



EKONOMIHÖGSKOLAN

Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

Magisteruppsats

Juni 2007

FÖRETAGSFÖRVÄRV
EN STUDIE OM ONORMAL AVKASTNING

Författare:
Jonas Hagströmer
Jens Hegestam

Handledare:
Björn Hansson

SAMMANFATTNING

- Uppsatsens titel:** Företagsförvärv – En studie om onormal avkastning
- Seminariedatum:** 7 juni 2007
- Ämne/kurs:** FEK 591 Magisteruppsats, Finansiering, 10 poäng
- Författare:** Jonas Hagströmer
Jens Hegestam
- Handledare:** Björn Hansson
- Fem nyckelord:** Företagsförvärv, onormal avkastning, påverkande variabler, Stockholmsbörsen, strategi
- Syfte:** Syftet med denna studie är att undersöka huruvida företagsförvärv påverkar värdet för det förvärvande företags ägare. Vidare vill vi även urskilja vad som ger positiv påverkan på värdet och bygga en strategi utifrån detta.
- Metod:** Genom en kvantitativ metod har vi bearbetat primärdata i form av 18 bolags aktiekurser samt deras jämförelseindex för att undersöka huruvida vi kan finna en onormal avkastning eller ej. Bolagen vi har studerat är noterade på Stockholmsbörsen och genomförde ett förvärv under perioden 1997-2004.
- Teoretiska perspektiv:** Vi har utgått från de teorier som tidigare studier kommit fram till. Teorierna behandlar både motiven bakom ett företagsförvärv samt vad som kan tänkas påverka aktiens utveckling.
- Empiri:** Vårt resultat visar på en positiv onormal avkastning under de tre följande åren efter uppköpet. Vi kan dock inte signifikant säkerställa våra resultat. Vi kan emellertid finna att betalningssättet, storleken på det förvärvande bolaget samt vilken bransch bolaget är verksamt inom påverkar aktiens utveckling. Vi kan vidare se att den tidigare negativa trenden hos bolagen ett år innan bryts i och med förvärvet.
- Slutsatser:** Vi kan inte dra slutsatsen att företagsförvärv ger onormal avkastning. Dock tyder våra grafer på positiv onormal avkastning för vårt urval och trendbrottet påvisar att förvärven överlag varit positiva för företagen och dess ägare. Slutsatsen, med alla olika resultat och variabler i tanken, är att den mest lyckade strategin i vårt urval hade varit att köpa aktier i ett IT-bolag, noterat på Large Cap och som betalar köpet med egna aktier.

ABSTRACT

- Title:** Acquisitions – A study about abnormal return
- Seminar date:** 7 June 2007
- Course:** Master thesis in business administration, 10 Swedish credits (15 ECTS). Major: Finance
- Authors:** Jonas Hagströmer & Jens Hegestam
- Advisor:** Björn Hansson
- Five key words:** Acquisition, affecting variables, Stockholm Stock Exchange, abnormal return, strategies
- Purpose:** The purpose of this paper is to study if acquisitions affect the value of the firm. Furthermore, our goal is to study possible variables which affect the value and create a strategy.
- Methodology:** We have used a quantitative method. We have worked up our data including share and index prices to find abnormal returns. The 18 studied companies are listed on the Stockholm Stock Exchange and all made an acquisition between 1997 and 2004.
- Theoretical perspectives:** We start out from theories from earlier studies that we want to test on our sample. The theories are both about the motives behind an acquisition and what kind of variables that drives the share price.
- Empirical foundation:** Our results show abnormal return the next coming three years after the acquisition. The results are not significant, but we can discern a positive trend, which was negative before the acquisition. Furthermore, we can see that variables like payment, branch and size of the company affects the return.
- Conclusions:** We can not make the conclusion that an acquisition gives abnormal returns. However, our results show positive abnormal returns and the trend break interprets that acquisitions in our sample have been positive to the companies and their owners. To make up a strategy, the results tell us that the best is to buy shares in large IT-companies that make the payment by shares.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	6
1.1 BAKGRUND	6
1.2 PROBLEMDISKUSSION	7
1.3 SYFTE	9
1.4 HYPOTESER	10
1.5 MÅLGRUPP	10
1.6 DISPOSITION	11
2 TEORI	12
2.1 FUSIONSTYPER	12
2.2 MOTIV OCH TEORIER BAKOM ETT FÖRETAGSFÖRVARV	13
2.2.1 EFFEKTIVITETSTEORIN	13
2.2.2 MONOPOLTEORIN	13
2.2.3 VÄRDERINGSTEORIN	14
2.2.5 EMPIRE-BUILDINGTEORIN	14
2.2.6 PROCESSTEORIN	14
2.2.4 STÖRNINGSTEORIN	15
2.3 TIDIGARE FORSKNINGRESULTAT	15
2.3.1 KORTSIKTIG AKTIEUTVECKLING	16
2.3.2 LÅNGSIKTIG AKTIEUTVECKLING	17
2.4 SYNERGIEFFEKTER	17
2.5 HYPOTESER	18
2.5.1 BETALNINGSSÄTTSHYPOTASEN	18
2.5.2 BRANSCHHYPOTASEN	19
2.5.3 STORLEKSHYPOTASEN	20
2.5.4 TIDSHYPOTASEN	20
3 METOD	21
3.1 VAL AV ÄMNE	21

3.2 ÖVERGRIPANDE ANGREPPSSÄTT	21
3.3 DATA	22
3.3.1 PRIMÄRDATA	22
3.3.2 SEKUNDÄRDATA	23
3.3.3 BEARBETNING AV DATA	23
3.4 HYPOTESPRÖVNING	25
3.5 METODVAL OCH ANSATS	26
3.6 METODKRITIK	27
3.6.1 SVÅRIGHETER VID MÄTNINGAR AV AKTIEUTVECKLINGEN	27
3.6.2 RELIABILITET	27
3.6.3 VALIDITET	28
<u>4 EMPIRI OCH ANALYS</u>	<u>29</u>
4.1 ONORMAL AVKASTNING	29
4.2 PÅVERKANDE FAKTORER	33
4.2.1 BETALNINGSSÄTT	33
4.2.2 REAKTIONEN PÅ BUDET FÖRSTA DAGEN	35
4.2.3 BRANSCHEN	36
4.2.4 STORLEK	38
4.2.5 ÅRSINDELNING	40
4.3 HYPOTESSAMMANFATTNING	41
4.4 ONORMAL AVKASTNING EN JÄMFÖRELSE MED ÅRET INNAN	42
4.4.1 ÅRET INNAN	42
4.5 ÅTERKOPPLING	43
4.5.1 TIDIGARE STUDIER	43
4.5.2 TEORIER OCH HYPOTESER	44
<u>5 SLUTSATS</u>	<u>47</u>
5.1 SLUTSATS	47
5.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	48
<u>KÄLLFÖRTECKNING</u>	<u>50</u>

1 Inledning

I detta inledande kapitel vill vi ge läsaren en förståelse för varför vi avser att studera det valda ämnet genom att diskutera bakgrunden samt problem. Vidare beskrivs syftet samt de frågor vi vill analysera. Sist i kapitlet följer sedan en disposition för att läsaren lättare skall kunna orientera sig i uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Under de senaste åren har det skett en mängd fusioner och företagstransaktioner. Bara i år har det skett och ryktats om flera stora uppmärksammade affärer där MAN/Scania affären kanske är den mest omtalade. SSAB gick för några veckor sedan ut med ett jättebud på det nordamerikanska stålföretaget IPSCO. Vi ser även att de svenska företagen har stora välfyllda kassor, något som de många extrautdelningar även skvallrar om. Detta gör att många spekulerar i fler och större samgåenden alternativt uppköp av konkurrenter och konsolideringar av marknader. Mot denna bakgrund vill vi med vår uppsats undersöka hur ett bolags aktiekurs påverkas av ett samgående med ett annat företag. Vi vill titta på vilka faktorer som kan påverka utvecklingen. Är det verkligen så att de påstådda synergieffekterna uppnås och gynnar företagen och deras ägare eller är dessa endast svepskäl för ledningen att få personlig vinning genom möjligheten att leda ett större och mer globalt företag?

Många transaktioner är idag så kallade ”cross-boarder” transaktioner. Det sker både en global konsolidering så väl som en internationalisering av företag som vill hitta nya marknader. Ett sätt att hitta dessa nya marknader är genom att köpa existerande marknadsspelare. Anledningarna till att företag förvärva andra bolag på ett eller annat sätt är många. Förutom anledningen att få tillgång till andra marknader kan motiven vara att den organiska tillväxten är för liten, man vill skapa skalfördelar eller kanske bara

använda sin kassa i syfte att få en bättre avkastning än alternativa investeringar. Anledningarna till förvärv kan även enkelt sammanfattas med synergieffekter.¹

Goedhart, Koller och Wessels sammanfattar vidare att det som driver värdeskapande vid genomförandet av ett företagsförvärv är skillnaden mellan den premie som företaget måste betala för att köpa bolaget gentemot det kassaflöde som skapas av de framtida synergieffekterna.² Då värdet på ett bolag styrs av bolagets fria kassaflöde ter det sig som en naturlig koppling att titta på hur marknadsvärdet på företaget ändras under en viss period efter det att transaktionen är genomförd.

1.2 Problemdiskussion

Det finns många tidigare studier som undersökt hur målbolagets respektive det köpande bolagets aktiekurs utvecklats efter en företagstransaktion. Mycket av denna tidigare forskning kring ämnet har visat på att fusioner inte lett till de synergier som ledningen påstått vara möjliga.

Vi vill med vår uppsats titta närmare på och undersöka hur bolag på Stockholmsbörsen påverkas av en transaktion i ett längre perspektiv. Genom att främst titta på det uppköpande bolagets aktiekursutveckling tre år efter budet och studera det förvärvande bolagets avkastning under denna tid jämfört med bolagets jämförelseindex, det vill säga den onormala avkastningen. Detta har studerats tidigare av forskare från bland annat Amerika. Många av studierna är därför baserade på NYSE-, Nasdaq- eller Amexnoterade bolag. Studierna är både på kort och lång sikt samt på målbolaget och det uppköpande bolaget. Majoriteten av studier är dock baserade på en kortsiktig tidshorisont och de flesta utav fallen visar på en negativ utveckling för det uppköpande bolaget. Blir resultatet det samma vid en studie på Stockholmsbörsen under en treårsperiod?

¹ Goedhart et al,2005, sid. 437 ff

² Ibid, sid 444 ff

I en studie från 1997 av Vijh och Loughran³ visar deras resultat på en väldigt negativt kursutveckling. Även Andrade, Mitchell och Stafford påvisar ett negativt resultat på lång sikt för de bolagen som ingick i deras studie⁴. På samma gång kan varken Langetieg⁵ eller Franks, Harris och Titman⁶ påvisa att deras studier visar på en betydande underavkastning. Är ett företagsköp värdeförstörande, eller är det en relativ fråga som beror på varje enskild transaktion?

Tidigare studier visar emellertid på relativt spridda resultat och få kan visa på signifikans i resultaten. Raghavendra och Vermaelen förklarar bland annat detta problem som ett resultat av att de långsiktiga studierna är mycket beroende av valet av modell vid uträknandet av den onormala avkastningen.⁷ Något som även bekräftas av Loderer och Martins studier.⁸

Trots dessa negativa resultat genomförs nya transaktioner på löpande band. Varför? Motiven är som vi tidigare diskuterade i bakgrunden flera. Trautwein motiverar företagstransaktioner med en mängd olika teorier i sin artikel från 1990.⁹ Med dessa teorier motiverar sedan många företagsledningarna sina transaktioner för ägarna. Problematiken är dock att det finns lika många studier som motiverar transaktioner om studier som visar på en negativ utveckling för aktieägarna. Självklart så presenteras endast de positiva studierna till de företag som köper.

En del av de nämnda studierna undersökte även utvecklingen på kort sikt för samma bolag och kunde komma fram till att det skiljer en hel del mellan utveckling på kort och lång sikt.

Ytterligare intressant blir det då man ser till olika orsaker till varför utveckling blir som den blir. Går det att koppla ihop motiven för en transaktion med hur aktien utvecklas

³ Loughran et al, 1997, sid. 1765 ff

⁴ Andrade et al, 2001, sid. 103ff

⁵ Langetieg, 1978, sid. 365 ff

⁶ Franks et al, 1991, sid. 81 ff

⁷ Raghavendra et al, 1998, sid. 224 ff

⁸ Loderer et al, 1992, sid. 69 ff

⁹ Trautwein et al, 1990, sid. 283 ff

under de tre kommande åren? Finns det variabler som påverkar kursen på ett negativt respektive positivt sätt? Tidigare forskare menar att det finns variabler såsom betalningssätt som påverkar kursen på olika vis beroende på vilket sätt som används. Vidare finns det hypoteser kring storleken på bolagen, branschtillhörighet, värderingen av det förvärvande bolaget¹⁰ och vinst per aktie¹¹. Enligt Morck, Shleifer och Vishny lyckas de bolag som har ett bättre resultat än industrigenomsnittet på marknaden samt en högre aktiekursutveckling tre år innan budet bättre än övriga bolag. Samma författare visar även i sin studie på att bolag som är med i ett uppköp där andra bolag också är intresserade och det resulterar i budgivning har en negativ påverkan på aktiekursen¹².

Vår studie kommer att ha ett urval av bolag noterade på Stockholmsbörsen där köpen skett mellan 1997 fram till våren 2004. Studien kommer fylla ett gap då ingen annan tidigare har tittat på detta urval under denna tidsperiod. Då aspekterna kring företagstransaktioner är väldigt många och diversifierade har vi bestämt oss för att begränsa vår studie. Vi vill titta på kursutvecklingen samt vidare studera några övergripande variabler som kan tänkas påverka utvecklingen för bolaget.

Denna problemdiskussion och frågeställningar mynnar ut i studies huvudfråga:

- Går det att finna onormal avkastning på de förvärvande bolagens aktieutveckling?

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka huruvida företagsförvärv påverkar värdet för det förvärvande företagens ägare. Vidare vill vi även urskilja vad som ger positiv påverkan på värdet och bygga en strategi utifrån detta.

¹⁰ Andrade et al, 2001, sid. 103ff

¹¹ Ross et al, 2002, sid. 833-834

¹² Morck et al, 1990, sid. 31ff

1.4 Hypoteser

Hypotes 1: Första hypotesen är att det förekommer onormal avkastning för de förvärvande bolagen.

Hypotes 2: Andra hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på vilket betalningssätt som används.

Hypotes 3: Tredje hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på vilken bransch det förvärvande bolaget befinner sig i.

Hypotes 4: Fjärde hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på det förvärvande bolagets storlek.

Hypotes 5: Femte hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på när förvärvet genomfördes.

1.5 Målgrupp

Studien riktar sig till en bred grupp läsare då den tar upp grunderna för företagsförvärv och dess teorier. Studien är extra intressant för aktieintresserade som vill berika sina kunskaper inom företagsförvärv och hur aktien påverkas av detta. Vi anser även att svenska aktörer inom Corporate Finance finner studien intresseväckande då den ger färsk information om hur företagsförvärv på Stockholmsbörsen påverkar det förvärvande bolaget.

1.6 Disposition

Kapitel 2 I nästa kapitel presenterar vi tidigare studier och teorier som finns inom vårt ämnesområde samt de hypoteser som kommer att ligga till underlag för vår studie.

Kapitel 3 I metodkapitlet lägger vi fram vårt tillvägagångssätt och de undersökningsmetoder vi valt att använda. Vi förklarar våra formler samt relevansen i vår studie.

Kapitel 4 Det fjärde kapitlet presenterar både vår empiri och analyser. Vi sammanför vår analys av empirin med våra tidigare presenterade teorier och hypoteser.

Kapitel 5 Vårt sista kapitel omfattar de slutsatser vi dragit ur analysen av vår empiri. Kapitlet avslutar vi genom att ge några förslag till vidare forskning.

2 Teori

I kapitel 2 har vi som mål att ge vår läsare en bild över vilka teorier som finns samt vilka motiv som kan driva ett förvärv. Dessa teorier är hämtade från tidigare studier och forskning inom vårt ämne. Vi ämnar vidare presentera våra hypoteser kring vad som kan tänkas påverka bolagens aktieutveckling.

2.1 Fusionstyper

Enligt litteraturen kan man särskilja mellan tre olika typer av fusioner. Den första typen innebär att förvärvsföretaget köper upp målbolaget i syfte att göra den egna värdekedjan längre. Det innebär alltså att man köper upp antingen en leverantör eller en kund till företaget. Denna typ av fusion är en så kallad vertikal fusion och kan ske antingen neråt eller uppåt i kedjan. Den andra typen av fusion som kan genomföras är ett så kallat horisontellt förvärv. Detta innebär istället att två liknande företag på samma marknad och som konkurrerar om samma kunder går samman och skapar ett tredje bolag i syfte att tjäna på synergier i form av bland annat mindre konkurrens och större marknadsandelar. Denna typ av fusion inkluderar även situationen där ett konkurrerande bolag köper upp sin konkurrent med eller utan samtycke från målbolaget. Den sista typen av fusionering som kan fullbordas är av diversifierings typ. Här är målet för det förvärvande bolaget att genom fusionen komma in på en helt ny marknad. Det kan handla om att komma in på nya geografiska marknader som bolaget inte tidigare agerat på. Det kan även handla om att skapa helt nya produkter som inte finns i bolagets produktportfölj och som är lättare att bredda portföljen med genom förvärv än att ta fram genom de egna leden.¹³

¹³ Ross et al, 2002, sid.816 ff

2.2 Motiv och teorier bakom ett företagsförvärv

Det har skrivits många artiklar kring vårt ämne. Vad som framförallt verkar vara väl forskat kring är motiven bakom ett uppköp. Många är författarna som har teorier kring vad de anser driver och motiverar uppköpet och vad som är gemensamt för majoriteten är att det är synergierna som skapar och genererar mervärde och därmed den underliggande faktorn till ett lyckat förvärv. Eftersom det är många som har studerat de bakomliggande motiven är indelningen och benämningarna av motiven minst lika många. I allmänhet kan det talas om exempelvis reella och finansiella lönsamhetsteorier, man kan läsa om tillväxtmaximering eller teorier om riskspridning. Trautwein vill i sin artikel ytterligare dela in motiven i ännu mer kategoriserade teorier. Vi har valt att dela in motiven efter Trautweins följande teorier då vi anser att de är lätta att förstå.¹⁴

2.2.1 Effektivitetsteorin¹⁵

Denna teori bygger helt enkelt på att förvärvet genomförs i syfte att skapa värdetillväxt utifrån förutsättningen att det nya bolaget får skalfördelar som genererar värde samt att det nya bolaget kommer att ha en diversifierad och reducerad risk jämfört med det ursprungliga förvärvsbolaget. Värde kan även uppstå genom lägre kapitalkostnader till följd av dels bolagets nya risk men också till följd av den nya storleken.

2.2.2 Monopolteorin¹⁶

Trautwein menar att ett förvärv kan motiveras utifrån att förvärvaren vill skapa sig en unik position på marknaden genom att förvärva eventuella konkurrenter och därefter kunna skapa värde genom att utnyttja sin position. Genom att ta ut överpriser samt pressa

¹⁴ Trautwein, 1990, sid. 283-293

¹⁵ Ibid, sid 284-285

¹⁶ Ibid, sid. 285-286

leverantörerna och sänka sina egna inköpskostnader finns möjligheter till resultatökningar som motiverar köpet.

2.2.3 Värderingsteorin¹⁷

Denna teori bygger på att målbolaget är undervärderat av marknaden. Förvärvsbolaget finner dolda underliggande värden som inte marknaden ser och kan därför motivera köpet som en bra investering med möjligheter till överavkastning till sina egna aktieägare.

2.2.5 Empire-buildingteorin¹⁸

Förvärv sker endast i syfte att öka personliga mål i form av större inflytande genom styre av ett större företag. Detta i sin tur leder till att företagsledningen får en ökad makt och inkomst.

2.2.6 Processteorin¹⁹

Istället för att basera sitt förvärvsbeslut genom rationellt beslutstagande bygger man beslutet genom en lång beslutsprocess. Beslutet kan exempelvis bygga på tidigare erfarenheter, det vill säga rutin från tidigare dilemman.

¹⁷ Trautwein, 1990, sid. 286-287

¹⁸ Ibid, sid. 287-288

¹⁹ Ibid, sid. 288-289

2.2.4 Störningsteorin²⁰

Denna teori bygger på det klassiska problemet med informationsasymmetri, i detta fall mellan aktieägare och företaget. Asymmetrin leder till förändringar i de individuella uppfattningarna vilket i sin tur leder till en ökad generell osäkerhet. Detta leder vidare till diskrepanser i förväntningarna. Tidigare ickeägare lägger ett större värde i tillgången än ägarna själva, och tvärtom.

Nedan sammanställs alla teorier i tabell 1:

Tabell 1

Effektivitetsteorin	Vinst genom synergier	Förvärvet gagnar förvärvande bolagets ägare	Förvärv som ett rationellt val
Effektivitetsteorin	Vinst genom synergier		
Monopolteorin	Värdeskapande på kunders bekostnad		
Värderings teorin	Värdeskapande genom informationsasymmetri		
Empire-building teorin	Förvärv gagnar ledningen		
Processteorin	Förvärvet orsakat av en process		
Störningsteorin	Förvärv orsakat av makroekonomiska fenomen		

Källa: Egen bearbetning efter Trautwein, 1990, sid. 284

2.3 Tidigare forskningsresultat

Vårt syfte med uppsatsen är att se till hur ett företagsförvärv påverkar det uppköpande bolagets resultat, mätt som aktiekurs i förhållande till jämförbart index. Därför är det

²⁰ Trautwein, 1990, sid. 290

väldigt intressant för oss att titta på vad tidigare forskning kommit fram till och se vilka ytterligare teorier som finns inom detta område. Vad visar tidigare studier? Ger uppköpsbolaget en bättre avkastning till sina aktieägare än index?

2.3.1 Kortsiktig aktieutveckling

Även om vårt syfte är att titta på den mer långsiktiga avkastningen till följd av ett uppköp finner vi det intressant att ta i beaktande även hur bolaget går kortsiktigt och redogöra för de teorier som finns runt detta fenomen. I de artiklar vi studerat har dessa undersökningar skett genom att mäta bolagets aktiekurs under olika kortare tidsperioder. Det finns två huvudsakliga metoder eller tidsperioder som undersöks. Den ena börjar dagen innan tillkännagivandet och sedan mäter de två påföljande dagarnas utveckling. Den andra metoden innebär en tidsperiod som kan vara från ett par dagar innan tillkännagivandet tills det att affären är i hamn och bolagen går ihop. Resultatet av studien kring den kortare tidsperioden visar på att förvärvsbolaget går aningen sämre än jämförande index medan det på lite längre sikt går drygt 3% sämre.²¹

Tabell 2

	73-79	80-89	90-98	73-98
Tre-dagarsperiod	-0,3%	-0,4%	-1,0%	-0,7%
Tjugo dagar innan fram till slutdag för bud	-4.5%	-3.1%	-3.9%	-3.8%

Kortsiktig onormal avkastning för ett förvärvande bolag. Källa: Andrade et al, 2001, sid. 110

Vad som är viktigt att komma ihåg vid beaktande av dessa siffror är att de ej är statistisk säkerställda. Det är därför inte helt tydligt ifall aktieägarna är förlorare på kort sikt. Andrade, Mitchell och Staffords studie visar på en svagt negativ utveckling men trots det anser de inte att aktieägarna är förlorare. De anser förvisso inte att de är lika stora vinnare som målbolagets aktieägare då dessa erhåller både en premie plus positiv aktieutveckling i förhållande till index.²² Detta är vidare ett resultat som enligt Andrade, Mitchell och

²¹ Andrade et al, 2001, sid. 103-109

Stafford är i linje med övriga studier kring samma hypotes, exempelvis studier gjorda av Jensen och Ruback²³ samt Jarell, Brickley och Netter²⁴.

2.3.2 Långsiktig aktieutveckling

Under en lång period ansåg forskare att aktiepriset under själva budtidsperioden justerade sig efter information i enlighet med en effektiv marknadsteori. Detta torde således leda till att mätningar kring aktiekursens rörelser efter att budet gått ut inte borde skilja sig onormalt från ett jämförbart index. Just detta fenomen ses idag som något som kanske inte längre stämmer. Vi vill med vår uppsats titta på den svenska marknaden och undersöka ifall den långsiktiga kursen förändras sig onormalt mycket. I de artiklar vi studerat har mätningarna varit under tidsperioder mellan tre och fem år. En del av dessa studier ifrågasätter marknadens motiv till förvärv och ifall det verkligen är ett sätt att öka värdet på bolagets aktier. Det mest extrema utfallet får en studie från 1997 gjord av Vijn och Loughran. Deras studie visar att företag som förvärvat ett annat bolag genom egna aktier hade en onormal utveckling på minus 24,2 procent. Medan ett bolag som istället betalat kontant hade en positiv onormal avkastning på dryga 18 procent, då dem tittade på bolag mellan perioderna 1970-89. Ser man till en genomsnittlig utveckling för samtliga observationen blir resultatet minus 6,5%. Studerar vi vidare Mitchell och Staffords studier på bolag mellan 1961-93 blir utvecklingen något bättre med en genomsnittlig avkastning på minus 5 procent.²⁵ Det finns dock en del svårigheter vid mätningar av detta slag. Vi diskuterar detta närmare i vårt metodkapitel.

2.4 Synergieffekter

Som vi tidigare har nämnt så är det skillnaden mellan budpremien och kassaflödet från de framtida synergier som skapar värdet av affären. Därför är det av intresse att även

²² Andrade et al, 2001, sid. 110 ff

²³ Jensen et al, 1983, sid. 5 ff

²⁴ Jarrell et al, 1988, sid. 49-65

²⁵ Andrade et al, 2001, sid. 112 ff

redogöra kring vilka synergier som kan finnas och som kan vara värdeskapande för det förvärvande bolaget och dess aktieägare. Trautwein talar in sin artikel om tre olika synergieffekter som förvärvaren kan dra nytta av. De formerna av synergier Trautwein beskriver är: *finansiella*, *operationella* och *ledningsrelaterade* synergier. De finansiella synergierna skapas genom att kapitalkostnaderna minskas som ett resultat av att bolaget blir större och får det lättare att skaffa fram kapital. De kan även åstadkommas som ett resultat av att bolaget genom förvärvet minskar sin systematiska risk genom att investera i ett område som inte rör kärnverksamheten. Bolaget kan även skapa värde genom att det skapar en intern kapitalmarknad där de olika delarna av bolaget kan finansiera varandra utan behov av externt kapital. Denna form av synergier är dock något som både Rumelt²⁶ och Montgomery och Singh²⁷ ställer sig frågande till med anledning av att forskning visar att det inte finns bevis för vare sig lägre systematisk risk eller effektivare intern kapitalmarknad. De operationella synergierna kan vinnas genom att exempelvis sätta samman avdelningar som tidigare var separata. Det går även att vinna operationella synergier genom att dela med sig av sina kunskaper avdelningar emellan. Det senare sättet kan resultera i unika produkter för bolaget. De ledningsrelaterade effekterna är ett resultat utav att det förvärvande bolaget anses ha en mer kompetent och erfaren ledning som av den orsaken har möjligheten att styra det uppköpta bolaget på ett mer effektivt vis. De två senaste synergierna kritiserar som diffusa begrepp utan några riktiga belägg av personer som gjort studier av samma sort.²⁸

2.5 Hypoteser

2.5.1 Betalningssättshypotesen

Tidigare studier såsom Travlos²⁹ från 1987 visar på att betalningssättet har betydelse för den framtida utvecklingen. Vi har i vår studie valt att dela in betalningssättet på tre olika

²⁶ Trautwein, 1990, sid. 284 ff

²⁷ Montgomery et al, 1984, sid.181ff

²⁸ Trautwein, 1990, sid, 284 ff

²⁹ Travlos, 1987, sid. 943ff

sätt. Antingen betalar man 100% med aktier, 100% med kontanter eller så ger man aktieägarna valmöjligheten att kunna välja mellan de två. Det sistnämnda alternativet benämner vi som en blandning av de båda. I Vijh och Loughrans studie från 1997 kan de påvisa en negativ avkastning hos de bolag som har betalat med aktier gentemot index jämfört med en positiv avkastning för de bolagen som betalat kontant. Hypotesen syftar till ett antagande om att ledningen för det köpande bolaget anser sig att ha bättre information än marknaden och med anledning av det anser de att det egna företaget är högt värderat. Med hänsyn till den höga värderingen finns det därför fördelar i att betala med sina egna aktier. Ett företag som istället betalar kontant anser att deras aktie är för lågt värderad och att det därför medför en bättre affär att betala kontant. Således medför denna hypotes att transaktioner som betalas med aktier i långa loppet bör ha en negativ effekt på det köpande bolagets aktiekurs.³⁰ På samma gång som studierna undersöker hur betalningen påverkar kurser får man även ut information om hur vanliga de olika betalningssätten är. Loughran och Vijhs konstatera att hälften av alla köp genomförs med aktier som betalning och resten är jämt fördelade mellan kontanter och blandning mellan de båda.³¹

2.5.2 Branschhypotesen

Vår studie kommer att skilja sig från tidigare studier vad gäller hypoteser kring vad som kan påverka den långsiktiga kursutvecklingen.

Vi har valt att dela in våra studerade bolag i sex branscher. Indelningen är klassisk med branscherna finans och fastighet, industri, IT, konsument, hälsa och tjänster. Indelningen har vi valt efter Stockholmsbörsens egna indelningar, vilka vi funnit fungera väl även för vårt syfte. Vi hoppas med denna hypotes hitta en skillnad vad gäller de olika branscherna och med den informationen kunna skapa en strategi som ger bättre avkastning på längre sikt.

³⁰ Raghavendra et al, 1998, sid. 226 ff

³¹ Loughran et al, 1997, sid. 1770 ff

2.5.3 Storlekshypotesen

Vi har valt att mäta storleken genom att se till vilken utav Stockholmsbörsens listor bolaget är noterat på. Närmare bestämt Large Cap, Mid Cap eller Small Cap. Tidigare studier kring detta har gjorts i form av att mäta bolagens relativa storlekar och skiljer sig därför från vår studie. Till följd av att vi inte kunnat finna information om hur stort målbolaget var vid uppköpet kan vi inte jämföra köpet ur ett perspektiv där vi sätter det uppköpande bolaget i proportion till målbolaget. Vi får istället bygga en hypotes som syftar till det uppköpande bolagets storlek i jämförelse till de övriga. Vi ser ändå att denna hypotes kan ge oss information om skillnader i vårt urval under vår undersökningsperiod. Vi hoppas kunna finna resultat för antaganden såsom att bolag tillhörande Large Cap har en bättre avkastning än bolag tillhörande Small Cap.

2.5.4 Tidshypotesen

Vi kommer att analysera ett tidsperspektiv genom att helt enkelt dela in alla bolagen efter vilket år de genomförde sitt köp och jämföra mot varandra. Då vi studerat tidigare studier kring vårt ämnesområde har vi inte kunnat hitta tidigare undersökningar kring detta. Således har vi inga tidigare resultat eller teorier kring varför det eventuellt uppstår en skillnad bland åren.

3 Metod

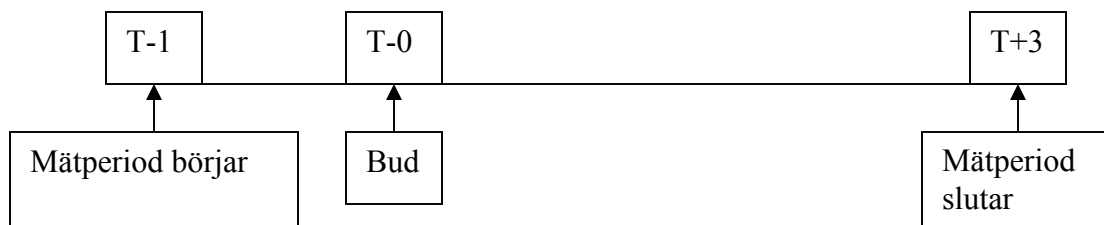
I kapitel 3 eftersträvar vi att ge vår läsare en bild över hur vi genomfört denna uppsats, hur vi samlat våra data samt hur vi förhållit oss till dessa data i syfte att uppfylla uppsatsens mål. Vi går vidare igenom vikten av förståelse för att analysera och samla data på ett så neutralt tillvägagångssätt som möjligt.

3.1 Val av ämne

Vi som är författare till denna uppsats har efter studier i Corporate Finance på Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet samt på School of Business & Management vid Hong Kong University of Science & Technology funnit området väldigt intressant. Då vi båda kommer att jobba inom Corporate Finance efter vår examen ser vi det som naturligt att fördjupa oss i ämnet. För tillfället är det en jättestark marknad för företagsförvärv men det har många gånger debatteras om företagsvärv verkligen är värdeskapande. Vi fann det därför intressant att göra en undersökning ifall företagsvärv är på gott eller ont och analysera varför vissa har lyckats medan andra har misslyckats.

3.2 Övergripande angreppssätt

För att ta reda på om företagsförvärv har varit värdeskapande eller ej så har vi tittat på 18 företagsförvärv på Stockholmsbörsen mellan 1997-2004. Vi har valt att jämföra det förvärvande företags börskurs med lämpligt branschindex under en treårsperiod efter det att budet offentliggjorts. Vi har utgått från att branschindex är normal avkastning och att avvikelser från indexet är lika med onormal avkastning. Vi har även tittat på året innan budets offentliggörande för att hitta eventuella mönster. Nedan i figur 1 presenteras studiens händelsefönster:



Figur 1

Vi har sammanställt alla förvärvande företags tabeller och grafer med respektive branschindex för att sedan samla alla företagsförvärv tillsammans i en tabell och en graf för att se hur förvärven gått på det stora hela. Ett enkelt statistiskt test har sedan genomförts för att se om resultatet går att säkerhetsställa. Utöver detta har vi även justerat resultaten för outliers då dessa påverkat resultatet mycket. Därefter har vi tittat på olika faktorer som har påverkat resultatet, detta kommer presenteras och diskuteras mer utförligt.

3.3 Data

3.3.1 Primärdata

Eftersom denna studie är av kvantitativ karaktär är det viktigt att vi använder oss av korrekta siffror. Det är därför relevant att vi använder oss av data som ingen tidigare har tolkat eller tagit ställning till. Vi kommer att använda oss av primärdata i form av historiska kurser på aktier och index. All primärdata hämtas från OMX och SIX som får anses som pålitliga källor.

Vi har valt att endast titta på företagsförvärv som skett på Stockholmsbörsen under perioden 1997 till april 2004. Detta eftersom att tidigare studier har tittat på företagsförvärv innan 1997 och att vi inte kan titta på företagsförvärv efter april 2004 då det därefter inte finns möjlighet att mäta en treårig kursutveckling. Vi har valt att endast

titta på förvärvande bolag som fortfarande finns kvar på Stockholmsbörsen då dessa bolag har haft all den information och historik som vi behövt.

Information om förvärvande bolag, målbolag, buddatum och uppköpskaraktär har vi erhållit från OMX hemsida för Corporate actions.³² Historiska kurser har vi hittat på OMX hemsida för aktier.³³ Branschindex samlade i en excelfil har vi fått från Mikael Petterson som jobbar på Direkt/SIX.³⁴

3.3.2 Sekundärdata

Utöver primärdatan har vi använt oss utav sekundärdata i form av offentligt känd information som finns tillgänglig på Internet och i bibliotek. Informationen har använts för att finna lämpliga teorier och för att se hur tidigare studier har gått tillväga och vad dessa har fått för resultat. Vi har kritiskt granskat all sekundärdata eftersom den kan vara vinklad och subjektiv.

3.3.3 Bearbetning av data

För att jämföra det uppköpande bolagets aktie med index så har vi satt både aktien och branschindex dagen före budet till 100. Därefter har vi multiplicerat varje dags avkastning med gårdagens kurs. Vi vill se hur det förvärvande bolagets aktie går i förhållande till sitt jämförelseindex, det vill säga den onormala avkastningen. Detta räknas ut dagligen under en treårsperiod, det vill säga 750 dagar. Därefter räknar vi dagligen ut medelvärdet för alla undersökta bolag. Detta kommer sedan redovisas i grafer baserade på de dagliga observationerna samt en tabell baserad på halvårsvisa observationer.

³² <http://omxgroup.com/nordicexchange/marknadsnyheter/corporateactions/bud/>

³³ <http://omxgroup.com/nordicexchange/marknaden/kursinformation/aktier/>

³⁴ Mikael.Pettersson@Direkt.Se

Vi har använt oss av följande formel för att räkna ut den onormala avkastningen, det vill säga den procentuella skillnaden som aktien har haft mot sitt jämförelseindex:

$$AR_t = \frac{R_{st}}{E[R_{st}]} - 1 \quad (\text{Formel 1a})$$

Där

AR_t är den onormala avkastningen

R_{st} är avkastningen för aktien vid tidpunkt t

$E[R_{st}]$ är den förväntade avkastningen för samma aktie (dvs. jämförelseindex) vid tidpunkt t

Det ger i vårt fall:

$$\text{Onormal avkastning} = \frac{P_{S_{T+t}} / P_{S_T}}{P_{i_{T+t}} / P_{i_T}} - 1 \quad (\text{Formel 1b})$$

Där

P_s är priset på aktien

P_i är priset på aktiens jämförelseindex

T är buddagen

t är tiden efter buddagen i dagar

Onormal avkastning går även att mäta i procentenheter. Vi kommer även att presentera en graf och tabell där vi testar följande formel för att åskådliggöra eventuella skillnader mot formel 1:

$$AR_t = R_{st} - E[R_{st}] \quad (\text{Formel 2b})$$

Det ger i vårt fall:

$$\text{Onormal avkastning} = \frac{Ps_{T+t}}{Ps_T} - \frac{Pi_{T+t}}{Pi_T} \quad (\text{Formel 2a})$$

3.4 Hypotesprövning³⁵

För att säkerställa våra resultat om den onormala avkastningen använder vi oss utav ett t-test. T-testet lämpar sig då observationerna är få, det vill säga under 30 stycken.

Vi testar halvårsvis om den onormala avkastningen varit skild från 0. Vi använder ett 95% konfidensintervall, vilket innebär att t-värden inom -2,11 – 2,11 inte uppfyller kravet på att de ska vara statistiskt säkerställda. Detta gäller vid 17 frihetsgrader då vårt urval är 18 bolag. Vår noll- respektive mothypotes anges nedan:

$$H_0: AR_t \neq 0$$

$$H_1: AR_t = 0$$

Vi beräknar t-värdet med hjälp av följande formel:

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{s / \sqrt{n}} \quad (\text{Formel 5a})$$

eller i vårt fall

$$t = \frac{AR_{T+t} - 0}{s / \sqrt{n}} \quad (\text{Formel 5b})$$

³⁵ Körner et al, 2000, sid.154 ff

$$s = \sqrt{\frac{\sum (AR_t - \overline{AR})^2}{n - 1}} \quad (\text{Formel 6})$$

Där

s är standardavvikelsen

n antal observationer

3.5 Metodval och ansats

Utifrån vår problemformulering föll det sig naturligt att använda en kvantitativ metod. Vi vill på ett objektiva sätt se hur företagsförvärv påverkar det förvärvande bolaget och ser därför att en analys av aktiekursens förhållningssätt som ett bra mätinstrument.

Alternativet skulle vara en kvalitativ metod där vi istället skulle gå in på djupet i de förvärvande bolagen. Vi anser att detta sätt är för omfattande och tidskrävande. Det skulle även uppstå svårigheter att få fram information då vissa av förvärven skedde för tio år sedan. En ytterligare kvalitativ metod skulle kunna vara att göra intervjuer med insatta personer i bolaget. Vi tror dock att respondenterna skulle vinkla förvärvet på ett positivt sätt för att vara sitt bolag troget. Detta skulle leda till en alltför subjektiv syn på studien vilket vi vill undvika.

Vidare har vi valt en deduktiv ansats där vi testar teorier och hypoteser på ett nytt urval, i form av 18 förvärvande bolag på Stockholmsbörsen, för att därefter bekräfta eller förkasta dem.

3.6 Metodkritik

3.6.1 Svårigheter vid mätningar av aktieutvecklingen

Vid studier av förvärvsbolagets långsiktiga onormala avkastning finns det en del svårigheter. Samtliga av Barber och Lyo³⁶, Fama³⁷, Brav³⁸ och Stafford och Mitchell tar i sina artiklar upp svårigheten med faktumet att ett bolag med utsagd förvävsstrategi har eventuella affärer inräknade i aktiekursen. Av den anledning kan det diskuteras ifall den förändring som sker i kursen endast innehåller de oförutsedda förväntningarna i köpet som inte marknaden väntade sig från början. Dessa mätningar kan med anledning av detta i vissa fall underskatta hela köpets värdeskapande för bolagets aktieägare. Ytterligare frågetecken som kan diskuteras är kring exempelvis vilken tidpunkt för mätningarnas start som skall användas såväl som signifikansen kring resultatet. Det är för den skull viktigt att den modell som används vid studierna är väl genomarbetad och utförd.³⁹

3.6.2 Reliabilitet

Vi anser att vår studie tillgodoser kravet på reliabilitet då vi noggrant bearbetat vår data på ett regelbundet och objektivt sett. Vi har omsorgsfullt byggt upp formler i Excel som sedan använts på samtliga bolag i vårt urval. Stickprov har regelbundet gjorts för att minimera risken för felinmätningar. Kritiska granskningar har gjorts av alla resultat och diagram där vi ifrågasatt om resultaten verkligen kan stämma. Vi har även provat olika formler för att räkna ut avkastningen. De olika resultaten har sedan jämförts med varandra för att hitta eventuella fel.

³⁶ Barber et al, 1997, sid. 341ff

³⁷ Fama, 1998, sid. 283ff.

³⁸ Brav, 2000, sid. 1979ff

³⁹ Andrade, 2001, sid. 112-114

Viss kritik kan riktas på urvalet som endast innehåller 18 bolag. Risken med ett litet urval är att vissa bolag kan komma att påverka resultatet extremt mycket. Vi är medvetna om detta och har därför justerat våra resultat genom att ta bort bolag som visat extremt positiv respektive negativ utveckling.

3.6.3 Validitet

Syftet med denna studie är att mäta hur det förvärvande bolagets aktie påverkas av ett förvärv. Vi har valt att mäta de förvärvande bolagen under en relativt lång period för att eventuella effekter av förvärvet ska hinna ta effekt i det nya bolaget, såsom synergier. Vi har även tittat på bolagen innan förvärvet för att få en uppfattning om en viss kursutveckling beror på förvärvet eller om kursutvecklingen alltid varit densamma, även innan förvärvet. Det kommer dock att vara svårt att dra en slutsats om att en viss kursutveckling uteslutande beror på ett företagsförvärv.

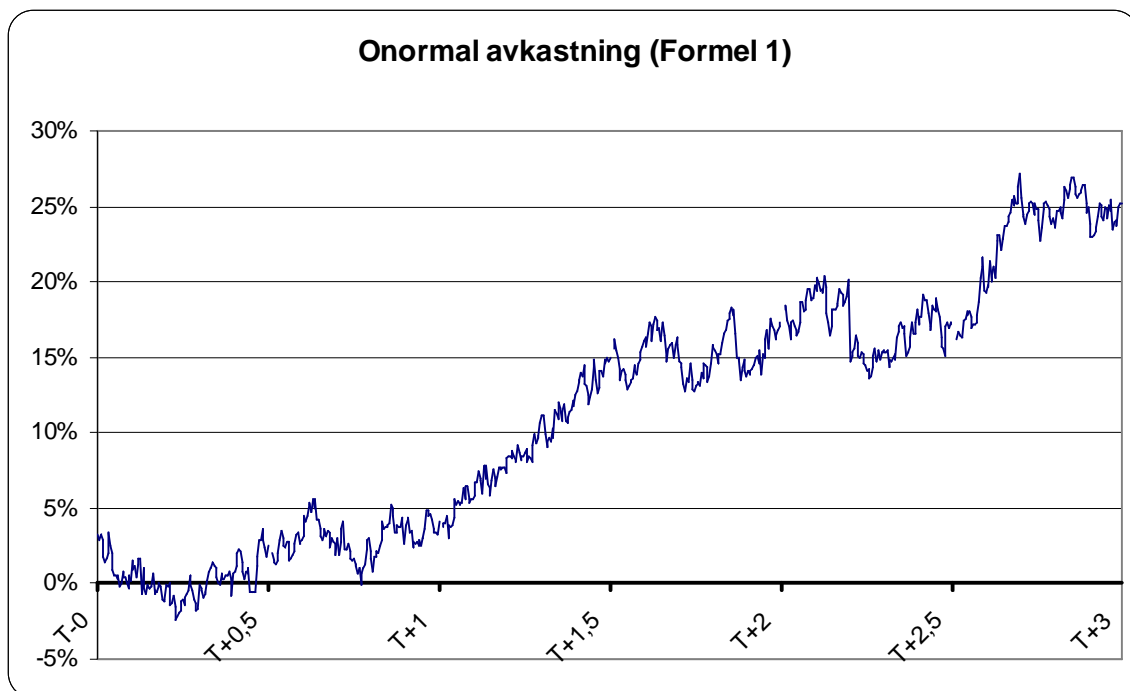
Resultaten i denna studie bör ej ses som en vedertagen teori som kan appliceras på alla företagsförvärv. Däremot ger studien en vägledning om hur ett företagsförvärv kan påverka det förvärvande företagens aktiekurs och vad detta kan bero på. För att hitta en lämplig investeringsstrategi måste man därför titta på varje enskild transaktion.

4 Empiri och Analys

I detta kapitel presenterar vi våra behandlade data samt analyserar den för att på ett enkelt och överskådligt sätt ge läsaren möjlighet att kunna ta till sig empiri och analys i samma kapitel. Vidare syftar vi till att i slutet av kapitlet återkoppla till våra tidigare presenterade teorier och hypoteser kring ämnet.

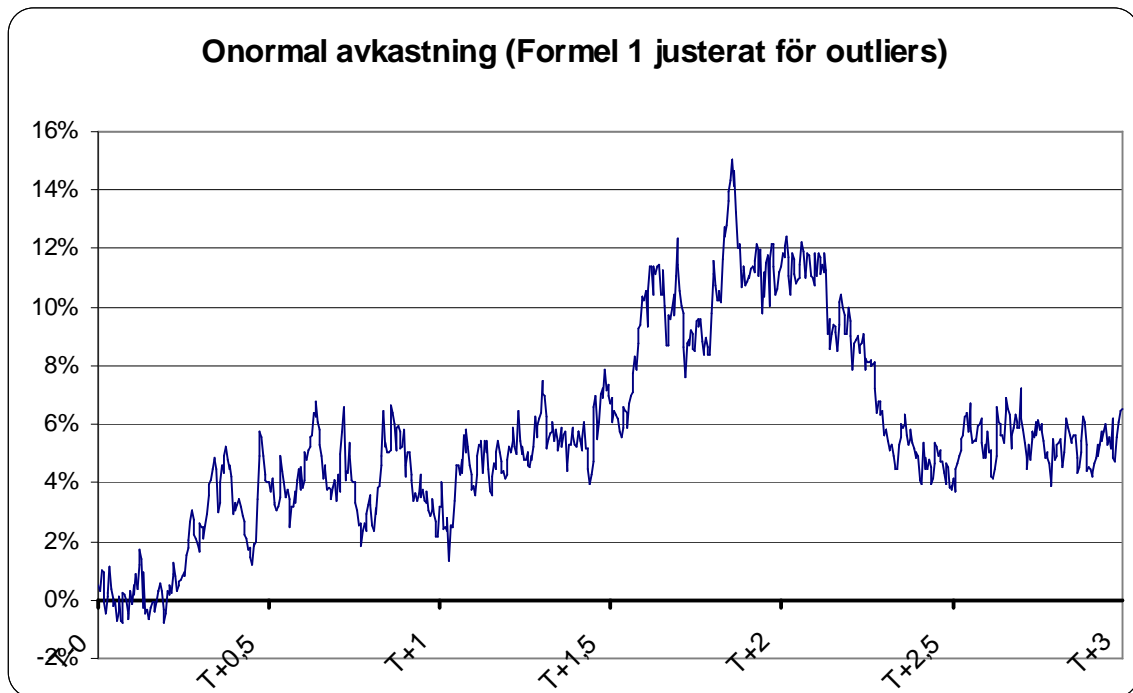
4.1 Onormal avkastning

Då vi sammanställer våra uträkningar från samtliga bolag får vi graf 1 enligt nedan. Vi ser en tydlig uppåtgående trend redan från mitten av första året. Samtidigt kan vi konstatera att det första året är relativt instabilt och visar både positiv och negativ utveckling. Grafen visar sedan hur serien börjar skilja sig från index mer markant, för att efter tre år visa en onormal avkastning gentemot index på ca 25 procent.



Graf 1

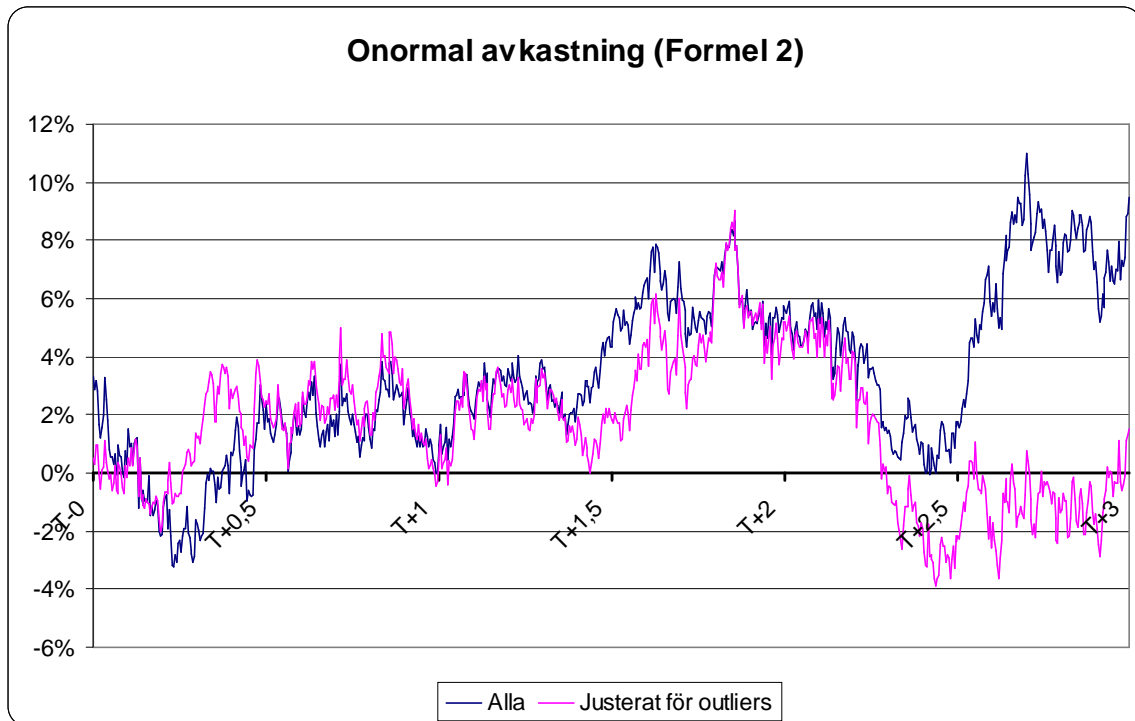
Gör vi sedan om vår graf och tittar på utvecklingen där vissa bolag som markant skiljer sig är borttagna får vi graf 2 enligt nedan. De företag som har tagits bort har antingen gått upp med över 200% eller tappat mer än 50%. Vi ser då tydligt hur dessa outliers har påverkat vårt sammansatta resultat på ett mycket positivt sätt. De borttagna bolagen är Avanza (+243%), Mandator (-92%), TietoEnator (+280%) samt Wedins (-80%) . Mandator hade dessutom en avvikande utveckling på buddagen då den gick upp med 60 procent vilket inte är rättvisande för urvalet.



Graf 2

Då det finns flera sätt att räkna ut den onormala avkastning på, vill vi visa två sätt som vi valt att använda oss av. De övre graferna är uträknade med hjälp av formel 1 medan de nedan beskrivna graferna är uträknade med hjälp av formel 2. Vi vill visa olikheterna i graferna samt hur stor skillnad i resultatet de olika formlerna ger. Som vi tidigare påpekat är det av stor vikt vilken modell man använder sig av vid uträkningarna, vilket våra grafer tydligt visar.

Graf 3 visar två serier beräknade med formel 2. Den ena visar avkastningen på samtliga bolag i vår studie medan den andre är justerad för de bolag vi anser påverkar resultatet för mycket och bidrar till att det är missvisande. Serien för alla bolag visar en positiv utveckling på ca 9 procent medan den justerade serien visar en utveckling på knappt två procent.



Graf 3

För att göra en sammanställning av uträkningarna med hjälp av de båda formlerna samt visa resultaten av vårt statistiska test presenterar vi nedanstående tabell:

Tabell 3

Formel 1	T+0,5	T+1	T+1,5	T+2	T+2,5	T+3
AR	2%	3%	15%	17%	17%	25%
t-värde	0,37	0,39	0,94	1,04	0,88	1,07
AR (justerat)	4%	2%	7%	11%	4%	6%
t-värde	0,89	0,31	0,69	0,93	0,36	0,60
Formel 2	T+0,5	T+1	T+1,5	T+2	T+2,5	T+3
AR	2%	0%	4%	5%	2%	9%
t-värde	0,43	0,01	0,61	0,54	0,15	0,63
AR (justerat)	2%	0%	2%	5%	-2%	1%
t-värde	0,68	-0,05	0,26	0,40	-0,19	0,12

Alla t-värden hamnar inom intervallet $-2,11 - 2,11$ vilket innebär att inget av värdena går att statistiskt säkerställa med ett 95 procentigt konfidensintervall. Vi kan därmed inte fastställa vår nollhypotes med signifikans.

Analys

Den första grafen visar en tydligt positiv trend vilket borde innebära att företagsförvärv på lång sikt är positivt ur ägarnas synvinkel. Första året är dock avvaktande för att sedan ta rejäl fart uppåt. Vi vill påminna om att det är vissa företag som agerar lokförare i denna trend. Man bör därför vara försiktig med att dra slutsatser och även titta på den justerade grafen. Vid en analys av den justerade grafen kan vi anta att marknaden är lite avvaktande tiden efter offentliggörandet av budet. Marknaden är osäker på om förvärvet verkligen kommer att ge de positiva synergier som utlovas. Relativt snabbt leder marknads förhoppningar till en positiv utveckling som toppar två år efter offentliggörandet. Efter denna period vänder trenden nedåt. Detta kan bero på att synergier inte levt upp till förväntningarna. Vi ser en ganska tvär nedgång som sedan stabiliseras i slutet av mätperioden.

Det visade sig att vi fick olika resultat beroende på vilken formel som använts. Detta stärker teorin om att det är svårt att mäta onormal avkastning för de förvärvande bolagen. Vi ser en positiv trend oavsett vilken formel som används men vi kan dock inte säkerställa den onormala avkastningen enligt vårt t-test.

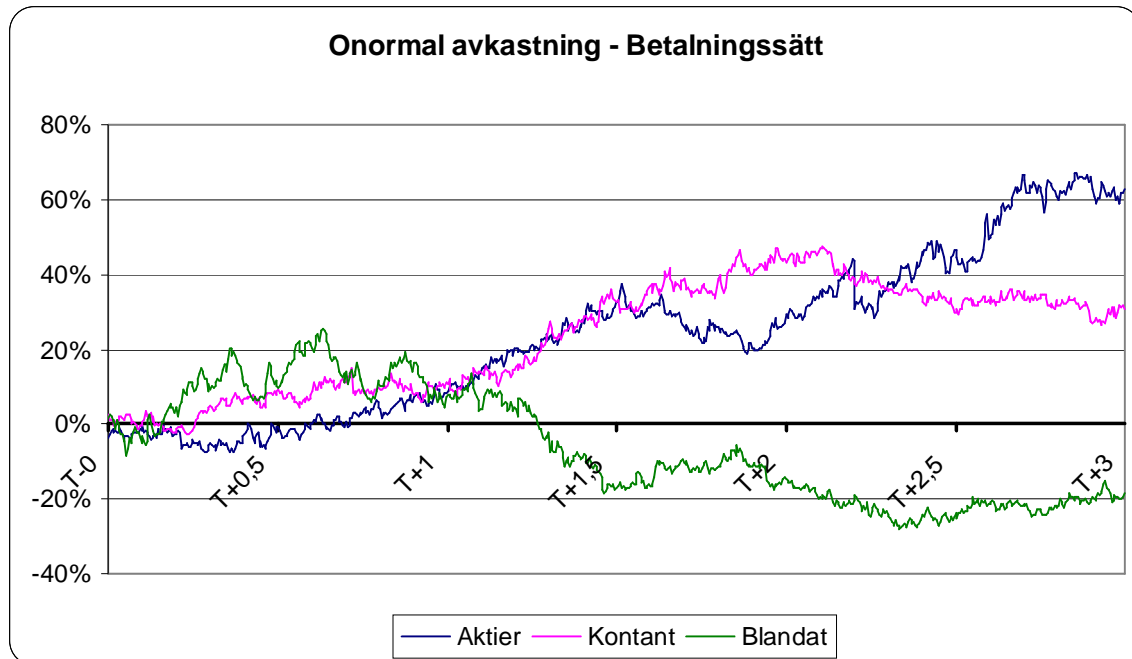
En strategi för att utnyttja resultatet från graf 1 skulle vara att köpa det förvärvande bolaget ett halvår efter offentliggörandet för att sedan ligga kvar i denna investering två och ett halvt år eller över en längre tid. Utifrån den justerade grafen, graf 2, skulle en lämplig strategi vara att köpa det förvärvande bolaget vid offentliggörandet av budet för att sedan behålla det under en tvåårsperiod.

4.2 Påverkande faktorer

Vi presenterar nu olika faktorer som kan påverka den kommande utvecklingen av ett förvärv. Dessa resultat är ej statistiskt testade då vissa grupper endast består av en eller ett par bolag och bör därför endast ses som vägledande för framtida investeringsstrategier.

4.2.1 Betalningssätt

Efter att delat in våra bolag i de tre olika betalningsmodellerna kunde vi räkna ut och se hur deras utveckling skett fördelat på tre olika serier. Som vi tidigare nämnt har vi delat in bolagen i aktieköp, kontantköp och mix av de två tidigare alternativen. Ser vi till resultatet i graf 4 nedan kan vi konstatera att de skiljer sig åt relativt mycket. Bolagen som betalat köpet med aktier har en negativ trend i början för att sedan visa den bästa positiva utvecklingen efter tre år. Ser vi vidare till resultatet kan vi uttyda hur de bolag som betalt med kontanter har en svag negativ utveckling i början för att därefter sluta på en genomsnittlig positiv utveckling på 31 procent. Denna utveckling på 31 procent är drygt hälften så stor som uppgången för de bolag som betalat med aktier. Sämst resultat visar följaktligen de bolag som gett ägarna valmöjligheten att kunna få betalt i antingen kontanter eller aktier. Serierna för köp med aktier och kontanter har en positiv trend under de tre åren samtidigt som serien för de blandade köpen visar en positiv utveckling i början för att sedan vända nedåt och avsluta med en negativ utveckling. Vid tolkningar av denna graf bör man även ha i åtanke att den ej är justerad för outliers.



Graf 4

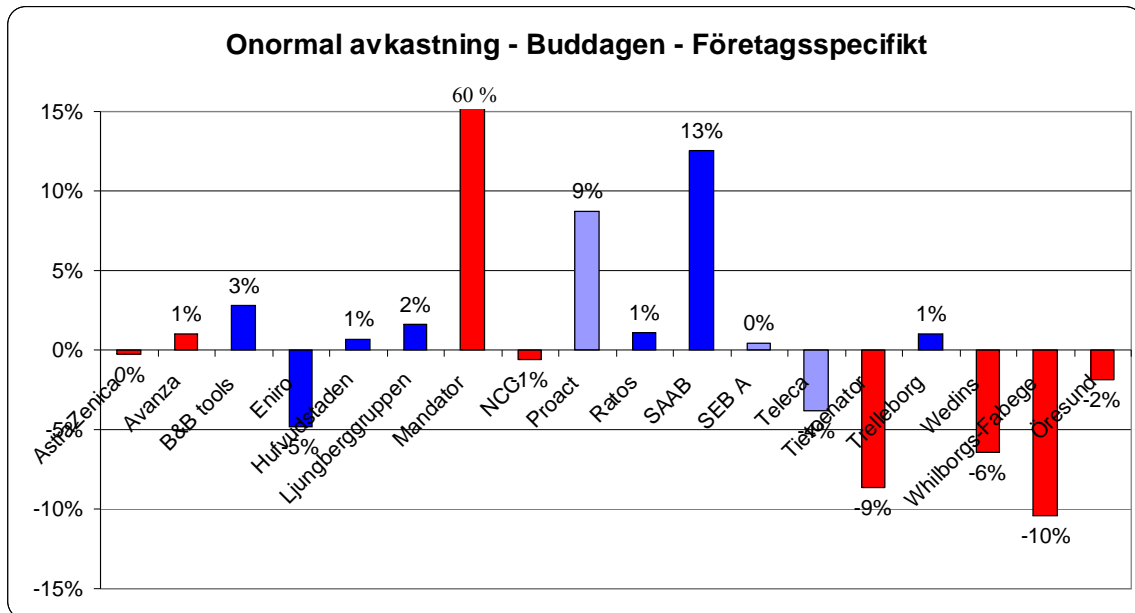
Analys

Att köp med aktier ger en negativ utveckling till en början kan innebära att marknaden tolkar att bolaget är övervärderat. Marknaden säljer därför bolaget vilket leder till en negativ utveckling. Ganska snart värderar dock marknaden om bolaget och tittar mer på förvärvets positiva synergier. Kursen påverkas positivt och denna trend behålls hela mätperioden och visar sig vara den bästa placeringen. Kontantköpens positiva utveckling redan från början kan vara en effekt av att aktien anses undervärderad och därför köpvärd vilket marknaden utnyttjar. Den blandade formen ger bäst avkastning första året vilket kan bero på att marknaden värdesätter valfrihet. Att analysera den neråtgående trenden som sedan följer är svårare.

En snabb analys av grafen leder till strategier där man kortsiktigt bör investera i bolag som erbjuder blandad form av betalning, på medellång sikt bör man investera i bolag som gör kontant köp och långsiktigt i bolag som erbjuder aktier som betalningsmedel.

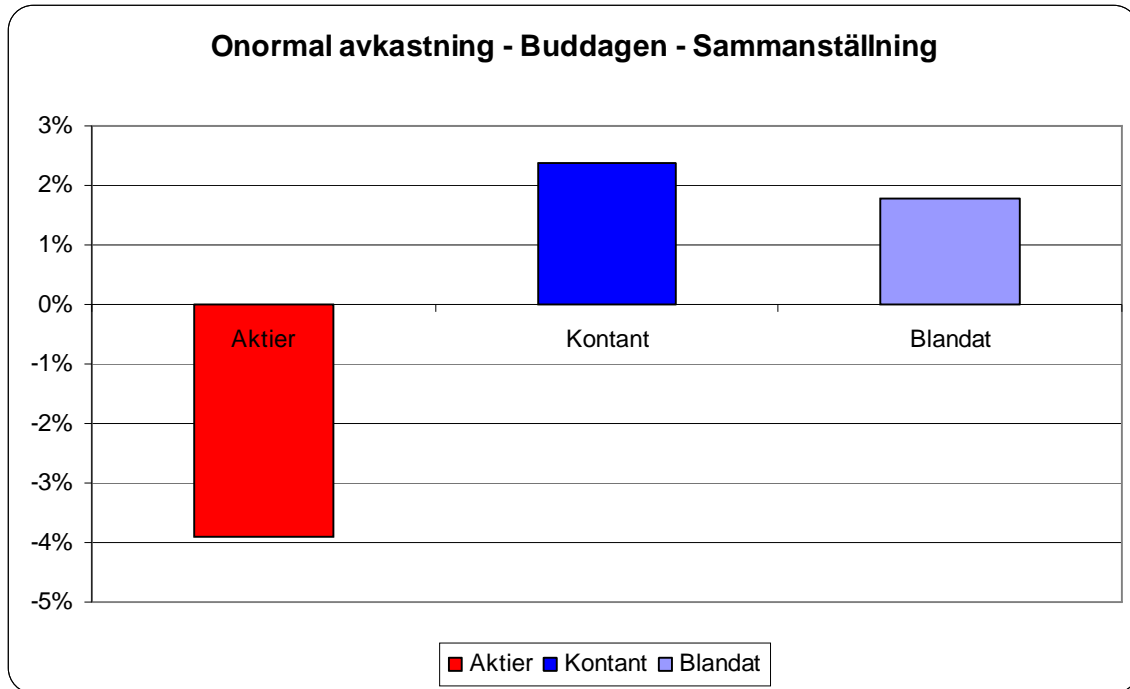
4.2.2 Reaktionen på budet första dagen

En ytterligare intresseväckande iakttagelse i vår studie redovisar vi i stapeldiagrammet nedan. Diagrammet visar hur aktiekursen förändras under buddagen. Eftersom våra mätningar börjar samma dag som budet annonseras och offentliggörs visar detta diagram hur marknaden reagerar på nyheten. Vi ser att 10 utav bolagen reagerar positivt och 8 negativt, med andra ord så är fördelning ungefärligen lika över urvalet. Delar vi sedan in bolagen efter hur de betalade ser vi röda staplar för dem som betalade med aktier och mörkblå för de som betalade kontant. Jämför vi staplarna ser vi att reaktionen är mer positiv för dem som betalar kontant.



Graf 5

Sätter vi sedan samman bolagen efter hur de betalat och hur den generella reaktionen blev första dagen får vi graf 6. Grafen är justerad för Mandator som gav exceptionellt hög avkastning. Vi ser tydligt att marknaden är negativ till köp av andra bolag med egna aktier som betalningsmedel. Skillnaden mellan att betala allt kontant eller låta målbolagets ägare välja fritt spelar enligt markanden ingen jättestor roll om man ser till reaktionen första dagen.



Graf 6

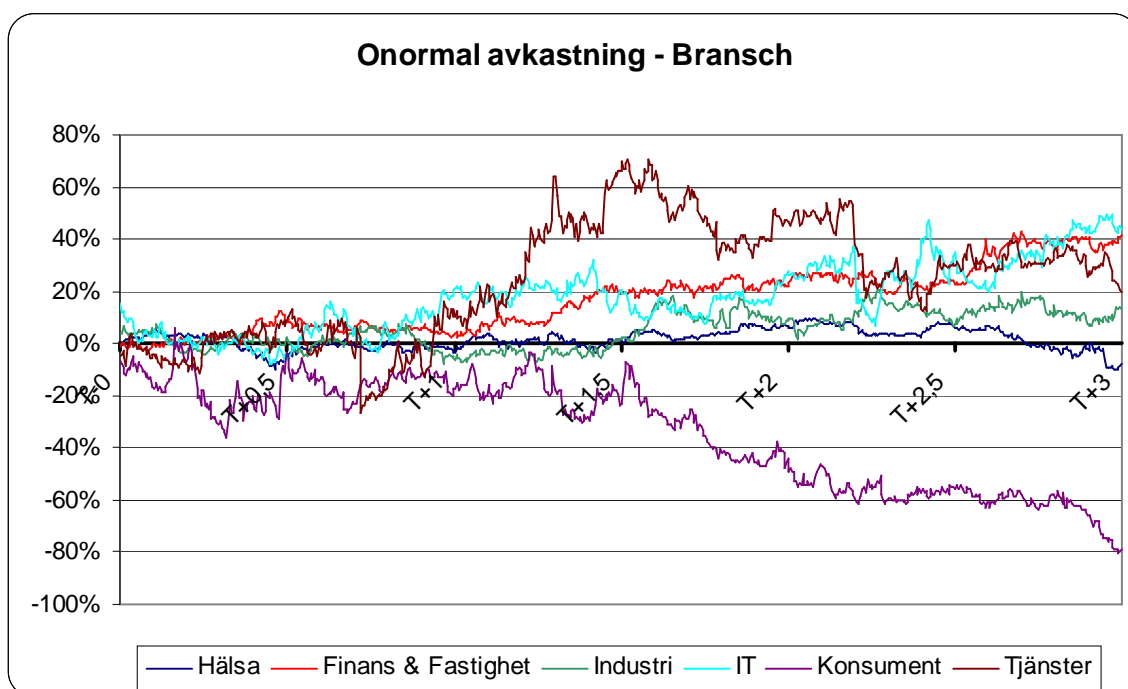
Analys

Vi har tidigare konstaterat att marknadens inledande reaktion till ett förvärv som betalas med aktier är negativ. Med hjälp av de två senaste diagrammen ser vi ännu tydligare detta fenomen. Graferna 5 och 6 stärker således våra tidigare analyser. Undantaget är Mandator som rusade ca 60 procent på nyheten. Detta skulle kunna förklaras av den tidens hysteriska IT-yra. Vi ser det generella resultatet som en reaktion på att marknaden anser aktie-betalande bolag övervärderade. Ett kontantköp kan vidare tolkas som att aktien har mer att ge.

4.2.3 Branschen

Går vi vidare i våra uträkningar kan vi visa graf 7 nedan. Här har vi delat in våra bolag efter vilken bransch de är verksamma inom. Bolagen inom hälso- och konsumentbranschen har en klart sämre utveckling än övriga bolag. Dessa båda branscher visar en negativ onormal avkastning efter tre år. Hälsa ligger som vi ser hela tiden runt

sitt index medan konsumentbranschen ligger väldigt mycket under index i stort sätt hela tidsperioden och har också utvecklats sämst med en negativ avkastning på 80 procent. Dessa två branscher samt tjänstebranschen innehåller endast ett bolag var, varför resultaten kan vara missvisande. Bästa onormala avkastningen ger IT-branschen samt finans- och fastighetsbranschen. Dessa branscher ligger under större delen av tiden över eller klart över sitt jämförelseindex med en avslutande positiv onormal avkastning på dryga 40 procent. Vi kan även se hur IT-branschen genererar en mycket positiv avkastning, trots att vi tidigare sett hur negativ utveckling Mandator visade under löptiden. Ytterligare kan vi se att tjänstebranschen är klart bästa bransch efter halva tiden och en viss tid framåt för att även den visa en onormal avkastning på ca 20 procent tre år efter ett uppköp.



Graf 7

Analys

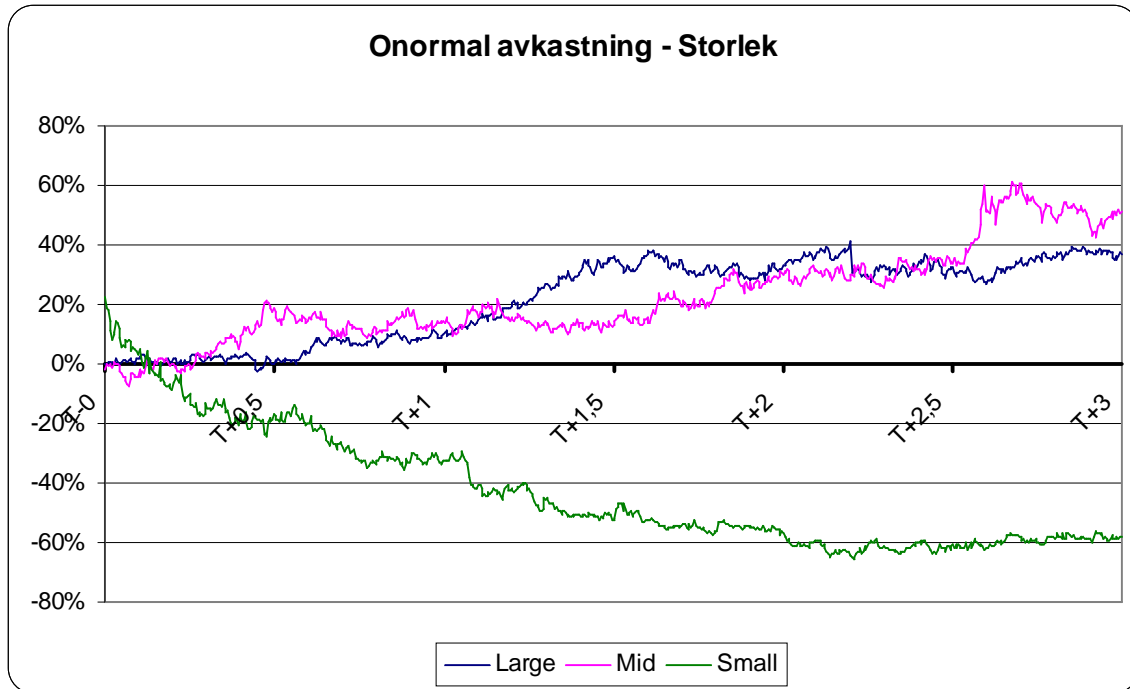
Att finans- och fastighetsbranschen har gått bra kan bero på att det är relativt lätt att konsolidera bolag i denna bransch. Detta kan bero på att det fungerar mer som en ny

investering till en portfölj. På så sätt blir det inga större komplikationer då olika kulturer ska blandas. Finansbranschen är allmänt känd för att ha höga fasta kostnader, då två bolag går ihop kan de totala fasta kostnaderna i stora drag halveras vilket ökar värdet på det nya företaget. Att IT-branschen har gått bra kan bero på att det är en ung tillväxtbransch där det kan anses lönsamt att växa genom förvärv snarare än organiskt. Ett förvärv inom denna bransch bör löna sig då det förvärvande företaget snabbt får tag på till exempel ny teknologi.

En investeringsstrategi kan i detta fall vara att köpa förvärvande bolag i finans- och fastighetsbranschen samt i IT-branschen.

4.2.4 Storlek

Vidare undersökte vi hur olika bolagen presterade utifrån deras storlek. Storleken bestämde vi som vi tidigare beskrivit utifrån vilken lista bolaget är noterat på. De tre serierna i graf 8 nedan visar på två markant skilda resultat. Serien som innehåller småbolagen, det vill säga de bolag som är noterade på Small Cap listan, visar en tydlig negativ trend och skiljer sig på ett betydande sätt från de bolag som är noterade på antingen Large eller Mid Cap. De bolag som är inkluderade i Small Cap serien är Wedins, Mandator och ProAct IT. De bolag som är noterade på Large Cap visar i stort sätt på en positiv onormal avkastning redan från dag ett. Efter tre år har de utvecklats till att ge ägarna en onormal avkastning på nästan 40 procent. De bolag som är noterade på Mid Cap listan har en ännu bättre utveckling på drygt 50 procent under tre år. Dock ser vi att de under de första veckorna under perioden ger en negativ onormal avkastning.



Graf 8

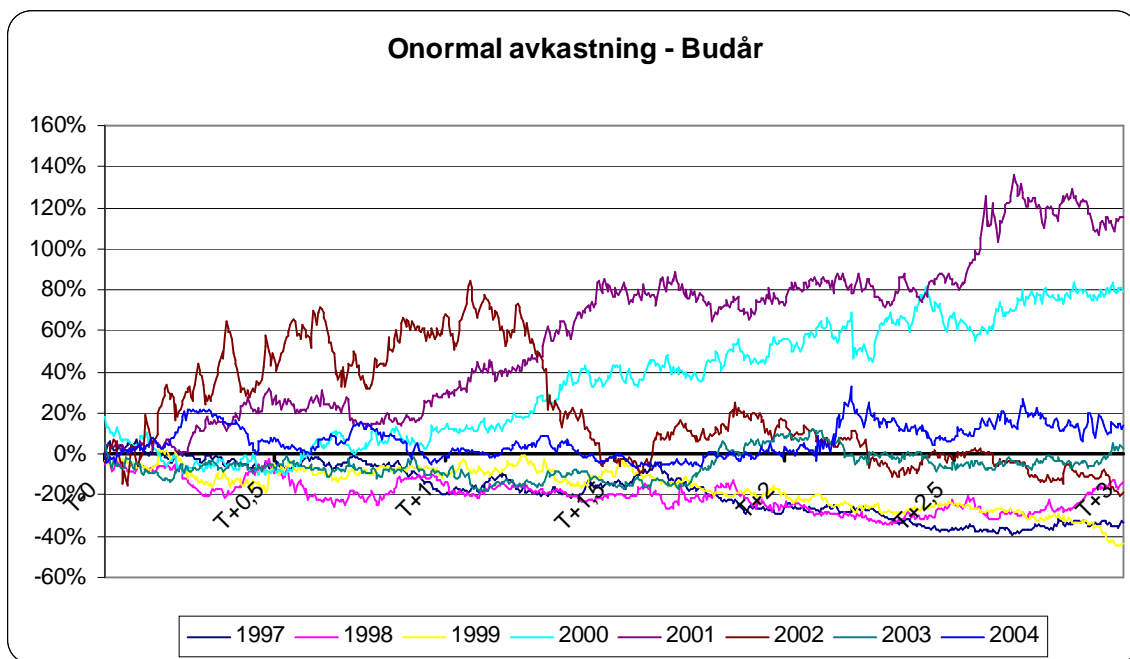
Analys

Medelstora och stora bolag har haft den klart bästa utvecklingen vilket kan bero på att de haft lättare att inkorporera nya bolag då det funnits en väl inarbetad och tydlig organisatorisk struktur samt en väl fungerande kultur. Att de mindre bolagen har gått sämre kan också bero på att de haft en sämre soliditet från början och påverkats på ett negativt sätt av den nya kapitalstrukturen. På samma sätt kan de större bolagen ha påverkats positivt, det vill säga att de har fått en bättre kapitalstruktur då de dragit på sig en högre skuldsättningsgrad.

Grafen visar en viss osäkerhet för medelstora och stora bolag det första halvåret. En strategi kan därför vara att analysera uppköpet noggrant för att sedan investera i bolaget för att hålla den positionen under en längre tid. Utifrån vår studie bör man hålla sig borta från de mindre bolagen. En alternativ strategi skulle kunna vara att gå in i derivatpositioner med de mindre bolagen som underliggande tillgång.

4.2.5 Årsindelning

I denna graf kan vi istället se tydligt hur de olika åren då budet skett utvecklar sig i förhållande till varandra och jämförelseindex. Vi ser att det är två serier som ger en betydligt högre onormal avkastning än de övriga. Åren 2000 och 2001 visar efter tre år en utveckling som är drygt 80 procent samt närmare 120 procent. Båda serierna visar vidare på i stort sätt en positiv utveckling jämfört med index redan från början. Sämst går det för de bolag som lade sitt bud under 1997 och 1999. Dessa två serier tillsammans med serien för 1998 års förvärvande bolag visar en nästan konstant negativ avkastning. Det finns vissa tidpunkter i början då de ligger över sitt index. Efter tre år visar 2002 samt de tre tidigare nämnda serierna på en negativ utveckling där bolagen inkluderade i serien för 1999 visar klart sämst resultat med en utveckling på minus 43,4 procent korrelerat med index. 2003 och 2004 visar båda på en positiv utveckling utan att utmärka sig jämfört med de övriga serierna. Icke desto mindre presterar 2004 års bolag en onormal avkastning på omkring 14 procent. Bäst resultat under det första året visar bolagen som lade ett bud år 2002. Efter två och tre år är det däremot bolagen som köpte under 2001.



Graf 9

Analys

Det är svårt att analysera denna graf. Det vi kan konstatera är att under 2001 gjordes det uppköp inom finans- och fastighetsbranschen vilket vi tidigare fastställt varit lyckade förvärv. Vidare kan vi inte hitta något samband mellan vissa branscher och år utan vårt urval är relativt jämt fördelat över åren. Då bolagen även jämförs mot sitt index är det svårt att hitta orsakssamband med den generella konjunkturen. Med anledning av att vi inte kan finna något mönster i hur bolagen presterat, mer än att vissa år har gått bättre än andra, är det även vanskligt att skapa en strategi som kan vara fördelaktig i framtiden.

4.3 Hypotessammanfattning

Hypotes 1: Första hypotesen är att det förekommer onormal avkastning för de förvärvande bolagen. **Förkastas.** Dock ser vi en tendens på positiv onormal avkastning.

Nedanstående hypoteser är ej statistiskt testade.

Hypotes 2: Andra hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på vilket betalningssätt som används. **Accepteras.**

Hypotes 3: Tredje hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på vilken bransch det förvärvande bolaget befinner sig i. **Accepteras.**

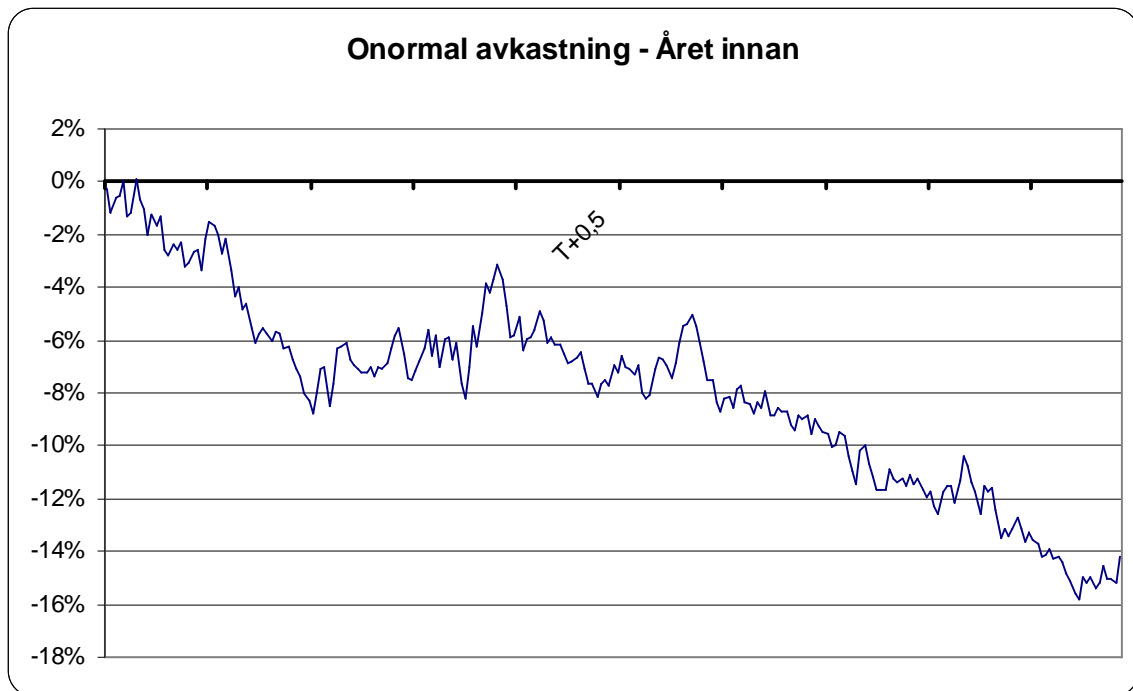
Hypotes 4: Fjärde hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på det förvärvande bolagets storlek. **Accepteras.**

Hypotes 5: Femte hypotesen är att det förekommer skillnader i onormal avkastning beroende på när förvärvet genomfördes. **Accepteras.**

4.4 Onormal avkastning en jämförelse med året innan

4.4.1 Året innan

För att få en större och djupare förståelse för vår studie har vi vidare valt att även titta på hur bolagen gått året innan de köpte upp sitt målbolag. Grafen visar en tydlig neråtgående trend. Vid beräkningarna har vi valt att börja ett år innan buddagen och gå fram till dagen innan budet offentliggörs.



Graf 10

Analys

Den nedåtgående trenden tolkar vi som att bolagen anser sig vara i behov av förändring på ett eller annat sätt. Trenden kan vidare bero på att bolaget tappat tillväxt, marknadsandelar, forskning eller teknologi. Dessa problem anser sig bolaget kunna lösa genom förvärv av andra bolag som innefattar det som saknas. Vi finner denna graf mycket intressant då den visar en så stark negativ trend att det verkar vara ett fenomen som är svårt att bortse ifrån. Det är vidare något som tidigare studier inte tyckts vara

intresserade av eller har undersökt. Vidare är det väldigt intressant att denna negativa trend som varit året innan bryts till en positiv trend de tre kommande åren efter förvärvet offentliggjorts. Läsaren bör återgå till graf 1 för en jämförelse med graf 10.

4.5 Återkoppling

4.5.1 Tidigare studier

Då vi sätter våra resultat i en vidare kontext och jämför dem mot tidigare forskares resultat kan vi konstatera att de skiljer sig på vissa punkter. Vi ser likaledes att det finns vissa punkter där vår studie får samma resultat som de tidigare studierna.

I första hand skiljer sig vårt studieresultat med avseende på bolagens kursutveckling. Ser vi till resultatet på lång sikt visar de tidigare studierna på en negativ onormal avkastning medan vi istället kan påvisa en förhållandevis stark uppgång. Oberoende av våra räknemodeller får vi ett resultat som tydligt skiljer sig från vad vi trodde att resultatet skulle bli. Samtliga av våra beräkningar och undersökningar visar just på en långsiktigt positiv trend för genomsnittet. Vidare ser vi även avvikelser när det kommer till marknadens syn på betalningen. Den negativa inställningen till ett förvärv som betalas med aktier visar sig i vårt fall inte alls förekomma på lång sikt. Snarare visar det sig vara så att marknaden premierar aktiefinansierade transaktioner i kontrast till exempelvis Vijn och Loughrans studie från 1997 som visar på en rak motsatt reaktion.

Det är emellertid inte alla våra beräkningar och analyser som skiljer sig från tidigare forskningsresultat. Studerar vi resultatet av marknadens första reaktion på nyheten är våra beräkningar inte så annorlunda från tidigare resultat. Vi ser ytterligare att den omedelbara reaktionen på att förvärvet betalas med aktier likaså är i linje med vad Travlos presenterade 1987 såväl som Vijn och Loughran presenterade tio år senare.

Vi kan vidare påvisa ett likartat resultat beträffande valet av betalningsmedel. Precis som tidigare är det fortfarande jämt fördelat mellan att betala med aktier och kontanter.

4.5.2 Teorier och hypoteser

Eftersom en del av våra kalkyler och resultat skiljer sig från tidigare studier är det självklart att de även kommer att avvika i viss mån från våra hypoteser och teorier.

Synergieffekter

Tar vi påståendet om att det är synergieffekterna som i slutändan avgör ifall marknaden anser att det varit positivt eller inte med köpet, tyder vår studie på att våra bolag är bättre på att skapa synergier än bolag i tidigare studier. En anledning kan vara att de förvärv som sker idag är bättre planerade med motiv som tycks öka värdet för ägarna, såvida inte marknaden blir totalt lurade.

Bransch

Vid analyserandet av bolagens olika branscher konstaterade vi att dem utvecklas annorlunda. Detta anser vi i viss mån kan ha att göra med motiven bakom förvärvet. Ser vi till en bransch så som finansbranschen där Avanza är aktör, tycker vi kunna se viss tendens till att kunna härleda monopolteorin. Avanza och HQ.se var två aktörer på en marknad som präglades av ett fåtal spelare. Motivet till transaktionen kan i viss mån ha varit ett försök till att skapa sig en monopolliknande ställning. På ett liknande sätt kan vi tyda en viss tendens av samma monopoltänk hos Zeneca. AstraZeneca är idag ett av världens största läkemedelsföretag som emellanåt hamnar i domstol på grund av utnyttjandet av sin marknadsställning. Vi anser av det skälet att dessa bolag visar exempel på att monopolteorin kan ha betydelse i vår kontext.

En annan teori som vi anser spela en stor roll med hänsyn till utvecklingen i olika branscher är effektivitetsteorin. Olika branscher har olika strukturer i fråga om organisation, kapital och dylikt. Därför är det vår åsikt att vissa branscher har större

möjlighet att på ett effektivt sätt ta tillvara på de nya värden som målbolaget har att ge. Finansbranschen kan som vi tidigare påpekat dra större nytta av och på ett mer effektivt sätt utnyttja ekonomiska skalfördelar i jämförelse med exempelvis ett konsumentföretag. Resultatet blir att vissa bolag lättare kan visa positiva effekter till följd av ett uppköp. Avanza är återigen ett bra exempel på bolag som genom förvärvet på ett effektivt sätt kunnat sänka sina fasta kostnader och skapa skalfördelar. En effekt som vi anser vara särskild stor hos finansbolagen.

Parallellt med dessa observationer kan vi konstatera att vår branschhypotes är korrekt eftersom det finns en klar skillnad i utvecklingen.

Storlek

På samma sätt som vi anser att branscher skiljer sig åt stämmer även vår hypotes angående storleken hos företag. Tidigare konstaterade vi i enlighet med våra beräkningar att stora bolag visar en bättre avkastning än små bolag. Anledningen till att de har olika utveckling anser vi återigen till viss del bero på effektivitetsteorin. De stora bolagen skapar synergier som de utnyttja på ett mer värdeskapande sätt och som sedan leder till högre värdetillväxt vilket uppskattas av marknaden. Resultatet blir att ägarna får en större värdeökning i de stora bolagen jämfört med de små.

I det fall att empire-teorin skulle vara ett motiv till uppköp torde den påverka bolagets utveckling negativt eftersom det endast är ledningen i bolaget som tjänar på en affär med detta motiv. Vi anser för övrigt att stora bolagsledningar drivs mer av motivet att få leda ett ännu större bolag och ytterligare makt än personer som driver små bolag. Dessa antaganden bör lämpligen visa en utveckling där de stora bolagen går sämre än de små. I vår studie är detta emellertid inte fallet och vi anser således inte finna någon grund för empire-teorin.

Ytterligare en teori vi bedömer kunna vara angelägen vid motiverandet av ett förvärv är processteorin. Vi menar att vårt resultat som visar att stora bolag lyckas bättre, eller åtminstone premieras mer av marknad för sina bolagsköp, har en viss grund i att dessa

bolag har en längre erfarenhet. Vi anser att detta sedan resulterar i att de lyckas bättre med sitt köp. I detta resonemang lägger vi antagandet om att stora bolag har en längre historia och livslängd än små bolag. Därför menar vi att stora bolag har en mer planerad och medveten process för transaktioner vilket även styrks av att stora bolag såsom Zeneca har exempelvis sin egen M&A avdelning till skillnad från ett litet bolag som ProAct IT.

Betalningssätt

Vi har sett hur marknaden reagerar olika på hur bolagen finansierar sitt företagsköp. Vi har ytterligare fastställt att det inte bara är skillnad mellan hur bolagen betalar utan även beroende på vilken tidshorisont man tittar på. I långa loppet premierar marknaden bolagen som köper med aktier i motsats till tidigare studier medan den omedelbara reaktionen på samma nyhet är negativ. Vår betalningshypotes stämmer följaktligen på kort sikt men inte på lång sikt. Marknaden kan således inte längre anse att företagsledningen har rätt då de anser den egna aktien är högt värderad. Detta tyder vidare på att den tidigare upplevda informationsasymmetrin är mindre idag än vad den varit i tidigare studier. Förutsatt att ägare och företagsledning anses ha likartad information medför det att störningsteorin inte längre spelar den roll den tidigare gjorde vid ett företagsförvärv.

Tidshypotes

Vår hypotes om att det skulle finnas en skillnad mellan hur bolagen under de olika åren presterar stämmer. Tyvärr ger inte denna hypotes oss en djupare och mer intressant förståelse kring ämnet. Det finns ingen tydlig uppdelning mellan bolagen och åren som skulle kunna ge oss ett tecken på varför ett visst års bolag gick bättre än andra. Det hade varit intressant om exempelvis IT-bolagen var överrepresenterade under köpen som skedde 2000 och att det var därför detta års bolag gick bättre än 2003 års bolag. Orsaken till de olika utvecklingarna är inget vi heller kan finna i våra teorier. Det närmaste vi kan komma en analys kring detta är att det i viss grad har att göra med slumpen och måhända viss grad psykologi. Dessa analyser är dock inga vi kan stärka på något sätt.

5 Slutsats

I detta sista kapitel lägger vi fram våra slutsatser baserade på tidigare analyser. Vi kommer vidare att ge läsaren framtida forskningsförslag inom vårt ämne.

5.1 Slutsats

Syftet med vår studie var att undersöka huruvida företagsförvärv påverkar värdet för det förvärvande bolagets ägare. Vi ville vidare även undersöka huruvida det eventuellt fanns variabler som påverkar värdet. Med den nya kunskapen hoppas vi kunna bygga en ansats till en framtida strategi.

Genom att studera och analysera 18 bolag noterade på Stockholmsbörsen och som genomförde ett företagsköp någon gång under perioden 1997-2004 hoppades vi kunna få data som vid beräkningar och undersökningar gav oss svar på de frågor vi ställt oss.

Vårt resultat visar på en positiv onormal avkastning under de tre följande åren efter uppköpet. Resultatet varierar beroende på vilken modell vi använder vid våra uträkningar och det är därför vi valt att redovisa resultatet med hänsyn till två olika formler. Vi kan dock inte finna en säkerställd signifikans på våra resultat oberoende om vi justerar för bolag som kan tänkas påverka extremt mycket. Dessa resultat skiljer sig således från tidigare forskning i fråga om aktiens utveckling men inte med hänsyn till signifikansen. De tidigare studierna visade en negativ, icke säkerställd onormal avkastning i motsats till våra positiva resultat.

Våra resultat har ej gått att säkerställa men vi anser ändå att företagsförvärven i vårt urval har varit bra för de förvärvande företagen och dess aktieägare då vi tydligt kunnat se ett trendbrott i och med budets offentliggörande. Vår slutsats, trots tidigare studiers hypoteser och teorier om förvärv, är att det för vår undersökningsperiod och våra bolag varit värdeskapande att genomföra förvärven.

Vidare kan vi ur vårt resultat dra slutsatser med hänsyn till våra undersökta variabler. Vi ser klart hur bolagen noterade på Large Cap presterar bäst medan bolagen noterade på Small Cap ger klart sämst onormal avkastning. Vi anser att detta resultat kan härledas till de större bolagens förmåga att utnyttja synergieffekterna samt att de har bättre planering och erfarenhet av företagsköp. Därutöver kan vi dra slutsatsen att IT-bolagen gick bäst i kontrast till konsumentbolagen som utan konkurrens lämnade sämst avkastning av alla.

Ytterligare en variabel som vi studerade och som påverkade resultatet var betalningssättet. Vi upptäckte att marknaden är negativ till aktiefinansierade köp första dagen men att de i långa loppet premierar dessa köp mest. Detta resultat skiljer sig från tidigare studier på långsikt och vi anser att det kan beror på att den informationsasymmetri som tidigare fanns inte längre spelar samma roll. Intressant är att det är jämnt fördelat mellan de olika betalningsmedlen, i stort sätt lika många bolag väljer att betala med aktier som kontant eller blandat. Detta resultat är i linje med tidigare studier och tyder på att bolagen resonerar på samma sätt som tidigare men att marknaden å andra sidan har ändrat uppfattning.

Slutsatsen, med alla olika resultat och variabler i tanken, är att den mest lyckade strategin i vårt urval hade varit att köpa aktier i ett IT-bolag, noterat på Large Cap och som betalar köpet med egna aktier. Det är dock synnerligen essentiellt att komma ihåg att denna strategi bygger på vår period och vårt urval och att det är grundläggande att utvärdera varje enskild investering samt dess sammanhang innan man bestämmer en framtida strategi.

5.2 Förslag till vidare forskning

Under arbetets gång har vår förståelse för ämnet blivit allt större och insikten om hur brett vårt ämne har ökat. Det har vidare medfört att vi funnit ytterligare infallsvinklar som vi anser vara intressanta att studera i framtiden.

- Efter att sett hur våra resultat ändras med tiden finner vi att det hade varit intressant att se vad som händer på ännu längre tid. Vilket är resultatet av en studie gjord på en femårsperiod? Går det att finna signifikans i ett resultat över fem år?
- Vår studie är helt kvantitativ och vi anser att det finns många aspekter som inte går att täcka via en kvantitativ metod. Det hade varit intressant att vara mer kvalitativ i metoden och på djupet undersöka hur exempelvis företagens resultaträkningar förändras med ett uppköp. Går det att härleda synergieffekter i olika resultat? Denna studie kommer vara lättare att göra i framtiden när det går att finna bolagens historiska årsredovisningar för en längre tid tillbaka elektroniskt på Internet.
- Vidare hade det varit intressant att göra en undersökning som innefattade bolag från flera olika börser. Finns det en skillnad i prestationen hos bolag som är noterade på Nasdaq och Stockholmsbörsen, ceteris paribus.

Källförteckning

Publicerade källor

Litteratur

Goedhart, M. & Koller, T & Wessels, D., *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*, 2005, 4th edition, United States of America, Mckinsey & Company

Körner, S. & Wahlgren, L., *Statistisk Dataanalys*, 2000, 3e upplagan, Lund, Studentlitteratur

Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J.F., *Corporate Finance*, 2002, 6th edition, New York, McGraw-Hill

Vetenskapliga artiklar

Andrade, G. & Mitchell, M & Stafford, E., *New evidence and perspectives on mergers*, The Journal of Economic Perspectives, 2001

Barber, B. & Lyon, J., *Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics*, Journal of Financial Economics, 1997

Franks, J., Harris, R., & Titman, S., *The postmerger share-price performance of acquiring firms*, Journal of Financial Economics, 1991

Jarrell, G., James A. Brickley J. & Netter, J., *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, Journal of Economic Perspectives, 1988

Jensen, M., & Ruback, R., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, Journal of Financial Economics, 1983

Langetieg, T., *An application of a three-factor performance index to measure stockholder gains from merger*, Journal of Financial Economics, 1978

Loderer, C & Martin, K., *Postacquisition performance of acquiring Firms*, Financial Management, 1992

Loughran, T. & Vijh, M., *Do long-term shareholder benefit from corporate acquisitions?*, The journal of Finance, 1997

Montgomery, C. A., & Singh, H., *Diversification strategy and systematic risk*, Strategic Management Journal, 1984

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R., *Do managerial objectives drive bad acquisitions?*, Journal of Finance, 1990,

Raghavendra Rau, P. & Vermaelen, T. *Glamour, Value and the post-acquisition performance of acquiring firms*, Journal of Financial Economics, 1998

Trautwein, F. *Merger motives and merger prescriptions*, Strategic Management Journal, 1990

Travlos, N., *Corporate takeover bids, methods of payment and bidding firms' stock returns*, Journal of Finance, 1987

Elektroniska källor

OMX hemsida – www.omxgroup.com (2007-05-15)

<http://omxgroup.com/nordicexchange/marknadsnyheter/corporateactions/bud/>

<http://omxgroup.com/nordicexchange/marknaden/kursinformation/aktier/>