datastream.
- Results:** The research confirms the concept of financialization among private equity firms' realized portfolios. The financial performance tends to increase or stay consistent in the long term, while the operational performance tends to decrease. The result of the study indicates that private equity firms operate according to the concept of financialization.

Förord

Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Alexander Paulsson som bidragit med goda råd och stor hjälp under arbetets gång. Tack även till våra opponenter och övriga klasskamrater i vår seminariegrupp inom Civilekonomprogrammet vid Lunds Universitet för ytterligare värdefulla synpunkter och konstruktiv kritik.

Paulina Hedberg

Emelie Rosencrantz

Lund 18 maj 2015

Innehållsförteckning

1. Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Tidigare forskning	9
1.3 Problemdiskussion	10
1.4 Problemformulering	11
1.5 Syfte	11
1.6 Avgränsningar	11
1.7 Målgrupp	12
1.8 Disposition	13
2. Riskkapital och finansialisering	14
2.1 Riskkapital	14
2.1.1 Historik	14
2.1.2 Riskkapitalbolagets struktur och strategi	15
2.1.3 Börsintroduktion som exit-strategi	15
2.1.4 Riskkapital idag	16
2.2 Finansialisering	17
2.2.1 Definition	17
2.2.2 Koppling mellan riskkapital och finansialisering	19
3. Teoretisk referensram	20
3.1 Corporate governance-teorier	20
3.1.1 Agentteorin	20
3.1.2 Informationsasymmetri	21
3.2 Shareholder revolution	22
3.3 Market timing	22
3.4 IPO puzzle	23
3.5 Hypotesformulering	23
3.5.1 Hypotes 1	23
3.5.2 Hypotes 2	24
4. Metod	25
4.1 Forskningsansats	25
4.2 Dataurval	26
4.2.1 Krav på dataurval	26
4.2.2 Bortfall	27
4.2.3 Kontrollgrupp	27
4.3 Datainsamling	28
4.3.1 Finansiella nyckeltal	29
4.3.2 Operationella nyckeltal	30
4.3.3 Litteraturstudie	30
4.3.4 Sekundärdata	31
4.4 Tillvägagångssätt för tester	31
4.5 Källkritik	33
4.5.1 Litteraturkritik	33
4.5.2 Metodkritik	34
4.6 Reliabilitet och validitet	34
4.6.1 Reliabilitet	34

4.6.2 Validitet	35
5. Resultat	36
5.1 Deskriptiv statistik	36
5.2 Resultat av tester	38
5.2.1 Jämförelsetest mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp	38
5.2.2 Jämförelsetest mellan finansiella och operationella nyckeltal	39
5.3 Sammanställning av nyckeltalen förändring	40
6. Analys	42
6.1 Svar på frågeställning	42
6.1.1 Aktiepris	43
6.1.2 Skuldsättningsgrad	44
6.1.3 Finansiellt kassaflöde	44
6.2 Analytisk diskussion	45
7. Slutsats	47
7.1 Slutdiskussion	47
7.2 Förslag till framtida forskning	48
Referenser	50
Bilagor	54
Bilaga 1 – Lista över alla bolag som ingår i studien	55
Bilaga 2 – Korrelationsmatris behandlingsgrupp	56
Bilaga 3 – Korrelationsmatris kontrollgrupp	57
Bilaga 4 – Sammanfattning av variabler, årsvis	58
Bilaga 5 – Tester för behandlingsgrupp	59
Bilaga 6 – Tester för kontrollgrupp	64
Artikel	69

Ordlista

Engelska och svåra ord står skrivna i kursiv stil i uppsatsen och förklaras i denna ordlista.

Adverse selection = Negativt urval i situationer då det råder informationsasymmetri

Affärsänglar = Privata investerare som investerar i små till medelstora bolag i uppstartsfasen

Agency costs = Kostnader som uppstår vid intressekonflikter mellan olika parter i ett bolag

Buyout = Utköp av ett publikt bolag noterat på börsen och blir privat efter utköpet

Corporate governance = Ett samlingsbegrepp för bolagsstyrning, bolagsstruktur etc.

Insider information = Information från säker källa inifrån ett bolag

IPO puzzle = En teori som beskriver återkommande problem bland börsnoteringar; på kort sikt tenderar aktiepriset för börsnoterade bolag vara underprissatta och på mellan till lång sikt tenderar börsnoterade bolag att underprestera.

Junk bond = Högriskobligation

Management entrenchment = Företagsledare får en viss position inom bolaget som gör att de kan agera fritt utan att riskera att bli ersatta eller avskedade

Market timing = Val av tid då riskkapitalbolag gör sin exit

Moral hazard = Moraliskt dilemma i situationer då det råder informationsasymmetri

Private equity = Form av kapital som riktas mot uppköp av etablerade bolag med utvecklingspotential

Shareholder revolution = Begrepp som växte fram under 80-talet och som syftar till ett ökat inflytande bland aktieägare över ett företag

Venture capital = Form av kapital som riktas mot investering i mindre bolag i uppstartsfasen

1. Inledning

Det inledande kapitlet presenterar arbetets bakgrund, positionering mot tidigare forskning, problemdiskussion och uppsatsens syfte.

1.1 Bakgrund

De två senaste årtiondena har stått för betydande förändringar på de finansiella marknaderna. Internetbubblan under tidigt 2000-tal och den senaste finanskrisen är två händelser som skakat både ekonomin och samhället globalt. Dessa händelser har lett till insikten om att något har drastiskt förändrats i det ekonomiska klimatet under de senaste åren (van der Zwan, 2013). Det talas mer och mer i termer av finansialisering, ett nytt och brett begrepp som till stor del syftar till förändringar i den finansiella sektorn och i relationen mellan finansiella och reala sektorer (Eckhard, 2009). Man menar att företag tenderar att fokusera alltmer på företagets aktiepris och att maximera aktieägarnas värde på bekostnad av andra viktiga faktorer inom företaget såsom produktion och arbetsvillkor, samtidigt som belåningsgraden ökar hos både företag och individer. Denna ökade exponering mot den finansiella sektorn tros kan ha bidragit till de senaste ekonomiska krascherna (van der Zwan, 2013) och blir därmed ett viktigt ämne att uppmärksamma.

Bartlett (2013) argumenterar att förändringar i det ekonomiska klimatet och dess orsaker är något inte alla är medvetna om. Han analyserar den amerikanska ekonomin, varför den har minskat i tillväxt och kopplar delvis detta till finansialisering. Bartlett (2013) understryker vikten av att vara medveten om finansialisering som fenomen och menar att det verkar bidra till stora skillnader i inkomst mellan olika aktörer på marknaden vilket i sig hämmar den ekonomiska tillväxten. Ett samband till detta skulle kunna dras till riskkapitalbranschen. Riskkapitalbolag har på senare tid blivit ett högaktuellt ämne där kritik främst riktas mot politiska frågor, dock verkar de största problemen vara rent finansiella (The Economist, 2007). I Sverige har ett flertal debatter lyft frågor kring riskkapitalbolagens enorma vinster och hur de lyckas tjäna så mycket pengar. Många frågor kretsar kring ett potentiellt kortsiktigt vinstfokus bland riskkapitalbolagen och ställs inför huruvida investerares värde maximeras på bekostnad av portföljbolagets tillväxt, investeringsgrad och interna förhållanden på lång sikt (Appelbaum & Batt, 2014). Vi ser därför en möjlig koppling mellan finansialiseringseffekten

och hur riskkapitalbolag arbetar när de effektiviserar sina portföljbolag. Intressant är att undersöka vad som händer med utvecklingen efter att portföljbolagen genomgått exit via en börsnotering eller på annat sätt blir exponerade mot den finansiella marknaden. Denna uppsats diskuterar hur effektiviseringen påverkas på sikt i skenet av finansialisering.

1.2 Tidigare forskning

Riskkapitalbolag och deras portföljer är ett välstuderat område där både forskare och journalister undersökt vad som händer med de uppköpta bolagens utveckling efter att de genomgått en exit. Det finns dock begränsad åtkomst för material om finansialisering; studier kring detta koncept har tillkommit främst på senare år och fokuserar mycket på den amerikanska marknaden. Kopplingen mellan riskkapitalbolag och finansialisering är ännu relativt outforskad. Nedan nämnda studier ligger till grund för examensarbetet och formulering av hypoteser.

Murray, Niu och Harris undersöker i sin studie *The Operating Performance of Buyout IPOs in the UK and the Influence of Private Equity Financing* från 2006 rörelseresultatet hos portföljbolag som blivit börsnoterade och jämför resultatet innan och efter börsintroduktionen. Mer specifikt studerar de 178 brittiska företag under tidsperioden 1980 till 1998 och mäter det operativa resultatet genom att titta på nyckeltal som kassaflöde genom totala tillgångar, omsättningshastighet och vinstmarginal. Undersökningen utförs under ett spann på tre år innan börsintroduktionen fram till fem år efter. De kommer fram till att verksamhetens resultat är som bäst precis innan börsintroduktionen, men att det sedan avtar de nästkommande fem åren och drar slutsatsen att riskkapitalbolagens insatser inte är långsiktigt hållbara.

Holthausen och Larcker (1996) kommer fram till liknande resultat i sin undersökning *The financial performance of reverse leveraged buyout* om portföljbolagens finansiella resultat efter börsnotering. De studerar den finansiella prestationen av bolag som gör sin första börsintroduktion efter att nyligen ha blivit utköpta från marknaden. Undersökningen består av 90 portföljbolag som genomfört en börsintroduktion mellan åren 1983 till 1988 på den amerikanska marknaden. Holthausen och Larcker (1996) finner att dessa bolag presterar bättre än sina konkurrenter på kort sikt, det vill säga under de närmaste fyra åren efter exit, men att prestationen sedan försämras på längre sikt.

Jan Fichtner (2011), forskare och professor vid Göthe universitet i Tyskland, är en av få som har kopplat samman riskkapitalbolag och finansialisering och hävdar att riskkapitalbolag fungerar som “agenter för finansialisering”. Han menar att riskkapitalbolag driver finansialisering genom att de ökar skuldsättningsgraden hos deras portföljbolag och därmed överför inkomster från den reala till den finansiella sektorn. Han skriver också att dessa bolag verkar influera den finansiella marknaden då de försummar dess huvudsakliga syfte för en värdeskapande handel och istället bidrar till kortsiktiga spekulationer.

1.3 Problemdiskussion

Norden, och däribland främst Sverige, har många verksamma riskkapitalbolag på sin marknad idag. Enligt Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA, svarar riskkapitalbolagens portföljer för ca 4 % av alla anställda i Sverige vilket motsvarar ungefär 200 000 anställningar, samt stod för 8,8 % av Sveriges BNP 2011 (SVCA, 2015). Av dessa siffror att döma har riskkapitalbranschen en betydande roll på den svenska marknaden med ett stort inflytande över många människor. Den aktuella samhällsdebatten kring denna bransch pekar även på vissa punkter som vi anser är av vikt att undersöka. Kritiken riktas främst till ett kortsiktigt vinstdriv bland riskkapitalbolagen, där aktiepris pressas upp till förmån för riskkapitalbolagets investerare på bekostnad av portföljbolagets andra intressenter (Appelbaum & Batt, 2014). Tidigare forskning verkar stödja denna kritik. Som presenteras i avsnitt 1.2 *Tidigare forskning* finns empiriskt stöd för att riskkapitalbolagens portföljbolag tenderar att prestera sämre på lång sikt, både i finansiella och operationella resultat.

Finansialisering blir som ett ramverk för denna problemdiskussion då vi vill lyfta fram de potentiella konsekvenser som ett sådant kortsiktigt vinstdriv kan ha på det enskilda bolaget men också ekonomin i sin helhet. Då bolag blir alltmer exponerade mot den finansiella sektorn och tappar fokus på det som utgör deras kärnverksamhet finns det argument som talar för större risker för finansiella kriser och nedgångar i ekonomin (Hatherly & Kretzschmar, 2011).

Med bakgrund av Murray, Niu och Harris (2006) samt Holthausen och Larckers (1996) resultat ser vi ett intresse i att göra en liknande undersökning på den nordiska marknaden. Givet branschens storlek och dess aktualitet blir marknaden betydelsefull att undersöka. Genom att kombinera metoder från tidigare forskning och studera hur det finansiella resultatet

utvecklas i proportion till det operationella efter att portföljbolagen börsnoterats, blir en koppling till finansialisering möjlig. Stora skillnader i proportionen, speciellt då finansiella tal ökar medan operationella tal minskar, skulle ge underlag att påvisa fall då finansialiseringseffekten bidrar till problem. En utförlig definition av finansialisering och vad problematiken innebär presenteras i kapitel 2 *Riskkapital och finansialisering*.

Ovanstående problemdiskussion tyder på nödvändigheten av att lyfta fram bristerna inom riskkapitalbranschen och att diskutera det i kontext av finansialisering. Vidare är kopplingen mellan finansialisering och riskkapitalbolag ännu ett outforskat område. Undersökningen har en unik infallsvinkel och studien blir därmed spännande och intressant att genomföra.

1.4 Problemformulering

Hur förändras det finansiella och operationella värdet i tidigare riskkapitalägda bolag efter börsnotering jämfört med icke-riskkapitalägda bolag?

1.5 Syfte

Denna studie undersöker finansiella och operationella nyckeltal från nordiska portföljbolag som varit uppköpta av riskkapitalbolag och sedan blivit börsnoterade. Syftet är att se förändringen över en fyraårsperiod efter exit för att analysera huruvida företagens prestation utvecklas på lång sikt och om resultatet kan kopplas till finansialisering.

1.6 Avgränsningar

Studien avgränsas till bolag verksamma på den nordiska marknaden. Dataurvalet utgår från företag som ingått i portföljer hos riskkapitalbolag redovisade på Swedish Venture Capital & Private Equity Association (SVCA), Danish Venture Capital & Private Equity Association (DVCA), Norwegian Venture Capital & Private Equity Association (NVCA) samt Finnish Venture Capital Association (FVCA). Studien avgränsas ytterligare till portföljbolag som genomgått exit via en börsintroduktion eller blivit sålt till ett redan börsnoterat bolag.

Tidsperioden begränsas till åren från 1993 till 2013 och inkluderar de år då portföljbolagen introducerats på börsen samt fyra år efter noteringen.

Finansialisering är ett brett begrepp som riktar sig mot många olika sektorer. Denna studie avgränsas till en något smalare definition som riktar in sig mot finansialisering av enskilda bolag.

1.7 Målgrupp

Uppsatsen är främst riktad mot studenter och forskare vid svenska universitet som har ett intresse för riskkapital. Vidare avser studien att väcka medvetenhet kring finansialisering och vad som händer då företag fokuserar mer och mer på aktiemarknadsvärden.

1.8 Disposition

Kapitel 1 – Inledning

Det inledande kapitlet presenterar arbetets bakgrund, positionering mot tidigare forskning, problemdiskussion och uppsatsens syfte.

Kapitel 2 - Riskkapital och finansialisering

Det andra kapitlet redogör för riskkapitalbolagens historia och verksamhet idag, samt definierar konceptet finansialisering och kopplar dem samman.

Kapitel 3 - Teoretisk referensram

I detta kapitel presenterar de teorier som ligger till grund för val och analys av insamlat material för studien.

Kapitel 4 – Metod

Metodkapitlet redogör för de metodval och urvalsprocesser som används för denna studie samt kritik riktad mot vald metod

Kapitel 5 – Resultat

Detta kapitel sammanställer resultat från den empiriska undersökningen.

Kapitel 6 – Analys

I detta kapitel besvaras uppsatsens frågeställning genom analys och diskussion av resultatet från föregående kapitel. En återkoppling till tidigare forskning och den teoretiska referensramen ligger till grund för analysen.

Kapitel 7 – Slutsats

I detta avslutande kapitel ges rum för uttryck av egna åsikter och reflektioner kring resultatet samt förslag på vidare forskning.

2. Riskkapital och finansialisering

Det andra kapitlet redogör för riskkapitalbolagens historia och verksamhet idag, samt definierar konceptet finansialisering och kopplar dem samman.

2.1 Riskkapital

2.1.1 Historik

Fenomenet att investera i ett bolags tillgångar har existerat ända sedan romarriket. Riskkapital, som huvudsakligen syftar till att förbättra bolag och effektivisera dess processer, växte fram under 1400-talet men blev inget större fenomen på de finansiella marknaderna förrän under 1940-talet (Caselli, 2010 s. 3). Under 80-talet upplevde branschen ett rejält uppsving och antalet utköpsttransaktioner ökade kraftigt. Jensen (1989) argumenterade i sin artikel *Eclipse of the Public Corporation* att riskkapitalbolagen besatt sådana egenskaper att de tillslut skulle komma att bli den dominerande bolagsformen bland företag. Han menade att riskkapitalbolagets *corporate governance*-struktur, med ett koncentrerat ägandeskap som bevakade ledningen och starka incitament för företagsledare, och dess effektiva kapitalstruktur gjorde det överlägset det publika företaget med spridda ägare, svag styrning och lägre skuldsättningsgrad. Teorin speglar den positiva synen till riskkapital som rådde under denna tid, men skulle snart visa sig vara något missbedömd. Marknaden för *junk bonds* kraschade några år senare efter att investmentbanken Drexel Burnham Lambert gick i konkurs, vilket ledde till att ett stort antal bolagsutköp från högprofilerade riskkapitalbolag resulterade i likvidation och fallissemang. Den tidigare utköpsvågen stannade upp och praktiskt taget upphörde under 90-talet (Kaplan & Strömberg, 2008).

Marknaden för riskkapital försvann dock aldrig helt. Riskkapitalbolag fortsatte köpa ut publika bolag från marknaden och under mitten av 2000-talet började det som kom att kallas den andra riskkapitalvågen (Lerner, Sorensen & Strömberg, 2008). Rekordstora summor riskkapital sattes i omlopp, både i nominella termer och i proportion till den totala aktiemarknaden, och Jensens tankegång kring utköpsstrategin som det optimala verkade mer relevant än någonsin (Lerner, Sorensen & Strömberg, 2008). Den senaste finanskrisen satte

emellertid stopp för denna intensiva våg och riskkapitalbolagens verksamhet minskade återigen (Kaplan & Strömberg, 2008).

2.1.2 Riskkapitalbolagets struktur och strategi

Det finns huvudsakligen tre huvudaktörer inom riskkapital; *affärsänglar*, *venture capital* och *buyout*. *Affärsänglar* är privata investerare som riktar sig mot små bolag, *venture capital* är investeringar i små till medelstora företag i uppstartsfasen och *buyout*-investerare ägnar sig åt utköp av stora bolag (Caselli, 2010 s. 4). Gemensamt för de tre typerna av investerare är att de tar på sig rollen som aktiva, starka ägare i avgörande stadier för ett företags utveckling, endera i tidiga tillväxtfaser eller i en omstrukturering av äldre bolag, med syfte att öka tillväxten och effektivisera bolaget (Industrifonden, 2015) (SVCA, 2015). Denna uppsats fokuserar på det senare alternativet, bolag som riktar in sig på *buyouts* eller utköp, vilket kommer härmed att genomgående refereras som riskkapital och riskkapitalbolag.

Investerare i ett riskkapitalbolag går in som ägare i portföljbolag under en begränsad tid, det vill säga tiden portföljbolaget är uppköpt av riskkapitalbolaget, och räknar med en vinst när aktierna sedan säljs vid avyttrandet av företaget (Caselli, 2010 s. 8). Har bolagets värde ökat under riskkapitalbolagets tid som ägare går investerarna med vinst. Det finns olika typer av exit-strategier där de vanligaste är försäljning till annan privat aktör, försäljning till annat riskkapitalbolag, återköp till föregående ägare, börsnotering eller, i värsta fall, likvidation av portföljbolaget (Caselli, 2010 s. 161). Då denna studie ämnar analysera portföljbolagets utveckling utifrån finansialisering fokuserar undersökningen på börsnotering som exit-strategi för att kunna se hur aktievärdet utvecklas gentemot produktionen. En genomgång av kopplingen mellan riskkapital och finansialisering förklaras i avsnitt 2.2.2 *Koppling mellan riskkapital och finansialisering*.

2.1.3 Börsintroduktion som exit-strategi

Att göra en börsintroduktion av portföljbolaget som exit-strategi är ett attraktivt alternativ i termer av rykte och ekonomisk avkastning. Caselli (2010, s. 165) menar att strategin är framgångsrik då portföljbolaget profilerar sig på den finansiella marknaden och visar på att de har uppfyllt kraven som finns för att handlas på börsen. Valet att göra en börsintroduktion blir tilltalande då riskkapitalbolaget ser en möjlighet att sälja portföljbolaget till ett högt pris. För att detta ska lyckas krävs stark *corporate governance* och ledning, samt att portföljbolagets

organisation har en positiv attityd och är redo till de förändringar som tillkommer med en börsnotering. Detta fordrar att riskkapitalbolaget agerar som en närvarande rådgivare genom hela processen (Caselli, 2010 s. 165).

Det finns dock ett antal risker med en börsintroduktion. Exit-strategin är komplex, dels på grund av en inlåsningsperiod som hindrar investerare att sälja av sina aktier innan ett förutbestämt datum vilket kan leda till svårigheter att locka investerare. Strategin kan även leda till höga kostnader då risken för otillräcklig likviditet i marknaden kan vara stor (Caselli, 2010 s. 165).

2.1.4 Riskkapital idag

Riskkapitalbolag har blivit ett högaktuellt ämne på sista tiden med mycket uppmärksamhet från media, tidningar och böcker. Uppmärksamheten kring Caremas verksamhet 2011, omtalad skatteplanering och publiceringen av boken *De svenska riskkapitalisterna* skriven av Carolina Neurath och Jan Almgren år 2014 har skapat ett särskilt pådrag och granskning av branschen.

Neurath och Almgren (2014) granskar kritiskt de fyra största svenska riskkapitalbolagen; EQT, Nordic Capital, IK Investment Partners och Altor i boken *De svenska riskkapitalisterna*. Författarna lyfter fram de etiska aspekterna rörande fokus på snabba vinster och försämrade arbetsförhållanden. Detta är en del av vad som tidigare skrivits om denna omtalade bransch och behandlar mjuka faktorer såsom företagskulturer och arbetsvillkor. Budskapet från boken är främst att de effektiviserade företagen ökar enormt i värde för investerare vid en exit. Vidare är den grundläggande frågan för boken vad riskkapitalbolagen konkret tillför samhället och företagen de investerar i.

Författaren Henning Mankell är en av många som kommenterat boken. Det som främst imponerar på Mankell är att författarna personligen lyckas träffa de hemlighetsfulla och normalt slutna styrelseledamöterna. Han påstår att detta hade varit omöjligt för tio år sedan, då släpptes knappt en journalist in hos ett svenskt riskkapitalbolag (Mankell, 2014). Anledningen till att riskkapitalbolagen börjat bli mer öppna är enligt Mankell (2014) på grund av de omtalade händelserna inom vården och nerlagda friskolorna som har gett bolagen insikt att en förändrad strategi är nödvändig för att lyckas ändra allmänhetens och medias kritik mot deras verksamhet. Journalisten Per Lindvall (2014) har även lyft fram riskkapitalbolagens

intåg i välfärdssektorn och påstår att deras kortsiktigt värdeskapande strategier genom skatteplanering och förvärvsdriven expansion har satt hela branschen i farozon.

Trots att riskkapitalbolag främst har fått utstå kritik på senare tid finns det även de som motargumenterar och lyfter upp bolagens positiva effekter. Veckans Affärer (2013) poängterar det faktum att riskkapitalbolag, då främst *venture capital* (VC) bolag, bygger upp verksamheter från grunden och att de har finansierat bolagssuccéer såsom Spotify, iZettle och Klarna. Artikeln påstår även att riskkapitalbolag har felaktigt fått skulden för räntesnurror och för att ha misskött vårdbolag. Ordförande för Svenska Riskkapitalföreningen, SVCA, och grundare för riskkapitalbolaget Segulah uttryckte sig så här gällande riskkapital: *Private equity handlar om att skapa värde och generera arbetstillfällen och tillväxt genom att bygga lönsamma och sunda företag* (Leifland, 2015). Väl medvetna om att detta kan vara ett vinklat citat fångar det trots allt upp det huvudsakliga syftet av riskkapitalbolag och att de kan skapa mervärde i samhället. Vi ställs inför frågan huruvida kritiken riktad mot riskkapitalbolag och dess kortsiktiga vinstdriv är rättfärdigande eller inte.

2.2 Finansialisering

2.2.1 Definition

Finansialisering är som tidigare nämnt ett mycket brett begrepp och har förklarats av olika forskare. Epstein (2001) har med en mening definierat finansialisering som på ett bra sätt beskriver hur omfattande begreppet är:

“Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level” (Epstein, 2001 s. 3).

Citatet beskriver finansialiseringens syfte om en ökad betydelse av den finansiella sektorn. Epstein (2001) fokuserar i sin artikel på den makroekonomiska aspekten av finansialisering och tittar närmare på dess inverkan på ekonomisk tillväxt och inkomstfördelningen inom och mellan länder.

van der Zwan (2013) diskuterar ytterligare begreppets bredd och menar att det kan granskas utifrån tre utfallsvinklar; (1) finansialisering av kapitalfördelning, (2) finansialisering av

aktieägarnas värdemaximering samt (3) finansialisering av individuella investerare. Det förstnämnda, finansialisering av kapitalfördelning, syftar till ett skifte i placering av kapital. Enligt denna utfallsvinkel sker finansialisering i en övergångsperiod då bolag upplever ökad internationell konkurrens och agerar genom att investera i finansiella produkter istället för i verksamhetens produktion (van der Zwan, 2013). Krippner (2005) för ett liknande resonemang kring finansialisering av kapitalfördelning och hävdar att företag mer och mer driver vinster genom finansiella aktiviteter snarare än rent produktionsmässiga. Motsvarande verkar detta gälla för företagens kostnader, vilka tenderar att alltmer utgöras av finansiella slag såsom räntekostnader, utdelningar och återköp av aktier (van der Zwan, 2013).

Finansialisering av aktieägarnas värdemaximering syftar till ett ökat fokus på aktievärde och att bolagen prioriterar aktieägarnas värdemaximering framför andra aktörers intressen. van der Zwan (2013) menar att maximering av aktievärde har blivit det huvudsakliga målet bland bolagen, vilka börjar bete sig alltmer efter denna riktlinje. Det finns också argument som talar för att det finansialiserade bolaget väljer att distribuera dess vinster via utdelning eller återköp av aktier till aktieägarna istället för återinvestering i bolagets operationella verksamhet (Lazonick & O'Sullivan, 2000).

Den tredje utfallsvinkeln, finansialisering av individuella investerare, riktar sig mot ett ökat engagemang på den finansiella marknaden bland enskilda individer (van der Zwan, 2013). Man talar om ytterligare ett skifte i beteendemönster på den finansiella marknaden då allmänheten får alltmer plats att delta. En pågående demokratisering av finansmarknaden har gjort finansiella produkter och tjänster tillgängliga för stora delar av befolkningen, snarare än enbart privilegier för institutionella och förmögna investerare (Erturk *et. al*, 2007). Samtliga sätt att tolka finansialisering är av stor betydelse för att förstå konceptets inverkan på ekonomin. Denna uppsats riktar sig främst mot finansialisering av det enskilda bolaget och hur det förhåller sig till aktiemarknaden, varpå utfallsvinkel ett och två ligger till grund för studien.

Sammanfattningsvis framgår det att finansialisering kan appliceras både på individer och bolag, samt på en mikro- och makroekonomisk nivå. Vidare finns det starka argument som trycker på vikten av att vara medveten om den finansiella sektorns växande inflytande på samhället och vad som är konsekvenserna av detta.

2.2.2 Koppling mellan riskkapital och finansialisering

Det många forskare framhäver i termer av finansialisering är att investeringar till den finansiella sektorn sker på bekostnad av investeringar i produktion (Stockhammer, 2005). Kopplingen mellan finansialisering och riskkapital blir tydlig då tidigare forskning visat på att riskkapitalbolag tenderar att kortsiktigt driva upp aktievärdet på portföljbolaget vid exit, varpå företaget på lång sikt verkar minska i operationella värden, se avsnitt 1.2 *Tidigare forskning*.

Varför fokus ligger på bolag som genomgått en börsintroduktion är för att kunna fånga in aktieutvecklingen och hur ökad exponering mot den finansiella sektorn påverkar verksamhetens produktion på lång sikt. Som förklarat i avsnitt 2.1.2 *Riskkapitalbolagets struktur och strategi* syftar riskkapitalbolag huvudsakligen till att effektivisera bolag. Intressant blir därför att se hur portföljbolagen utvecklas efter det att riskkapitalbolaget gjort sin exit.

3. Teoretisk referensram

I detta kapitel presenterar de teorier som ligger till grund för val och analys av insamlad material för studien.

3.1 Corporate governance-teorier

Corporate governance grundas i olika kontrollsysteem, regelverk och incitamentprogram som främst behandlar intressekonflikter inom företag och hur dessa kan minimeras (Berk & DeMarzo, 2011 s. 921). För att ge ett brett perspektiv på hur en förändring i ägandestruktur påverkar bolaget och dess prestationer diskuteras i denna studie agentteorin och informationsasymmetri.

3.1.1 Agentteorin

Agentteorin, eller principal-agentproblemet, uppstår då en agent ska agera i en principals intresse. Problematik kan uppstå i en mängd olika situationer där det finns en principal-agent relation. En vanlig situation är när det råder separation mellan ägare och kontroll, då ledningen, principalen, inte arbetar i ägarnas, agentens, intresse (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010 s. 4). Aktieägarna är ägare över företaget och ledningen kontrollerar företagets dagliga verksamhet. Problemet som uppstår då företag växer och blir allt större är att ägarna blir fler och får minskad kontroll över företaget. Detta problem kan lösas genom att knyta ledningens intressen till ägarnas. Det finns olika tillvägagångssätt att skapa incitament, exempel är prestationsbaserad lön och bonussystem (Kim, Nofsinger & Mohr, 2010 s. 4).

Separationen mellan ägare och kontroll kan kopplas till riskkapitalbolag. Då riskkapitalbolag går in och köper upp ett bolag agerar de som ägare av bolaget medan ledningen utövar endast en begränsad kontroll, eller blir helt utbytt i vissa fall (Caselli, 2010 s. 152). Under den period riskkapitalbolaget är ägare bistår riskkapitalbolaget med en koncentrerad ägarroll. Då riskkapitalbolaget säljer bolaget som blir noterat på börsen sker dock en förändring i ägarstrukturen. Då aktieägare kommer in i bilden blir ägarskapet naturligt mer splittrat (Morck, Wolfenzon & Yeung, 2005). Nackdelen med ett splittrat ägande är att det blir svårare att ha kontroll över ledningen. Ledningen kan då uppleva *management entrenchment*, vilket innebär att ledningen känner sig fria att ta beslut rörande företaget utan att riskera att bli

ersätta eller avskedade. Resultatet av detta blir att ledningen tar beslut som är till fördel för dem själva på bekostnad av aktieägare (Berk & DeMarzo, 2011 s. 528). Denna förändring i ägarstruktur som sker i portföljbolaget när det genomgår exit kan komma att påverka företagets framtida prestation, vilket är förenligt med undersökningen i denna studie.

3.1.2 Informationsasymmetri

Informationsasymmetri är en teori inom *corporate governance* som grundas i att beslut tas på olika sätt beroende på hur mycket information olika parter har. Det finns två huvudförklaringar till informationsasymmetri; *moral hazard* och *adverse selection*. Dessa förklarar informationsasymmetrier under olika skeden, innan och efter, då ett kontrakt skapas mellan två parter där en part har mer och bättre information än den andra. Denna maktobalans skapar problem för val av kontrakt. *Adverse selection* sker typiskt sätt innan kontraktet skapats. Detta handlar om en finansiell process där det sämre valet vanligtvis väljs på grund av asymmetrisk information mellan de två parterna (Caselli, 2010 s. 31). *Moral hazard* sker efter att ett kontrakt skapats, där valet som gjorts baserats på upplevd risk. Om individen haft full riskmedvetenhet hade annat val gjorts (Caselli, 2010 s. 31).

Information är värdefull och i många fall besitter ett riskkapitalbolag mer information över dess nuvarande portfölj än vad investerare gör. Kaplan och Strömberg (2008) argumenterar för att de vinster som riskkapitalbolag genererar genom förbättring och effektivisering av portföljbolagen är till stor del tack vare riskkapitalbolagens tillgång till information om portföljbolagens prestationer. Sittande ledning besitter ofta information kring hur företaget kan förbättras och vilka brister de har, vilket ger riskkapitalbolaget goda förutsättningar för att styra och göra nödvändiga förändringar. Riskkapitalbolaget använder denna *insider information* av bolaget för att förbättra dess resultat (Kaplan & Strömberg, 2008 s. 19-20). En analys av hur informationsasymmetrin påverkar riskkapitalbolag och dess realiserade portföljbolag samt koppling till finansialisering diskuteras vidare i analyskapitlet.

3.2 Shareholder revolution

Teorin *shareholder revolution* utvecklades som en reaktion på uppfattningen att företagsledare tenderar att välja strategier som gynnar deras egna intressen på bekostnad av aktieägarnas (Useem, 1993). Denna föreställning uppmärksammades särskilt under 1980-talet då chefernas egna intressen sades resultera i kostnader, *agency costs*, för bolag och som minskade aktieägares värde (Fama & Jensen, 1983). *Corporate governance* fram tills 1970-talet behandlade till stor del företagsledare som experter med sin unika kompetens, och incitamentsprogram ansågs vara till för att behålla dessa sällsynta kompetenser kvar i bolaget (Zajac & Westphal, 2004). När denna syn sedan förändrades under det kommande decenniet utvecklades det som kom att kallas *shareholder revolution*; man gick från att se på företagsledare som unika specialister till kompatibla och direkt utbytbara agenter för aktieägare. *Corporate governance*-mekanismer såsom incitamentsprogram utformades så att chefer agerar i aktieägarnas intressen, och ägare fick alltmer inflytande över företagsledningen (Zajac & Westphal, 2004).

Kortfattat handlar *shareholder revolution*-teorin om att aktieägare har fått en betydande makt över bolag och att de påverkar företag i deras agerande och beslutsfattande (Stockhammer, 2005). Taekjin Shin (2012) analyserar teorin i sin artikel *CEO Compensation and Shareholder Value Orientation Among Large US Firms* och menar att företagsledare på senare tid börjat allokera tillgångar och vinster bort från den traditionella affärsverksamheten till mer finansiella aktiviteter såsom sammanslagningar och uppköp, utköp av bolag och återköp av aktier. Detta är i enlighet med finansialiseringskonceptet vilket analyseras i Kapitel 6.

3.3 Market timing

Market timing är en teori som kan appliceras på många olika områden. Teorin har sin grund i Baker och Wurglers (2002) uppfattning om att *market timing* är den avgörande faktorn för ett företags kapitalstruktur. De hävdar att företag är mer eller mindre likgiltiga när det gäller preferenser för aktie- eller lånefinansiering, och menar att de väljer den form som förväntas vara högst värderad av den finansiella marknaden vid den gällande tidpunkten. *Market timing* brukar kategoriseras som en mer beteendebaserad finansteori då den antar att marknadens parter är irrationella i sina investeringsbeslut samt att företag snabbare kan avgöra under- eller

överprissättning på marknaden än investerare och agerar därefter (Baker & Wurgler, 2002). Cumming (2012) diskuterar teorin i kontext av riskkapitalbolag och menar bolagen, vars ledningar ofta besitter hög expertis, goda kontaktnät och *insider-information*, utnyttjar sina kunskaper till att kunna identifiera trender på marknaden och därmed uppfatta över- eller undervärderingar av både prospekt och sina egna portföljer. Enligt teorin tenderar riskkapitalbolag att anpassa exit-strategi och tid för exit efter hur de anser att marknaden vid tidpunkten har värderat portföljbolaget (Cumming, 2012).

3.4 IPO puzzle

Teorin *IPO puzzle* beskriver ett återkommande problem bland börsnoteringar och tar främst upp två prisfenomen som uppstår vid noteringen. Det första är att på kort sikt tenderar aktiepriset för börsnoterade bolag vara underprissatta, vilket indikerar att bolagen medvetet sätter ett utgångspris under dess fundamentala värde för att säkerställa positiv avkastning den första dagen. Det andra fenomenet är att på mellan till lång sikt tenderar börsnoterade bolag att underprestera; specifikt uppnår börsnoterade bolag ett onormalt negativt resultat i förhållande till dess konkurrenter vilket tyder på att bolag avsiktligt överprissätter aktien vid själva börsintroduktionen (Rajagopalan, 2013). Det senare stödjer det kortsiktiga perspektiv som riskkapitalbolag ofta blir anklagade att besitta.

3.5 Hypotesformulering

Med bakgrund mot tidigare forskning och ovan nämnda teorier diskuteras och formuleras studiens hypoteser i följande avsnitt.

3.5.1 Hypotes 1

Fichtners (2011) resonemang kring huruvida riskkapitalbolag verkar som “agenter” för finansialisering ligger till grund för undersökningen i detta arbete. För att kunna studera om detta fenomen speciellt gäller bolag som varit ägda av riskkapitalbolag, eller om finansialisering sker i allmänhet för bolag som genomfört börsintroduktion och på så sätt fokuserar allt mer på aktiemarknadsvärden, jämförs bolagen mot en kontrollgrupp. Denna

grupp innefattar bolag som ej varit ägda av riskkapitalbolag men som blivit noterade på börsen. En mer detaljerad definition av behandlings- och kontrollgrupp finns i avsnitt 4.2.3 *Kontrollgrupp*. Hypotes 1 formuleras därför enligt följande:

$H_{0,1}$ = Det finns ej någon signifikant skillnad i utvecklingen av nyckeltal mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp

$H_{1,1}$ = Det finns en signifikant skillnad i utvecklingen av nyckeltal mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp

3.5.2 Hypotes 2

I enlighet med Murray, Niu och Harris (2006) forskning samt belägg enligt finansialiseringskonceptet och *shareholder revolution*-teorin finns tendenser bland bolag att allokera och återinvestera mer vinster i finansiella slag, såsom finansiella värdepapper, utdelningar och återköp av aktier till aktieägare, snarare än i företagets produktion och verksamhet. Detta kan tänkas leda till att nyckeltal utvecklas olika på lång sikt varpå hypotes 2 formuleras enligt följande:

$H_{0,2}$ = Det finns ej någon signifikant skillnad i utvecklingen mellan det finansiella nyckeltalet och det operationella nyckeltalet

$H_{1,2}$ = Det finns en signifikant skillnad i utvecklingen mellan det finansiella nyckeltalet och det operationella nyckeltalet

4. Metod

Metodkapitlet redogör för de metodval och urvalsprocesser som används för denna studie samt kritik riktad mot vald metod.

4.1 Forskningsansats

Då denna studie baserar frågeställning och hypoteser på tidigare forskning och redan existerande teorier antar den en deduktiv forskningsansats. Följaktligen lägger litteraturgenomgången även grunden för vilken data som tillämpas på studien (Bryman & Bell, 2013). Insamlad data utgör de variabler som testas mot hypoteserna genom ett icke-parametriskt, jämförande test som antingen accepteras eller förkastas. Processen i arbetet följer Bryman och Bells (2013) sex steg för en deduktiv forskningsansats:

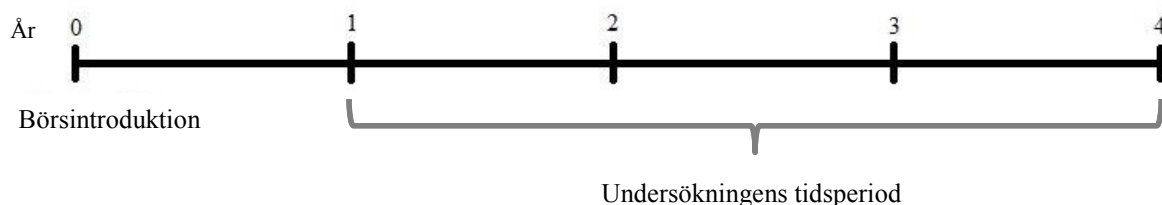
1. Teori
2. Hypoteser
3. Datainsamling
4. Resultat
5. Hypoteserna bekräftas eller förkastas
6. Omformulering av teorin

En kvantitativ metod tillämpas på arbetet då syftet är att mäta och analysera en omfattande samling av numerisk och historisk data (Bryman & Bell, 2013). Metoden blir också naturlig att använda då liknande undersökningar som genomförts är av kvantitativ natur. Resultatet som presenteras i kapitel 5 och analyseras i kapitel 6 avser att styrka tidigare forskning och bidra med nya slutsatser.

4.2 Dataurval

4.2.1. Krav på dataurval

Urvalet av data är baserat på nordiska riskkapitalbolag som finns redovisade på SVCA, DVCA, NVCA och FVCA. Med utgångspunkt från dessa nordiska riskkapitalbolag har urval skett ifrån deras realiserade portföljer som genomgått en börsnotering. Urvalet består av 41 bolag som genomgått en börsnotering mellan åren 1993 och 2009. För att undvika misstolkning av resultat undersöks den finansiella och operationella prestationen från och med ett år efter börsnotering av portföljbolagen. Detta då företag som noteras i början av året verkar som ett publikt bolag för nästan ett helt år, medan företag som noteras sent på året visar siffror som ett publikt bolag endast för några månader (Murray, Niu & Harris, 2006). Att inkludera året för börsnotering skulle därför kunna ge snedvridna resultat. Följaktligen hämtas data från året efter börsintroduktion samt de nästkommande tre åren varpå tidsramen blir år 1993 fram till 2013. Undersökningen baseras på fyra år för att studera en långsiktig effekt hos de valda bolagen. Ritter (1991), Levis (1993) samt Teoh, Welch och Wong (1998) använder alla en treårsperiod för att undersöka den långsiktiga aktieutvecklingen hos bolag som genomgått en börsintroduktion. Murray, Niu och Harris (2006) och Gompers och Lerner (2003) granskar den långsiktiga operationella prestationen respektive aktiepriset för bolag under en femårsperiod efter börsnotering. Med bakgrund av dessa forskare är således en fyraårsperiod rimlig då studien undersöker den långsiktiga utvecklingen för både finansiella och operationella tal. Tidslinjen nedan illustrerar hur undersökningens tidsperiod är upplagd.



Urvalet består av riskkapitalbolag som avyttrat portföljbolag genom en börsintroduktion eller försäljning till annat bolag som redan finns på börsen för att kunna undersöka den finansiella utvecklingen jämfört med den operationella. Detta för att kunna analysera resultaten i kontext av finansialisering och en ökad exponering mot den finansiella sektorn. Vidare finns en större tillgång av data för ett företag då det är publikt vilket underlättar urvalsprocessen. Samtliga bolag är noterade på Nasdaq OMX Stockholm, Nasdaq OMX Helsinki eller Oslo Stock Exchange.

4.2.2 Bortfall

Från ett primärt antal på 62 bolag faller nio bolag bort på grund av att de hamnar utanför tidsramen, det vill säga att dessa gick ut på börsen år 2010 eller senare. Från de kvarstående 53 bolagen faller ytterligare 12 bolag bort på grund av brist på nödvändig data och att många bolag visat sig ha gått i konkurs inom tidsramen för studien. Därmed landar antalet bolag för studien på 41 stycken.

Ursprungligen samlades enbart svenska bolag in som grund för uppsatsen. Då detta ger ett otillräckligt antal bolag för att möjliggöra en intressant undersökning, utvidgas urvalet av bolag till den hela nordiska marknaden med undantag från den danska marknaden. För att uppnå mer balanserad data utesluts bolag från den danska marknaden där enbart ett bolag finns som matchar studiens urvalskriterium.

4.2.3 Kontrollgrupp

För att kunna påvisa en effekt av riskkapitalbolagens inverkan på portföljbolagen ställs en grupp, en så kallad behandlingsgrupp, mot en kontrollgrupp. Behandlingsgruppen består av de 41 realiserade portföljbolag beskrivna i avsnitt 4.2.1. *Krav på dataurval*. Kontrollgruppen består av ett lika stort antal bolag som genomgått en börsintroduktion på samma aktiemarknader, men som inte har varit ägda av ett riskkapitalbolag. För att kontrollgruppen ska vara relevant och jämförbar har dessa blivit matchade med varje enskilt portföljbolag utifrån vilken bransch de verkar i, se Bilaga 1. För att säkerställa branscher har vi utgått från företagens så kallade SIC-koder, vilket står för *Standard Industrial Classification* och är ett numeriskt kodsysteem som delar in bolag utifrån den bransch de verkar i. Koderna är hämtade från hemsidan för SIC-koder, www.siccode.com. Hemsidan är tillförlitlig då SIC-

klassificeringen är ett globalt, etablerat system som föreskrivs av den amerikanska regeringen och används över hela världen (siccode.com, 2015). Erkända forskare såsom Servaes (1991) och Stein *et. al* (2001) har även använt sig av SIC-koder för att kunna säkerställa branscher vilket ytterligare motiverar till tillämpning av systemet i detta arbete. Tabell 1 och 2 presenterar testets huvudsakliga matchningskriterier, vilka anger en så pass jämn fördelning mellan grupperna som möjligt. Tabell 1 visar fördelningen av SIC-koder medan Tabell 2 redogör för fördelningen av aktiemarknader bolagen är noterade på. Tabellerna indikerar på att testets matchningskriterier är uppfyllda.

Tabell 1 – SIC-kod för behandlingsgrupp och kontrollgrupp

SIC kod	Industri	Behandlingsgrupp, antal bolag	%	Kontrollgrupp, antal bolag	%
01-09	Jordbruk, skogsbruk och fiske	0	0%	1	2%
10-14	Gruvdrift och bergsbruk	2	5%	1	2%
15-17	Konstruktion och byggnadsverk	0	0%	2	5%
20-39	Produktion och tillverkning	17	41%	11	27%
40-49	Transport, kommunikation, el, gas och sanitära tjänster	2	5%	4	10%
50-51	Grosshandel	3	7%	4	10%
52-59	Detaljhandel	4	10%	0	0%
60-67	Finans, försäkring och fastigheter	1	2%	4	10%
70-89	Tjänster	12	29%	14	34%
91-99	Offentligförvaltning	0	0%	0	0%
	Total	41	100%	41	100%

Tabell 2 – Aktiemarknad för behandlingsgrupp och kontrollgrupp

Aktiemarknad	Behandlingsgrupp, antal bolag	%	Kontrollgrupp, antal bolag	%
Nasdaq OMX Stockholm	20	49%	21	51%
Nasdaq OMX Helsinki	10	24%	11	27%
Oslo Stock Exchange	11	27%	9	22%
Total	41	100%	41	100%

4.3 Datainsamling

Med hjälp av databasen Thomson Reuters Datastream hämtas data från de bolag som identifieras i Bilaga 1. Studien tillämpar en komparativ design då den ämnar jämföra resultat delvis mellan en behandlingsgrupp och en kontrollgrupp, men även mellan den finansiella och operationella prestationen bland bolagen. Enligt Bryman och Bell (2013) blir den komparativ då den undersöker samma typ av data mellan olika bolag och gör därmed undersökningen jämförbar.

I enlighet med Bryman och Bell (2013) är dataurvalet objektivt vilket betyder att det är oberoende och verklighetsförankrat. Medvetna om att subjektiva värderingar kan komma att influera studien, dess resultat och därmed verklighetsförankringen, används historisk rådata som är åtkomlig för allmänheten för att motverka subjektivitet. Detta innebär att datamaterialet inte har blivit behandlad på något sätt och att risken för vinklade influenser på så sätt minimeras. De nyckeltal som används i studien har även en icke-tolkande karaktär vilket minskar tendenser att påverka datamaterialet (Bryman & Bell, 2013). Inflytandet minimeras även genom att kritiskt granska information och teorier samt genom att under hela arbetets gång sträva åt att tänka objektivt.

Data som studien bygger på är tre finansiella och tre operationella nyckeltal vilka undersöks under en fyraårsperiod och jämförs med varandra.

4.3.1 Finansiella nyckeltal

De tre finansiella nyckeltal som används i studien är:

- Aktiepris
- Skuldsättningsgrad
- Finansiellt kassaflöde

Dessa tre finansiella tal är valda för att analysera den finansiella prestationen på lång sikt och för att möjliggöra en koppling till finansialisering. Aktiepris och skuldsättningsgrad är två intressanta mått som använts i tidigare forskning för att analysera den finansiella prestationen bland företag (Holthausen & Larcker, 1996). Aktiepriset speglar aktieägarnas värde och skuldsättningsgraden reflekterar huruvida ett företag ökar eller minskar sin exponering mot den finansiella sektorn. Det finansiella kassaflödet visar ett företags finansiella aktiviteter då det speglar förändring i skulder, aktieinnehav och utdelning (Koller, Goedhart & Wessels, 2010 s. 138). Aktiviteter som ingår i det finansiella kassaflödet är bland annat nyemission, aktieåterköp, emission och återbetalning av skuld, optioner och konvertibler. Det finansiella kassaflödet påvisar därav ett företags användning av olika finansiella instrument vilket är i linje med finansialisering.

4.3.2 Operationella nyckeltal

I enlighet med Murray, Niu och Harris (2006) studie mäts den operationella prestationen genom följande nyckeltal:

- Vinstmarginal
- Kassaflöde genom totala tillgångar
- Omsättningshastighet

För att få fram vinstmarginal och kassaflöde genom totala tillgångar används det operationella kassaflödet. Det operationella kassaflödet föredras framför rörelseresultat då det senare är mer känsligt för manipulering i redovisningssammanhang (Koller, Goedhart & Wessels, 2010 s. 133). Kassaflödet räknas ut genom att utgå från nettoresultatet och sedan subtrahera kostnader för sålda varor och försäljnings- och administrationskostnader innan avskrivningar dragits av (Koller, Goedhart & Wessels, 2010 s. 109). Ett företags vinstmarginal visar på hur stor vinsten är i förhållande till omsättningen. Kassaflöde genom totala tillgångar är ett väl använt mått som brukas i ett flertal studier (Holthausen & Larker, 1996; Kaplan, 1989; Murray, Niu & Harris, 2006) som ett huvudsakligt prestationsmått och indikerar på avkastningsnivån på totalt kapital. Omsättningshastigheten har samlats in direkt från Datastream och mäter hur effektivt ett företag utnyttjar sina tillgångar.

Anledningen till att alla dessa tre tal studeras i denna uppsats är för att ge en rättvis bild av ett företags operationella prestation. För att möjliggöra ett balanserat test väljs tre operationella tal för att mätas mot de tre finansiella talen.

4.3.3 Litteraturstudie

En gedigen litteraturgranskning genomförs för att samla in relevant information och inspiration till teorier, utformande av tester och val av nyckeltal. För att förstå vilka finansiella och operationella tal som är intressanta att undersöka utförs en omfattande granskning av tidigare studier och vetenskapliga artiklar. Främst hämtas dessa vetenskapliga artiklar från ekonomiska tidskrifter och journaler från webben. För att finna relevant information görs sökningar via LUBsearch, Google Scholar och fristående Google-sökningar. Exempel på sökord som utförs är: *private equity*, *financialization*, *performance*

measurements, financial and operational performance, nordiska riskkapitalbolag och börsnotering.

4.3.4 Sekundärdata

Dataurvalet baseras på redan befintlig information som hämtas från en utomstående databas och betraktas därmed som sekundär (Nationalencyklopedin A). Databasen, som utgörs av Thomson Reuters Datastream, är ett internationellt etablerat system och även rekommenderat av Lunds Universitet vilket gör databasen till en trovärdig källa för insamling av information. Denna typ av data är särskilt effektiv att använda då den är lätt att hitta samt av hög kvalitet med få bortfall. Till skillnad från primärdata behöver den heller inte samlas in från grunden vilket sparar värdefull tid. Viktigt att ta i beaktning vid insamling av sekundärdata är att den inte kan kontrolleras lika noggrant som primärdata och måste därför granskas väl. Detta problem kan minimeras då materialet i denna studie anses vara säker på grund av databasens stora tillförlitlighet.

4.4 Tillvägagångssätt för tester

Då undersökningen bygger på en så pass unik infallsvinkel finns det begränsat material att utgå ifrån, vilket påverkar val och utformning av test. Utifrån denna limiterade tillgång av tidigare forskning är ett Wilcoxon Signed Rank-test främst använt, däribland studier av Holthausen och Larcker (1996) samt Murray, Niu och Harris (2006). I princip identiskt till ett Wilcoxon Signed Rank-test är det så kallade Mann-Whitney U-testet. Detta test används för att jämföra utfallet mellan två oberoende grupper, medan ett Wilcoxon Signed Rank-test används för att jämföra två beroende grupper (Laerd Statistics, 2013). Då studien baseras på två olika grupper, en behandlings- och en kontrollgrupp, som matchats men inte är beroende av varandra passar ett Mann-Whitney U-test bättre till denna undersökning.

Det finns tre antaganden som ska uppfyllas för att utföra ett Mann-Whitney U-test (Laerd Statistics, 2013):

1. Slumpmässigt urval
2. Grupperna ska vara oberoende av varandra
3. Mätningsskalan ska vara ordnad eller kontinuerlig

Urvalet är slumpmässigt samlat inom ramen för studiens datakriterium att bolagen har varit ägda av riskkapitalbolag och genomgått en börsintroduktion på den nordiska marknaden. De olika grupperna är självständiga då enbart en variabel, i detta fall bolag eller nyckeltal, existerar i endast en av grupperna vilket gör en oberoende jämförelse möjlig. För att säkerställa att grupperna är oberoende testas variablerna i en korrelationsmatris för att se om det råder korrelation mellan de olika nyckeltalen, se Bilaga 2 och 3. Då inga variabler visar på signifikant korrelation anses antagandet om oberoende grupper vara uppfyllt. Vidare baseras undersökningen på den procentuella förändringen från år ett till och med år fyra vilket gör mätningsskalan kontinuerlig. Dessutom är denna omvandling till förändringsmått nödvändig då studien baseras på bolag från olika nordiska länder och har olika valutor. Med procentuella förändringar blir studiens data jämförbar. Uträkningen för måttet ser ut enligt följande:

$$\frac{(\text{År4} - \text{År1})}{\text{År1}}$$

Efter att ha säkerställt att data uppfyller dessa tre antaganden struktureras all data i Excel för att sedan genomföra ett Mann-Whitney U-test via det statistiska programmet SPSS. Mann-Whitney U-testet baseras på hypoteser som antingen accepteras eller förkastas. Nollhypotesen för detta test är att det inte råder någon signifikant skillnad mellan de två grupperna som jämförs. Signifikansnivån ställs till 0.01, 0.05 eller 0.10 som för vanliga statistiska tester (Körner & Wahlgren, 2010 s. 194). Då ett test visar en signifikansnivå på 0.10 eller under kan nollhypotesen förkastas och resultatet visar på en signifikant säkerställd skillnad.

Studiens tester är indelade i två testomgångar; ett test för att påvisa skillnad i utveckling mellan ett börsnoterat realiserat riskkapitalägt bolag (behandlingsgrupp) och ett börsnoterat icke-riskkapitalägt bolag (kontrollgrupp); ett test för att påvisa skillnad i utveckling mellan finansiella och operationella nyckeltal. Den första omgången utgörs av totalt sex tester då varje nyckeltal testas enskilt mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp. Den andra omgången utgörs av totalt nio tester då varje finansiellt tal ställs mot varje operationellt tal. För att definiera vilka grupper som testas mot varandra i SPSS används Dummy-variabler, där 1 står för behandlingsgrupp eller ett finansiellt tal och 2 står för kontrollgrupp eller ett operationellt tal. Dummy-variabeln i de tester som presenteras i resultatkapitlet refereras som indelningsvariabel då dess syfte är att dela in de grupper som ska jämföras.

Slutligen sammanställs medelvärdet årsvis för varje nyckeltal för både behandlingsgrupp och kontrollgrupp, se Bilaga 4. Utifrån dessa medelvärden har den procentuella genomsnittliga förändringen per nyckeltal från år ett till fyra räknats ut, vilket ger ytterligare underlag för analys. Den totala genomsnittliga förändringen räknas ut enligt följande:

$$\frac{\left(\frac{\text{År2}}{\text{År1}}\right) + \left(\frac{\text{År3}}{\text{År2}}\right) + \left(\frac{\text{År4}}{\text{År3}}\right)}{3}$$

4.5 Källkritik

För att säkerställa att litteratur, data samt metod är relevant för studien genomförs en omfattande källkritik.

4.5.1 Litteraturkritik

Litteraturgranskningen i denna uppsats bygger främst på vetenskapliga artiklar och studier publicerade i ekonomiska journaler och tidskrifter. Dessa källor anses vara tillförlitliga då tidskrifterna är välkända och artiklarna har blivit granskade innan publicering, dock är vi medvetna om att dessa artiklar kan var snedvridna av författarnas värderingar. För att säkerställa att uppsatsen är objektiv studeras ett flertal artiklar för att få insikt i vad den allmänna åsikten är kring riskkapital och finansialisering. Litteratur och studier som granskas är utgivna av forskare från olika årtionden för att ge uppsatsen en bred och tillförlitlig bild av studiens område (Bryman & Bell, 2013).

Finansialisering är ett relativt outforskat begrepp, speciellt på den nordiska marknaden. Därmed förlitas litteraturstudien på den begränsade forskning och data som finns tillgänglig. Särskilt är forskning om kopplingen mellan riskkapital och finansialisering limiterad vilket ytterligare stärker vikten av objektivitet.

Efter en genomgående litteraturgranskning fastställs frågeställningarna och en noggrann systematisk litteraturgranskning genomförs för att få djup i studien och för att undvika skevhet. Dessa problem minimeras då tydliga tillvägagångssätt används (Bryman & Bell, 2013).

4.5.2 Metodkritik

Då denna studie är av kvantitativ natur riktas främst kritik mot datamaterialet och dess tillförlitlighet samt det valda testets precision. Som tidigare nämnt är data samlat från trovärdiga källor. Ett slumpmässigt urval tillämpas sedan för att begränsa felaktigheter och vinklade värderingar vid insamlingen. Vidare är en kvantitativ ansats lämpad för denna typ av studie för att kunna besvara frågeställningen på ett objektivt sätt, vilket blir svårare med en kvalitativ metod som utgår från intervjuer och personers åsikter. Dessutom är en kvantitativ ansats i linje med tidigare liknande forskningsmetoder.

Efter noggrann undersökning är ett Mann-Whitney U-test bäst lämpad för arbetet. Testet stämmer emellertid inte helt överens med den litteratur som ligger till grund för studien, där ett Wilcoxon Signed Rank-test främst används. Dessa två tester är av likartad karaktär med undantag från ett antagande, vilket är utförligt beskrivet i avsnitt 4.4 *Tillvägagångssätt för tester*. Antagandet uppfylls av studiens data för Mann-Whitney U-testet men inte för Wilcoxon Signed Rank-testet. Detta ger studien begränsat material att utgå ifrån, vilket kan tyckas minska precisionen av utförandet av testet. Dock väger vikten av att uppfylla testets krav och antaganden tyngre och kan samtidigt bidra till en unik karaktär av examensarbetet.

4.6 Reliabilitet och validitet

För att studien ska kunna betraktas som trovärdig och relevant bör den uppfylla kraven för reliabilitet och validitet.

4.6.1 Reliabilitet

Krav för reliabilitet är att studien ska vara tillförlitlig och konstant, vilket betyder att samma resultat ska kunna nås oavsett vem som utför undersökningen. På så sätt ska studien inte vara påverkad av subjektiva värderingar utan förbli opartisk (Bryman & Bell, 2013). Vidare ska undersökningen kunna visa samma resultat över tid. Nyckeltalen som studeras är använda i tidigare forskning som exempelvis artiklar skrivna av Murray, Niu och Harris (2006) och Holthausen och Larcker (1996). Därför anses utvalda nyckeltal vara relevanta och intressanta.

Reliabiliteten kan påverkas av huruvida data redovisas annorlunda från år till år hos olika bolag, vilket kan försvåra insamling av data (Bryman & Bell, 2013). Denna problematik begränsas då materialet hämtas från Datastream vilket har ett och samma system för samling av variabler oberoende av företag. Vidare anses databasen högst trovärdig och man kan anta att variablerna är väl granskade och korrekta.

4.6.2 Validitet

Kravet för validitet innebär att studien ska ha hög giltighet och relevans samt hög frånvaro av mätfel (Nationalencyklopedin B). Vanligtvis görs en indelning mellan intern och extern validitet.

Intern validitet innebär att tillvägagångssättet i studien är det rätta för att mäta det som avses. Detta krav uppfylls då denna studie utgår från undersökningar ur finansiella vetenskapliga artiklar varpå ett likande test tillämpas, vilket ökar validiteten för arbetet.

Extern validitet innebär att studiens resultat kan tillämpas och generaliseras på andra studieområden. Då detta arbete utgår från den nordiska marknaden skulle en liknande undersökning på en annan marknad med stor sannolikhet inte ge samma resultat, vilket innebär att studien inte helt kan generaliseras. Studien skulle möjligen kunna uppnå en högre extern validitet om data hade baserats på alla bolag i hela Norden som genomgått en börsintroduktion under en specifik tidsperiod utan hänsyn tagen till om riskkapitalbolag stått som ägare eller inte. Då hade studien möjligtvis uppnått ett mer allomfattande resultat.

5. Resultat

Detta kapitel redogör och sammanställer resultat från den empiriska undersökningen.

5.1 Deskriptiv statistik

Följande förkortningar används genomgående i studiens tester:

- SP = Share price = Aktiepris
- DE = Debt to Equity = Skuldsättningsgrad
- NCFE = Net Cash Flow – Financing = Finansiellt kassaflöde
- CFS = Cash Flow to Sales = Vinstmarginal
- CFA = Cash Flow to Total Assets = Kassaflöde genom totala tillgångar
- SA = Sales to Total Assets = Omsättningshastighet

Tabell 3 - Deskriptiv statistik för behandlingsgrupp

	N	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse	Varians
SP	41	-,95	7,70	,4520	1,58878	2,524
DE	41	-,91	167,28	6,3100	26,83102	719,903
NCFE	41	-22,71	44,74	-,5325	9,24623	85,493
CFS	41	-2,27	9,52	,4671	2,34167	5,483
CFA	41	-5,46	20,18	,1107	3,44387	11,860
SA	41	-,98	,97	-,0437	,31873	,102
Valid N (listwise)	41					

Tabell 3 visar en sammanställning över medelvärde, standardavvikelse, varians samt minimum- och maximumvärden för behandlingsgrupp. Medelvärdet visar den genomsnittliga förändringen bland nyckeltalen från år ett till år fyra. Minimumvärdet visar det bolag vars nyckeltal som minskat mest under de fyra åren, medan maximumvärdet visar det tal som ökat mest. Ett medelvärde nära noll tyder således på att den genomsnittliga förändringen är liten. Det värde som sticker ut är skuldsättningsgraden, vars medelvärde ligger på 6,3.

Tabell 4 - Deskriptiv statistik för kontrollgrupp

	N	Minimum	Maximum	Medelvärde	Standardavvikelse	Varians
SP	41	-,89	8,79	,9815	2,13395	4,554
DE	41	-1,15	24,58	2,6516	6,87744	47,299
NCFE	41	-88,43	86,95	-,8206	20,52056	421,094
CFS	41	-5,81	3,64	-,1537	1,27977	1,638
CFA	41	-6,75	3,43	-,5059	1,67514	2,806
SA	41	-,79	10,99	,2944	1,82000	3,312
Valid N (listwise)	41					

Tabell 4 presenterar en likande sammanställning som i Tabell 3 för att kunna möjliggöra en rättvis jämförelse grupperna emellan. Värdena för kontrollgruppen visar sig vara väldigt lika behandlingsgruppens värden. Likt statistiken för behandlingsgruppen är det skuldsättningsgradens medelvärde som sticker ut bland nyckeltalen, dock inte lika mycket som i behandlingsgruppen.

5.2 Resultat av tester

5.2.1 Jämförelsetest mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp

Nedan presenteras resultatet från Mann-Whitney U-testet som jämför behandlingsgrupp med kontrollgrupp. Varje förändring i nyckeltal har ställts mot varandra för att undersöka huruvida en skillnad finns mellan grupperna. Testet är tvåsidigt och hypoteserna ser ut enligt följande:

$H_{0,1}$ = Det finns ej någon signifikant skillnad i utvecklingen av nyckeltal mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp

$H_{1,1}$ = Det finns en signifikant skillnad i utvecklingen av nyckeltal mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp

Tabell 5 – Testresultat från jämförelsetest mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp

	SP	DE	NCFF	CFS	CFA	SA
Mann-Whitney U	796,500	768,500	763,500	809,500	778,000	796,500
Wilcoxon W	1657,500	1629,500	1624,500	1670,500	1639,000	1657,500
Z	-,408	-,668	-,714	-,288	-,580	-,408
Asymp. Sig. (2-tailed)	,683	,504	,475	,774	,562	,683

a. Indelningsvariabel: Behandlingsgrupp och kontrollgrupp

Tabell 5 visar resultat från ett Mann Whitney U-test mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp. Asymp. Sig. (2-tailed) angivet i första kolumnen indikerar på signifikansnivån för varje enskilt nyckeltal jämfört mellan grupperna. Inget tal visar på en nivå på 0.10 eller under. Det finns således ingen statistiskt säkerställd skillnad mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp för samtliga nyckeltals utveckling. Därmed accepteras nollhypotesen.

5.2.2 Jämförelsetest mellan finansiella och operationella nyckeltal

Ett Mann-Whitney U-test genomförs för varje finansiellt tal mot varje operationellt tal för behandlingsgrupp och kontrollgrupp respektive. Hypotesen formuleras enligt följande:

$H_{0,2}$ = Det finns ej någon signifikant skillnad i utvecklingen mellan det finansiella nyckeltalet och det operationella nyckeltalet

$H_{1,2}$ = Det finns en signifikant skillnad i utvecklingen mellan det finansiella nyckeltalet och det operationella nyckeltalet

Tabell 6 – Behandlingsgrupp: resultat av jämförelsetest mellan finansiella och operationella nyckeltal

Nyckeltal	Signifikansnivå	Nollhypotes förkastas
SP-CFS	0,67	Nej
SP-CFA	0,126	Nej
SP-SA	0,989	Nej
DE-CFS	0,09	Ja
DE-CFA	0,01	Ja
DE-SA	0,145	Nej
NCFE-CFS	0,005	Ja
NCFE-CFA	0,032	Ja
NCFE-SA	0	Ja

Tabell 6 presenterar testresultat för jämförelsetest mellan finansiella och operationella nyckeltal för behandlingsgruppen, det vill säga de tidigare riskkapitalägda bolagen. De signifikanta resultaten står markerade som ”Ja” i kolumnen ”Nollhypotesen förkastas”. Markant för behandlingsgruppen är att aktiepriset inte verkar förändras avsevärt jämfört med något operationellt nyckeltal. Skuldsättningsgraden visar på signifikant skillnad gentemot vinstmarginal (CFS) och kassaflöde genom totala tillgångar (CFA). Vidare visar det finansiella kassaflödet på starka signifikanta skillnader gentemot samtliga operationella tal. Se Bilaga 5 för detaljerad information.

Tabell 7 – Kontrollgrupp: resultat av jämförelse mellan finansiella och operationella nyckeltal

Nyckeltal	Signifikansnivå	Nollhypotes förkastas
SP-CFS	0,016	Ja
SP-CFA	0,001	Ja
SP-SA	0,093	Ja
DE-CFS	0,216	Nej
DE-CFA	0,018	Ja
DE-SA	0,591	Nej
NCFE-CFS	0,156	Nej
NCFE-CFA	0,594	Nej
NCFE-SA	0,062	Ja

Kontrollgruppens resultat skiljer sig mycket från behandlingsgruppen, vilket presenteras ovan i Tabell 7. Aktieprisets förändring är signifikant olik de tre operationella nyckeltalens förändring, vilket är i kontrast mot vad behandlingsgruppens resultat visade. I övrigt visar endast skuldsättningsgraden jämfört med kassaflöde genom totala tillgångar och finansiellt kassaflöde jämfört med omsättningshastighet på signifikanta skillnader. Se Bilaga 6 för detaljerad information.

5.3 Sammanställning av nyckeltalens förändring

Den genomsnittliga förändringen av nyckeltal från år ett till år fyra för behandlingsgrupp respektive kontrollgrupp presenteras i Tabell 8 och 9. Beräkningen, som presenteras i avsnitt 4.4 *Tillvägagångssätt för tester*, tar hänsyn till förändringen mellan samtliga år för att kunna återge den genomsnittliga ökningen eller minskningen på ett rättvist sätt.

Tabell 8 – Behandlingsgrupp: genomsnittlig förändring

År	SP	DE	NCFE	CFS	CFA	SA
1	55,87	54,02	44891,73	8,73	0,098	1,64
2	52,68	66,51	80578,12	7,09	0,12	1,65
3	59,27	69,97	-1610,71	3,47	0,09	1,69
4	55,65	70,06	-132782,95	4,44	0,05	1,60
	1,00	1,11	0,60	0,86	0,84	1,00
Total	Ingen förändring	+11%	-40%	-12%	-16%	Ingen förändring

För behandlingsgruppen visar varken aktiepriset eller omsättningshastigheten på någon genomsnittlig förändring, vilket tyder på en relativt stabil utveckling. Skuldsättningsgraden är det enda nyckeltal som ökat i genomsnitt. Finansiellt kassaflöde, vinstmarginal och kassaflöde genom totala tillgångar har samtliga minskat i genomsnitt, se Tabell 8.

Tabell 9 – Kontrollgrupp: genomsnittlig förändring

År	SP	DE	NCFE	CFS	CFA	SA
1	239,65	49,99	257897,24	-36,8	0	1,23
2	257,11	58,96	122173,49	-9,23	0,05	1,19
3	164,07	63,25	157877,63	-14,26	0,04	1,18
4	195,9	61,66	114713,39	-12,19	0,07	1,12
	0,97	1,07	0,83	0,49	1,20	0,96
Total	-3%	+7%	-17%	-51%	+20%	-4%

Tabell 9 presenterar den totala genomsnittliga förändringen för kontrollgruppen. Resultatet visar något annorlunda genomsnittliga förändringar bland nyckeltalen. Bland de finansiella talen har skuldsättningsgraden, likt behandlingsgruppen, ökat. Både aktiepris och finansiellt kassaflöde har i genomsnitt sjunkit i värde. Bland de operationella nyckeltalen är det endast kassaflöde genom totala tillgångar som ökat, medan vinstmarginal och omsättningshastighet minskat.

6. Analys

I detta kapitel besvaras uppsatsens frågeställning genom analys och diskussion av resultatet från föregående kapitel. En återkoppling till tidigare forskning och den teoretiska referensramen ligger till grund för analysen.

6.1 Svar på frågeställning

Hur förändras det finansiella och operationella värdet i tidigare riskkapitalägda bolag efter börsnotering jämfört med icke-riskkapitalägda bolag?

Resultatet av studien svarar på frågeställningen på varierande sätt, beroende på vilket test som analyseras. Testresultatet för jämförelse av enskilda nyckeltals utveckling mellan grupperna påvisar att det inte finns någon signifikant skillnad mellan tidigare riskkapitalägda och icke-riskkapitalägda bolag. Detta indikerar på att riskkapitalbolagen inte påvisar någon särskild effekt till skillnad från de icke-riskkapitalägda bolagen. En anledning kan vara de många olika branscher som finns inkluderade i datamaterialet. Tänkbart är att de branschspecifika faktorerna påverkar företagens prestation mer än den effektivisering riskkapitalbolagen bistår med. Då branscher är olika känsliga för svängningar i konjunkturen påverkas företagens prestation i olika riktningar. Både behandlingsgrupp och kontrollgrupp innehar en mängd varierande branscher som är någorlunda jämnt fördelade och matchade grupperna emellan. Dessutom har bolagen inom grupperna börsintroducerats på samma marknader under samma tidsperiod. Analysen blir således att bolagen påverkas på liknande sätt inom behandlingsgrupp och kontrollgrupp på grund av branschernas egenskaper, och riskkapitalbolagens effektiviseringar kan därmed inte säkerställas i jämförelsetestet mellan grupperna.

Däremot råder skillnader i huruvida de finansiella nyckeltalen utvecklas jämfört med de operationella nyckeltalen mellan behandlingsgrupp och kontrollgrupp, vilket indikerar på att riskkapitalbolagens effektiviseringar gör skillnad för ett bolags prestation. Nedan analyseras resultaten för varje finansiellt nyckeltal genom att jämföra förändringen mot de operationella nyckeltalen med syfte att ge svar på studiens frågeställning samt återkoppla till relevant teori.

6.1.1 Aktiepris

Aktieprisets utveckling jämfört med de operationella nyckeltalens utveckling skiljer sig mellan tidigare riskkapitalägda och icke-riskkapitalägda bolag. För de tidigare riskkapitalägda bolagen kan ingen signifikant skillnad säkerställas, och den genomsnittliga förändringen bland nyckeltalen visar att aktiepriset hålls stabilt i jämförelse med de operationella talen som till största del minskar. Detta kan kopplas till teorier som agentteorin inom *corporate governance* och *shareholder revolution*-teorin. Agentteorin ter sig något speciell i sammanhang med riskkapitalbolag; innan avyttring av portföljbolaget innehar ofta riskkapitalbolaget både rollen som agent, då många riskkapitalister går med i ledningen av prospektet, och rollen som principal då de tar ut en viss del av investerarnas vinst vid exit och därmed blir en slags ägare i bolaget. Detta kan tänkas bidra till att relationen mellan principaler och agenter blir väldigt stark då ledningen är knuten till ägarna och vill handla i ägarnas intresse. Således ämnas aktiepriset att bli så högt som möjligt för att säkra vinst. Även tänkbart är att kärnverksamheten inte prioriteras till följd av detta då fokus ligger på aktiemarknadsvärdet, vilket kan förklara aktieprisets utveckling i förhållande till de operationella talen bland de realiserade portföljbolagen. *Shareholder revolution*-teorin stödjer dessa tendenser då den talar för ett större fokus på aktieägarnas värdemaximering på bekostnad av den operationella verksamheten i ett bolag, och verkar vara förenlig med riskkapitalbolagens verksamhet utifrån denna undersökning.

Aktieprisets utveckling för de icke-riskkapitalägda bolagen påvisar signifikanta skillnader jämfört med de operationella nyckeltalens utveckling. Av den genomsnittliga förändringen att döma minskar aktiepriset jämfört med de operationella nyckeltalen. Att aktien underpresterar på lång sikt stöds av *IPO puzzle*-teorin, till skillnad från de tidigare riskkapitalägda portföljbolagen vars genomsnittliga aktiepris hålls på en stabil nivå. Detta ger underlag för diskussion kring finansialiseringskonceptet, vilket redogörs för i nästkommande avsnitt 6.2 *Analytisk diskussion*. Testresultatet kan även förklaras av att ägarstrukturen ser något annorlunda ut i ett icke-riskkapitalägt bolag innan exit, jämfört med ett riskkapitalägt bolag. Ledning och ägare är ofta separerade, vilket gör att principal-agentrelationen inte är lika starkt bunden och kan leda till delade intressen mellan parterna. Då ägarskapet blir mer splittrat efter en börsnotering kan ledningens medlemmar känna mer frihet att agera i sina egna intressen, snarare än i aktieägarnas. Detta kan vara en förklaring till att aktiepriset sjunkit på lång sikt.

6.1.2 Skuldsättningsgrad

För både tidigare riskkapitalägda och icke-riskkapitalägda bolag har skuldsättningsgraden ökat i genomsnitt under de fyra åren efter börsnotering. Mest markant har skuldsättningsgraden ökat för riskkapitalägda portföljbolag där skuldsättningsgraden signifikant ökat medan två av de operationella talen minskat. Detta går hand i hand med van der Zwans (2013) resonemang kring finansialisering av kapitalfördelning som menar att företag allt mer väljer att investera i finansiella produkter snarare än i verksamhetens produktion. I enlighet med Fichtner (2011) fungerar riskkapitalbolag som agenter för finansialisering på så sätt att de ökar skuldsättningsgraden och därmed överför inkomster från den reala till den finansiella sektorn. Då resultatet för tidigare riskkapitalägda bolag visar på stark signifikans styrker denna studie Fichtners resonemang.

Resultatet i denna studie visar att både riskkapitalägda och icke-riskkapitalägda bolag upplever ökad skuldsättningsgrad och därmed känns finansialiseringskonceptet ytterst relevant.

6.1.3 Finansiellt kassaflöde

Testresultatet visar en statistiskt säkerställd skillnad mellan finansiellt kassaflöde och alla tre operationella nyckeltal för riskkapitalägda portföljbolag. Detta resultat beror på att det finansiella kassaflödet har minskat markant gentemot de operationella talen. Minskningen av finansiellt kassaflöde motiveras av Krippners (2005) slutsats att företagens kostnader tenderar att bli allt mer finansiella och är i linje med effekten av finansialisering.

Det finansiella kassaflödet för icke-riskkapitalägda bolag visar även på en minskning, dock inte lika stark som för de tidigare riskkapitalägda bolagen. En förklaring till denna nedgång i kassaflöde inom kontrollgruppen kan vara den starkt negativa korrelation som råder mellan det finansiella kassaflödet och skuldsättningsgraden. En högre skuldsättningsgrad innebär en högre återbetalning av lån vilket påverkar det finansiella kassaflödet negativt.

Ytterligare anledningar till att det finansiella kassaflödet minskar i genomsnitt för både behandlingsgrupp och kontrollgrupp kan analyseras i kontext av finanskrisens påverkan. Då finanskrisen ingår i tidsperioden finns en negativ påverkan på de bolag vars tidsperiod sträcker sig över år 2008. Under en finanskris upplever bolag ekonomiska svårigheter som

speglas i ett företags finansiella kassaflöden. Kapitalmarknaden förändras drastiskt och bolag upplever svårigheter att ta på sig nya lån och att få tillbaka investerat kapital. Detta leder till stora nedgångar i finansiella kassaflöden, vilket kan förklara det negativa resultat som nyckeltalet visar för båda grupper i denna studie.

6.2 Analytisk diskussion

Utifrån studiens resultat kan särskilt konstateras att finansialiseringskonceptet sker för riskkapitalägda bolag, vilket bekräftar uppsatsens syfte. Fichtners (2011) resonemang om att riskkapitalbolag fungerar som agenter för finansialisering känns synnerligen relevant och intressant då undersökningen visar på att riskkapitalbolag tenderar att fokusera mer på den finansiella prestationen hos portföljbolagen, på bekostnad av den operationella prestationen. Detta kan även motivera den kritik om det kortsiktiga vinstfokus riskkapitalbolag ofta blir anklagade för att besitta. Neurath och Almgren (2014) lyfter fram de försämringar som sker i portföljerna till följd av exit från riskkapitalbolagen, med extra fokus på arbetsvillkor och produktion. Då boken främst är baserad på kvalitativa metoder, kan denna studie ses som ett intressant, kvantitativt komplement till Neurath och Almgrens (2014) slutsatser. I relation till dessa slutsatser kan de sjunkande operationella nyckeltalen i denna studie indikera på en försämrad kärnverksamhet. I samband med de mer stabila finansiella nyckeltalen finns motiv för att riskkapitalbolagen besitter ett kortsiktigt vinstfokus, ett resultat som även är förenligt med finansialiseringskonceptet. Med bakgrund av Fichtners (2011) och Neurath och Almgrens (2014) resonemang samt resultatet av denna studie kan riskkapitalbolagens roll i samhället ifrågasättas. Riskkapitalbranschens syfte att effektivisera och förbättra bolag verkar inte alltid uppfyllas, en effekt som kan ha stor påverkan på den nordiska marknaden där branschen är så pass utbredd.

Argumentationerna ovan är även förenliga med Murray, Niu och Harris (2006) forskningsresultat och styrker ytterligare att riskkapitalbolag tenderar att arbeta kortsiktigt. Resultatet i denna studie påvisar riskkapitalbolagens bidrag till finansialisering, vilket befogar kopplingen mellan dem. *Corporate governance*-teorin kring informationsasymmetri samt *market timing* kan bidra till en förklaring till varför de tidigare riskkapitalägda bolagen främjar finansialisering. Riskkapitalbolagen, med sin *insider information* och expertis kring branscher och marknadstrender, kan tänkas utnyttja sin konkurrensfördel på marknaden och på så sätt maximera sin vinst vid avyttring av portföljbolaget. Tänkbara följder av detta är att

aktien är övervärderad vid noteringen och att fokus är att få upp aktiepriset för att kunna gå med vinst, medan kärnverksamheten inte är lika prioriterad vilket speglas i det långsiktiga resultatet.

Ytterligare diskussion kring riskkapitalbolag och finansialisering kan föras kring ett ändrat beteendemönster bland bolag idag. Finansialisering är ett modernt begrepp som vuxit fram med anledning av förändringar i det ekonomiska klimatet. Idag agerar bolag annorlunda än vad de gjort historiskt sätt, mycket på grund av ett förändrat fokus där aktiemarknadsvärdet prioriteras högt. Bolag använder alltmer finansiella instrument för att finansiera sig och locka investerare. Detta innebär att många av de traditionella, etablerade teorierna inte är lika relevanta på samma sätt som tidigare då bolag verkar ändra beteendemönster. Agentteorin och *IPO puzzle* är två teorier som visar sig vara mindre applicerbara för denna studie efter att resultatet sammanställts, speciellt för de tidigare riskkapitalägda bolagen. Den förstnämnda teorin kretsar mycket kring den potentiella konflikt som råder mellan ägare och ledning, och hur ledningen ska agera i ägarnas intressen. I skenet av finansialisering ter sig denna konflikt inte lika påtaglig och kan tänkas minimeras då de realiserade bolagen tenderar att vilja maximera aktieägarnas värde. *IPO puzzle* handlar om att aktievärdet underpresterar på lång sikt, vilket inte stämmer överens med riskkapitalbolagens fokus på höga och stabila aktiepriser som går i linje med finansialisering. Denna studie är mer förenlig med *shareholder revolution*-teorin som talar för att bolag fokuserar mer på aktieägare och deras värdemaximering.

7. Slutsats

I detta avslutande kapitel ges rum för uttryck av egna åsikter och reflektioner kring resultatet samt förslag på vidare forskning.

7.1 Slutdiskussion

Detta examensarbete har som syfte att undersöka huruvida riskkapitalbolag verkar som agenter för finansialisering. Studiens resultat visar på tendenser bland riskkapitalbolagen att agera enligt detta koncept och därmed vill vi understryka värdet i att vara medveten om finansialisering. Vikten ligger i att bolag blir alltmer exponerade inför den finansiella sektorn, vilket ökar känsligheten mot den rådande samhällsekonomiska situationen. Med allt fler komplexa instrument att investera i och ökande belåningsgrader bland företag ökar vikten av att den finansiella marknaden är välfungerande och stabil. Samtidigt verkar den operationella prestationen försämrats, vilket sannolikt påverkar försäljning, produktion och möjligtvis även arbetsvillkor. Följaktligen kan detta innebära negativa konsekvenser såsom försämrade eller nerlagda produkter, långsammare produktutveckling och missnöjda kunder, vilket påverkar både den enskilda individen och den totala samhällsnyttan. Med dessa följder i åtanke är det viktigt att komma ihåg riskkapitalbranschens betydande storlek i Norden och framförallt i Sverige. Undersökningen blir därför aktuell och bidrar till samhällsdebatten då finansialisering kan tänkas påverka många nordiska bolag idag.

För att återkoppla till van der Zwans (2013) resonemang kring finansialisering och finanskriser vill vi även uppmärksamma de potentiella makroekonomiska risker och konsekvenser som finns i samband med konceptet. Bland annat diskuterar författaren hur den större finansiella exponeringen bidrar till en allmänt högre systematisk risk på marknaden vilket ökar känsligheten mot ännu en finanskris. Vi är medvetna om att dra en direkt koppling mellan finansialisering och finanskris kan tyckas vara extrem. Dock visar den stora mängd bolag ur dataurvalet som föll bort på grund av konkurs kort efter börsintroduktion tydliga tecken på att van der Zwans (2013) analys är motiverad och angelägen.

Viktigt att ta hänsyn till är att finansialisering handlar mycket och mycket om ett ändrat beteendemönster bland företag idag. Vad som är påtagligt i denna studie är att en del av de traditionella teorier som appliceras i finansiella sammanhang inte känns särskilt relevanta.

Skulle detta “nya” beteendemönster utvecklas till något märkbart och permanent ställer vi oss inför frågan huruvida nya finansiella teorier bör formuleras för att spegla en mer rättvis bild av verkligheten. *Shareholder revolution*-teorin är ett exempel på en relativt ny teori som är relevant och viktig idag. Om utvecklingen fortsätter i samma takt finns det goda skäl till att finansialiseringskonceptet kan komma bli en accepterad teori.

Slutsatsen som kan dras utifrån studiens resultat är att en finansialiseringseffekt är tydligare hos tidigare riskkapitalägda bolag än hos icke-riskkapitalägda bolag. Detta går hand i hand med våra förväntningar för studien. Kopplingen mellan riskkapitalbolag och finansialisering är hittills ett utforskat område, vilket ger studien stor slagkraft och en unik vinkel.

7.2 Förslag till framtida forskning

Under arbetets gång har tankar och idéer kommit upp till vidare forskning inom studiens område. Idéer kring utformning och dataurval har väckts för att utveckla studien och fånga in ett intressant resultat. Dessa tankar har inte alltid varit möjliga för oss att införliva i examensarbetet på grund av tidsbrist och svåråtkomlig information.

Ett förslag till vidare forskning är att ändra tidsperioden så att finanskrisen exkluderas. Detta skulle möjligtvis ge ett mer rättvisande resultat, dock skulle det ge studien en mindre mängd data. För att ytterligare ge ett mer tydligt resultat skulle branschspecifika tester kunna genomföras. Då skulle en intressant analys om huruvida branscher påverkas olika av börsintroduktion och ökat fokus på aktiemarknadsvärden vara möjlig.

För att studera finansialiseringskonceptet på den nordiska marknaden vore det intressant att undersöka alla bolag som genomgått börsintroduktion under den specifika tidsperioden, utan att ta hänsyn till huruvida bolag tidigare varit ägda av riskkapitalbolag eller ej. Detta skulle ge en mer generell studie kring konceptet om finansialisering, något som ännu inte diskuterats eller applicerats på den nordiska marknaden. En stor fördel är att en sådan studie ger tillgång till en större mängd data.

Vidare skulle studien kunna utökas genom en kvalitativ undersökning. Detta skulle bidra till ett större djup i uppsatsen då det skulle ge möjlighet att undersöka förändringar som ej kan analyseras enbart genom siffror. Exempel på intressanta kvalitativa vinklar skulle vara frågor

kring förändrade arbetsvillkor och struktureringar inom de realiserade bolagen, vilket skulle diskutera de mer etiska problemen med finansialisering.

Slutligen uppmanar vi till mer forskning både kring kopplingen mellan riskkapital och finansialisering och finansialisering i sin helhet. Vi vill genom denna studie ge läsaren en djupare förståelse för finansialisering och hoppas inspirera till vidare forskning.

Referenser

- Appelbaum, Eileen & Batt, Rosemary. 2014. *Private Equity at work: When wall street manages main street*. Russel Sage Foundation.
- Baker, Malcolm & Wurgler, Jeffrey. 2002. *Market Timing and Capital Structure*. The Journal of Finance, 57:1-32.
- Bartlett, Bruce. 2013. *Financialization as a cause of economic malaise*, The New York Times.
http://economix.blogs.nytimes.com/2013/06/11/financialization-as-a-cause-of-economic-malaise/?_r=0 (Hämtad: 2015-02-20)
- Berk, Jonathan & DeMarzo Peter. 2011. *Corporate Finance*. Second edition. Pearson.
- Bryman, Alan & Bell, Emma. 2013. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber förlag.
- Caselli, Stefano. 2010. *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. United Kingdom.
- Cumming, Douglas. 2012. *The Oxford Handbook of Private Equity*. First edition. Oxford University Press. New York, New York.
- The Economist. 2007. *The Trouble with Private Equity*.
<http://www.economist.com/node/9441256> (Hämtad: 2015-02-20)
- Epstein, Gerald. 2001. *Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy*. University of Massachusetts, Amherst.
http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/financial/fin_Epstein.pdf (Hämtad: 2015-03-04)
- Erturk, Ismail; Froud, Julie; Johal, Sukhdev; Leaver, Adam & Williams, Karel. 2007. *The Democratisation of Finance? Promises, Outcomes and Conditions*. Review of International Political Economy.
- Fama, Eugene F. & Jensen, Michael F. 1983. *Separation of Ownership and Control*. Journal of Law and Economics, Vol. XXV.
- Fichtner, Jan. 2011. *Financialization: The role of Private Equity and Hedge Funds*. Germany.
http://momentumkongress.org/cms/uploads/documents/Fichtner_2011_Abstract21_7_2011_5054.pdf (Hämtad: 2015-03-07)
- Gompers, Paul A & Lerner, Josh. 2003. *The Really Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Pre-Nasdaq Evidence*. The Journal of Finance, 58: 1355–1392.

- Hatherly, David och Kretzschmar, Gavin. 2011. *Capital and income financialization: Accounting for the 2008 financial crisis*.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S015599821100038X> (Hämtad: 2015-03-15)
- Hein, Eckhard. 2009. *A (Post-) Keynesian perspective on "financialisation"*. IMK Study, No. 1/2009. <http://nbn-resolving.de/>
- Holthausen, Robert W. & Larcker, David F. 1996. *The Financial performance of reverse leverage buyouts*.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X96008847> (Hämtad: 2015-03-07)
- Industrifonden. 2015. *Om riskkapital – tre olika sorts aktörer*.
<http://www.industrifonden.se/entreprenorer/om-riskkapital> (Hämtad: 2015-02-15)
- Jensen, Michael C. 1989. *Eclipse of the Public Corporation*. Harvard Business Review (Sept-Oct.1989), revised 1997.
- Kaplan, Steven N. 1989. *The effects of management buyouts on operating performance and value*. Journal of financial economics. Vol. 24 P217-254
- Kaplan, Steven N. & Strömberg, Per. 2008. *Leveraged Buyouts and Private Equity*. Cambridge.
<http://www.nber.org/papers/w14207.pdf> (Hämtad: 2015-02-02)
- Kim, Kenneth, A; Nofsinger, John, R & Mohr, Derek, J. 2010. *Corporate Governance*. Third Edition. Pearson.
- Koller, Tim; Goedhart, Marc & Wessels, David. 2010. *Valuation – Measuring and managing the value of companies*. McKinsey and company. The fifth edition.
- Krippner, Greta, R. 2005. *The Financialization of the American economy*. Sociology Department, University of California, Los Angeles.
<http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/wray/631Wray/Week%207/Krippner.pdf>
 (Hämtad: 2015-02-15)
- Körner, Svante & Wahlgren, Lars. 2010. *Statistik dataanalys*. Studentlitteratur AB Lund, upplaga 4:8.
- Laerd Statistics. 2013. *Mann-Whitney U Test using SPSS*.
<https://statistics.laerd.com/spss-tutorials/mann-whitney-u-test-using-spss-statistics.php>
 (Hämtad: 2015-04-10)
- Lazonick, William & O'Sullivan, Mary. 2000. *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate finance*. Economy and society, volume 29, issue 1.

- Leifland, Cristina. 2015. *Risikkapital förutsättning för tillväxt*. Riskkapitaltidningen. <http://riskkapitaltidningen.se/risikkapital-forutsattning-for-tillvaxt/> (Hämtad: 2015-03-08)
- Lerner, Josh; Sorensen, Morten & Strömberg, Per. 2008. *Private Equity and Long-Run Investment: The case of innovation*. EFA 2009 Bergen Meetings Paper.
- Levis, Mario. 1993. *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988*. Financial Management Vol. 22, No. 1 (Spring, 1993), pp. 28-41
- Lindvall, Per. 2014. "Risikkapital trampade sönder välfärdsbutiken". SvD Näringsliv. http://www.svd.se/naringsliv/risikkapitalfonderna-trampade-sonder-valfardsbutiken_3708464.svd (Hämtad: 2015-03-09)
- Ljungqvist, Alexander & Richardson, Matthew. 2002. *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*. Working paper, New York University. <http://www.nber.org/papers/w9454.pdf> (Hämtad: 2015-03-15)
- Mankell, Henning. 2014. *Carolina Neurath Jan Almgren De svenska risikkapitalisterna*. GP. <http://www.gp.se/kulturnoje/recensioner/bocker/1.2494351-carolina-neurath-jan-almgren-de-svenska-risikkapitalisterna> (Hämtad: 2015-03-09)
- Morck, Randall; Wolfenzon, Daniel & Yeung, Bernard Yin. 2005. *Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth*. Journal of Economic Literature, Vol. 43, No. 3, 2005
- Murray, Gordon; Niu, Dongmei & Harris, Richard D. F. 2006. *The Operating Performance of Buyout IPOs in the UK and the Influence of Private Equity Financing*. <https://ore.exeter.ac.uk/repository/bitstream/handle/10036/22156/0610.pdf?sequence=1> (Hämtad: 2015-02-25)
- Nationalencyklopedin A. 2015. *Sekundärdata*. <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lang/sekundar> (Hämtad: 2015-05-04)
- Nationalencyklopedin B. 2015. *Validitet*. <http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/lang/validitet> (Hämtad: 2015-05-04)
- Neurath, Carolina & Almgren, Jan. 2014. *De svenska risikkapitalisterna – En berättelse om makt, pengar och hemligheter*. Nordstedts Förlagsgruppen AB. Stockholm.
- Ogden, Joseph P; Jen, Frank C & O'Connor, Philip F. 2003. *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*.
- Rajagopalan, Aditya. 2013. *Speculative Initial Public Offerings: A Disagreement Approach to the IPO Puzzle*, Yale Journal of Economics.

- Ritter, Jay R. 1991. *The Long-Run Performance of initial Public Offerings*. The Journal of Finance, 46: 3–27.
- Shin, Taekjin. 2012. *CEO Compensation and Shareholder Value Orientation Among Large US Firms*. The Economic and Social Review. Vol. 43, No. 4, Winter 2012, pp. 535–559.
- Siccode. Worldwide business directory. 2015. *SIC Directory*.
<http://siccode.com/en/siccode/list/directory> (Hämtad: 2015-04-14)
- Servaes, Henri. 1991. *Tobin's Q and the Gains from Takeovers*. The Journal of Finance, 46: 409–419.
- Stein, Jeremy C; Usher, Stephen E; LaGattuta, Daniel & Youngen, Jeff. 2001. *A Comparables Approach to Measuring Cashflow-At-Risk For Non-Financial Firms*. Journal of Applied Corporate Finance, 13: 100–109
- Stockhammer, Engelbert. 2005. *Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle*, Journal of Post Keynesian Economics, 28:2, 193-215.
- SVCA. 2015. *Om sektorn*. Svenska Riskkapitalföreningen.
<http://www.svca.se/om-private-equity/> (Hämtad: 2015-03-08)
- Teoh, Siew H; Welch, Ivo & Wong, T.J. 1998. *Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*. The Journal of Finance, 53: 1935–1974
- Useem, Michael. 1993. *Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization*. Cambridge, MA: Harvard University Press
- van der Zwan, Natascha. 2013. *Making sense of Financialization*.
<http://ser.oxfordjournals.org/content/12/1/99.full> (Hämtad: 2015-03-03)
- Veckans Affärer, 2013, *Riktiga riskkapitalister: De nya bolagsbyggarna*.
<http://www.va.se/nyheter/2013/10/01/riktiga-riskkapitalister-de-nya-bolagsbyggarna/>
 (Hämtad: 2015-03-09)
- Zajac, Edward J. & Westphal, James D. 2004. *The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions*. American Sociological Review. Vol. 69 (June:433-57)

Bilagor

Förklaring av förkortningar använda i testerna

SP = Share price = Aktiepris

DE = Debt to Equity = Skuldsättningsgrad

NCFE = Net Cash Flow – Financing = Finansiellt kassaflöde

CFS = Cash Flow to Sales = Vinstmarginal

CFA = Cash Flow to Total Assets = Kassaflöde genom totala tillgångar

SA = Sales to Total Assets = Omsättningshastighet

Bilaga 1 – Lista över alla bolag som ingår i studien

Behandlingsgrupp	Kontrollgrupp
Affecto	Apptix
Alfa Laval	Hexpol
Ballingslöv International	Srv Yhtiot
Biotec Pharmacon	Biotie Therapies
Bjorge	PA Resources
Duni	Husqvarna
Elcoteq	Kone
Evry	Outotec
Exel Composites	Tandberg Storage
Expert	Electragruppen
Hemtex	Sagax
Hitec	Ahlstrom
Hms Networks	Q-Free
Intentia International	QPR Software
Intrum	Loomis
Karlshamns	Leroy Seafood group
Kongsberg Automotive	Systemair
Lindex	Cloetta
Nederman Holding	DGC One
Nefab	Oriola-kd
Nobia	ITAB Shop Concept
Nordic Aluminium	Sevan Marine
Norewegian Energy	Neste Oil
Odim	Telecomputing
Optimail	Alma Media
Oriflame	Orexo AB
Perlos	Birdstep Technology
PKC Group	Cargotec
Proffice	Corem Property Group
Pronova Biopharma	Global Health Partner
Ramirent	Orion
Readsoft	Hifab gruppen
Rocla	Swedol
Roxar	BlackEarth Farming Ltd
Salcomp	Net Entertainment
Scribona	Tilgin
Segerström & Svensson	Amasten Holding
Sweco	Indutrade
Swedish Match	Golden Ocean Group Ltd
Teleste	Allmänna Svenska Telefonaktiebolaget
Ticket Travel	Norwegian Air Shuttle
Summa: 41	Summa: 41

Bilaga 2 – Korrelationsmatris behandlingsgrupp

		CFS	CFA	SA	SP	DE	NCFE
CFS	Pearson Correlation	1	-,034	-,308	-,112	-,115	-,007
	Sig. (2-tailed)		,831	,050	,486	,473	,966
	N	41	41	41	41	41	41
CFA	Pearson Correlation	-,034	1	-,010	-,142	-,072	,009
	Sig. (2-tailed)	,831		,949	,376	,655	,956
	N	41	41	41	41	41	41
SA	Pearson Correlation	-,308	-,010	1	,115	,098	,234
	Sig. (2-tailed)	,050	,949		,474	,543	,140
	N	41	41	41	41	41	41
SP	Pearson Correlation	-,112	-,142	,115	1	,678**	,167
	Sig. (2-tailed)	,486	,376	,474		,000	,296
	N	41	41	41	41	41	41
DE	Pearson Correlation	-,115	-,072	,098	,678**	1	-,024
	Sig. (2-tailed)	,473	,655	,543	,000		,882
	N	41	41	41	41	41	41
NCFE	Pearson Correlation	-,007	,009	,234	,167	-,024	1
	Sig. (2-tailed)	,966	,956	,140	,296	,882	
	N	41	41	41	41	41	41

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Bilaga 3 – Korrelationsmatris kontrollgrupp

		CFS	CFA	SA	SP	DE	NCFE
CFS	Pearson Correlation	1	,223	-,168	-,036	,005	-,050
	Sig. (2-tailed)		,160	,293	,822	,973	,758
	N	41	41	41	41	41	41
CFA	Pearson Correlation	,223	1	-,005	-,129	,007	-,035
	Sig. (2-tailed)	,160		,975	,421	,964	,830
	N	41	41	41	41	41	41
SA	Pearson Correlation	-,168	-,005	1	,056	-,127	,063
	Sig. (2-tailed)	,293	,975		,729	,427	,697
	N	41	41	41	41	41	41
SP	Pearson Correlation	-,036	-,129	,056	1	-,171	,072
	Sig. (2-tailed)	,822	,421	,729		,285	,653
	N	41	41	41	41	41	41
DE	Pearson Correlation	,005	,007	-,127	-,171	1	-,453**
	Sig. (2-tailed)	,973	,964	,427	,285		,003
	N	41	41	41	41	41	41
NCFE	Pearson Correlation	-,050	-,035	,063	,072	-,453**	1
	Sig. (2-tailed)	,758	,830	,697	,653	,003	
	N	41	41	41	41	41	41

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Bilaga 4 – Sammanfattning av variabler, årsvis

		År			
		1	2	3	4
		Genomsnitt	Genomsnitt	Genomsnitt	Genomsnitt
Behandlingsgrupp	SP	55,87	52,68	59,27	55,65
	DE	54,02	66,51	69,43	70,06
	NCCF	44891,73	80241,29	-1610,71	-132782,95
	CFS	8,73	7,09	3,47	4,44
	CFA	,10	,12	,10	,05
	SA	1,64	1,65	1,69	1,60
Kontrollgrupp	SP	239,65	257,11	164,07	195,90
	DE	49,99	58,96	63,25	61,66
	NCCF	257897,24	122173,49	157877,63	114713,39
	CFS	-36,80	-9,23	-14,26	-12,19
	CFA	,00	,05	,04	,07
	SA	1,23	1,19	1,18	1,12

Bilaga 5 - Tester för behandlingsgrupp

Mann Whitney U test – Share price & Cash Flow to Sales

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
SPCFS	1,00	41	42,62	1747,50
	2,00	41	40,38	1655,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	SPCFS
Mann-Whitney U	794,500
Wilcoxon W	1655,500
Z	-,427
Asymp. Sig. (2-tailed)	,670

a. Grouping Variable: Group

Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Share price & Cash Flow to Total Assets

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
SPCFA	1,00	41	45,52	1866,50
	2,00	41	37,48	1536,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	SPCFS
Mann-Whitney U	675,500
Wilcoxon W	1536,500
Z	-1,530
Asymp. Sig. (2-tailed)	,126

a. Grouping Variable: Group

Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Share price & Sales to Assets

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
SPSA	1,00	41	41,54	1703,00
	2,00	41	41,46	1700,00
	Total	82		

Test Statistics^a

	SPCFS
Mann-Whitney U	839,000
Wilcoxon W	1700,000
Z	-,014
Asymp. Sig. (2-tailed)	,989

a. Grouping Variable: Group

Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Debt to Equity & Cash flow to sales

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
DECFS	1,00	41	45,96	1884,50
	2,00	41	37,04	1518,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	DECFS
Mann-Whitney U	657,500
Wilcoxon W	1518,500
Z	-1,697
Asymp. Sig. (2-tailed)	,090

a. Grouping Variable: Group

Signifikant på 10 % nivå.

Mann Whitney U test – Debt to Equity & Cash Flow to Total Assets

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
DECFA	1,00	41	48,28	1979,50
	2,00	41	34,72	1423,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	DECFA
Mann-Whitney U	562,500
Wilcoxon W	1423,500
Z	-2,578
Asymp. Sig. (2-tailed)	,010

a. Grouping Variable: Group

Signifikant på 1 % nivå.

Mann Whitney U test – Debt to Equity & Sales to Assets

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
DESA	1,00	41	45,33	1858,50
	2,00	41	37,67	1544,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	DECFA
Mann-Whitney U	683,500
Wilcoxon W	1544,500
Z	-1,456
Asymp. Sig. (2-tailed)	,145

a. Grouping Variable: Group

Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Net Cash Flow Financing & Cash Flow to Sales

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
NCFFCF	1,00	41	34,06	1396,50
S	2,00	41	48,94	2006,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	NCFFCFS
Mann-Whitney U	535,500
Wilcoxon W	1396,500
Z	-2,829
Asymp. Sig. (2-tailed)	,005

a. Grouping Variable: Group

Signifikant på 1 % nivå.

Mann Whitney U test – Net Cash Flow Financing & Cash Flow to Total Assets

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
NCFFCF	1,00	41	35,87	1470,50
A	2,00	41	47,13	1932,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	NCFFCFS
Mann-Whitney U	609,500
Wilcoxon W	1470,500
Z	-2,142
Asymp. Sig. (2-tailed)	,032

a. Grouping Variable: Group

Signifikant på 5 % nivå.

Mann Whitney U test – Net Cash Flow Financing & Sales to Assets

Ranks

	Group	N	Mean Rank	Sum of Ranks
NCFFSA	1,00	41	31,83	1305,00
	2,00	41	51,17	2098,00
	Total	82		

Test Statistics^a

	NCFFCFS
Mann-Whitney U	444,000
Wilcoxon W	1305,000
Z	-3,678
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

a. Grouping Variable: Group

Signifikant på 1 % nivå

Bilaga 6 - Tester för kontrollgrupp

Mann Whitney U test – Share price & Cash Flow to Sales

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
SPCFS	1,00	41	47,82	1960,50
	2,00	41	35,18	1442,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	SPCFS
Mann-Whitney U	581,500
Wilcoxon W	1442,500
Z	-2,402
Asymp. Sig. (2-tailed)	,016

a. Grouping Variable: Datatype

Signifikant på 5 % nivå.

Mann Whitney U test – Share price & Cash Flow to Total Assets

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
SPCFA	1,00	41	50,02	2051,00
	2,00	41	32,98	1352,00
	Total	82		

Test Statistics^a

	SPCFA
Mann-Whitney U	491,000
Wilcoxon W	1352,000
Z	-3,241
Asymp. Sig. (2-tailed)	,001

a. Grouping Variable: Datatype

Signifikant på 1 % nivå.

Mann Whitney U test – Share price & Sales to Total Assets

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
SPSA	1,00	41	45,91	1882,50
	2,00	41	37,09	1520,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	SPSA
Mann-Whitney U	659,500
Wilcoxon W	1520,500
Z	-1,679
Asymp. Sig. (2-tailed)	,093

a. Grouping Variable: Datatype

Signifikant på 10 % nivå.

Mann Whitney U test – Debt to Equity & Cash Flow to Sales

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
DECFS	1,00	41	44,76	1835,00
	2,00	41	38,24	1568,00
	Total	82		

Test Statistics^a

	DECFS
Mann-Whitney U	707,000
Wilcoxon W	1568,000
Z	-1,238
Asymp. Sig. (2-tailed)	,216

a. Grouping Variable: Datatype

Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Debt to Equity & Cash Flow to Total Assets

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
DECF	1,00	41	47,72	1956,50
A	2,00	41	35,28	1446,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	DECFA
Mann-Whitney U	585,500
Wilcoxon W	1446,500
Z	-2,365
Asymp. Sig. (2-tailed)	,018

a. Grouping Variable: Datatype
Signifikant på 5 % nivån

Mann Whitney U test – Debt to Equity & Sales to Total Assets

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
DESA	1,00	41	42,91	1759,50
	2,00	41	40,09	1643,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	DECFA
Mann-Whitney U	782,500
Wilcoxon W	1643,500
Z	-,538
Asymp. Sig. (2-tailed)	,591

a. Grouping Variable: Datatype
Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Net Cash Flow Financing & Cash Flow to Sales

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
NCFFCF	1,00	41	37,77	1548,50
S	2,00	41	45,23	1854,50
	Total	82		

Test Statistics^a

	NCFFCFS
Mann-Whitney U	687,500
Wilcoxon W	1548,500
Z	-1,419
Asymp. Sig. (2-tailed)	,156

a. Grouping Variable: Datatype

Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Net Cash Flow Financing & Cash Flow to Total Assets

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
NCFFCF	1,00	41	40,10	1644,00
A	2,00	41	42,90	1759,00
	Total	82		

Test Statistics^a

	NCFFCFA
Mann-Whitney U	783,000
Wilcoxon W	1644,000
Z	-,533
Asymp. Sig. (2-tailed)	,594

a. Grouping Variable: Datatype

Ej signifikant.

Mann Whitney U test – Net Cash Flow Financing & Sales to Total Assets

Ranks

	Datatype	N	Mean Rank	Sum of Ranks
NCFFS	1,00	41	36,59	1500,00
A	2,00	41	46,41	1903,00
	Total	82		

Test Statistics^a

	NCFFSA
Mann-Whitney U	639,000
Wilcoxon W	1500,000
Z	-1,869
Asymp. Sig. (2-tailed)	,062

a. Grouping Variable: Datatype

Signifikant på 10 % nivån.

di.se

BÄSTA EKONOMISAJT 2014

STOCKHOLM 17.32

 **1,7%**
(12,2% i år)

DOW JONES 22.37

 **1,5%**
(2,1% i år)**CREATE™**

VÅRA NYA VINNARE

AJ PRODUKTERS egentillverkade skåpsserie CREATE är vinnare av det internationella designpriset **Red Dot Design Award 2015**Läs mer om vinnarna på ajprodukter.se

SE

Nyheter

Opinion

Aktietjänster

Börssnack

Bostad

Dagens tidning

Play

Jobb

Mer ▾

 Mitt Di

Riskkapital en drivande kraft för finansialisering inom Norden

Publicerad 2015-05-15 13:48

Ny studie visar på att finansialisering är ett faktum och som växer allt mer inom Norden. Riskkapitalbolag verkar särskilt driva fram denna trend på den nordiska marknaden.

Riskkapitalbolag har på senaste tiden blivit anklagade för att ha ett kortsiktigt vinstfokus. I samband med det nya konceptet som kallas finansialisering har två studenter vid Lunds Universitet **Emelie Rosencrantz** och **Paulina Hedberg** undersökt huruvida riskkapitalbolag bidrar till finansialisering genom sin verksamhet.

Kortfattat innebär finansialisering att företag mer och mer fokuserar på aktiemarknadsvärden och därigenom försummar den operationella verksamheten. Följderna av detta kan vara att kärnverksamheten får lida samt höga risker till konkurs.

”Det är viktigt att vara medveten om att ekonomin idag håller på att genomgå en förändring”, hävdar Hedberg och menar att detta nya beteendemönster bland bolag ökar risken för ännu en finansiell kris.

Studenternas upptäckt visar på att riskkapitalbolag spelar en betydande roll för finansieringens utveckling.



”Riskkapitalbolagen verkar fokusera på finansiella värden, mer än en faktisk effektivisering av verksamheten av portföljbolagen”, säger Rosencrantz.

Resultatet av studien påvisar att det finns skäl att se riskkapitalbolagen som agenter för finansialisering vilket kan höja en varningsflagga speciellt i Norden där riskkapitalbranschen är stor.

Det slående med studien är att studenterna hittat en intressant koppling mellan riskkapitalbolag och det nya konceptet finansialisering. Det kortsiktiga vinstfokus som riskkapitalbolag ofta blir anklagade för kanske inte är helt oerättigad, med tanke på de fallande rent operationella värdena.

Studien tillför en intressant vinkel till samhällsdebatten och studenterna hoppas kunna lyfta medvetenhet kring effekten av finansialisering.

DELA ARTIKEL

Text: Anna Andersson

 Facebook Twitter LinkedIn Email