



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen
Ekonomihögskolan vid
Lunds Universitet

Kandidatuppsats
vårtermin 2006

Finansiell karaktäristika för det uppköpta bolaget

*En empirisk studie av förvärvade företag i Sverige under
2001-2005*

Handledare
Göran Anderson
Maria Gårdängen

Författare
Bryan Gallagan
David Granholm
Henrik Ingelström

SAMMANFATTNING

- Uppsatsens titel:** Finansiell karaktäristika för det uppköpta bolaget – *En empirisk studie av förvärvade företag i Sverige under 2001-2005*
- Seminariedatum:** 2006-05-31
- Ämne/kurs:** FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
- Författare:** Bryan Gallagan, David Granholm, Henrik Ingelström
- Handledare:** Göran Anderson, Maria Gårdängen
- Fem nyckelord:** Förvärv, uppköp, nyckeltal, logit, finansiell karaktäristika
- Syfte:** Vårt huvudsakliga syfte med denna kandidatuppsats är att undersöka om ett uppköpt företag visar finansiella nyckeltal som skiljer sig från ett företag som inte blivit uppköpt. Härav vill vi skapa en modell för att kunna förutspå vilka företag som har större sannolikhet att bli uppköpta utgående ifrån offentligt redovisad finansiell och ekonomisk data.
- Metod:** Genom att använda rå finansiell data från 51 köpta företag och motsvarande antal icke uppköpta företag i Sverige under perioden 2001-2005, använder vi en regressionsmodell för att analysera datan. En logit-regression används i undersökningen.
- Teoretiska perspektiv:** Den teoretiska bakgrunden består främst i studier uppköpsmotiv. Vi använde tidigare undersökningar som utgångspunkt för studier av tidigare resultat och hypoteser bakom förvärvsteori.
- Empiri:** Studien utgår från ekonomiska och finansiella nyckeltal i de studerade företagen, och att påvisa skillnader i dessa mellan de köpta företagen och kontrollföretagen.
- Resultat:** Våra resultat är för svaga för att kunna styrka någon av de hypoteser om företagsförvärv och vi kan inte använda modellen för att påvisa uppköpskandidater. Våra resultat pekar dock på att det finns enskilda nyckeltal som är utmärkande för uppköpskandidater gentemot företag som inte blir uppköpta, d.v.s. vissa finansiella karaktärsdrag tycks särskilja det uppköpta företaget.

ABSTRACT

- Title:** Financial characteristics of the acquired firm – *An empirical study of acquisitions in Sweden 2001-2005*
- Seminar date:** 2006-05-31
- Course:** FEK582, Bachelor thesis in Business Administration, 10 swedish credits (15 ECTS)
- Authors:** Bryan Gallagan, David Granholm, Henrik Ingelström
- Advisors:** Göran Anderson, Maria Gårdängen
- Key words:** Acquisition, merger, financial ratio, logit, financial characteristics
- Purpose:** The main purpose of this bachelor-thesis is to examine whether an aquired company displays certain financial characteristics that differ from that of the non-acquired company. We therefore create a model to able to predict which company that's more often subjected to acquisition based on accounting financial data.
- Methodology:** Using raw accounting financial data over 51 takeover targets in Sweden between 2001-2005, and match these against companies in the same sector that wasn't acquired create a regression model to analyze the data. The model used for this purpose was a logit regression model.
- Theoretical perspectives:** The theoretical background was mainly studies of merger motives. With earlier studies as a benchmark we also studied prior results and empirical evidence and the hypothesis behind merger theory.
- Empirical foundation:** To obtain the required results we study financial ratios from that of the takeover targets and the other sample firms, in order to show if they differ from each other.
- Conclusions:** Our results aren't statistical significant enough to support the hypothesis concerning corporate takeovers and doesn't present evidence that our model can predict a takeover target. However, our results points to certain financial ratios that indicates that particular corporations are more likely to be a takeover target, in other words takeover targets do present financial characteristics that differ from non merged firms.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING.....	6
1.1	Bakgrund.....	6
1.2	Problemdiskussion.....	7
1.3	Syfte.....	9
1.4	Avgränsningar.....	9
1.5	Disposition.....	10
2	METOD.....	11
2.1	Data.....	11
2.2	Bortfall.....	14
2.3	Analysmetod.....	15
2.3.1	Hypotesprövning.....	16
2.3.2	Test av modellen.....	16
2.4	Validitet.....	17
2.5	Reliabilitet.....	18
3	TEORI.....	19
3.1	Uppköp och företagsförvärv.....	19
3.2	Varför förvärvas företag?.....	21
3.2.1	Synergimotiv.....	22
3.2.2	Undervärdering.....	23
3.2.3	Ledarskapsmotiv.....	24
3.2.4	Tredjeparts motiv.....	24
3.3	Tidigare forskning och teoretisk referensram.....	25
3.4	Ledningsineffektivitetshypotesen.....	32
3.5	Undervärderingshypotesen.....	33
3.6	Obalanshypotesen.....	34
3.7	Transaktionshypotesen.....	35

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

4	EMPIRISK METOD.....	36
4.1	Variabler.....	36
4.1.1	Beroende Variabel.....	37
4.1.2	Avkastning på eget kapital.....	38
4.1.3	Avkastning på totalt kapital.....	38
4.1.4	Resultat i relation till omsättning.....	38
4.1.5	Marknadsvärde mot bokfört värde.....	39
4.1.6	P/E – talet.....	39
4.1.7	Balanslikviditet.....	40
4.1.8	Kassa i relation till totala tillgångar.....	40
4.1.9	Skulder i relation till totala tillgångar.....	40
4.1.10	Skulder i relation till eget kapital.....	41
4.1.11	Omsättning i relation till totala tillgångar.....	41
4.1.12	Storlek.....	41
4.2	Regressionsmodell.....	42
4.3	Hypotesformulering.....	43
5	RESULTAT OCH ANALYS.....	46
5.1	Resultatöversikt.....	46
5.1.1	Variabelbortfall.....	49
5.2	Medelvärde, median och t-test.....	50
5.3	Koefficienter och förklaringsgrad.....	53
5.4	Test av modellerna.....	62
6	SLUTSATS.....	65
7	KÄLLFÖRTECKNING.....	68
	Litteratur.....	68
	Artiklar.....	69
	Internet.....	71
	Databaser.....	71
	Orefererade källor.....	71
	Årsredovisningar.....	72
BILAGOR	I Företag som ingår i undersökningen.....	73
	II Korrelationsmatris.....	75

1 INLEDNING

I detta avsnitt introducerar vi läsaren för vårt valda uppsatsämne och förklarar det problemområde som undersöks. Genom att strukturera problem, syfte och avgränsningar i vårt arbete ämnar vi ge en tydlig bild av undersökningen som görs och presenteras i detta arbete.

1.1 Bakgrund

Uppköp och företagsförvärv, d.v.s. då företag köper upp andra företag, är något som idag är en naturlig del av ett företags tillväxtprocess (Olve 1988). Förvärv av företag kan bero på olika orsaker och kan ske genom olika metoder, gemensamt brukar dock vara att man i det förvärvade företaget ser diverse faktorer som tilltalar det förvärvande företaget, varför ett köp genomförs. Aktiviteten på förvärvsmarknaden har ända sedan början av 90-talet tilltagit och ökad kontinuerligt genom åren (Giovanni, 2003). Det finns undersökningar som visar att aktiviteten går i vågor och att detta beror av makroekonomiska variabler och förändringar i makroklimatet, såsom lagstiftning, konjunktur, ränteläge o.s.v. (Rhodes-Kropf et al 2004).

Det finns diverse anledningar till att företag förvärvas, och förvärv kan ske genom att det integreras horisontellt eller vertikalt. Vilken ansats som än väljs för att köpa målföretaget finns det en stark drivkraft att identifiera och lokalisera en uppköpskandidat som passar in i den övergripande strategi som företaget eller koncernen har. Företagsförvärv uppfattas som viktiga, bl.a. eftersom de involverar strategiska förändringar, betydande transaktionssummor och stora risker. (Olve, 1988) Vissa svenska företag är mycket förvärvsintensiva både i kraft av sin affärsmodell och av sin storlek samt på grund av företagsledningens aktivitet (Sevenius, 2003).

Trots detta faktum finns det bevis som talar för att de flesta företagsförvärv blir ”misslyckade”, d.v.s. att de ekonomiska och strategiska mål som initialt förväntades i och med förvärvet inte nås (Ibid).

När ett företag vars egna kapital är marknadsnoterat och därmed marknadsvärderat, så behöver det förvärvande företaget i regel bjuda över detta prisgolv, för att kunna erhålla aktierna i målbolaget. Detta överpris av förvärvaren tyder uppenbarligen på en tro om att genom ett förvärv kommer att kunna få tillbaka de pengar man lagt ut och mer därtill. Genom det överpris som betalas för målbolagets aktier finns det ett uppenbart värde att inneha aktier i det bolag som förvärvas. Man kan på mycket kort tid få en, relativt marknaden, hög avkastning genom sitt ägande i det förvärvade bolaget, genom att positionera sig i en uppköpskandidat. Det finns ett värde att ha en uppfattning om vilket företag som skulle kunna vara en uppköpskandidat. Många undersökningar på detta tema har gjorts (Palepu, 1986; Agrawal et al., 2003; Powell, 2004) där man utgår ifrån företagens redovisade nyckeltal som en källa för information i sökandet av en uppköpskandidat. Genom kunskap om företagens finansiella nyckeltal kan framförallt småinvestorer med kort placeringshorisont, hitta företag vars aktier avkastar mer än genomsnittet genom att identifiera uppköpskandidater (Grönwall, 2005).

1.2 Problemdiskussion

I processen att hitta målbolag, sålla tänkbara förvärv görs en rad genomgripande undersökningar av målbolaget. Processen består av ett antal steg där både förarbete, själva genomförandet och efterarbetet innefattas. (Olve, 1988) Vår fokus ligger på de urval och kriterier som sätts upp i förarbetet då själva förvärvsstrategin utformas. I grova drag brukar tre olika parametrar utvärderas ifråga om att hitta ett optimalt förvärv (Ibid):

- Strategisk passform
- Kulturell passform
- Finansiella karaktärsdrag

De olika parametrarna utvärderas systematiskt i förvärvsprocessen för att identifiera målbolag som passar in i den övergripande förvärvsstrategin (Ibid). Studier visar att det finns en rad finansiella och ekonomiska nyckeltal som är karaktäristiska för det uppköpta företaget (Zanakis et al., 1997; Alcalde et al., 2003; Powell, 2004), och att man härav skulle kunna utnyttja detta för att positionera sig i en uppköpskandidat för att därigenom överavkasta.

Andra studier fastslår att det inte går att identifiera speciella finansiella karaktärsdrag hos det uppköpta bolag (Agrawal et al., 2003). Vårt undersökningsproblem utgår ifrån de vissa på förhand specificerade finansiella nyckeltal som kan sägas vara gemensamma för varför man kan tänkas köpa ett bolag, i jämförelse med ett bolag som inte blivit uppköpt. Vid sökandet av en idealkandidat föreslås följande kvantitativa mätningar baserat på empirisk data:

Tillväxtparametrar	(Sorensen, 2000)
Lönsamhetsmått	(Cudd et al 2000)
Skuldsättningsmått	(Hasbrouck, 1985)
Likviditetsmått	(Chen et al 1997)
Storlek	(Bergström m.fl. 2005)
Marknadsrelaterade mått	(Powell, 1997)

Vår tes är att de uppköpta bolagens nyckeltal är mer attraktiva ur investeringssynpunkt än andra bolag. Ett lågt p/e-tal visar exempelvis att ett företag har höga vinster i förhållande till sin marknadsvärdering.

Det brukar vara populärt i ekonomisk dags- och veckopress att lista bolag som riskerar att köpas upp (se exempelvis Dagens Industri, 2006-04-05, artikeln "Efter Gambro – Här är fler uppköpskandidater" av Tomas Linnala och Björn Wilke). Listorna utgår från diverse ekonomiska och finansiella nyckeltal som anses indikera att ett företag utgör ett lämpligt föremål för uppköp. Det finns emellertid förvånansvärt få vetenskapliga fakta som styrker dessa påståenden i forskning gällande svenska förhållanden.

Vår frågeställning för denna undersökning är således:

- *Vilka ekonomiska och/eller finansiella nyckeltal är karaktäristiska för företag som varit föremål för uppköpsbud?*

1.3 Syfte

Syftet med undersökningen är att påvisa om ett företag är en trolig uppköpskandidat. Vi identifierar ekonomiska och finansiella nyckeltal som är karaktäristiska för ett förvärvat företag jämfört med andra icke uppköpta företag.

1.4 Avgränsningar

De företag vi undersöker är sådana som varit föremål för uppköpsbud under den senaste femårsperioden, dvs 2001 – 2005. Vi avgränsar oss från bolag som inte är noterade på Stockholmsbörsens A- och O-lista, eftersom denna data är mer svårtillgänglig. Vi avgränsar oss från att undersöka företag som verkar inom de finansiella sektorerna, eftersom dessa har mycket branschspecifika egenskaper och säregna nyckeltal. Företag som köpt upp andra företag för att därigenom köpa egna aktier avgränsar vi oss även från i denna undersökning (såsom exempelvis fallet då Scania köpte Aina AB). I de fall då ett företag är föremål för uppköp vid flera tillfällen, sker avgränsning till det första budtillfället, eftersom de egenskaper som gjort företaget attraktivt för uppköp förelåg redan då det första uppköpsbudet lades. Vi avgränsar oss också från att undersöka bransch-tillhörighetens betydelse för att bli uppköpt, eftersom uppköpen företrädesvis inträffar i vissa branscher under vissa tidsperioder.

1.5 Disposition

Kapitel 1 – Inledning

I det första kapitlet ges en bakgrund till det problem och den fråga som avhandlas i denna uppsats. Från bakgrunden följer en beskrivning av det problemområde som vår forskningsfråga rör sig i, samt en diskussion om varför vi valt detta ämne. Utifrån problemdiskussionen följer vår frågeställning, d.v.s. den fråga som vi ämnar finna svar på i undersökningen. Syfte och avgränsningar konkretiserar vårt undersökningsproblem och inom vilka ramar vi rör oss inom i vår undersökning.

Kapitel 2 – Metod

I det andra kapitlet presenteras den vetenskapliga metod som vi använder oss av i arbetet. Här specificeras vilken data som används och hur den inhämtas, samt hur den sedan bearbetas för att få fram resultaten. Även en diskussion om validitet och reliabilitet i undersökningen görs.

Kapitel 3 – Teori

I det tredje kapitlet presenteras tidigare undersökningar som är gjorda på ämnet och resultaten diskuteras. Här kommer även den teoretiska bakgrunden för vårt arbete att gås igenom, såsom teorier för företagsförvärv. De teorier som ligger till grund för vår undersökning presenteras.

Kapitel 4 – Empirisk metod

I det fjärde kapitlet presenteras vilken data som använts och varför.

Kapitel 5 – Resultat och analys

I det femte kapitlet redogör vi för vilka resultat vi erhåller i vår undersökning. Vi framställer resultaten och systematiskt återger dem både i tabellform och löpande text. I anslutning till resultaten analyseras de även.

Kapitel 6 – Slutsatser

I det sjätte kapitlet förs en slutdiskussion utifrån de resultat som erhålls och de tidigare undersökningar och artiklar som studeras.

2 METOD

I detta avsnitt presenteras hur undersökningen har strukturerats och utformats. Detta görs genom att gå igenom de olika delar i undersökningen som är centrala för att kunna förstå och reproducera en liknande undersökning. Meningen med avsnittet är att läsaren efter att ha läst detta avsnitt skall ha en grundlig förståelse för hur vi praktiskt angriper problemet.

2.1 Data

Vår undersökning går ut på att kontrollera de faktiskt uppköpta företag med utgångspunkt från ett antal variabler (nyckeltal). Dessa variabler tror vi har påverkan för att just detta företaget har blivit uppköpt, varför vi undersöker dessa. Genom att kontrollera alla uppköp som skett under en femårsperiod på Stockholmsbörsens A- och O-lista får vi underlaget för vilka företag som skall ingå i vår undersökningsgrupp. Detta görs genom att ta med alla företag som enligt Stockholmsbörsens hemsida (www.stockholmsborsen.se) varit ämne för uppköp under perioden 2001-2005. Datan inhämtas genom att ta de senast publicerade siffrorna för perioden (räkenskapsåret) innan budet, i regel gäller datan för det närmaste helåret före budet. För denna data används årsredovisningar i tryckt eller elektronisk form. Samma princip tillämpas på det matchade företaget i kontrollgruppen, alltså buddatumet för det förvärvade företaget styr tidpunkten för när data inhämtats om det par-matchade företaget i kontrollgruppen. Datan bearbetas och estimeras i dataprogrammet EViews, genom att mata in de nyckeltal som vi får i programmet och använda den deskriptiva statistik och siffror som EViews ger.

Den data som används har i regel varit genom elektroniska medier, antingen direkt via företagets hemsida eller olika elektroniska databaser som tillhandahåller årsredovisningar: www.ad.se, www.waymaker.se, www.rapporter.nu, www.bit.se, www.di.se, www.alertir.com. I vissa fall används tryckta årsredovisningar eller andra tryckta dokument som visar den information som vi behöver, såsom noteringsprospekt (AssiDomän, MediTeam och Jacobson&Widmark).

De köpta bolagen var 57 till antalet (se bilaga 1 för närmare beskrivning) och en viss rensning sker för att få fram dessa företagen (se avsnitt 1.4 Avgränsningar för vilken rensning som gjorts). Totalt undersöks 114 företag, varav hälften varit föremål för uppköpsbud under åren 2001 – 2005 (www.stockholmsborsen.se) och den andra hälften utgör kontrollgrupp.

Kontrollgrupp

Kontrollgruppen behövs för att avgöra de olika faktorernas påverkan. Valet av de företag som utgör kontrollgrupp görs med avsikten att matcha de uppköpta företagen utifrån tid- och branschbasis med ett kontrollföretag.

Varje företag som blivit uppköpt matchas med ett företag inom samma bransch under samma år som inte blivit föremål för uppköpsbud. Eftersom undersökningen inte undersöker branschtillhörighetens betydelse anser vi att detta är det förfarande som bäst svarar på frågan om varför ett företag blir uppköpt, men inte ett annat. Efter att de matchas, och på så sätt försäkrat oss om att kontrollgruppen motsvarar de uppköpta företagen i de avseenden vi önskar, analyseras företagen och dess nyckeltal inte längre som enskilda företag, utan endast som element ingående i olika grupper. Totalt omfattar undersökningen 57 st uppköpta företag som parvis matchats med 57 företag som ingår i kontrollgruppen. Ett noggrant urval görs vid valet av företag som skall ingå i kontrollgruppen och följande egenskaper anser vi ger den mest rättvisa kontrollgruppen:

- Uppköpskandidatens bransch och kontrollföretagets bransch skall i så stor utsträckning matcha varandra
- Företagen i de båda grupperna som parvis matchats skall i så stor utsträckning ha en verksamhet som påminner varandra
- Företagen i kontrollgruppen skall i så stor utsträckning som möjligt inte varit ett ämne för uppköp under eller efter perioden som matchningen omfattar
- Andelen företag i kontrollgruppen skall vara lika med de uppköpta företagen med hänsyn taget till uppköps-år och branschtillhörighet

Tabell I. Målbolag och kontrollföretag redovisade efter uppköpsår.

År	Uppköpskandidater	Kontrollgrupp
2001	16	16
2002	8	8
2003	15	15
2004	10	10
2005	9	9

Tabell II. Målbolag och kontrollföretag redovisade efter branschtillhörighet.

Bransch	Uppköpskandidater	Kontrollgrupp
Telekomoperatörer	2	2
Informationsteknik	17	17
Fastigheter	9	9
Hälsovård	5	5
Sällanköpsvaror och -tjänster	5	5
Industrivaror och -tjänster	12	12
Material	4	4
Energi	3	3

Det är stor spridning på omfattningen ifråga om materialet i andra internationella undersökningar av samma typ. Undersökningsmässigt motsvarar vår undersökning av en rad tidigare undersökningar däribland Hasbrouck, 1985; Powell, 1997; Sorensen, 2000; Alcalde et al., 2003 som vi har som förebild ifråga om metod, hypoteser, antal företag, kontrollgruppens storlek och omfattning i tid. Dock omfattas olika tidsspann i undersökningarna och vi använder oss av andra nyckeltal och beräkningar som är adekvata för tidsperioden vi väljer.

För de företag som ingår i undersökningen, antingen som uppköpskandidater, eller som kontrollgrupp, insamlas uppgifter och nyckeltal som gäller för bokslutsåret närmast före buddatumet för målbolaget. Ifråga om kontrollgruppen utgår vi från samma dag för uppgifterna som den matchade uppköpskandidaten. Detta görs för att undvika att det insamlade materialet påverkas av att det uppköpande företaget kan ha börjat köpa aktier i uppköpskandidaten redan innan uppköpet ägt rum, och tagit så kallad position i det företaget.

2.2 Bortfall

I vår sökning av finansiella nyckeltal har vi sex bortfall i fråga om uppköpta företag. I alla sex fallen beror bortfallen på att adekvat finansiell information om företagen inte går att tillgå. Följande sex företag faller bort ur vår undersökning:

<u>Företag</u>	<u>Buddatum</u>
Lundin Oil	2001-06-21
Avesta Polarit	2001-12-10
MediTeam	2001-12-28
Pharmacia	2002-07-15
Bostads AB Drott	2004-05-29
Fabege	2004-07-19

Detta får givetvis konsekvenser för vår undersökning, som p.g.a. dessa bortfall tappar något i kvalitet och förklaringsvärde. Bortfallet motsvaras av 10,53% av undersökningens urval. I bortfallet återfinns två fastighetsbolag, Drott och Fabege, två företag inom medicinalektorn, MediTeam och Pharmacia, samt två företag som respektive är råvarubolag, Lundin Oil och verkstadsföretag, Avesta Polarit. Storleksmässigt är det övervägande stora bolag (i totala tillgångar räknat) som faller bort från undersökningen. Pharmacia, Avesta Polarit, Drott och Fabege får ses som stora bolag. Lundin Oil är ett medelstort företag medan MediTeam är ett litet företag i detta sammanhang.

2.3 Analysmetod

Eftersom vi i undersökningen vill ta hänsyn till mer än en enda förklarande variabel, måste vi använda oss av en multipel regression (Andersson et al., 1994).

Den beroende variabeln om företaget blivit föremål för uppköp eller ej, är kvantitativ och kan endast anta värdet 1 eller 0. Detta värde ska tolkas som sannolikheten för att ett uppköp äger rum, och teoretiskt sett kan variabeln anta alla värden mellan 1 och 0. En sådan modell kallas Linear probability model (LPM) eller binary choice model. Skulle en vanlig regressionsmodell användas, skulle inte det förutspådda värdet säkert ligga mellan 0 och 1, och därför måste vi använda logit-modellen, enligt följande formel, där P betecknar den beroende variabeln:

$$\ln\left[\frac{P}{1-P}\right] = \alpha + \beta X + u$$

$$\Rightarrow P = \left[\frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \beta X + u)}}\right]$$

Grafiskt kan den logistiska kurvan beskrivas på följande sätt:

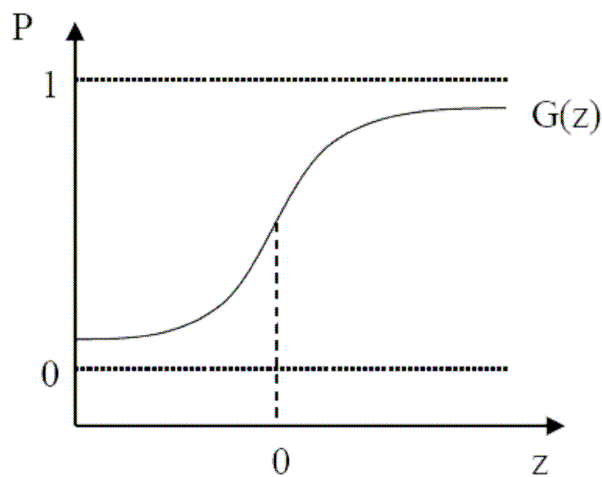


Bild 1. "Binary response model". Norrman, Svensson & Thell (2005) "Vilka faktorer påverkar VD-byte på den svenska marknaden?", Magisteruppsats, Lunds Universitet, s.15.

Från modellen är det väldigt tydligt att värdet för P aldrig kan överstiga 1 eller understiga 0. (Ramanathan, 1998).

Enligt ovanstående innebär det att den generella modellen för denna typ av regression ser ut som följande:

$$f(X_i) = \alpha_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots + \beta_i X_i + u$$

Modellen representeras av formeln ovan där den beroende variabeln är sannolikhet för uppköp och de förklarande variablerna är de som specificeras i avsnitt "4.1 Variabler". Vår modell återger alltså den beroende variabeln som sannolikheten att bli uppköpt, P_i , utgående ifrån diverse nyckeltal X_i . Tolkningen av modellen är således att för varje enhet som X_i ändras så ökar eller minskar sannolikheten för uppköp med B_i enheter. Köpta företag kodas med en etta (1), medan kontrollföretag kodas med en nolla (0).

2.3.1 Hypotesprövning

Vi sätter upp en nollhypotes och en mothypotes för att testa våra variabler.

$H_0: \beta_X = 0$, är vår nollhypotes, som innebär att den valda variabeln inte har något förklaringsvärde för den oberoende variabeln när de andra variablerna hålls oförändrade. De gånger vi finner att nollhypotesen håller, kan vi avfärda att variabeln har någon betydelse för om företaget är föremål för ett uppköp eller inte. Mothypotesen kommer att vara $H_1: \beta_X \neq 0$, vilket innebär att beta är signifikant skiljt från noll. Normalfördelning används för att göra dessa tester.

2.3.2 Test av modell

Som en del av undersökningen testas vår prediktionsmodell på ett antal företag, som inte finns bland uppköpskandidaterna 2001-2005, eller bland de kontrollföretag vi tidigare använt, för att testa modellens duglighet. De företag vi väljer att testa modellen mot, är de som hittills blivit föremål för uppköpsbud under 2006, samt en grupp av företag som inte blivit uppköpta under samma period. Dessa matchas på samma sätt som tidigare. För varje företag vi undersöker matar vi in de nyckeltal som enligt undersökningen förklarar om ett företag blir föremål för uppköp eller ej. Om vår modell är användbar, och samma karaktärsdrag gäller för uppköpskandidater under perioden vi undersökt som under 2006, har den beroende variabeln för de företag som blivit uppköpta under 2006 ett värde som ligger över 0,5. Kontrollföretag, som inte varit ämne för uppköp, bör anta ett värde som ligger under 0,5. Följande företag ingår i modelltestningen:

Köpta företag (2006)

Gambro

Glocalnet

JC

Klippan

Resco

Strålfors

Kontrollföretag

Karo Bio

Teligent

H&M

SCA

Scribona

Bong Ljungdahl

2.4 Validitet

Validitet innebär ett mätinstruments förmåga att mäta det man avser att det ska mäta. Inre validitet innebär överensstämmelse mellan begrepp och de mätbara definitionerna av dem. Yttre validitet innebär överensstämmelse mellan erhållna mätvärde och verkligheten. Den yttre validiteten är beroende av den inre och den går inte att bedöma utan att veta hur det empiriska materialet samlats in, och hur det ser ut. (Eriksson et al, 1997)

För att minimera risken för bristande inre validitet använder vi oss av nyckeltal, vars förmåga att mäta det vi önskar är väl dokumenterat i tidigare forskning (se Tabell III s.44-45). Eftersom vi är delaktiga i att samla in andrahandsmaterial, måste vi förlita oss på att den yttre validiteten stämmer. För att känna oss trygga i detta väljer vi att använda publicerade och offentliga årsredovisningar och bokslutskommunikéer, som måste anses som pålitliga i sina faktauppgifter. Den valda regressionsmodellen är även den rikligt dokumenterad i tidigare forskning såsom Palepu, 1986; Powell, 1997; Barnes, 1999 som den vanligast förekommande analysmetoden i detta sammanhang.

2.5 Reliabilitet

Reliabilitet innebär att ett mätinstrument ska ge tillförlitliga och stabila utslag, och vara oberoende av vem som undersöker (Eriksson et al., 1998).

Eftersom vår undersökning inte innehåller några intervjuer, utan enbart faktainsamling från databas/-er är slarvfel, antingen från vår sida, eller från den som matat in värdena i databasen det största hotet mot undersökningens reliabilitet. Genom att använda oss av offentligt publicerade siffror såsom årsredovisningar i så stor utsträckning som möjligt, vill vi undvika att fel föreligger i datan som insamlas. Kontroll och efterkontroll av våra egna uträkningar och siffror görs för att undvika fel från vår sida.

Bortfallen i denna undersökning påverkar dock reliabiliteten som försämras. Dessa bortfall måste beaktas i analysdelen. Eftersom det är övervägande stora företag som försvinner så kan detta inverka på tillförlitligheten i vissa variabler som mäts.

3 Teori

I teoriavsnittet presenterar vi de grundläggande teorierna bakom uppköp och företagsförvärv. En genomgång görs om själva processen och varför man kan tänkas vilja köpa ett företag, samt vilka kriterier ett målbolag kan tänkas uppfylla. Vidare diskuterar vi tidigare gjorda undersökningar på området. Slutligen görs en genomgång av den teoretiska bakgrund av de hypoteser som vi använder i vår undersökning.

3.1 Uppköp och företagsförvärv

I slutet på förra århundradet ökade förvärvsaktiviteten avsevärt (Lindqvist, 2003). Värdet på förvärvsaktiviteten ökade från 0,3% av världens totala BNP år 1980 till 8% år 1999 (Ibid). Denna dramatiska ökning kan tillskrivas en rad faktorer såsom lagstiftning och mer öppna handelsgränser, men också det faktum att den globala konkurrensen stadigt ökar i allmänhet. Makroekonomiska variabler kan förklara förvärvsaktiviteten. (Giovanni, 2003) Man ser från företagshåll att uppköp är en strategi för att öka sin konkurrensförmåga. Det är just denna typ av förvärv som är intressanta för vårt vidkommande i den här undersökningen, d.v.s. vi bortser från köp av ett företags ägarandelar som en ren penningplacering. Även i Sverige är företagsförvärv vanligt förekommande om än inte lika transaktionsintensiv som den angloamerikanska (Sevenius, 2003). Det är relevant för de flesta företag att överväga ett förvärv som ett led i sin övergripande affärsstrategi (Olve, 1988). Som ett tecken på detta har antalet företagsförvärv i Sverige ökat kontinuerligt under det senaste decenniet, med toppar kring millennieskiftet (Sevenius, 2003). Antalet förvärv i Sverige har under åtta år drygt fördubblats (Ibid). Trenden bröt dock 2001 vilket har samband med den modlöshet som generellt präglade näringslivet det året (Ibid). Ett stort antal företagsförvärv under 2000 var relaterade till den snabbväxande IT-sektorn (Ibid).

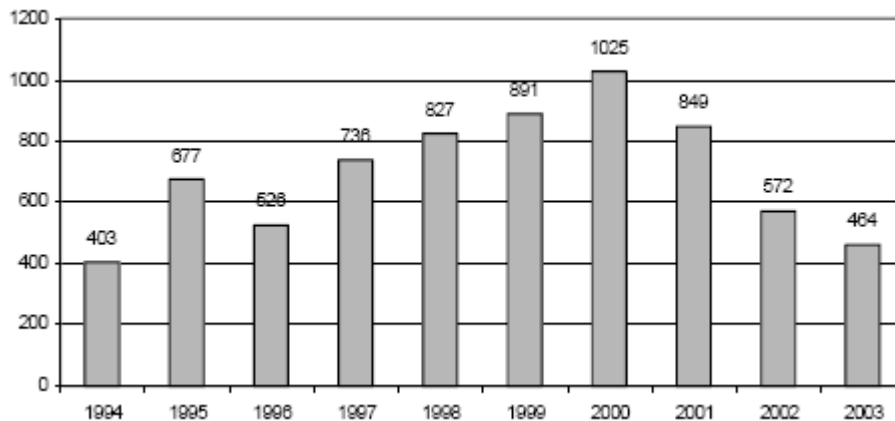


Fig 1. Antalet företagsförvärv i med svenska intressenter år 1994-2003.

(<http://www.juridicum.su.se/jurweb/utbildning/specialkurs/foretagsover/Transaktionsprocessen.pdf>)

Sett till vilka branscher som är mest transaktionsintensiva i Sverige dominerar de traditionella svenska industrierna. Tillverkningsindustrin är en bransch där förvärv är särskilt vanliga. Vissa branscher har historiskt sett varit mycket förvärvsintensiva för att senare klinga av i samband med att det endast återstår ett fåtal aktörer. Detta är fallet i exempelvis bank- och försäkringsbranschen. En bransch som starkt växer i Sverige och som även sysselsätter allt fler människor är tjänstebanschen. Detta är egentligen ett samlingsnamn för företag som erbjuder någon form av tjänst som produkt, varför branschen blir väldigt vid i sin definition. Men även på förvärvsmarknaden kan man idag se att det är dessa företag som idag utgör de allra flesta transaktionerna i antal mätt. (Sevenius, 2003)

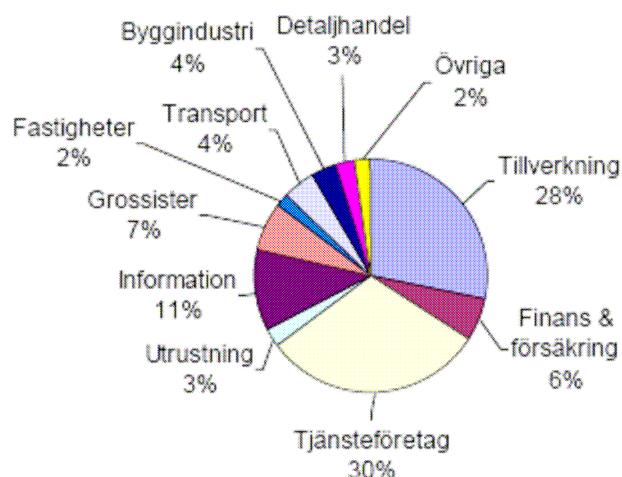


Fig 2. Antalet förvärv i Sverige indelat i respektive bransch 2002.

(<http://www.juridicum.su.se/jurweb/utbildning/specialkurs/foretagsover/Transaktionsprocessen.pdf>)

Många företag ser det som en naturlig sak att försöka hitta lämpliga uppköpskandidater för en eller annan anledning. Det finns företag som inom organisationen engagerar personal i ett aktivt sökande efter företag att förvärva, även en extensiv konsultverksamhet inom området finns idag att tillgå. (Olve, 1988)

Ett företag som genomför ett köp av ett annat företag, d.v.s. genomför ett företagsförvärv, köper definitionsmässigt målbolagets aktier. Ett förvärv kan ske genom att det köpande företaget köper målbolagets samtliga aktier eller köper en majoritetsandel av dem, vanligen mer än 50%. Ett fullständigt förvärv definieras som ett förvärv där målbolagets samtliga aktier köps. Detta innebär att det köpande företaget får fullständig kontroll över målbolaget och därmed en fullständig bestämmanderätt i praktiken. Företagsförvärv genomförs av företag för att uppnå någon form av strategiskt eller finansiellt mål, och kan liknas vid ett investeringsbeslut. (Kristensen, 1999) Detta innebär att två organisationer går samman ofta med helt olika företagskultur för att forma ett gemensamt värdesystem. Ofta är ett företagsförvärv ett alternativ till att växa på egen kraft, det som även benämns som att växa organiskt. Genom att köpa andra företag kan man på så sätt växa utan att skapa någon egentlig intern tillväxt. Företag tycks föredra det ena eller det andra sättet att växa mer under vissa perioder. Forskningsresultat (Giovanni, 2003; Rhodes-Kropf et al., 2004) stödjer denna teori om att företagsförvärv sker i vågor, där perioder av intensiv uppköpsaktivitet avlöser perioder av mer avstannande aktivitet på förvärvsmarknaden. Varför man i vissa tider föredrar att växa genom förvärv hellre än att växa organiskt är inte fullt ut klarlagt, men det finns resultat som pekar på att diverse makroekonomiska variabler styr aktiviteten (Sudarsanam, 1995).

3.2 Varför förvärvas företag?

Motivet för att köpa ett annat företag kan definieras inom ramen för köparens övergripande affärsstrategiska mål (Olve, 1988). Enligt den neoklassiska skolan formuleras strategin för förvärv av ledningen ur ett aktieägarperspektiv, d.v.s. affären skall maximalt gynna ägarna i bolaget. I detta fall är alltså aktieägarnas intressen överordnade och ledningens egenmotiv underordnade. I stora företag och koncerner är det dock i praktiken mycket svårt för ägarna att utöva någon större kontroll av den tillsatta ledningen och agentkostnaderna ökar med ökad ägarspridning. (Jensen et al., 1976) Företagsförvärv drivna av motiv där ledarstabens egenintressen sätts först kan misslyckas och underminera ägarvärden (Sudarsanam, 1995).

Motiven till företagsförvärv skiftar. Många motiv till att köpa och sälja företag är gemensamma men i varje förvärv framhävs olika saker och strategiska mål. Avgörande om ett företagsförvärv ses som en lyckad affär kan mätas och kan sägas vara en kombination av timing och genomförande. (Bert et al., 2003) Många branscher konsolideras idag och färre och färre företag står för en allt större marknadsandel. Företagsförvärv kan vara ett sätt att exempelvis stävja olönsamhet, överkapacitet eller få tillgång till nya marknader. (Kristensen, 1999) Motiven för att köpa upp ett annat företag kan vara olika från situation till situation, men beror ofta på något som det uppköpande företaget efterfrågar och det ”säljande” företaget har. I litteraturen finns ett antal motiv till varför man förvärvar ett företag, vilka kan sammanfattas i grupper och undergrupper såsom gjorts nedan i avsnitt 3.2.1 – 3.2.4 (Sudarsanam, 1995; Galpin et al, 2000; Sevenius, 2003; Arnold, 2005).

3.2.1 Synergimotiv

De två bolagen är värda mer tillsammans än åtskilda

Denna klassiska definition på ett lyckat förvärv brukar ofta nämnas som ett starkt motiv för samgående. Det ökade värdet kommer ifrån ökade intäkter och/eller minskad kostnadsbas. Ibland nämns det även företagets sammanlagda kunskaper och kompetens kommer att kunna öka värdet. (Sevenius, 2003; Arnold, 2005)

Marknadskontroll

Detta är ett av de viktigaste motiven och handlar om att man köper ett företag av marknadsmässiga skäl. Exempelvis kan företag köpa upp en konkurrent för att nå marknadsdominans, eller köpa en annan aktör på marknaden för att få tillgång till dennes marknad. Normalt rör det sig om produkt- eller geografiska marknader. (Sudarsanam, 1995)

Skalfördelar

Om företag växer sig större genom förvärv leder detta ofta till lägre enhetskostnad på output. Genom att rationalisera och konsolidera produktionskapacitet till färre och större enheter kan det leda till skalfördelar i produktionen. Skalfördelar kan även nås genom att företag koordinerar sin marknadsföring och använder gemensamma distributionskanaler. (Sudarsanam, 1995; Sevenius, 2003; Arnold, 2005)

Samordning av transaktioner

Genom att sammanföra två företag i olika delar av värdekedjan kan man skapa en mer effektiv koordination på olika nivåer. Fokus är på kommunikationskostnader och kostnader för övervakning. (Arnold, 2005)

Tillgång till nya marknader och industrier

Om ett företag har för avsikt att etablera sig på en ny marknad, men saknar kompetensen och kunskapen, kan lösningen vara att köpa en redan existerande aktör på denna marknad. (Galpin et al., 2000)

Skatteeffekter

I vissa länder är det tillåtet att kvitta tidigare förluster mot nuvarande vinster. Genom att köpa ett företag som gör en förlust kan kvittning ske i moderbolaget. (Sevenius, 2003; Arnold, 2005)

Riskdiversifiering

Detta är ett av de starkaste motiven till varför exempelvis konglomerat-approachen tillämpas vid företagsförvärv. Förvärvaren köper här ett företag som inte alls behöver ha med ens kärnverksamhet att göra, just för att minska risken i sin produktportfölj. Det kan också handla om företag vars produkter är starkt säsonganknutna och därför köper företag vars produkter jämnar ut omsättningsfluktuationerna. (Arnold, 2005)

3.2.2 Undervärdering

Göra sig av med inkompetent och ineffektiv ledarstab

Det kan uppfattas som om ett målbolag har goda utsikter trots att det visar dåliga ekonomiska och finansiella siffror. Ett förvärvande företag kan anse sig ha bättre möjligheter att driva det befintliga affärskonceptet vidare mer effektivt och lönsamt i egen regi. (Arnold, 2005)

Undervärderade aktier

Här menar man att aktiemarknaden i alla lägen inte prissätter ett företags aktier korrekt, d.v.s. ett företag tror sig komma över en annan företags aktier till rabatterat pris. (Arnold, 2005)

3.2.3 Ledarskapsmotiv

Bygga imperier

Här utgår man ifrån att förvärvet egentligen genomförs p.g.a. egenintressen hos ledningen, varav ett kan vara att bygga ett så stort företag som möjligt. (Sudarsanam, 1995)

Status/Makt

Ett större företag kan innebära att ledande befallningshavare får en högre status. Det kan också handla om ett personligt maktmotiv. (Sudarsanam, 1995; Sevenius, 2003)

Högre belöning/lön/ersättning

Ju större ett företag man är ledare för desto högre ersättning får befallningshavaren i regel, därav blir det en fråga om högre ersättning om företag växer genom förvärv. (Sevenius, 2003)

Överlevnad

Genom att företag, som liten aktör, växer genom förvärv för att skydda sig mot att själv bli uppköpt. (Arnold, 2005)

Ledigt kassautrymme

Om ett företag gjort alla investeringar som inbringar ett positivt nuvärde kan företaget vid periodens slut ha ytterligare pengar över. Om man inte längre kan investera lönsamt inom företagets projektram, kan köp av ett annat företag ses som ett alternativ. (Sevenius, 2003)

3.2.4 Tredjeparts motiv

Konsulter

Det finns ett stort antal välavlönade konsulter som tjänar mycket på att ett förvärv genomförs. Deras arbete går i princip ut på att matcha ett köpande och ett säljande företag, varför påtryckningar från dessa individer kan få ett förvärv att genomföras. (Arnold, 2005)

Påtryckning från kunder och/eller leverantörer

Detta motiv kan komma av att kunder ser det som nödvändigt att använda sig av färre leverantörer. Då sker en konsolidering av antalet underleverantörer. (Arnold, 2005)

3.3 Tidigare forskning och teoretisk referensram

Det finns en hel del tidigare forskning att tillgå, och en rad vetenskapliga undersökningar har tidigare gjorts på ämnet. Man insåg tidigt från forskarhåll värdet av att kunna förutse speciella karaktärsdrag hos det uppköpta bolaget. Redan i industrialismens vaggå förvärvades företag av andra företag (Sorensen, 2000). Då som nu till en prispremie gentemot marknadspriset, därav var intresset för forskningen väckt.

De tidigaste undersökningarna på ämnet kan dateras till 1970-talet, och en del av de undersökningarna kan påvisa särskilda karaktäristika hos det uppköpta företaget utgående ifrån deras ekonomiska och finansiella nyckeltal. Genom att använda data från perioden precis före ett uppköp och statistiska modeller, såsom multipel diskriminant analys eller logit regression, kunde forskare klassificera en hög procentandel av de förvärvade företagen. Man hävdade mellan 60% och 90% säkerhet för att kunna förutse en uppköpskandidat. (Ibid)

I en tidig undersökning av Palepu (1986) konstateras att många av de tidigare undersökningarna är för optimistiska i sina bedömningar av möjligheten att förutsäga en uppköpskandidat, då han menar att undersökningen i sig inte var överensstämmande med vad som hade förutsatts i metodbeskrivningen. Det faktum att Palepu i sin undersökning får en lägre förklaringsgrad menar han stödde sin egen tes om att de tidigare undersökningarna var metodologiskt felbyggda.

I sin undersökning utgick Palepu (1986) ifrån 163 målbolag och 256 kontrollföretag som han genom att undersöka 9 olika variabler (ekonomiska och finansiella nyckeltal) ville påvisa speciella karaktäristika. Palepu (1986) fann att hans modell var statistiskt signifikant. Men vid en kontrollkörning av 30 köpta företag och 1087 icke uppköpta företag fann han att för många av de icke uppköpta företagen gav utslag som uppköpskandidater för att konstatera att de går att göra abnorm avkastning på aktiemarknaden genom att identifiera uppköpskandidater.

I en studie av Chen & Su (1997) undersöks om det finns skillnader i inhemska förvärv och förvärv av utländska bolag. I studien formuleras hypotesen att de företag som förvärvas från utländska marknader är mer teknikintensiva än de inhemska. Deras empiriska resultat påvisar en signifikant skillnad emellan bolagen. För att särskilja olika målbolag utgår man bland annat ifrån teserna om ledningsineffektivitet, obalans mellan resurser och tillväxtmöjligheter, undervärdering och transaktionsteser. Chen & Su (1997) spaltar sedan ner dessa teser i ett antal kvantifierbara nyckeltal som de använder i en regressionsanalys. De variabler man använder sig av är bland annat;

- Avkastning på totalt kapital (RT)	Lönsamhetsmått
- Avkastning på eget kapital (RE)	Lönsamhetsmått
- Kassalikviditet	Obalansmått
- Balanslikviditet	Obalansmått
- FoU kostnader i förhållande till försäljning	Obalansmått
- Market-to-book-värde	Undervärderingsmått
- Totala tillgångar (storlek)	Transaktionsmått

Chen & Su (1997) finner signifikanta skillnader i ekonomisk och finansiell karaktäristika mellan inhemska och utländska målbolag. Man finner bland annat skillnader i målbolagens teknologi, likviditet (obalans), lönsamhet och storlek.

Paul Barnes undersökte 1999 om man kan förutse en uppköpskandidat utgående ifrån deras redovisade nyckeltal. I undersökningen studeras företag på den brittiska marknaden som varit föremål för uppköp mellan åren 1991 och 1993 och kontrollföretag som inte varit det. Barnes använder sig av en logit regressions-modell för att påvisa sannolikheten för att bli uppköpt. De förklarande variabler som Barnes utgår ifrån var kvantifikationer (subgrupper) av de 5 huvudgrupperna som han anser vara styrande för ett förvärv. Analogt med den förra undersökningen av Chen & Su (1997) är dessa; (1) ineffektiv ledning, (2) undervärdering, (3) Obalans mellan resurser och tillväxtmöjligheter, (4) ineffektiv finansiell struktur och (5) storlek. För att kvantifiera dessa och mäta sannolikheten valdes ett antal variabler till de fem huvudgrupperna som ansågs påvisa de olika (1-5) anledningarna till uppköp;

- (1) Rörelseresultat / Omsättning
Rörelseresultat / Eget Kapital
Vinsttillväxt över den senaste treårsperioden
Price / Earnings (P/E)
Genomsnittlig utdelning de senaste tre åren / Eget Kapital
Utdelningstillväxt de senaste tre åren
- (2) Marknadsvärde / Eget Kapital (Marknadsvärde = aktiepriset två månader
innan bud * antal aktier) [MKBK]
- (3) Omsättning / Totala Tillgångar
Omsättningstillväxt de senaste två åren
Omsättningstillväxt de senaste tre åren
Omsättningstillgångar / Kortfristiga skulder
Omsättningstillgångar minus kortfristiga skulder / Totala Tillgångar
- (4) Långfristiga skulder / Totala Tillgångar
(Vinst före skatt + utgiftsräntor) / Utgiftsräntor
Långfristiga skulder / Eget Kapital
- (5) Marknadsvärde två månader före uppköpsbud

Resultaten som Barnes (1999) finner var de samma som föregående studier visat, d.v.s. att modeller byggda på att identifiera karaktäristiska nyckeltal är oförmögna för att nå abnorm avkastning på marknaden. Modellen är signifikant och påvisar skillnader mellan uppköpta och icke uppköpta företag, men förklaringsvärdet är inte tillräckligt starkt för att uteslutande använda Barnes modell att nå abnorma avkastningar.

Cudd & Duggal undersökte 2000 olika branschspecifika karaktärsdrag för att identifiera uppköpskandidater. Man replikerar i princip tidigare undersökningar med tillägg för en variabel som ansågs påvisa branschspecifika drag. Cudd & Duggal (2000) formulerar sex hypoteser där de för att göra hypotesprövning använde olika nyckeltal som anses påvisa hypoteserna. För att testa nyckeltalens signifikans användes en Logit-regression. I modellen som utgick ifrån förvärv på den amerikanska marknaden undersöktes 108 uppköpta företag mellan åren 1987-1991, och i kontrollgruppen ingick 235 företag som ej blivit uppköpta. Som tidigare forskning visat är de sex hypoteserna som formuleras; (1) Ledningsineffektivitet, (2) Tillväxt-resurs-obilans, (3) Industri störningar, (4) Storlek, (5) Market-to-Book, (6) P/E.

För att testa hypoteserna användes en rad nyckeltal:

- (1) Avkastning på eget kapital
- (2) Omsättningstillväxt tre år innan bud
Likviditet
Långfristiga skulder / Eget kapital
- (3) Dummyvariabel som utgår ifrån om förvärv skett inom det uppköpta företagets bransch under kalenderåret då uppköpet var aktuellt
- (4) Totala tillgångar
- (5) Market-to-Book
- (6) P/E - tal

Cudd & Duggal (2000) finner i sin studie att de variabler som används ger ett signifikant resultat och ger stöd hypoteserna om ledningsineffektivitet, obalanshypotesen, storleken och industribetingade hypotesen. Man kan även påvisa att modellen identifierar uppköpskandidater som avsevärt överstiger slumpen.

Donald E. Sorensen undersöker i en artikel från år 2000 finansiell karaktäristika hos förvärvande och förvärvat företag utgående ifrån deras nyckeltal. En logistisk regressionsmodell används i undersökningen för att finna finansiell karaktäristika för att identifiera både förvärvande och förvärvade företag, samt även vilket nyckeltal som ger mest bidrag till att förklara modellen. Sorensen (2000) använder data från 286 uppköpta företag, 232 förvärvare och 217 icke uppköpta företag. Dessa analyseras utifrån 22 st nyckeltal, som kan passas in i fem huvudgrupper av nyckeltal, nämligen: Lönsamhetsmått, likviditetsmått, skuldsättningsmått, omsättningsmått och tillväxtnått. Sorensen (200) finner att det förvärvande företaget är avsevärt mycket mer lönsamt än både det uppköpta företaget och ett slumpmässigt utvalt icke uppköpt företag. Resultaten stödjer även synsättet att nutidens samgåenden och uppköp motiveras av ett sökande för lönsamhetsförbättringar och en snabb ökning av försäljning.

I en studie av Ronan Powell från 2001 undersöks hur man kan påvisa uppköpskandidater utgående ifrån deras nyckeltal, för att sedan konstruera högavkastande aktieportföljer. Han utgår ifrån två antaganden, varav den första är att man kan bedöma sannolikheten hos ett visst företag för att det skall bli uppköpt utgående ifrån olika ekonomiska och finansiella nyckeltal,

som härrör i motivet för att köpa företaget. Den andra utgår ifrån att genom att köpa aktier i dessa bolag kan avkasta mer än marknaden, d.v.s. man kan göra en abnorm avkastning då budet offentliggörs, och härav kunna konstruera portföljer som avkastar mer än genomsnittsportföljen. Metoden som Powell (2001) använder är en binomial logit modell för att påvisa sannolikheten för uppköp. I undersökningen använder Powell (2001) 471 företag som förvärvats och i kontrollgruppen ingår lika många (471 st) icke uppköpta företag. Powell (2001) utgår ifrån sex teorier för uppköp vilka inkluderar; (1) Ineffektiv ledning, (2) Undervärderat företag, (3) Disponibel kassa, (4) Storlek, (5) Real tillgångar/egendom, (6) Tillväxt-resurs-obalans. De olika variablerna för att påvisa teorierna och därmed slå fast vilket företag som är ett uppköpsobjekt var i Powells undersökning från 2001:

- (1) Rörelseresultat / Sysselsatt Kapital
- (2) Market-to-Book
- (3) Operativt kassaflöde / Totala Tillgångar
- (4) Logaritmen av Totala Tillgångar
- (5) Anläggningstillgångar / Totala Tillgångar
- (6) Tillväxt, likviditet & skuldsättning

Powell finner i sin undersökning inte stöd för hypotesen om att man kan konstruera en högavkastande portfölj med uppköpskandidater, eftersom testerna inte kan säkerställas för de kontrollföretag som modellen senare testades på som enligt hans paper inte skulle ha varit uppköpsobjekt. Däremot finner Powell att hans modell ger en högre förklaringsgrad än tidigare modeller i att identifiera uppköpskandidater utgående ifrån deras finansiella nyckeltal.

I en spansk studie från 2003 undersöker Alcalde & Espitia de olika finansiella egenskaper som differentierar faktiskt uppköpta företag mellan åren 1991 och 1997 och företag som ej varit ämne för uppköp under samma period. Man använder i studien data från 69 företag som varit ämne för uppköp och jämför dessa med 69 företag som ingår i kontrollgruppen. Man använder i undersökningen en logit-regression för att påvisa karaktärsegenskaper hos den förvärvade firman. Alcalde & Espitia (2003) utgår ifrån fyra hypoteser, varav de tre första är starkt förankrade i teori och tidigare undersökningar. Den fjärde hypotesen försöker påvisa att kostnader för själva förvärvet också har en inverkan för vilket bolag som köps, vilka benämns som transaktionskostnadshypotesen. De olika hypoteserna innefattar; (1) Lednings-

ineffektivitet, (2) Undervärdering av målbolaget, (3) Tillväxt-resurs obalans, (4) Transaktionskostnader. Man använde sedan ett antal nyckeltal för att påvisa hypoteserna:

- (1) Avkastning på eget kapital
- (2) MKBK
- (3) Dummyvariabel för obalans, där P/E-talet mäts i förhållande till ett branschgenomsnitt
Skuldsättningsgrad
Likviditet
- (4) Storlek
Ägarkoncentration
Ledningens ägande i bolaget

Resultaten i Alcalde & Espitias undersökning från 2003 visar på att företag som blev uppköpta generellt sett inte var karaktäriserade av sämre lönsamhet eller var undervärderat jämfört med andra företag som verkade inom samma bransch. Detta, menar författarna, gör det svårt att hävda huvuddelen av de uppköp som genomförs i Spanien är drivna av disciplinära och spekulativa motiv. Dock pekar författarna på att resultaten tyder på att särskilda variabler som har påverkan på om uppköp görs är transaktionskostnader.

Anup Agrawal och Jeffrey Jaffe studerade 2003 anledningen till varför företag blir uppköpta. Man bygger sitt arbete på tidigare empiriska studier som pekar på att ledningsineffektiviteten är ett styrande motiv för företagsförvärv. Man gör en grundlig undersökning av företag som blivit uppköpta och mäter enbart variabler som kan tänkas ge stöd åt eller förkasta ledningsineffektivitetshypotesen. Författarna menar att det inte är förvånande att uppköpsobjekt som grupp inte kan sägas ge stöd åt ledningsineffektivitetshypotesen, som vissa studier har visat. Alltså vill man söka djupare i varför vissa företag tycks prestera dåligt lönsamhetsmässigt före ett uppköp, eller man vill påvisa vilka ledningsfaktorer som inverkar på ett uppköp och när dem är signifikanta. Man menar i undersökningen att frågan om ledningsineffektivitetshypotesen faktiskt är ett motiv för uppköp, är kopplat till om budet är fientligt eller inte. Hypotesen är att ett vänligt bud föregås läggs på företag som har sämre lönsamhet än företag som är ämne för ett fientligt bud. I undersökningen utgår man ifrån 1636 företag som blivit förvärvade genom ett fientligt uppköp och 447 företag som blivit förvärvade genom ett icke fientligt uppköp. För att mäta lönsamheten, som av Agrawal &

Jaffe (2003) anses påvisa ledningsineffektivitet, använder man nyckeltalen avkastning på totalt kapital (R_T) och rörelsemarginal.

I en färsk studie från 2005, undersöker Clas Bergström, Theodore Eisenberg, Stefan Sundgren och Martin T Wells, karaktäristika för företag som blivit förvärvade och företag som gått i konkurs på den svenska marknaden. Man använder i undersökningen ett mycket stort urval av företag, nämligen 16000 st och man testar sex hypoteser om motiv för uppköp; (1) Ledningsineffektivitet, (2) Finansiella synergier, (3) Operationella synergier, (4) Skattehypotesen, (5) Branschspecifika och ekonomiska variabler, (6) Andra företagskaraktäristika. Följande variabler används för att ge stöd åt hypoteserna:

- (1) Avkastning på totalt kapital
Räntetäckningsgrad
- (2) Omsättningsändring
Fritt kassaflöde
Dummyvariabel som anger hög omsättningstillväxt och lågt fritt kassaflöde
Dummyvariabel som anger låg omsättningstillväxt och högt fritt kassaflöde
Anläggningstillgångar i förhållande till totala tillgångar
Branschrelativ skuldsättningsgrad
- (3) Anläggningstillgångar i förhållande till totala tillgångar
- (4) Ansamlad förlust
- (5) Branschrelativ räntetäckningsgrad
Branschrelativ skuldsättningsgrad (leverage-ratios)
Branschens konkurstakt
- (6) Omsättning
Ålder på företaget

Författarna finner att förvärvsaktiviteten är högre under perioder då ekonomin går bra än för perioder där det är recession då företagskonkurser är mer vanligt förekommande. Vidare finner författarna att sannolikheten för uppköp ökar med försämrad lönsamhet i gruppen av företag som är olönsamma. Dock finner man att i gruppen av företag som anses ha en hög lönsamhet så ökar sannolikheten för uppköp med ökad lönsamhet. Detta menar författarna är en banbrytande upptäckt som inte har kunnat påvisas i någon tidigare studie.

3.4 Ledningsineffektivitetshypotesen

Denna hypotes utgår ifrån de att det finns ekonomiska och finansiella nyckeltal som kan påvisa ledningsmotiv för uppköp. Teorin om ineffektiv ledning hör samman med principal-agent teorin om att ledningen och ägarna har en intressekonflikt i huruvida bolaget skall och bör drivas. En ineffektiv ledning i den här bemärkelsen är en ledning som i princip agerar i eget intresse och inte primärt i ägarnas intresse (Jensen et al., 1976). Detta gör att mycket av de inkomster som genereras inom verksamhetens ramar även förbrukas inom dessa ramar, d.v.s. externa intressenter, såsom ägarna, får liten eller ingen utdelning på sitt insatta kapital. Detta problem blir mer påtagligt ju större storleken på företaget är, eftersom kontrollmekanismer från ägarnas sida blir svårare att utöva (Ibid).

Genom att vissa företag uppvisar problematiken med en ineffektiv ledning, kan detta mätas med nyckeltal som mäter lönsamhet. Om pengar förbrukas inom verksamheten för att tillgodose ledningens behov snarare än att blidka aktieägarna så blir avkastningen på exempelvis eget kapital (ägarkapital) dålig. Denna avkastning tillfredställer inte ägarnas eget krav på avkastning. Hypotesen om ineffektiv ledning utgår ifrån att företag, som har en ineffektiv ledning, är en mer trolig uppköpskandidat än ett företag med effektiv ledning (Manne, 1965). Den ineffektiva ledningen skall sedan transfereras och bytas mot en mer effektiv ledning som det förvärvande bolaget tillhandahåller (Marris et al., 1964). Detta innebär att det finns en tro från det förvärvande företaget att det går att driva den verksamhet som förvärvas mer effektivt och lönsamt i egen regi. Därav blir företag som uppvisar dålig lönsamhet en mer trolig uppköpskandidat.

För att mäta ledningseffektivitet används olika lönsamhetsmått (Barnes, 2000; Sorensen, 2000; Alcalde et al, 2003 m.fl.) såsom avkastning på eget kapital (R_E), avkastning på sysselsatt kapital (R_{Syss}), avkastning på totalt kapital (R_T). Härigenom kan man kvantifiera ledningseffektiviteten för att sedan föra in den i en modell för att påvisa om nyckeltal, som anses påvisa hypotesen, skiljer sig mellan förvärvade och icke förvärvade företag.

3.5 Undervärderingshypotesen

Denna hypotes utgår ifrån att ideala uppköpskandidater identifieras genom att marknaden undervärderar dem. Detta innebär att det uppköpta bolaget har tillgångar som är undervärderade av marknaden och förvärvare kan därför göra ett billigt köp genom att köpa bolaget, eftersom man då kommer över tillgångar som marknaden borde värderat högre än vad marknaden faktiskt gör (Marris et al., 1964). Ett företag vars ambition är att penetrera en ny marknad genom köp av ett nytt bolag är mer benägen att leta efter undervärderade företag för att nå den nya marknaden (Hasbrouck, 1985). Men det kan också finnas mer kortsiktiga skäl för att köpa ett undervärderat företag, såsom att förvärva ett bolag som är undervärderat på marknaden för att sedan sälja av inkråmet på en andrahandsmarknad. Detta förutsätter att värdet på inkråmet överstiger den aktuella marknadsvärderingen av bolaget plus budpremien. Resultaten av studierna av undervärderingshypotesen är inte enhälliga. Men en del tidiga studier ger stöd åt undervärderingshypotesen (Kuehn 1969; Malkiel et al., 1979). Det finns dock även resultat från undersökningar som pekar på att man inte kunde påvisa någon signifikans i denna variabel (Palepu, 1986; Powell, 1997; Barnes, 1999).

Undervärderingshypotesen är till viss del sammankopplad till den tidigare hypotesen om ineffektiv ledning. Dels genom att man kan anta att det köpande företaget kan köpa företagets tillgångar till ett pris som överstiger marknadens pris på bolaget, och att detta är förknippat med ledningens oförmåga att öka företagets marknadsvärde genom interna aktiviteter inom företaget. Företag som bedriver uppköp i just detta syfte brukar kallas "firm raiders". Det andra skälet till undervärdering kan bero på att marknaden inte är effektiv i sin prissättning, och att det råder ett ständigt och systematisk felprissättning av vissa bolag. Oavsett vilket syfte och motiv som ligger till grund för förvärvet och vilken anledningen till undervärderingen som föreligger, betyder detta att företag kan göra "bargain buys".

Den variabel som bäst anses påvisa undervärdering av företag på marknaden är market-to-book värdet (MKBK), d.v.s. marknadsvärdet på företagets egna kapitalet i relation till det bokförda värdet på företagets egna kapital (Palepu, 1986; Powell, 1997; Cudd et al., 2000; Alcalde et al., 2003 m.fl.). Det undervärderade företaget skall då uppvisa ett så litet MKBK-värde som möjligt. Ett värde under 1 betyder att marknaden värderar företaget lägre än vad det är värt på pappret.

3.6 Obalanshypotesen

Obalanshypotesen säger att de företag vars finansiella struktur inte matchar deras möjligheter att växa är mer utsatta för uppköp. Företagsförvärv som baseras på ett synergimotiv skulle kunna vara mer vanligt då det föreligger en obalans mellan det köpande företaget och målbolagets tillväxtmöjligheter och dess finansiella resurser (Palepu, 1986). Hypotesen bygger på grundvalar om företag med låg tillväxt och resursrika samt hög tillväxt och resursfattiga, d.v.s. det kan finnas värde att köpa företag som har hög tillväxt och goda tillväxtmöjligheter men som inte själv har finansiella möjligheter att göra så. Det antas alltså att företag med en större obalans mellan möjligheter och resurser är en mer trolig uppköpskandidat. Företag med mycket befintliga resurser och begränsade tillväxtmöjligheter är attraktiva för potentiella uppköpare som vill dra fördel av målbolagets överskott av resurser. Cash-flow teorin påvisar att de företag som har överblivna resurser efter det att alla investeringsprojekt med positivt nuvärde gjorts, är en mer sannolik uppköpskandidat än andra (Jensen, 1986). I detta fall handlar det om överskott av likvida medel.

En annan aspekt på samma hypotes är den att företag med en olämplig (ineffektiv) finansiell struktur är mer trolig uppköpskandidat. Ett bolag med stark kassa skulle exempelvis kunna vara en trolig uppköpskandidat för ett bolag med sinande kassa. Men också det motsatta sambandet skulle kunna råda, d.v.s. ett bolag med stark kassa skulle kunna se ett målbolag med dålig kassa som ett instrument för att kanalisera sitt kassaöverskott på en investering som ger positivt NPV. Många av de tidigare undersökningar har haft svårt att hitta signifikans i de variabler som anses påvisa obalans mellan målbolagets resurser och möjligheter, men det finns undersökningar som anser sig kunna påvisa att företag som har en obalans mellan befintliga resurser och möjligheter är en mer trolig uppköpskandidat (Palepu, 1986; Alcalde et al., 2003).

De variabler som används för att mäta obalanshypotesen är relativt skiftande från undersökning till undersökning men gemensamt för de flesta är att det mäts med olika (1) tillväxtmått, (2) likviditetsmått och (3) skuldsättningsmått. Detta kan exempelvis röra sig om (1) omsättningstillväxten under de senaste tre åren eller omsättning i förhållande till totala tillgångar (Barnes, 2000), (2) kassalikviditet (Powell, 1997), balanslikviditeten (Slowinski m.fl. 1997) eller en modifierad balanslikviditet som är likvida medel i förhållande till totala tillgångar (Sorensen, 2000). (3) mäts normalt genom olika skuldsättningsmått såsom långsiktiga skulder i relation till totala tillgångar (Barnes, 2000).

3.7 Transaktionshypotesen

Denna hypotes utgår ifrån att det finns vissa företagsspecifika karaktäristika som kan påvisa en trolig uppköpskandidat, utgående ifrån variabler såsom företagets storlek, ålder och ägarkoncentration. Dessa ”övriga” variabler hamnar i vårt fall under samlingsnamnet transaktionshypotesen såsom görs i Alcalde och Espitias studie från 2003. Tankarna bakom teorin om transaktionskostnader för det förvärvande företaget härrör i att det i samband med ett förvärv är olika lätt eller svårt att faktiskt förvärva företaget ur en kostnadssynpunkt. Man utgår här inte primärt ifrån ett faktiskt motiv för uppköp såsom ett synergimotiv, utan snarare ett kostnadsresonemang utifrån förvärvarens synvinkel. Hypotesen menar att ju mer friktionsfritt ett förvärv kan ske desto större är sannolikheten att det faktiskt genomförs.

Detta kan exempelvis röra sig om bolagets storlek, d.v.s. hur mycket kapital som krävs för att förvärva bolaget och att det för med sig kostnader. Det är även en fråga om vilka kostnader som uppkommer för att inlemma och integrera den nya verksamheten med den redan befintliga som finns i det förvärvande bolaget. En större organisation torde här vara mer kostnadskrävande att inlemma än en mindre alltså, ju mindre bolaget är desto större är sannolikheten för uppköp enligt transaktionshypotesen (Palepu, 1986; Powell, 1997 m.fl.).

Det kan också vara en fråga om ägarkoncentration, d.v.s. hur spritt ägandet är och hur det påverkar vilket företag som förvärvas. Hypotesen säger då att ju mer spritt ägande ett företag har desto högre kostnader medför det. Detta kan härröras i att ju bredare ägarbas desto fler torde motsätta sig ett uppköp vid en viss budnivå, vilket medför att det vid ett spritt ägande kan ge upphov till att köparen måste höja sin budpremie för att vinna över tillräckligt många ägare för att köpet skall kunna genomföras. Härav skulle alltså ett företag med en större, mindre koncentrerad ägarbas vara en mer trolig uppköpskandidat. (Alcalde et al., 2003)

För att mäta transaktionshypotesen exemplifieras ett antal variabler i forskningen, men den absolut vanligaste är utan tvekan storleken på företaget. Huruvida själva storleken på företaget mäts är dock lite olika men kan i princip sammanfattas i någon av följande mått; balansomslutning (Powell, 2001), omsättning (Bergström et al., 2005) eller marknadsvärde (Barnes, 2000). Ägarkoncentrationen brukar mätas med hjälp av en dummyvariabel för antingen hög eller låg ägarspridning, vilket man jämför med någon form av branschgenomsnitt. Andra variabler som brukar mätas i gruppen ”övriga” variabler är exempelvis företagets ålder.

4 EMPIRISK METOD

I detta avsnitt presenteras hur vi väljer de olika variablerna som ligger till grund för undersökning och hur dessa behandlas. Vi går noga igenom hur de olika variablerna mäts och vilket stöd vi har för det. Vidare sammanfattas hela den empiriska metoden i tabellform i det avslutande avsnittet i det här kapitlet. I denna sammanfattande tabell kommer det även att framgå vilket empiriskt stöd vi har för de valda nyckeltal som vi mäter.

4.1 Variabler

För att påvisa de olika hypoteserna som vi ställer upp i avsnitt 4.2 mäts olika nyckeltal utifrån företagets redovisade siffror. Nyckeltalen som mäts har alla koppling till de hypoteser som presenteras i tidigare forskning. För att välja dessa förklarande variabler har vi studerat tidigare forskning inom området (Hasbrouck, 1985; Palepu, 1986; Powell, 1997; Zanakis et al., 1997; Barnes, 1999; Sorensen, 2000; Agrawal et al., 2003; Alcalde et al., 2003 m.fl.). Utöver de variabler som använts i dessa undersökningar har vi valt att undersöka några variabler som vi tror har ett förklaringsvärde ifråga om varför företag blir föremål för uppköpsbud. I teoribildningen presenteras fyra olika hypoteser (se närmare teoriavsnittet 3.4 – 3.7) varför bolag blir köpta, dessa hypoteser bygger på följande resonemang:

Ineffektiv ledning – Att avsätta en dålig ledning, som ser mer till sina egna önskemål än till det som är bra för företagets ägare kan skapa en möjlighet för en ny ledning att göra det bättre. Risken att bli föremål för ett uppköpsbud är med andra ord större för ett företag som har sämre lönsamhet än andra i samma bransch. För att påvisa detta mäts olika räntabilitets/lönsamhetsmått.

Undervärderat företag – Ett uppköp av ett företag kan vara ett sätt för ett köpande företag att skaffa sig undervärderade tillgångar. Risken att bli föremål för ett uppköpsbud är med andra ord större för företag som är lägre värderade än andra i samma bransch. För att mäta undervärdering mäts relationen mellan marknadsvärdering och substansvärde.

Obalans mellan tillgångar och möjligheter – Att skapa balans mellan tillgångar och tillväxtmöjligheter kan vara en anledning för ett företag att köpa ett annat. Risken att bli föremål för ett uppköpsbud är därför större för ett företag som antingen har goda tillväxtmöjligheter utan ekonomisk möjlighet att tillvara ta dem, eller ekonomiskt starka företag som saknar tillväxtmöjligheter. Obalans mäts genom olika former av likviditetsmått, skuldsättningsmått och omsättningsmått.

Transaktionskostnader – Efter att ett företag bestämt sig för att köpa ett annat företag kommer de att kunna spara mycket pengar på att tidigt veta om köpet blir av, och andra frågor som rör köpet. Risken att bli föremål för ett uppköpsbud är därför större i ett litet företag och i företag med en koncentrerad ägarbild eftersom detta borde innebära lägra transaktionskostnader. Som storleksmått används balansomslutningen.

Utifrån detta väljs variabler för att kunna få kvantifierbar och analysmässig data i form av olika nyckeltal:

4.1.1 Beroende variabel

I vår undersökning har vi två typer av variabler som används i multipel regressionsanalys. Vi har en dummyvariabel som är beroende och endast kan anta värden mellan 0 och 1 beroende på om företaget varit föremål för uppköpsbud eller ej. Uppköpta bolag antar värdet 1, medan bolag i kontrollgruppen (ej uppköpta bolag) antar värdet 0. De andra variablerna kallas för oberoende eller förklarande.

4.1.2 Avkastning på eget kapital

Detta är ett lönsamhetsmått som mäter resultatet, i någon form, i förhållande till summan på det egna kapitalet. Lönsamhet på eget kapital kan sägas vara den avkastning som företaget genererar till sina ägare. En subjektiv bedömning måste göras av varje enskild ägare för att bedöma om lönsamheten är tillfredställande, dock är det uppenbart att ju sämre resultat som företaget redovisar desto mer olönsamt är bolaget, förutsatt att det egna kapitalets storlek är konstant. Vi mäter i vår undersökning resultatet i form av rörelseresultat i förhållande till summan av det egna kapitalet, enligt följande formel:

$$X_1; \text{ Avkastning på eget kapital } (R_E) = \text{Rörelseresultat} / \text{Summa eget kapital} \quad (1)$$

4.1.3 Avkastning på totalt kapital

Detta är också ett lönsamhetsmått som i någon bemärkelse mäter ett resultat i förhållande till det totala kapitalet. Det totala kapitalet är helt enkelt företags balansomslutning, vilket är det samma som dess totala tillgångar eller summan av eget kapital och skulder. Man mäter förmågan att alstra vinstmedel i relation till storleken på tillgångsmassan. Varför man överhuvudtaget mäter lönsamhet är p.g.a. det är trubbigt att påstå att ett företag visar ett bra resultat, mätt i absoluta tal. Därför används resultat i förhållande till olika balansmått, såsom totala tillgångar i detta fall. Vi mäter avkastning på totalt kapital enligt följande:

$$X_2; \text{ Avkastning på totalt kapital } (R_T) = \text{Rörelseresultat} / \text{Totalt kapital} \quad (2)$$

4.1.4 Resultat i relation till omsättning

Detta är inget lönsamhetsmått som brukar användas och mäter egentligen inte avkastning på någon form av kapitalinsats. Men det är ändå intressant att mäta, eftersom den anger företags förmåga att generera rörelsemedel i förhållande till dess omsättning. Måttet brukar benämnas som rörelsemarginal. Det är intressant att mäta rörelsemarginalen ur två aspekter; en låg rörelsemarginal kan påvisa en oförmåga hos ledningen att styra bolaget med kostnadskontroll, alltså det kan finnas en tro på att en låg rörelsemarginal kan ”göras bättre”

genom att effektivisera resursförbrukningen. Den andra aspekten är den att trots en hög rörelsemarginal har man svårt att alstra vinstmedel (resultat efter finansiella poster i det fallet), vilket kan indikera att man har en ineffektiv finansieringsstruktur. I det andra fallet krävs alltså ett resultat efter finansiella poster för att kunna dra några slutsatser. Vi mäter rörelsemarginalen enligt följande:

$$X_3; R/O = \text{Rörelseresultat} / \text{Omsättning} \quad (3)$$

4.1.5 Marknadsvärde mot bokfört värde

MKBK är ett populärt värderingsmått som jämför marknadens värdering av det egna kapitalet i relation till det bokförda värdet på det egna kapitalet. Med marknadens värdering menas företagets börsvärde eller med andra ord antalet utgivna aktier från företaget multiplicerat med aktiekursen. Det är ju det egna kapitalet (EK) som är noterat på börsen, och följaktligen värderat. Normalt kallas detta nyckeltal för Market-to-Book-value. Ju mindre denna relation är desto mer undervärderat kan bolaget sägas vara. Ett värde under ett påvisar i princip att marknaden värderar bolaget till mindre än vad det är värt på "pappret". Vi mäter market-to-book-värdet enligt följande:

$$X_4; \text{Market-to-book-värde (MKBK)} = \text{Marknadsvärde} / \text{Bokfört värde på EK} \quad (4)$$

4.1.6 P/E - talet

Nyckeltalet återger företagets marknadsvärde i förhållande till deras vinst. Det är ett populärt värderingsmått, som kan användas för att lokalisera undervärderade företag. Vi väljer att använda ett justerat P/E – tal snarare än det som är vedertaget. Vi utgår ifrån företagets rörelsevinst vid P/E beräkning:

$$X_5; P/E = \text{Marknadsvärde} / \text{Rörelseresultat} \quad (5)$$

4.1.7 Balanslikviditet

Balanslikviditeten mäter företagets omsättningstillgångar i förhållande till deras kortfristiga skulder. Måttet ger en indikation om företagets betalningsförmåga, d.v.s. förmågan att inte hamna i en akut likviditetskris. I vårt fall mäts balanslikviditeten för att kontrollera företagets finansieringsstruktur och eventuellt påvisa obalans. Vi mäter balanslikviditet som:

$$X_6; \text{Balanslikviditet} = \text{Omsättningstillgångar} / \text{Kortfristiga skulder} \quad (6)$$

4.1.8 Kassa i relation till totala tillgångar

Måttet är ett justerat likviditetsmått och mäter kassans storlek i förhållande till företagets totala tillgångar. Vi mäter detta för att kolla om det finns kassamotiv till uppköp. Nyckeltalet mäts såsom nedan anges:

$$X_7; K/TT = \text{Kassa (likvida medel)} / \text{Totala tillgångar} \quad (7)$$

4.1.9 Skulder i relation till totala tillgångar

I vår modell mäter vi enbart de långfristiga skulderna i detta mått. Nyckeltalet är en form av skuldsättningsgrad, som återger företagets beroende av långfristig upplåning för att finansiera sin verksamhet. Vi mäter skuldsättningen för att kunna påvisa "gearing-motiv" för uppköp, d.v.s. då företag köper andra företag för att ändra sin finansiella struktur vilket är en del av obalanshypotesen. Skuldsättningen mäts enligt:

$$X_8; \text{Skuldsättning}_1 = \text{Långfristiga skulder} / \text{Totala tillgångar} \quad (8)$$

4.1.10 Skulder i relation till eget kapital

Detta är också ett skuldsättningsmått som mäter företagets långfristiga upplåning i förhållande till dess egna kapital. Även denna skuldsättning mäts för att påvisa på företagens finansiella struktur. Vi mäter nyckeltalet enligt följande:

$$X_9; \text{Skuldsättning}_2 = \text{Långfristiga skulder} / \text{Summa eget kapital} \quad (9)$$

4.1.11 Omsättning i relation till totala tillgångar

Genom att mäta omsättningen i förhållande till företagets totala tillgångsmassa kan man få en uppfattning om det finns obalans mellan möjligheter att växa och ineffektiv finansiell struktur. Om företaget exempelvis har en hög relativ omsättning men liten långfristig upplåning skulle det kunna innebära att bolaget har obalans mellan möjlighet och tillgängliga resurser. Vi mäter nyckeltalet genom:

$$X_{10}; O/TT = \text{Omsättning} / \text{Totala tillgångar} \quad (10)$$

4.1.12 Storlek

Variabeln mäter storleksförhållandet i det köpta och det icke köpta företaget. Det kan tänkas att det köpta företaget är i regel är mindre än det icke köpta företaget, vilket är just det vi vill mäta med denna variabel. Huruvida storleken mäts finns olika uppfattningar om, vi mäter den dock som:

$$X_{11}; \text{Storlek} = \text{Naturliga logaritmen av totala tillgångar (LN TT)} \quad (11)$$

4.2 Regressionsmodell

Den regressionsmodell som används i vår undersökning för att skatta variablerna ser ut på följande sätt:

$$P_i = f(X_i) = f(\text{uppköpskaraktärstika}) = f(\alpha_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \beta_8 X_8 + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10} + \beta_{11} X_{11} + u)$$

<i>där</i>	$\alpha_0 =$	Intercept
	$X_1 =$	R _E
	$X_2 =$	R _T
	$X_3 =$	R/O
	$X_4 =$	MKBK
	$X_5 =$	P/E
	$X_6 =$	LIK ₁
	$X_7 =$	LIK ₂
	$X_8 =$	SKULD ₁
	$X_9 =$	SKULD ₂
	$X_{10} =$	O/TT
	$X_{11} =$	STORLEK
	$u =$	Residual

4.3 Hypotesformulering

Genom att formulera en rad hypoteser för hur vi bedömer att utfallet skall bli då vi undersöker de olika variablerna, får vi svar på om våra antaganden är korrekta. Vi bygger upp vår undersökning kring de fyra huvudhypoteser som presenteras ovan (avsnitt 3.4 – 3.7). Dessa hypoteser ställs upp utgående ifrån det syfte vi har med vår undersökning och de variabler som vi undersöker.

Hypotes 1 Vi bedömer att vår beroende variabel kommer att ha ett negativt samband med ledningseffektiviteten. Eftersom dåliga lönsamhetsmått antas vara en indikator på dålig ledning, gör detta i vår modell att det uppköpta företaget troligtvis har sämre lönsamhetsmått än de företag som ingår i kontrollgruppen.

Hypotes 2 Vi tror att vår beroende variabel har ett negativt samband med värderingsmått. Ett ”billigt” företag är troligtvis oftare ämne för uppköp än ett ”dyrt”, d.v.s. de företag som har blivit uppköpta torde uppvisa undervärdering i större utsträckning än de företag som inte blivit uppköpta (företagen i kontrollgruppen).

Hypotes 3 Om det finns en obalans mellan tillgängliga resurser och tillväxtmöjligheter, har företaget större sannolikhet att bli uppköpt. Vilket tecken dessa variabler har som påvisar obalans går inte på förhand att konstatera.

Hypotes 4 Att ett förvärv kan genomföras så smidigt som möjligt, med så minimal resursåtgång i själva förvärvsprocessen, torde vara en faktor som påverkar vilket företag man köper. Ett litet företag innebär mindre resursåtgång för att förvärva än ett stort. Vi tror härmed att det finns ett negativt samband mellan vår beroende variabel och storleken på företaget, d.v.s. ett mindre företag är i större utsträckning ett ämne för uppköp än ett stort.

<i>Hypotes</i>	<i>Variabel</i>	<i>Formel</i>	<i>Empiriskt stöd</i>	<i>Förv. tecken</i>
(1) Lednings- ineffektivitet	R _E	(1)	Barnes (1999) Cudd et al. (2000) Sorensen (2000)	-
	R _T	(2)	Chen et al. (1997) Slowinski et al. (1997) Agrawal et al. (2003) Bergström et al. (2005) Kosmidou et al (2006)	-
	R/O	(3)	Sorensen (2000) Espahbodi et al. (2003) McIvor et al. (2004)	-
(2) Undervärderat företag	MKBK	(4)	Hasbrouck (1985) Powell (1999) Kim et al. (1999)	-
	P/E	(5)	Barnes (1999) Cudd et al. (2000)	-
(3) Obalans mellan mellan resurser och tillväxtmöjligheter	LIK ₁	(6)	Palepu (1986) Kim et al. (1998) Powell (1999) McIvor et al. (2004)	+/-
	LIK ₂	(7)	Slowinski et al. (1997) Zanakis et al. (1997) Sorensen (2000) Espahbodi et al. (2001)	+/-
	SKULD ₁	(8)	Barnes (1999) Barnes (2000) Cheng et al. (2004)	+/-

<i>Hypotes</i>	<i>Variabel</i>	<i>Formel</i>	<i>Empiriskt stöd</i>	<i>Förväntat tecken</i>
	SKULD ₂	(9)	Kim et al. (1998) Barnes (1999) Barnes (2000) Cheng et al. (2004)	+/-
	O/TT	(10)	Barnes (1999) Barnes (2000) Sorensen (2000)	+/-
(4) Transaktionskostnader	STORLEK	(11)	Palepu (1986) Powell (1997) Powell (2004) Alcalde et al. (2003) Espahbodi et al. (2003)	-

Tabell III. Sammanfattning av hypoteser, variabler, empirisk stöd och förväntat tecken.

5 RESULTAT OCH ANALYS

I detta avsnitt presenteras de resultat som undersökningen visar. Resultaten presenteras dels i tabellform för att lättare få en översikt över de, men också i löpande text. Efter varje resultatframställning sker en analys i anslutning respektive tabell.

5.1 Resultatöversikt

Alla resultat som presenteras i detta avsnittet är föremål för estimering i Eviews. I första hand gjordes en del rensningar och kontroller för att få en riktig och representativ modell och för att korrekta tolkningar av resultaten görs. I Tabell IV och V framgår sammanfattande deskriptiv statistik av de olika variablerna indelat i sin respektive grupp (1 för köpta företag och 0 för kontrollföretag). Här presenteras medel-, median-, max- och minvärde för de olika variablerna vilket i slutändan påverkar vilka variabler som är signifikanta, eller mer korrekt vilka variabler som är signifikant skilda från varandra mellan grupperna. Max- och minvärde anger de högsta och det lägsta värde som de olika nyckeltalen antar för de olika undersökningsobjekten. Härav kan man se spridningen av de olika värdena som erhålls. I lönsamhetsmåttan samt P/E-talet finns negativa värden som minimi-värden, vilket beror på ett negativt resultat. Skuldsättningsmåttan har 0 som minvärde vilket betyder att undersökningsobjektens långfristiga skulder har varit lika med noll.

I de inledande tabellerna presenteras även White's sannolikhetskvot, vilket påvisar heteroskedacitet. Om vi i vår modell inte har heteroskedacitet skall alla kvadrerade variabler inte vara signifikanta. Detta innebär att nollhypotesen är lika med ingen heteroskedacitet. Om vi väljer testnivå på 95% betyder det att ingen variabel får ha en White-kvot som överstiger 0,05 eftersom det då föreligger heteroskedacitet. Enligt tabell IV och V så finner vi att flertalet variabler överstiger värdet 0,05, varför heteroskedacitet kan påvisas. Det har vi korrigerat för och övriga resultat (Tabell VI och VII) är justerade för heteroskedacitet.

Tabell IV. Sammanfattande statistisk analys av variablerna för köpta företag

	R _E	R _T	R/O	MKBK	P/E	LIK ₁
Medel	-0.0896	-0.0284	0.0004	2.1722	-5.2751	1.7969
Median	0.0868	0.0460	0.0383	1.6343	2.6603	1.5505
Max	0.7495	0.2444	1.0232	12.3527	179.7601	5.5363
Min	-1.5768	-0.6231	-2.3667	0.4637	-353.0260	0.1804
Std. avv.	0.5354	0.1888	0.5032	2.0222	71.5034	1.1133
White's test sannolikhet (heteroskedacitet) ^a	0.3153	0.1206	0.1968	0.0289	0.0000	0.2053
Antal obs.	51	51	50	43	43	51
	LIK ₂	SKULD ₁	SKULD ₂	O/TT	STORLEK	
Medel	0.1142	0.1859	0.6797	1.1428	6.8831	
Median	0.0711	0.1089	0.3029	1.2513	6.6587	
Max	0.5927	0.7165	3.3745	2.4908	13.7716	
Min	0.0026	0.0000	0.0000	0.0000	3.7467	
Std. avv.	0.1202	0.2075	0.9403	0.6874	1.9353	
White's test sannolikhet (heteroskedacitet) ^a	0.6310	0.1239	0.0007	0.0374	0.0028	
Antal obs.	51	51	51	51	51	

^aWhite's sannolikhetskvot är mätt på hela gruppen (både 1 och 0) för varje variabel, och blir därav samma för respektive variabel i Tabell III och IV.

Tabell V. Sammanfattande statistisk analys av variablerna för kontrollföretag

	R _E	R _T	R/O	MKBK	P/E	LIK ₁
Medel	-0.1474	-0.0909	-2.6684	3.3987	17.3022	1.9572
Median	0.0781	0.0420	0.0387	1.4818	5.1954	1.7706
Max	0.6055	0.1985	0.9147	49.6521	479.1566	9.0070
Min	-2.7096	-1.4033	-124.4370	0.2027	-62.7240	0.0000
Std. avv.	0.6830	0.3400	17.4316	7.0891	70.6646	1.5120
Whites test sannolikhet (heteroskedacitet) ^a	0.3153	0.1206	0.1968	0.0289	0.0000	0.2053
Antal obs.	51	51	51	51	51	51
	LIK ₂	SKULD1	SKULD ₂	O/TT	STORLEK	
Medel	0.1265	0.2899	0.5314	1.2041	7.3072	
Median	0.0591	0.2426	0.3295	0.8579	6.8121	
Max	0.7889	0.8983	2.9656	16.890	12.3513	
Min	0.0005	0.0000	0.0000	0.0075	3.3021	
Std. avv.	0.1676	0.2396	0.6329	2.3188	1.9607	
Whites test sannolikhet (heteroskedacitet) ^a	0.6310	0.1239	0.0007	0.0374	0.0028	
Antal obs.	51	51	51	51	51	

^aWhite's sannolikhetskvot är mätt på hela gruppen (både 1 och 0) för varje variabel, och blir därav samma för respektive variabel i Tabell III och IV.

5.1.1 Variabelbortfall

Ett visst variabelbortfall finns i regressionsanalyserna av datamaterialet. Framförallt gäller det värderingsvariabler i företag som varit utsatta för uppköpsbud under 2001 och 2002. Företaget Riddarhyttan, som fick ett bud under 2005, saknar omsättning (omsättningen var noll), varför omsättningsberoende nyckeltal inte kan mätas, där omsättningen var en parameter i nämnaren. I detta skede sker även en rensning av variabler p.g.a. multikollinearitet (se bilaga 2) mellan vissa av de förklarande variablerna. Vakanserna i variablerna redovisas nedan:

<u>Variabel</u>	<u>Antal vakanser</u>	<u>Orsak</u>
R _{Syss}	Bort ur modell	Multikolinjäritet
P/S	Bort ur modell	Multikolinjäritet
MKBK	8	Databortfall
P/E	8	Databortfall
R/O	1	Omsättning

Databortfallet påverkar undersökningens kvalitet och tillförlitlighet eftersom antalet observationer är färre. Detta faktum måste beaktas vid analys och bedömning av resultaten. Vi gör dock bedömningen att databortfallet har marginell inverkan på de slutliga resultaten och de slutsatser som presenteras. Eftersom framförallt värderingsvariablerna är representerade i bortfallet måste dessa beaktas med försiktighet. Konsekvensen kan bli att värderingsmått blir överskattade eller underskattade i resultatframställningen.

5.2 Medelvärde, median och t-test

Nedan presenteras resultaten från undersökningen. I tabellerna framgår de värden som vi får när vi estimerar regressionen. Våra resultat pekar generellt på en svårighet att finna nyckeltal som kan påvisa en signifikant skillnad mellan köpta företag och företag som ingår i kontrollgruppen. Resultaten blir härav svåra att generalisera. Vid en korrelationskontroll (bilaga 2) framgår även att tre variabler har en stark samvariation, d.v.s. de oberoende variablerna i en regressionsmodell är sinsemellan korrelerade (multikollinearitet). Multikollineariteten berörde framförallt lönsamhetsvariablerna, varför en lönsamhetsvariabel rensas bort. De två övriga ingår respektive i olika modeller vid testtillfällena, varför multikollinearitet undviks. Även variablerna R/O och P/S visar på multikollinearitet och P/S-talet rensas bort ur modellen. Detta görs eftersom P/S-talet ger en lägre t-kvot än R/O, vilket indikerar för oss att R/O skulle kunna ge en högre signifikans och tillför mer förklaringsvärde till modellen än vad P/S gör.

Tillvägagångssätt

I Tabell VI presenteras medel och medianvärde för företag som blivit föremål för uppköpsbud och för kontrollgruppens företag. T-testet som visar om det finns en signifikant skillnad mellan de båda gruppernas medelvärde redovisas i den sista kolumnen.

För att avgöra om medelvärdena är signifikant skilda från varandra, gör vi ensidiga test i de fall det varit tydligt redan i hypotesen om differensen mellan uppköpskandidaterna och kontrollgruppen skulle ha positivt eller negativt tecken. I de fall då hypotesen inte kunnat besvara denna fråga, har vi gjort tvåsidiga test.

Tabell VI. Medel- och medianvärde för målbolag respektive kontrollföretag samt test av skillnader i medelvärde dessa emellan.

	Uppköpta företag		Kontrollföretag		t-test av skillnad i medelvärden
	Medel	Median	Medel	Median	
R _E	-0.0896	0.0868	-0.1474	0.0781	0.4510
R _T	-0.0284	0.0460	-0.0909	0.0420	1.1153
R/O	0.0004	0.0383	-2.6684	0.0387	1.0929
MKBK	2.1722	1.6343	3.3987	1.4818	-1.1800
P/E	-5.2751	2.6603	17.3022	5.1954	-1.5333*
LIK ₁	1.7969	1.5505	1.9571	1.7706	-0.5711
LIK ₂	0.1142	0.0711	0.1265	0.0591	-0.4057
SKULD ₁	0.1859	0.1089	0.2899	0.2426	-2.1225**
SKULD ₂	0.6797	0.3029	0.5314	0.3295	0.8877
O/TT	1.1428	1.2513	1.2041	0.8579	-0.1844
STORLEK	6.8831	6.6587	7.3072	6.8121	-0.9965

***Indikerar signifikans på 99% nivå

**Indikerar signifikans på 95% nivå

*Indikerar signifikans på 90% nivå

Resultat

I Tabell VI kan vi se att det bara finns två variabler där differenserna är statistiskt signifikanta. Dessa två är P/E och SKULD₁. Av dessa är det enbart SKULD₁ som är signifikant på 95% nivå. Skuldsättningsgraden med avseende på företagets totala tillgångar hos de uppköpta företagen är 18,59%, vilket ska jämföras med 28,99% för de företag som ingår i kontrollgruppen. P/E för företagen i kontrollgruppen är 17,3 att jämföra med -5,28 för de företag som blivit föremål för uppköpsbud.

Analys

Den lägre skuldsättningsgraden med avseende på företagets totala tillgångar är ett tecken på att uppköpande företag söker företag vars långfristiga skulder finansierar en mindre del av företagets totala tillgångar. Det ger ett visst stöd åt obalanshypotesen. Skuldsättningsgraden med avseende på företagets egna kapital är emellertid betydligt högre för uppköpskandidaterna, även om denna skillnad inte är statistiskt signifikant. Eftersom de långfristiga skulderna utgör täljare i båda dessa ekvationer, måste slutsatsen bli att det egna kapitalet är lägre bland uppköpskandidaterna i undersökningen än bland företagen i kontrollgruppen. Skillnaderna ifråga om likviditetsmått är mycket små, och inte heller de signifikant skilda från varandra. Inte heller ifråga om omsättningens förhållande till de totala tillgångarna finns det en signifikant skillnad mellan medelvärdena, och i och med att det är så få signifikant fastställda skillnader i medelvärden blir det svårt att säga något generellt om obalanshypotesen.

Uppköpskandidaternas lägre P/E utgör ett tydligt tecken på att det framförallt är företag som är lågt värderade av marknaden, jämfört med vad de tjänar, som blir föremål för uppköpsbud. Skillnaden ifråga om företagens MKBK är inte signifikant skilda från varandra, vilket innebär att vi inte kan påvisa någon skillnad ifråga om företaget är undervärderat mellan företagen som blivit föremål för uppköp, och de som inte blivit det, utifrån ett t-test. Däremot kan man konstatera att även medelvärdet är lägre för uppköpskandidaterna, och därmed inte talar emot hypotesen om undervärderade företag. Att inga av lönsamhetsmått har medelvärden som är signifikant skilda från varandra antyder att problem inom företagen som beror på bristande ledning saknar betydelse ifråga om uppköp. Även om skillnaden inte är signifikant, kan man t.o.m. se att företagen i kontrollgruppen är mindre lönsamma oberoende av vilket lönsamhetsmått man använder än de som blivit uppköpta.

Det finns inte något som tyder på att transaktionskostnader som kan relateras till företagets storlek skiljer sig signifikant mellan bolag som blivit föremål för uppköpsbud, och de som inte blivit det i t-testet. Värt att notera i sammanhanget är att det faktiskt skiljer sig i ett väsentligt avseende mellan gruppen av uppköpskandidater, och icke uppköpta företag. Den förras transaktionskostnader existerar verkligen och skulle för en insatt person kunna mätas mer eller mindre noggrant och storleken blir ett mindre exakt mått, men den senare gruppens är ett rent antagande som bara kan göras med storleken som estimator.

5.3 Koefficienter och förklaringsgrad

I tabell VII nedan presenteras resultaten för fem olika logit-modeller som var och en inkluderar olika kombinationer av de undersökta variablerna. Den första modellen innehåller alla förklarande variabler förutom R_T , eftersom det råder multikolinjäritet mellan denna variabel och R_E . Därav byts denna variabel i modell två ut mot just R_T , och alla andra variabler hålls lika. I den tredje modellen tas de variabler med som ger flest observationer. Eftersom datamängden rensas automatiskt i dataprogrammet om det fattas värden för en variabel, tar vi i den tredje modell enbart de variabler som ger ett högt antal observationer. Det betyder att värderingsmått faller bort, d.v.s. MKBK och P/E-talet. En observation trillar dock bort trots hänsyn taget till dessa kriterier och det beror på att Ridderhyttan visar en omsättning på noll, varför kvoter där omsättningen är en ingående parameter försvinner. I modell fyra utgår vi ifrån de variabler som i tabell VI visar en t-kvot som överstiger 1.0, eftersom variablerna enligt t-testet skulle ge en högre signifikans. I den sista modellen använder vi samma kriterier som för modell fyra, men gränsvärdet för t-kvoten ligger i modell nummer fem på 0,8, d.v.s. alla variabler med en t-kvot över 0,8 enligt tabell VI inkluderas i modell fem.

Tabell VII. Koefficienter för de olika variablerna och förklaringsgrad för modellerna.

Variabler	Modell 1		Modell 2		Modell 3	
	Koefficient	Sannolikhet	Koefficient	Sannolikhet	Koefficient	Sannolikhet
Intercept	1.2750	0.2549	1.1095	0.3317	1.2206	0.2125
R _E	-0.8460	0.1324				
R _T			-1.4821	0.3387	0.0163	0.9891
R/O	1.7646**	0.0282	1.6707**	0.0454	0.3500	0.4103
MKBK	0.0477	0.3706	0.0449	0.4239		
P/E	-0.0060*	0.0613	-0.0059*	0.0652		
LIK ₁	-0.0166	0.9565	-0.0204	0.9488	-0.0856	0.7411
LIK ₂	-0.8515	0.7557	-0.7117	0.7984	-0.3251	0.8880
SKULD ₁	-9.0592***	0.0028	-9.2138***	0.0045	-9.4973***	0.0022
SKULD ₂	2.1408***	0.0070	2.1464***	0.0085	2.2439***	0.0044
O/TT	0.1641	0.1155	0.1734	0.1123	0.1325	0.1994
STORLEK	-0.1256	0.3188	-0.1011	0.4299	-0.0526	0.6551
Antal obs	93		93		101	
LR	32.3838		31.6944		29.3934	
McFadden R ²	25,29%		24,75%		20,99%	

***Indikerar signifikans på 99% nivå

**Indikerar signifikans på 95% nivå

*Indikerar signifikans på 90% nivå

Variabler	Modell 4		Modell 5	
	Koefficient	Sannolikhet	Koefficient	Sannolikhet
Intercept	0.5044	0.1767	1.2688	0.1311
R _E				
R _T	-1.7025	0.2174	-1.2647	0.3537
R/O	2.1403*	0.0502	1.5811**	0.0252
MK BK	-0.0162	0.7122	0.0394	0.4563
P/E	-0.0054*	0.0935	-0.0057*	0.0538
LIK ₁				
LIK ₂				
SKULD ₁	-2.7856***	0.0081	-8.4631***	0.0036
SKULD ₂			1.9925***	0.0070
O/TT				
STORLEK			-0.1166	0.3514
Antal obs	93		93	
LR	16.2409		30.4308	
McFadden R ²	12,68%		23,76%	

***Indikerar signifikans på 99% nivå

**Indikerar signifikans på 95% nivå

*Indikerar signifikans på 90% nivå

Tillvägagångssätt

För varje modell i Tabell VII redovisas uppskattningar av variabelernas respektive koefficient. Ett negativt värde på en koefficient innebär att om den oberoende variabeln ökar en enhet så minskar sannolikheten för uppköp med motsvarande antal enheter som koefficienten anger. Motsatt samband gäller givetvis om koefficienten antar ett positivt värde. I tabellen redovisas även en kolumn som vi kallar "sannolikhet". Värdet anger variabelns statistiska signifikans. Detta värde utgår ifrån variabelns Z-värde (som dock inte redovisas), vilket jämförs med ett gränsvärde för att kunna förkasta H_0 som så fall innebär att signifikans finns i variabeln. Ju högre värde på Z desto mer närmare man sig förkastningsområdet. Signifikansen är testad på tre olika nivåer 99%, 95% och 90% - nivån. Om en variabels sannolikhet antar ett värde under 0,01 är denna variabel statistiskt signifikant på 99% nivån. Om värdet understiger 0,05 respektive 0,10 är variabeln signifikant på 95% respektive 90% nivån. Antalet observationer anges i de avslutande raderna i Tabell VII, och man kan se att modell 3 ger mest antal observationer och de övriga modellerna ger respektive 93 observationer vardera. I de avslutande raderna återges värdena för LR, vilket är likelihood ratio (sannolikhets kvot), och McFadden R^2 värde. Dessa båda värden analyseras för att visa på modellens förklaringsvärde. Ett högre värde på LR och McFadden R^2 ökar modellens förklaringsvärde.

Resultat

I modell 1, som innehåller alla förklarande variabler utom ett lönsamhetsmått, visar på fyra signifikanta variabler. De som ger signifikans på den högsta nivån är båda skuldsättningsmått. $SKULD_1$ ger en mycket hög signifikans och har ett negativt samband med den beroende variabeln, och tolkningen av detta är att för varje enhet som den långfristiga upplåningen ökar i relation till de totala tillgångarna minskar sannolikheten för uppköp med 9,0592 enheter. Det betyder med andra ord att sannolikheten för uppköp ökar med minskad skuldsättning. För variabeln $SKULD_2$, som också är signifikant, gäller motsatt samband eftersom denna variabel har ett positivt samband med den beroende variabeln. Tolkningen av variabeln är att om den långfristiga upplåningen ökar med en enhet i relation till eget kapital, så ökar sannolikheten för uppköp med 2,1408 enheter. Variabeln R/O ger signifikans på 95%-nivån, och har ett positivt samband med den beroende variabeln. Detta innebär att ju högre rörelsemarginal ett företag har desto större är risken/chansen för uppköp, vilket inte korresponderar med vår

hypotes. Även variabeln P/E ger signifikans på 90% nivån, och har ett negativt samband med den beroende variabeln d.v.s. ju mindre P/E tal desto större är sannolikheten för uppköp. Övriga variabler ger inget signifikant tillskott och kan därför inte användas för att förklara om ett uppköp borde ske. Lönsamhetsmättet, R_E , har ett negativt samband med den beroende variabeln vilket tyder på att ju mer olönsamt ett företag är desto större chans är det för uppköp, vilket är i linje med vår hypotes och ger även stöd till ledningsineffektivitetshypotesen. Värderingsmättet MKBK har ett positivt samband med den beroende variabeln, vilket tyder på att sannolikheten för uppköp ökar då företaget värderas högre av marknaden. MKBK är dock inte signifikant. Likviditetsmått är enligt Tabell VII de mått som ger minst signifikans. Båda likviditetsmått har ett positivt samband med den beroende variabeln, och tolkningen av dessa är att ju mer likvida tillgångar ett företag har desto större är chansen till uppköp. Variabeln O/TT ger inte någon signifikans, men tyder på att sannolikheten för uppköp ökar med ökad omsättningen i relation till totala tillgångar eftersom denna variabel har ett positivt samband med den beroende variabeln. Storleken på företaget ger enligt modell 1 ingen signifikans, d.v.s. storleken på företaget tycks inte inverka på sannolikheten för uppköp. Storleken har dock ett negativt samband med den beroende variabeln vilket tyder på att ju mindre företag är, mätt i balansomslutningen, desto större är sannolikheten för uppköp. Förklaringsgraden för den första modellen är hög relativt de andra, och har ett McFaddens R^2 värde på 25,29%, detta trots att signifikans bara kan påvisas i två variabler. Analogt med detta resonemang är det faktum att LR-värdet också är det högsta av de fem modellerna, vilket alltså är logiskt eftersom McFaddens R^2 även är det.

Resultaten i modell 2 är snarlika den första modellen. Detta är logiskt då vi i modell två enbart bytt ut en lönsamhetsvariabel mot en annan, ceteris paribus. I stort korresponderar modell ett och två mycket med varandra och ingen variabel får något annat tecken än vad som framgick i resultaten i modell 1. Det som separerar modellerna i fråga om variablerna är att värdena på variablernas koefficienter skiljer sig åt, dock handlar det om marginella skillnader. Även i denna modell är det skuldsättningsmått, R/O och P/E som är signifikanta. McFaddens R^2 sjunker i modell 2 jämfört med modell 1, och helt logiskt minskar även LR-värdet för modell 2 jämfört med modell 1, vilket tyder på att förklaringsgraden i modellen är något mindre.

Den tredje modellens syfte är att inkludera så många observationer som möjligt, och se på utfallet härav. I mångt och mycket korresponderar denna modell med de övriga i fråga om variablernas koefficienter och P-värden. Men i den tredje modellen är variablerna R/O och

P/E inte längre signifikanta. En annan intressant iakttagelse att lönsamhetsmättet, R_T , har ett positivt samband med den beroende variabeln vilket indikerar att mer lönsamma företag är oftare ett ämne för uppköp. Skuldsättningsmåttens är de ända variabler som påvisar någon signifikans, men värt att observera i sammanhanget är att dessa i modellen har mycket lågt P-värde och detta tyder på en hög signifikans. McFaddens R^2 värde och LR-värdet minskar i denna modell till 20,99% respektive 29.3934, och därmed är förklaringsvärdet för denna mindre än de två tidigare modellerna och den näst lägsta av samtliga fem modeller.

Variablernas koefficienter i modell 4 ändrar inte tecken jämfört med de två första modellerna, och behöver därför inte förklaras närmare. Koefficienternas värde ändras dock i denna modell en hel del jämfört med de andra. Framförallt så gäller det variabeln $SKULD_1$. Tre variabler är i denna modell signifikanta och dessa är förutom $SKULD_1$ även R/O (signifikant på 90%-nivån) och P/E (signifikant på 90%-nivån). Variabeln R/O har ett positivt samband med den beroende variabeln, och tolkas så att en ökning av omsättningen i relation till totala tillgångar med en enhet ökar sannolikheten för uppköp med 2,1403 enheter. Detta är en antites till vår hypotes om ledningsineffektivitet och sannolikhet för uppköp. Variabeln $SKULD_1$ är även i denna modell signifikant på 99%-nivån. $SKULD_1$ har ett negativt samband och förklaringen på denna ändras inte jämfört med den i modell 1 förutom att den i denna modell inte kvantitativt påverkar den beroende variabeln lika mycket. Förklaringsgraden för modell fyra, är relativt de andra modellerna låg. McFaddens R^2 är här 12,68% och LR-värdet är 16.2409 vilket innebär att värdena ligger ungefär på hälften av vad de visar i de andra modellerna. Modell fyra har den sämsta förklaringsgraden.

En del skillnader i variablernas koefficienter kan identifieras i den sista modellen, men skillnaderna är marginella. Det är fortfarande så att skuldsättningsmåttens ger signifikans, som båda förklaras på 99%-nivån. Även R/O och P/E är signifikanta. McFaddens R^2 värde ökar jämfört med den förra modellen till 30,4308, likaså gör LR-värdet detta ligger på 23,76%. Jämfört med de andra modellerna ligger förklaringsvärdet i mitten.

Analys

Generellt kan man konstatera att vi enbart indikativt kan säga vilken finansiell karaktäristika som utmärker det uppköpta företaget. Dock är test av modellen essentiellt för att avgöra vilken modell som ger bäst prediktionsförmåga och sannolikhet för uppköp (se avsnitt 5.4). Det finns indikationer i resultaten på att vissa nyckeltal utmärker sig mer än andra hos en uppköpskandidat. Generellt kan vi dock konstatera att vår modell inte kan förklara om vissa bolag är ämne för uppköp utifrån de nyckeltal som visas i Tabell VII. Detta är något som även en rad tidigare undersökningar funnit, d.v.s. att identifiera uppköpskandidater genom att enbart utgå ifrån finansiell data är svårt (Palepu 1986, Barnes 1999).

Genomgående i vår undersökning är att skuldsättningsmått är de nyckeltal som mest tycks spela in om företaget blir köpt eller inte. Skuldsättningsmått ger hög signifikans i samtliga modeller (signifikans på 99%-nivån i alla modeller). De båda mått har dock motsatta tecken vilket tyder på att sannolikheten för uppköp ökar för de företag som har en finansieringsstruktur med låg långsiktig skuldsättning i relation till balansomslutningen och ett relativt litet eget kapital. Det i sin tur indikerar att företag som blir köpta ofta finansierar sin verksamhet med en hög kortfristig upplåning. Att skuldsättningsmått visar signifikant skillnad mellan köpta och icke köpta företag kan bero på s.k. gearing-motiv vid uppköp. Detta innebär att man köper ett högt skuldsatt företag för att ändra sin finansiella struktur och därmed öka värdet på företaget genom att skulder i regel kräver mindre avkastning än eget kapital. Vi anser dock att detta faktum inte räcker till för att kunna påvisa obalanshypotesen, eftersom de andra variablerna som påvisar obalans inte är signifikanta. Likviditetsmått var de mått som enligt undersökningen visade på minst signifikans och kan härmed avslås som en förklarande variabel. Enligt vår undersökning finns alltså inga "kassamotiv" för att köpa ett annat bolag. Även omsättningens omfattning mot den totala tillgångsmassan är enligt undersökningen inte en förklaring för köp av företag, eftersom variabeln inte är signifikant. Vi kan i denna undersökning inte statistiskt ge stöd åt vår tredje hypotes. Dock finns det dokumenterat i tidigare forskning att skuldsättningsmått är nyckeltal som signifikant skiljer sig mellan uppköpta och icke uppköpta företag (Zanakis et al., 1997).

I undersökningen har två lönsamhetsmått mätts för att kunna påvisa hypotes 1, som härrör i ledningsineffektivitetshypotesen om att ju sämre lönsamhet ett bolag har desto större sannolikhet för uppköp. Våra lönsamhetsmått kan inte ge någon statistiskt säkerställd förklaring på detta. De indikerar dock att sämre lönsamhet skulle öka sannolikheten för uppköp, eftersom de i alla modeller utom en har ett negativt samband med den beroende variabeln. Detta ger ett indikativt stöd åt ledningsineffektivitetshypotesen. Det tycks vara så att svenska företag köps för att ersätta ineffektiv ledning. Tidigare undersökningar och forskning pekar på samma resultat, d.v.s. att olönsamma företag oftare blir uppköpta än lönsamma företag (Sorensen, 2000).

För att påvisa den andra hypotesen använder två värderingsmått, som är relaterade till marknadens värdering av bolaget i relation till olika bokförda värden. Våra värderingsvariabler är MKBK och P/E. Av dessa är det bara P/E som visar på signifikans, och våra resultat tyder på att ju lägre P/E värdet är desto större sannolikhet är det för uppköp. Detta kan dock i undersökningen tyda på ett av följande påståenden; 1) Det köpta bolaget torde visa lägre P/E värde än det icke uppköpta bolaget eller 2) Det köpta bolaget uppvisar troligen oftare på ett negativt rörelseresultat än det icke uppköpta företaget. Tyvärr ger detta resultat, trots signifikans i P/E talet ingen vägledning om det köpta företagets eventuella under- eller övervärdering. MKBK som skulle kunna tänkas vara den bästa indikatorn på om ett företag är över- eller undervärderat jämfört med dess verkliga substans, gav dessvärre ingen signifikans. Vi kan härmed inte styrka undervärderingshypotesen, och därav kan vi inte ge stöd åt vår andra hypotes. Företag som är ämne för uppköp är inte, relativt andra företag i samma bransch, undervärderade. Resultaten är helt i linje med Alcalde et al. (2003), vilka inte heller kan ge stöd åt undervärderingshypotesen. En mer extensiv analys av företagets värdering kanske ger ett annat resultatutfall och just värderingen av företag kan möjligtvis tillskrivas den allmänna konjunkturen vilket skulle påverka resultaten.

Något oväntat ger inte heller storleksvariabeln någon signifikans. Vi kan alltså inte med statistisk säkerhet säga att det uppköpta företaget generellt sätt är mindre än det icke köpta företaget, även om detta kanske är en allmän uppfattning. Vi finner inget stöd för transaktionshypotesen och därmed inte heller vår fjärde hypotes. Indikativt tyder dock våra resultat på att ju mindre företaget är desto större chans för uppköp, vilket dock inte kan bekräftas statistiskt. Tidigare forskning av bl.a. Powell (2004) visar på att mindre företag oftare är ämne för uppköp.

Vår undersökning pekar på svårigheter att finna stöd till de hypoteser som vi formulerat. Det finns få statistiskt säkerställda resultat för att stärka ledningsineffektivitetshypotesen, undervärderingshypotesen, obalanshypotesen och transaktionshypotesen. Alla hypoteser utgår ifrån att man kan kvantifiera förvärvsmotiv d.v.s. rent ekonomiska och finansiella motiv ligger till grund för ett förvärv. Med våra resultat konstaterar vi att det torde finnas andra motiv som är styrande för företagsförvärv och som inte i huvudsak är ekonomiskt relaterad. Detta kan handla om att köpa företag för konkurrensskäl, marknadsskäl eller rent egoistiska skäl av ledningen alltså motiv som är svåra att kvantifiera och mäta. Det finns dock tecken i undersökningen som tyder på att vissa nyckeltal talar mer för uppköp än andra, d.v.s. det finns vissa finansiella nyckeltal som karakteriserar uppköpskandidater. Följande påståenden kan formuleras utifrån resultaten:

- En uppköpskandidat har en lägre långsiktig skuldsättning i relation till totala tillgångar än ett slumpmässigt utvalt företag
- En uppköpskandidat har en högre långsiktig skuldsättning i förhållande till eget kapital än ett slumpmässigt utvalt företag
- En uppköpskandidat har en högre rörelsemarginal än ett slumpmässigt utvalt företag

5.4 Test av modellerna

Med de resultat som framgår ovan görs ett test av modellen för att kontrollera dess verkliga prediktionsförmåga, d.v.s. undersöka sannolikheten för uppköp bland företag som hittills under 2006 varit utsatta för uppköpsbud. De fem ovanstående modellerna i Tabell VII testas för att bedöma vilken, om någon av dessa, som bäst prediktionsförmåga. Y-värdet anger regressionens värde. För en god modell bör P-värdet (sannolikheten) anta ett värde över 0,5 för köpta företag och ett värde under 0,5 för kontrollföretag.

Y-värdet beräknas genom att föra in ”testföretagens” nyckeltalsvärden i modellerna på följande sätt:

$$\text{Modell 1: } Y = 1,275 - 0,846R_E + 1,7646R/O + 0,0477MKBK - 0,006P/E - 0,0166LIK_1 - 0,8515LIK_2 - 9,0592SKULD_1 + 2,1408SKULD_2 + 0,1641O/TT - 0,1256STORLEK$$

$$\text{Modell 2: } Y = 1,1095 - 1,4821R_T + 1,6707R/O + 0,0449MKBK - 0,0059P/E - 0,0204LIK_1 - 0,7117LIK_2 - 9,2138SKULD_1 + 2,1464SKULD_2 + 0,1737O/TT - 0,1011STORLEK$$

$$\text{Modell 3: } Y = 1,2206 + 0,0163R_T + 0,35R/O - 0,0856LIK_1 - 0,3251LIK_2 - 9,4973SKULD_1 + 2,2439SKULD_2 + 0,1325O/TT - 0,0526STORLEK$$

$$\text{Modell 4: } Y = 0,5044 - 1,7025R_T + 2,1403R/O - 0,0162MKBK - 2,7856SKULD_1$$

$$\text{Modell 5: } Y = 1,2688 - 1,2647R_T + 1,5811R/O + 0,0394MKBK - 0,0057P/E - 8,4631SKULD_1 + 1,9925SKULD_2 - 0,1166STORLEK$$

Detta Y-värde förs sedan in i formeln nedan för att erhålla sannolikhet för uppköp:

$$\Rightarrow P = \left[\frac{1}{1 + e^{-Y}} \right]$$

Resultat

Tabell VIII. Test av modellerna; Sannolikhet för uppköp för respektive företag

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5
<i>Köpta företag</i>					
Gambro	0.2367	0.2539	0.3635	0.5373	0.3203
Glocalnet	0.7303	0,6950	0.6630	0.5868	0.6819
JC	0.0040	0.0037	0.0043	0.1654	0.0054
Klippan	0.9883	0.9623	0.9721	0.4938	0.9454
Resco	0.6394	0.6385	0.6937	0.5534	0.5928
Strålfors	0.3063	0.3090	0.4062	0.4127	0.3072
<i>Kontrollföretag</i>					
Karo Bio	0.0260	0.0384	0.2783	0.0285	0.0930
Teligent	0.5287	0.5275	0.6667	0.5965	0.5279
H&M	0.6950	0.6748	0.7545	0.5040	0.6186
SCA	0.3192	0.3387	0.4730	0.5616	0.3281
Scribona	0.8229	0.8300	0.7328	0.6170	0.7672
Bongs	0.3950	0.4004	0.4962	0.4139	0.4000

Analys

Vår prediktionsmodell visar på en klassificeringsgrad på 50% för köpta företag och 50% för icke uppköpta företag under samma period. Det innebär att hälften av de köpta företagen indikerar en sannolikhet för uppköp på över 0,5 och hälften av de icke uppköpta företagen visar på en sannolikhet för uppköp under 0,5. I modell 4 är dock klassificeringen av de icke uppköpta företagen enbart 33,33% då 2 av 6 företag i denna grupp har en sannolikhet som understiger 0,5. Klassificeringen beror av antalet undersökningsobjekt, varför andra resultat kan fås genom att öka antalet uppköpskandidater och kontrollföretag.

Utifrån resultaten blir det svårt att konstatera vilken av modellerna som är den bästa för att förutse uppköpskandidater, eftersom samtliga har svårigheter med prediktionsförmågan. Dock bör man välja den modell som har minst förklarande variabler eftersom prediktionsförmågan då ökar och i detta fall lämpar sig då antingen modell 4 eller modell 5.

Resultaten av modelltestningen pekar på svårigheter att förutse uppköpskandidater under de förutsättningar som gäller i undersökningen. Våra modeller har ingen prediktiv förmåga. Ingen av ovanstående kan anses tillfredställande för att förutse en uppköpskandidat och för att dra nytta av den kursuppgång som en budpremie ger upphov till. Detta är ett faktum som observerats i ett antal tidigare undersökningar, såsom Palepu (1986) vars resultat inte heller ger tillräcklig prediktiv förmåga. Liksom resultaten i Barnes undersökning från 1999 visar modellernas prediktiva förmåga på runt 50%. Det finns dock tidigare forskning som får en betydligt högre prediktionsförmåga än så och många undersökningar har en prediktiv förmåga som överstiger 60% (Zanakis et al., 1997; Cudd et al., 2000)

Ett potentiellt problem för prediktionsmodellen ifråga är hur kontrollföretagen skall behandlas och tolkas. Det kan finnas en möjlighet att de företag som ingår i kontrollgruppen under en snar framtid blir uppköpta, varför företagen idag skulle klassas som uppköpskandidater. Därav bör kontrollföretagen i detta fall behandlas med varsamhet och skall se som ett komplement för att förklara och nyansera resultaten.

6 SLUTSATS

I detta avslutande avsnitt förs en slutdiskussion kring resultaten och varför just dessa erhålls. Det förs även en diskussion och jämförelse med tidigare studier och undersökningar på området.

Vårt syfte med denna undersökning är att undersöka om det finns finansiell karaktäristika som skiljer bolag som blir uppköpta mot de som inte blir uppköpta. Den finansiella karaktäristikan består av en rad ekonomiska och finansiella nyckeltal. Detta görs för att skapa en prediktionsmodell som kan förutse bolag som kommer att bli uppköpta. Vi studerar en rad tidigare undersökningar (Palepu, 1986; Sorensen, 2000; Alcalde et al., 2003 m.fl.) för att få en teoretisk bakgrund och uppslag till angreppssätt av problemet.

I undersökningen kan vi inte konstatera att det finns särskild finansiell karaktäristika för det köpta företaget jämfört med ett företag i samma bransch som inte varit föremål för uppköp under samma period. Liksom många tidigare studier (Palepu, 1986; Barnes, 1999; Sorensen, 2000) finner vi alltså att uppköpskandidater inte kan förutses genom att enbart utgå ifrån företagens finansiella och ekonomiska data och härigenom kunna skapa abnormal avkastning genom att positionera sig i en uppköpskandidat. Vi har dock statistiskt säkersälda resultat i vår undersökning som pekar mot att förvärvade företag har lägre långsiktiga skulder i relation till totala tillgångar än icke uppköpta företag samt att uppköpskandidater har högre långsiktiga skulder i relation till eget kapital. Båda skuldsättningsmått som undersöktes gav hög signifikans (signifikanta på 99%-nivån). Resultaten är konsistenta med resultaten i en undersökning av Zanakis et al. (1997), som undersöker företagsförvärv på den grekiska marknaden. Zanakis et al. konstaterar även de att olika skuldsättningsmått, framför allt sådana där långfristig upplåning är en parameter, ger signifikanta resultat. Även ett par andra mått som mäter undervärdering och lönsamhet gav indikationer om att det skiljer sig köpta och

icke köpta företag emellan. Båda måtten bör dock handskas med varsamhet i fråga om att söka en uppköpskandidat.

I sökandet att påvisa att företag köps p.g.a. undervärdering finner vi inte stöd för i vår undersökning. Vi kan konstatera att företag som köps på den svenska marknaden inte är lägre värderade jämfört med andra icke uppköpta företag. Det är snarare så att våra resultat ger indikationer på att motsatt förhållande skulle gälla, då MKBK-variabeln i vår undersökning har ett positivt samband med den beroende variabeln. Resultatet är något överraskande eftersom det verkar ologiskt. Inte heller tidigare undersökningar påvisar detta samband. Den andra variabeln som mäter undervärdering är P/E-talet, vilket pekar på motsatt resultat som MKBK, d.v.s. den har en negativ koefficient vilket är konsistent med vårt antagande men inte med tidigare undersökningar (Barnes 1999; Cudd et al, 2000). Dock kan resultatet tolkas på olika sätt, varför P/E talet bör beaktas med försiktighet i sammanhanget. Inte heller någon av de övriga hypoteserna kan i vår undersökning stärkas, trots signifikans i vissa variabler. Ledningsineffektivitet tycks inte vara ett kriterium som på den svenska förvärvsmarknaden utmärker det köpta företaget, men trots detta kan vi konstatera att det köpta företaget visar på en sämre lönsamhet än det icke uppköpta företaget (R_E och R_T). Detta går dock inte att styrka statistiskt. Rörelsemarginalen är enligt vår undersökning en förklarande variabel vad gäller att differentiera köpta från icke köpta företag. Resultaten pekar på att köpta företag karaktäriseras av en högre rörelsemarginal, vilket strider mot vår hypotes. Tydligt värdesätts en hög rörelsemarginal vid uppköp, och det kan förklaras med att företag med högre rörelsemarginal torde vara enklare att driva lönsamt än andra. Vi anser inte att vi kan styrka obalanshypotesen med utgång från våra resultat, trots att vi har signifikans i skuldsättningsmått. Detta beror främst på att de övriga variablerna (LIK_1 , LIK_2 och O/TT) inte är signifikanta. Resultaten pekar dock indikativt mot att obalans mellan resurser och tillväxtpotential återfinns oftare hos det uppköpta företaget, då likviditetsmått har ett negativt samband (mindre resurser) och O/TT har ett positivt samband (stora tillväxtpotentialer) med den beroende variabeln. Att mindre företag oftare skulle vara utsatta för uppköp är inte troligt enligt vår undersökning, eftersom variabeln som mätte storleken inte är signifikant. Sambandet med den beroende variabeln är dock negativ. Genom att mäta storleken på några andra sätt än den som väljs här, t.ex. genom att mäta omsättning eller marknadsvärde skulle kanske andra resultat kunna påvisas.

Modellernas prediktiva förmåga är dålig och kan inte anses som tillfredsställande i sökande av uppköpskandidat. Utifrån de företag som väljs för att testa modellens förutsägbarhet finner vi bara att vi kan konstatera en 50 procentig sannolikhet för företag som verkligen varit föremål för ett uppköpsbud. Samma siffra gäller för icke uppköpta företag, men borde endast ses som ett komplement till den första gruppen, då det aldrig går att gardera sig mot att något av kontrollföretagen är uppköpskandidater. Problemen med att skapa en modell som förutser uppköpskandidater utgående från en logit-modell är genomgående i tidigare forskning (Palepu, 1986; Sorensen, 2000; Espahbodi et al., 2003). Detta leder oss att tro att förvärv i stor utsträckning sker på andra grunder än rent ekonomiska. Istället antyder resultaten på att förvärv sker av mer marknadsstrategiska skäl, eftersom vår finansiella data ger dåligt stöd för en prediktiv modell.

Generellt anser vi att våra resultat är för svaga för att kunna styrka någon av de hypoteser som teorin erbjuder som förklaringsmodell för företagsförvärv och vi kan heller inte använda modellen för att förutse uppköpskandidater. Våra resultat pekar dock på att det finns enskilda nyckeltal som är utmärkande för uppköpskandidater gentemot företag som inte blir uppköpta, d.v.s. vissa finansiella karaktärsdrag tycks särskilja det uppköpta företaget.

7

KÄLLFÖRTECKNING

Litteratur

Andersson, Göran; Jorner, Ulf; Ågren, Anders (1994) *"Regressions- och tidsserieanalys"*. Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund.

Arnold G (2005) *"Corporate Financial Management"*. Third Edition, Financial Times Prentice Hall.

Eriksson L T & Wiedersheim-Paul F (1998) *"Att utreda, forska och rapportera"*. Liber Ekonomi, Malmö.

Galpin T J & Herndon M (2000) *"The complete guide to mergers and acquisitions – Process tools to support M&A integration at every level"*. Jossey-Bass Publishers, San Fransisco.

Grönwall H (2005) *"Börsanomalier ur ett eventperspektiv"*. Magisteruppsats, Uppsala Universitet.

Kristensen H (1999) *"En studie av – Prisförhandlingar vid företagsförvärv"*. Lund University Press.

Lindqvist T (2003) *"Essays on Mergers and Financial Markets"*. Doktorsavhandling vid Stockholms Universitet.

Norrman, Svensson & Thell (2005) *"Vilka faktorer påverkar VD-byte på den svenska marknaden?"*. Magisteruppsats, Lunds Universitet.

Olve N-G (1998) *"Företag köper företag – En handbok i företagsförvärv"*. Mekanförbundets förlag, Uppsala.

Ramanathan, Ramu (1998) *"Introductory econometrics with applications"*. Fourth Edition, Harcourt Brace & Company, Orlando

Sevenius R (2003) *"Företagsförvärv – En introduktion"*. Studentlitteratur, Lund.

Sudarsanam P.S. (1995) *"The essence of – Mergers and Acquisitions"*. Prentice Hall International, (UK).

Artiklar

Agrawal A & Jaffe J (2003) "Do takeover targets underperform? Evidence from operating and stock returns". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **38:4**: 721-746.

Alcalde N & Espitia M (2003) "The characteristics of takeover targets: The Spanish experience 1991 – 1997". *Journal of Management and Governance*, **7:1**: 1-26.

Barnes P (1999) "Predicting UK takeover targets: Some methodological issues and an empirical study". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, **12:3**: 283-301.

Barnes P (2000) "The identification of U.K. takeover targets using published historical cost accounting data; Some empirical evidence comparing logit with linear discriminant analysis and raw financial ratios with industry-relative ratios". *International Review of Financial Analysis*, **9:2**: 147-162.

Bergström C, Eisenberg T, Sundgren S & Wells M (2005) "The fate of firms: Explaining mergers and bankruptcies". *Journal of Empirical Legal Studies*, **2:1**: 49-85.

Bert A, MacDonald T & Herd T (2003) "Two merger integration imperatives: Urgency and execution". *Strategy & Leadership*, **31:3**: 42-49.

Chen C & Su R (1997) "Do cross-boarder acquisitions of US-targets differ from US domestic takeover targets?". *Global Finance Journal*, **8:1**: 71-82.

Cheng L T W & Leung T Y (2004) "A comparative analysis of the market-based and accounting-based performance of diversifying and non-diversifying acquisitions in Hong Kong". *International Business Review*, **13:6**: 763-789.

Cudd M & Duggal R (2000) "Industry distributional characteristics of financial ratios: An acquisition theory application". *The Financial Review*, **35:1**: 105-120.

Espahbodi H & Espahbodi P (2001) "Predicting corporate takeovers". *Journal of Business Forecasting Methods & Systems*, **20:3**: 25-29.

Espahbodi H & Espahbodi P (2003) "Binary choice models and corporate takeover". *Journal of Banking and Finance*, **27:4**: 549-574.

Giovanni J (2003) "What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening". *Journal of International Economics*, **65:1**: 127-149.

Hasbrouck J (1985) "The characteristics of takeover targets: q and other measures". *Journal of Banking & Finance*, **9:3**: 351-363.

Jensen M C & Meckling W H (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, **3:4**: 305-360.

Jensen M C (1986) "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers". *The American Economic Review*, **76:2**: 323-329.

- Kuehn D A (1969) "Stock market valuation and acquisitions: An empirical test of one component of managerial utility". *The Journal of Industrial Economics*, **17:2**: 132-144.
- Kim W G & Arbel A (1998) "Predicting merger targets of hospitality firms (a Logit model)". *International Journal of Hospitality Management*, **17:3**: 303-318.
- Kosmidou K, Pasiouras F, Zopounidis C & Doumpos M (2006) "A multivariate analysis of the financial characteristics of foreign and domestic banks in the UK". *Omega – The International Journal of Management Science*, **34:2**: 189-195.
- Linnala T & Wilke B (2006) "Efter Gambro – Här är fler uppköpskandidater". Dagens Industri, 2006-04-05.
- Malkiel B G, Von Furstenberg G M & Watson H S (1979) "Expectations, Tobin's q and industry investment". *The Journal of Finance*, **34:2**: 549.
- Manne H G (1965) "Mergers and the market for corporate control". *The Journal of Political Economy*, **73:2**: 110-120.
- Marris R & Dickinson H D (1964) "The economic theory of managerial capitalism". *Journal of the Royal Statistical Society (Series A)*, **127:4**: 579-581.
- McIvor R T, McCloskey A G, Humphreys P K & Maguire L P (2004) "Using a fuzzy approach to support financial analysis in the corporate acquisition process". *Expert Systems with Applications*, **27:4**: 533-547.
- Palepu K G (1986) "Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis". *Journal of Accounting & Economics*, **8:1**: 3-36.
- Powell R G (1997) "Modelling takeover likelihood". *Journal of Business Finance and Accounting*, **24:7-8**: 1009-1030.
- Powell R G (2001) "Takeover prediction and portfolio performance: A note". *Journal of Business Finance and Accounting*, **28:7-8**: 993-1011.
- Powell R G (2004) "Takeover prediction models and portfolio strategies: A multinomial approach". *Multinational Finance Journal*, **8:1-2**: 35-72.
- Rhodes-Kropf M, Robinson D, Viswanathan S (2004) "Valuation waves and merger activity – The empirical evidence". *Journal of Financial Economics*, **77:3**: 561-603.
- Slowinski R, Zopounidis C & Dimitras A I (1997) "Prediction of company acquisition in Greece by means of the rough set approach". *European Journal of Operational Research*, **100:1**: 1-15.
- Sorensen D E (2000) "Characteristics of merging firms". *Journal of Economics and Business*, **52:5**: 423-433.
- Zanakis S H & Zopounidis C (1997) "Prediction of Greek company takeovers via multivariate analysis of financial ratios". *Journal of the Operational Research Society*, **48:7**: 678-687.

Internet

<http://www.juridicum.su.se/jurweb/utbildning/specialkurs/foretagsover/Transaktionsprocessen.pdf>

[http://domino.omgroup.com/www/xsse-statistik.nsf/\(uppkop\)/2001?OpenDocument](http://domino.omgroup.com/www/xsse-statistik.nsf/(uppkop)/2001?OpenDocument)

<http://www.nasdaq.com/reference/guru.stm>

www.stockholmsborsen.se

Databaser

www.ad.se

www.bit.se

www.waymaker.se

www.rapporter.nu

www.di.se

www.alertir.com

Orefererade källor

Hill R C, Griffiths W & Judge G (2001) "*Using EViews for undergraduate econometrics*". Second Edition. John Wiley & Sons Inc, Hoboken, USA.

Körner S (1987) "*Statistisk dataanalys*". Andra upplagan. Studentlitteratur, Lund, Sverige.

Seiler M J (2004) "*Performing financial studies – A methodological cookbook*". Pearson Prentice Hall, New Jersey, USA.

www.ises.abo.fi/kurser/nat/EkonometriII/Forelasning-infer-och-pred-mon.pdf

Årsredovisningar

Tryckta

Assidomän 2000

Jacobsson & Widmark 2000

MediTeam 2000

Elektroniska

www.ausys.se

www.hl-display.com

www.hufvudstaden.se

www.munksjo.se

www.sigma.se

www.acandofrontec.se

www.platzer.se

www.billerud.com

www.knowit.se

www.af.se

www.bossmedia.com

www.astrazeneca.com

www.esselte.se

www.haldex.se

www.castellum.se

www.ramboll.se

www.industrivärden.se

www.alfalaval.se

www.intentia.se

www.artimplant.se

www.intellecta.se

www.holmen.se

www.hebafast.se

www.rottneros.se

www.framfab.se

www.wmdata.se

www.daydream.se

www.kabe.se

www.nibe.se

www.gunnebo.se

www.peab.se

www.lundbergs.se

www.switchcore.se

www.ibicon.com

www.mandator.se

www.oresund.se

www.munters.se

www.expanda.se

www.protectdata.se

www.eon.se

http://investors.skf.com

www.medivir.se

www.skistar.com

www.fabege.se

www.westergyllen.se

www.digitalvision.se

www.fenixoutdoor.se

www.bure.se

www.nexus.se

www.volvo.com

www.tele2.com

Övriga årsredovisningar har inhämtats från någon av ovanstående databaser

Bilaga 1

Företag som ingår i undersökningen.

2001

Uppköpskandidat	Bransch	Kontrollgrupp
AssiDomän AB	Material	Holmen AB
AU-system	Informationsteknik	Switchcore
Eniro AB	Informationsteknik	FramFab
Friluftsbolaget Ekelund & Sagner AB	Sällanköpsvaror och -tjänster	Kabe
Jacobson & Widmark AB	Industrivaror och -tjänster	Peab
Jobline	Informationsteknik	Icon Medialab (LB Icon)
Johnson Pump	Industrivaror och -tjänster	Munters
Lundin Oil	Energi	Sydskraft
MediTeam	Hälsovård	Medivir
Netwise	Informationsteknik	IFS
Platzer	Fastigheter	Westergyllen
Scandic Hotels	Sällanköpsvaror och -tjänster	Sälentjärnan (Skistar)
Scandinavia Online	Informationsteknik	Tele2
Vision Park Entertainment	Informationsteknik	Digital Vision
Ångpanneföreningen	Industrivaror och -tjänster	Nibe

2002

Uppköpskandidat	Bransch	Kontrollgrupp
AvestaPolarit	Industrivaror och -tjänster	SKF
Esselte	Industrivaror och -tjänster	HL Display
IMS Data	Informationsteknik	Sigma
Munksjö	Material	Billerud
Pharmacia Corporation	Hälsovård	AstraZeneca
Pronyx	Informationsteknik	HiQ International
Realia	Fastigheter	Castellum
Sapa	Industrivaror och -tjänster	Haldex

2003

Uppköpskandidat	Bransch	Kontrollgrupp
Allgon	Telekomoperatörer	Millicom International Cellular
Altima	Industrivaror och- tjänster	Bergman & Beving
Biora	Hälsovård	Artimplant
Celtica	Fastigheter	Heba
Diffchamb	Hälsovård	Vitrolife
Dimension	Informationsteknik	WM-data
Epsilon	Industrivaror och -tjänster	Observer
Graninge	Energi	Tricorona
Karolin Machine Tool	Industrivaror och -tjänster	Gunnebo
Mandamus	Fastigheter	Lundbergs
Mogul	Informationsteknik	Mandator
Pandox	Fastigheter	Oresund

Perbio Science	Hälsovård	BioInvent
Scandiaconsult	Industrivaror och -tjänster	Expanda
Tornet	Fastigheter	Wihlborgs

2004

Uppköpskandidat	Bransch	Kontrollgrupp
Bostads AB Drott	Fastigheter	JM
Brio AB	Sällanköpsvaror och -tjänster	Fenix Outdoor AB
Fabege	Fastigheter	Hufvudstaden
Finnveden	Sällanköpsvaror och -tjänster	Autoliv
Frango	Informationsteknik	AcandoFrontec
IAR Systems	Informationsteknik	Enea
RKS	Informationsteknik	Readsoft
Song Networks	Telekomoperatörer	Thalamus
TurnIT	Informationsteknik	KnowIT
VLT	Sällanköpsvaror och -tjänster	Metro International

2005

Uppköpskandidat	Bransch	Kontrollgrupp
Aspiro	Informationsteknik	Boss Media
Capona	Fastigheter	Brinova
Intentia	Informationsteknik	Telelogic
Karlshamns AB	Industrivaror och -tjänster	Alfa Laval
NAN Resources	Energi	Vostok Nafta
Optimail	Industrivaror och -tjänster	Intellecta
Riddarhyttan Resources	Material	Boliden
Rörvik Timber	Material	Rottneros
Trio	Informationsteknik	Daydream

Bilaga 2. Korrelationsmatris

	ROE	ROCE	ROA	R_O	MKBK	P_E	P_S	LIQ1	LIQ2	C_TA	D_TA	LEV	S_TA	LOG_SIZE
ROE	1.000000	0.942218	0.884431	0.202176	0.085969	0.088254	-0.169067	-0.124754	0.049217	-0.250092	0.072400	0.195665	0.042844	0.171272
ROCE	0.942218	1.000000	0.963426	0.272085	0.074177	0.096699	-0.234144	-0.165377	0.035399	-0.295484	0.062616	0.193283	0.086442	0.228668
ROA	0.884431	0.963426	1.000000	0.369125	0.028111	0.094686	-0.325806	-0.224776	-0.027028	-0.370066	0.132776	0.206243	0.112404	0.238577
R_O	0.202176	0.272085	0.369125	1.000000	-0.191137	0.032819	-0.997709	-0.443835	-0.366328	-0.466174	0.119645	0.097738	0.078484	0.128614
MKBK	0.085969	0.074177	0.028111	-0.191137	1.000000	0.209829	0.192303	0.058599	-0.017406	0.097799	0.048726	-0.159297	0.024857	-0.106051
P_E	0.088254	0.096699	0.094686	0.032819	0.209829	1.000000	-0.028829	-0.073711	0.062463	-0.178161	0.009030	-0.029548	0.016101	0.011061
P_S	-0.169067	-0.234144	-0.325806	-0.997709	0.192303	-0.028829	1.000000	0.431339	0.360478	0.454214	-0.108140	-0.080062	-0.077675	-0.114896
LIQ1	-0.124754	-0.165377	-0.224776	-0.443835	0.058599	-0.073711	0.431339	1.000000	0.736326	0.690797	-0.018504	-0.203296	0.006998	-0.180345
LIQ2	0.049217	0.035399	-0.027028	-0.366328	-0.017406	0.062463	0.360478	0.736326	1.000000	0.560052	-0.281085	-0.324638	0.034026	-0.238139
C_TA	-0.250092	-0.295484	-0.370066	-0.466174	0.097799	-0.178161	0.454214	0.690797	0.560052	1.000000	-0.412151	-0.380856	-0.015570	-0.464789
D_TA	0.072400	0.062616	0.132776	0.119645	0.048726	0.009030	-0.108140	-0.018504	-0.281085	-0.412151	1.000000	0.707990	0.053108	0.358247
LEV	0.195665	0.193283	0.206243	0.097738	-0.159297	-0.029548	-0.080062	-0.203296	-0.324638	-0.380856	0.707990	1.000000	-0.127169	0.344095
S_TA	0.042844	0.086442	0.112404	0.078484	0.024857	0.016101	-0.077675	0.006998	0.034026	-0.015570	0.053108	-0.127169	1.000000	-0.152947
LOG_SIZE	0.171272	0.228668	0.238577	0.128614	-0.106051	0.011061	-0.114896	-0.180345	-0.238139	-0.484789	0.358247	0.344095	-0.152947	1.000000

Gränsvärde för multikolinjäritet = 0,8 (tumregel)

Feta: Multikolinjäritet kan konstateras

Kursiv: Gränsvärde (bör beaktas)