



# LUNDS UNIVERSITET

## Ekonomihögskolan

### FÖRETAGSFÖRVÄRV OCH DESS PÅVERKAN PÅ AKTIEÄGARAVKASTNING

Kandidatuppsats i Finansiering  
Höstterminen 2010

Handledare:

Tore Eriksson

Författare:

Felipe Galvez  
Connie Jakobsson  
Erik Kuritzén  
Anton Lindh

## **FÖRORD**

Under uppsatsens gång har den stora tillgången varit vår handledare Tore Eriksson, som har försett oss med konstant stöd och hjälp. Han har gett oss vägledning och i stor utsträckning bidragit till det kvalitativa innehållet. Till honom vill vi rikta ett stort tack.

*Felipe Galvez, Connie Jakobsson, Erik Kuritzén och Anton Lindh  
Lund 2010-12-20*

# SAMMANFATTNING

- TITEL:** FÖRETAGSFÖRVÄRV OCH DESS PÅVERKAN PÅ AKTIEÄGARAVKASTNING
- SEMINARIEDATUM:** 2010-12-22
- KURS:** FEKK01, EXAMENSARBETE, 15 HÖGSKOLEPOÄNG.
- FÖRFATTARE:** FELIPE GALVEZ, CONNIE JAKOBSSON, ERIK KURITZÉN OCH ANTON LINDH
- HANDLEDARE:** TORE ERIKSSON
- NYCKELORD:** FÖRVÄRV, EVENTSTUDIER, AKTIEÄGARAVKASTNING, LARGE CAP, OMXS30
- SYFTE:** AVSIKTEN ÄR ATT UNDERSÖKA OM AKTIEÄGARE I DET FÖRVÄRVANDE BOLAGET (FÖR BOLAG LISTADE PÅ LARGE CAP VID NASDAQ OMX STOCKHOLM) GYNNAS VID OFFENTLIGGÖRANDET AV ETT FÖRVÄRV. VIDARE ÄR SYFTET ATT UNDERSÖKA ETT ANTAL FAKTORER SOM EVENTUELLT KAN PÅVERKA AKTIEÄGARAVKASTNINGEN
- METOD:** UPPSATSEN BASERAS PÅ EN EVENTSTUDIE OCH ANVÄNDER SIG AV EN DEDUKTIV FORSKNINGSANSATS
- TEORETISKA PERSPEKTIV:** TIDIGARE FORSKNING INOM ÄMNET ÄR BEGRÄNSAD TILL EUROPEISKA OCH AMERIKANSKA BOLAGS AKTIEKURSFÖRÄNDRINGAR I SAMBAND MED FÖRETAGSFÖRVÄRV. SVENSK FORSKNING ÄR BEGRÄNSAD TILL DEN MÅN ATT INGA TIDIGARE UNDERSÖKNINGAR HAR GJORTS SOM ANALYSERAR HUR AKTIEÄGARAVKASTNINGEN PÅVERKAS AV FÖRVÄRV, MELLAN 2004-2008, FÖR BOLAG PÅ LARGE CAP-LISTAN PÅ NASDAQ OMX STOCKHOLM
- EMPIRI:** EN KVANTITATIV INSAMLING AV DATA HAR GJORTS MED REUTERS FÖR ATT RÄKNAT UT ONORMALA AVKASTNINGAR FÖRE OCH EFTER DET ATT FÖRVÄRVEN HAR SKETT. DE ONORMALA AVKASTNINGARNA HAR ANALYSERATS I EXCEL OCH JÄMFÖRTS MED UTVECKLINGEN FÖR OMXS30
- RESULTAT:** ÄR ATT DE INTERNATIONELLA TEORIER SOM LIGGER TILL GRUND FÖR DEN RÅDANDE UPPFATTNINGEN OM ATT FÖRVÄRV INTE SKAPAR AKTIEÄGARAVKASTNING FÖR DET FÖRVÄRVANDE BOLAGETS AKTIEÄGARE (DE GYNNAS SÅLEDES INTE) ÄVEN KAN TILLÄMPAS FÖR PUBLIKA BOLAG LISTADE PÅ NASDAQ OMX STOCKHOLM.

## ABSTRACT

TITLE: ACQUISITIONS AND THEIR INFLUENCE ON STOCK RETURNS

SEMINAR DATE: 12-22-2010

COURSE: FEKK01, DEGREE PROJECT UNDERGRADUATE LEVEL, BUSINESS ADMINISTRATION, UNDERGRADUATE LEVEL, 15 ECTS

AUTHORS: FELIPE GALVEZ, CONNIE JAKOBSSON, ERIK KURITZÉN AND ANTON LINDH

ADVISOR: TORE ERIKSSON

KEY WORDS: ACQUISITIONS, STOCK RETURN, OMXS30, LARGE CAP, EVENT STUDIES

PURPOSE: THE PURPOSE WITH THIS PROJECT IS TO INVESTIGATE WHETHER AN ACQUISITION HAVE POSITIVE OR NEGATIVE IMPACT ON THE ACQUIRER'S STOCK RETURN.

METHODOLOGY: THE AUTHORS HAVE PRACTICED A QUANTATIVE AND A DEDUCTIVE APPROACH FOR THIS RESEARCH.

THEORETICAL PERSPECTIVE: PRIOR RESEARCH WITHIN THIS FIELD IS LIMITED TO EUROPEAN AND AMERICAN COMPANIES' FLUCTUATIONS IN STOCK RETURNS AFTER AN ACQUISITION. SWEDISH RESEARCH IS LIMITED TO THE EXTENT THAT NO PREVIOUS STUDIES HAVE ANALYZED STOCK RETURNS FOR ACQUIRING COMPANIES DURING THE YEARS OF 2004-2008 ON NASDAQ OMX STOCKHOLM

EMPIRICAL FOUNDATION: A QUANTATIVE COLLECTION OF DATA HAS BEEN ASSEMBLED USING DATASTREAM IN ORDER TO ESTABLISH THE ABNORMAL RETURNS BEFORE AND AFTER THE TIME FOR THE ACQUISITION. THE ABNORMAL RETURNS HAVE BEEN ANALYZED IN MICROSOFT EXCEL AND COMPARED WITH THE DEVELOPMENT FOR OMXS30

CONCLUSIONS: STOCK OWNERS OF ACQUIRERS EXPERIENCE LITTLE OR NO GAIN ON THE ANNOUNCEMENT OF AN ACQUISITION. THE CUMULATIVE ABNORMAL EFFECT ONE YEAR AFTER THE ANNOUNCEMENT DATE SHOWS NEGATIVE RETURN FOR THE STOCKHOLDERS OF THE ACQUIRER

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<b>1. INLEDNING</b> .....	<b>7</b>
1.1 BAKGRUND.....	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	9
1.3 PROBLEMFÖRMULERING .....	9
1.4 SYFTE .....	9
1.5 AVGRÄNSNINGAR .....	10
1.6 MÅLGRUPP .....	11
1.7 DEFINITIONER .....	11
1.8 DISPOSITION.....	12
<b>2. METOD</b> .....	<b>14</b>
2.1 METODFÖRKLARING .....	14
2.2 UNDERSÖKNINGSDESIGN.....	15
2.3 EVENTSTUDIER .....	15
2.3.1 ESTIMERINGS- OCH HÄNDELSEFÖNSTER.....	15
2.3.2 PRAKTISKT TILLVÄGAGÅNGSSÄTT .....	17
2.3.3 NORMAL AVKASTNING.....	19
2.3.4 ONORMAL AVKASTNING .....	20
2.3.5 KUMULATIV ONORMAL AVKASTNING.....	20
2.4 DATAINSAMLING.....	21
2.5 STATISTISKA TESTER .....	21
2.6 FAKTORER SOM KAN PÅVERKA AKTIEÄGARAVKASTNING VID FÖRVÄRV .....	21
2.6.1 BRANSCH .....	21
2.6.2 INDELNING AV FÖRVÄRV ÅRSVIS .....	22
2.6.3 INOM- OCH UTOMNORDISKA FÖRVÄRV .....	22
2.6.4 AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVARE .....	23
2.7 RELIABILITET .....	23
2.8. VALIDITET .....	24
<b>3. PRAKTISK REFERENSRAM</b> .....	<b>25</b>
3.1 ALLMÄNT OM FÖRVÄRV .....	25
3.2 HORIZONTELLA, VERTIKALA OCH DIVERSIFIERADE FÖRVÄRV .....	26
3.3 MOTIV TILL OCH EFFEKTER AV FÖRVÄRV .....	26
3.4 SVERIGES KONJUNKTURUTVECKLING UNDER PERIODEN .....	27
3.5 FÖRVÄRVSÅKTIVITET UNDER DEN VALDA TIDSPERIODEN .....	29
<b>4. TEORETISK REFERENSRAM</b> .....	<b>32</b>
4.1 ALTERNATIVA TEORIER OCH TIDIGARE FORSKNING.....	32
4.1.1 HYBRISHYPOTHESEN (1986) .....	32
4.1.2 JENSEN (1986).....	33
4.1.3 VINNARENS FÖRBANNELSE (1971).....	33
4.1.4 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTHESEN (1970).....	34
4.2 RELEVANTA STUDIER AV BETYDELSE FÖR UPPSATSEN .....	34
CAMPA OCH HERNANDO (2007).....	34
BRUNER (2002).....	35
MOELLER, SCHLINGEMANN OCH STULZ (2005).....	35
SIROWER OCH GOLVCSENKO (2004).....	36
MOELLER, SCHLINGEMANN OCH STULZ (2002).....	36
ANDRADE, MITCHELL OCH STAFFORD (2001) .....	36
ASQUITH (1982) .....	37
KÜRSTEN (2008).....	37

<i>ROSEN (2006)</i> .....	37
<b>5. RESULTAT</b> .....	<b>39</b>
5.1 TOTALT RESULTAT .....	40
5.2 BRANSCHINDELADE RESULTAT .....	40
5.2.1 <i>INDUSTRI</i> .....	41
5.2.2 <i>ENERGI</i> .....	41
5.2.3 <i>MATERIAL</i> .....	42
5.2.4 <i>IT</i> .....	42
5.2.5 <i>TELEKOM</i> .....	42
5.2.6 <i>DAGLIGVAROR</i> .....	42
5.2.7 <i>SÄLLANKÖPSVAROR</i> .....	42
5.2.8 <i>HÄLSOVÅRD</i> .....	43
5.2.9 <i>BANK</i> .....	43
5.3 RESULTAT FÖR FÖRVÄRVSÅREN .....	44
5.4 RESULTAT FÖR INOM- OCH UTOMNORDISKA FÖRVÄRV .....	45
5.5 RESULTAT FÖR AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVARE .....	46
<b>6. ANALYS</b> .....	<b>47</b>
6.1 ANALYS AV UNDERSÖKNINGENS RESULTAT .....	47
6.1.1 <i>ANALYS AV DEN GENOMSNITTLIGA ONORMALA AVKASTNINGEN FÖR SAMTLIGA BOLAG</i> .....	47
6.1.2 <i>ANALYS AV RESULTAT FRÅN DEN BRANSCHVISA INDELNINGEN</i> .....	48
6.1.3 <i>ANALYS AV FÖRVÄRVSÅR</i> .....	49
6.1.4 <i>ANALYS AV INOM- OCH UTOMNORDISKA FÖRVÄRV</i> .....	50
6.1.5 <i>ANALYS AV AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVARE</i> .....	50
<b>7. SLUTSATS</b> .....	<b>52</b>
7.1 ÖVERGRIPANDE SLUTSATSER .....	52
7.2 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING .....	54
7.2.1 <i>YTTERLIGARE PARAMETRAR</i> .....	54
7.2.2 <i>UTVIDGA TIDSPERIODEN</i> .....	54
<b>LISTA ÖVER TABELLER, FIGURER OCH EKVATIONER:</b> .....	<b>55</b>
<b>8. KÄLLFÖRTECKNING</b> .....	<b>56</b>
<b>9. BILAGOR</b> .....	<b>62</b>
BILAGA 1. TOTAL FÖRVÄRVS DATA .....	62
BILAGA 2. BRANSCHINDELADE RESULTAT .....	74
BILAGA 3. RESULTAT FÖR FÖRVÄRVSÅR.....	74
BILAGA 4. RESULTAT FÖR INOM- OCH UTOMNORDISKA FÖRVÄRV .....	76
BILAGA 5. RESULTAT FÖR AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVARE .....	76
BILAGA 6. TOTALT RESULTAT FÖR FÖRVÄRV .....	77

# 1. INLEDNING

*Nedan presenteras bakgrunden till uppsatsämnet. Därefter följer problemdiskussion, problemformulering, syfte, avgränsningar, målgrupp, definitioner och disposition.*

## 1.1 BAKGRUND

Den 14 december kl. 08.56 tillkännagav läkemedelsbolaget Meda AB, ett bolag listat på Large Cap på Nasdaq OMX Stockholm, i ett pressmeddelande att de hade förvärvat tre receptfria läkemedel från Glaxosmithkline i USA.

*“STOCKHOLM (Direkt)*

*Meda har köpt tre receptfria läkemedel från Glaxosmithkline. Produkternas årliga omsättning uppgår till cirka 100 miljoner kronor med hög lönsamhet, skriver Meda i ett pressmeddelande. Förvärvspriset uppgår till 235 miljoner kronor. Meda och GSK för också diskussioner om ytterligare förvärv av receptfria läkemedel på den amerikanska marknaden.”<sup>1</sup>*

Öppningskursen på tisdagen den 14 december var kl. 09.00 50,25 kr och vid stängning av börsen kl. 17.25 stod Medaaktien i 52,50 kr, en uppgång på mer än 4,4 %.<sup>2</sup> Dagens Industri TV berättar i samband med tillkännagivandet att marknaden ser positivt på Medas förhoppningar om fler förvärv av receptfria läkemedel. Förvärvet ses som ett steg i ledet att diversifiera sig och minska sitt beroende av receptbelagda läkemedel.<sup>3</sup> Under åren 2004 till 2009 var Medas tillväxt stor och omsättningen ökade från 1 till 13 miljarder kronor. På senare tid har Meda upplevt en minskad försäljning på grund av en ökad konkurrens och lägre priser

---

<sup>1</sup> Nyhetsbyrån Direkt, Dagens Industri: Meda: Har köpt tre läkemedel från Glaxosmithkline, 2010-12-14 <<http://di.se/Templates/Public/Pages/Stockwatch/SWVisaDetalj.aspx?SWType=telegram&SWId=1164103&SWDate=&SWFileName=&SWSubType=>> (2010-12-16 kl. 23.15).

<sup>2</sup> Affärsvärlden, Medas aktiekursutveckling, 2010-12-16 <[http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/stock/stock\\_detail.page?magic=\(cc%20\(detail%20\(tab%20ta\)\)%20\(graph%20\(from%20\(period%202010-12-13\)\)%20\(to%20\(period%202010-12-14\)\)%20\(period%205D\)\)%20\(tsid%204718\)\)>](http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/stock/stock_detail.page?magic=(cc%20(detail%20(tab%20ta))%20(graph%20(from%20(period%202010-12-13))%20(to%20(period%202010-12-14))%20(period%205D))%20(tsid%204718))>) (2010-12-16 kl. 22.45).

<sup>3</sup> Romander B. Viveka, Nyhetsbyrån Direkt, Dagens Industri TV: Meda: En förlorare som sticker uppåt, 2010-12-14 <<http://di.se/DiTV/2010/12/17/Borsen-stiger-15-procent-2011/>> (2010-12-17 kl. 23.00).

på läkemedel i Europa och negativa valutaeffekter. Aktien är i nuläget cirka 20 % lägre värderad än vid förra årsskiftet och oron över tillväxten har avspeglats i aktiekursen. Analytiker från Handelsbanken och journalister vid Affärsvärlden konstaterar att Medas tillväxtmöjligheter finns i fler förvärv och produktlanseringar. Ytterligare ett steg i tillväxtstrategin är att etablera sig på tillväxtmarknaderna i t.ex. Asien där betalningsförmågan blir allt större.<sup>4</sup>

Den 11 november, ca en månad tidigare, annonserade Meda i ett annat pressmeddelande att de hade förvärvat tre andra väletablerade receptfria läkemedel från Norgine, ett holländskt läkemedelsbolag. Anders Lönner, VD för Meda uttalade sig efter tillkännagivandet:

*"Receptfria läkemedel är ett växande segment. Genom detta förvärv stärker vi Medas position ytterligare inom detta område."<sup>5</sup>*

Utvecklingen för Medas aktie efter offentliggörandet om förvärv är allt annat än typisk. Majoriteten av tidigare studier, som framförallt gjorts i USA och Europa, påvisar att det på kort sikt skapas liten eller ingen aktieägaravkastning efter offentliggörande om förvärv för det förvärvande bolagets aktieägare.<sup>6</sup> Samtidigt finns det en mindre antal studier som hävdar motsatsen, d.v.s. att aktieägaravkastningen ökar vid offentliggörande om förvärv.<sup>7</sup> Med Medas aktiekursutveckling som bakgrund, och de olika slutsatser som studier inom ämnet genererat, finner författarna det intressant att undersöka hur aktieägaravkastningen utvecklas när företag genomför förvärv.

---

<sup>4</sup> Ericsson, Per, Avanza Bank, ([per.ericson@placera.nu](mailto:per.ericson@placera.nu)), ANALYS: MEDA BEHÖVER ETT BRA FÖRVÄRV 2010-08-04, <[https://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=156703](https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=156703)> (2010-12-16 kl. 22.30)

<sup>5</sup> Pressrelease, Cision Wire, Dagens Industri: Meda förvärv receptfria läkemedel, 2010-11-11 <http://di.se/Templates/Public/Pages/Stockwatch/SWVisaDetalj.aspx?SWType=press&SWId=89029&SWDate=&SWFileName=&SWSubType=2>, (2010-12-16 kl. 22.50).

<sup>6</sup> Andrade, G; Mitchell, M; Stafford, E. (2001) "New Evidence and Perspectives on Mergers", Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, s. 103-120

<sup>7</sup> Asquith, P. (1982) "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", Journal of Financial Economics Vol. 11, s. 51-83



## 1.2 PROBLEMDISKUSSION

Hittills gjorda studier har visat att det förvärvande bolagets aktieägare ofta upplever en negativ eller ingen aktieägaravkastning alls vid offentliggörandet av ett förvärv.<sup>8</sup> Däremot gynnas det uppköpta bolagets aktieägare av förvärv och ser värdeökningar på ca 15 %.<sup>9</sup> Då de olika studierna som genomförts på området inte är eniga rörande förvärvets effekt på aktieägaravkastningen, och det faktum att det råder en brist på svenska studier, väljer författarna att undersöka hur förvärv påverkar det förvärvande bolagets aktieägare på den svenska marknaden.

## 1.3 PROBLEMFÖRMULERING

Avsaknaden av studier som berör bolag på den svenska marknaden gör att osäkerhet råder huruvida förvärv påverkar aktieägaravkastning hos bolag listade på Large Cap-listan vid Nasdaq OMX Stockholm. Hur väl stämmer slutsatserna från den internationella forskningen överens med de resultat som erhålls vid en granskning av företagen listade på Large Cap? Hur påverkas aktieägaravkastningen i det förvärvande bolaget efter offentliggörandet av förvärv på kort och medellång sikt? Går det att urskilja några förändringar i aktieägaravkastningen på kort- och medellång sikt efter nyheten om förvärv, och kan dessa hänföras till några specifika faktorer?

## 1.4 SYFTE

Avsikten är att undersöka om aktieägare i det förvärvande bolaget (för bolag listade på Large Cap vid Nasdaq OMX Stockholm) gynnas efter offentliggörandet av ett förvärv på kort respektive medellång sikt. Vidare är syftet att undersöka hur faktorerna **bransch, förvärvsår, inom- och utomnordiska förvärv** samt **aktiva och mindre aktiva förvärvare** eventuellt kan påverka aktieägaravkastningen.

---

<sup>8</sup> Moeller, S. B; Schlingemann, F. P; Stulz, R. M. (2005) "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave", Journal of Finance Vol. 60, s. 757-782.

<sup>9</sup> Berk, J; De Marzo, P. (2009), Corporate Finance, Pearson Boston, 1:a upplagan. s. 876

## 1.5 AVGRÄNSNINGAR

Författarna har valt att göra ett antal avgränsningar vilka följer nedan.

- Undersökningen inkluderar inte investment-, riskkapital- och private equity-bolag.
- Förvärv gjorda av fastighetsbolag bortses från i undersökningen
- Aktieutveckling och aktieägaravkastning för det förvärvade bolaget kommer inte att undersökas
- Undersökningen belyser endast företagsförvärv vars information finns tillgänglig i tillräcklig utsträckning
- Pris och betalningssätt för förvärven beaktas inte
- Undersökningen inkluderar endast företagsförvärv gjorda av bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap
- Tidsperioden som valts sträcker sig över åren 2004-2008
- Endast de bolagen på Nasdaq OMX Stockholm Large Cap som har gjort förvärv under 2004-2008 är inkluderade i datainsamlingen
- Undersökningen belyser endast fall där minst 50 % av tillgångarna har förvärvats
- Till kategorin förvärv inkluderas för övrigt köp av t.ex. gruvor, oljekällor, fastigheter (bl.a. butiker och lokaler), mark, läkemedel, produktlinjer, patent och rättigheter
- Bolag som ej genomfört några förvärv under den studerade tidsperioden inkluderas inte i undersökningen
- Utdelning tas inte hänsyn till i beräkning av onormal avkastning, då OMXS30 ej innehåller avkastning justerat för utdelning

Investment-, riskkapital- och private equity-bolag beaktas inte då deras huvudsakliga verksamhet utgörs av företagsförvärv. Företagen kan därmed ses som experter på investeringar i andra bolag och kan därmed med stor sannolikhet snedvrída resultatet.

Fastighetsbolag exkluderas eftersom de i stor utsträckning genomför fastighetsförvärv, dvs. investeringar snarare än rena företagsuppköp. Författarna har därför valt att på liknande grunder som för investmentbolagen att bortse från fastighetsbolag och deras förvärv.

Aktieägaravkastning för aktieägare i det förvärvade bolaget beaktas inte, då detta ligger utanför ramarna i den här studien.

Vidare beaktas endast företagsförvärv där det finns tillräckligt mycket information att tillgå för en grundläggande analys.

Priset och betalningssättet för förvärven har inte beaktats i undersökningen eftersom det finns en mängd olika sätt att mäta dessa. Förvärv kan betalas med exempelvis kontanter, aktier, konvertibler eller tilläggsköpeskillning (TKS). Den här typen av information publiceras sällan i sin helhet och gör därför en eventuell analys ofullständig.

Slutligen, för att ge en rättvisande bild av antalet förvärv på den svenska marknaden under 2004-2008, analyseras de bolag som är noterade på Large Cap listan på Nasdaq-OMX Stockholm daterat den 10 november 2010. Då flera företag har olika röststarka aktier, till exempel SCA A (mest röststark) och SCA B (mindre röststark), har den aktie med högsts omsättning på Nasdaq OMX Stockholm valts att representera företaget.

Efter ovan gjorda avgränsningar består urvalet av 42 företag.

## 1.6 MÅLGRUPP

Studien vänder sig främst till ekonomistudenter på inriktningarna redovisning och finansiering inom företagsekonomi och finans inom nationalekonomi. Författarnas förhoppning är att uppsatsen kan bidra som underlag för vidare studier inom ämnet.

## 1.7 DEFINITIONER

<i>Aktieägaravkastning</i>	Den totala avkastning som aktieägare erhåller, <u>här</u> utdelning ej inkluderat (eng. shareholder return)
<i>Företagsförvärv</i>	Uppköp av aktieandelar eller tillgångar i andra bolag

<i>Förvärvsobjekt</i>	Förvärvsobjektet är det företag som blir uppköpt av det förvärvande bolaget, även kallat målföretag
<i>Kort sikt</i>	1 dag och 30 dagar efter offentliggörande av förvärv
<i>Marknadsvärde</i>	Rådande aktiepris multiplicerat med antal utestående aktier (eng. market cap)
<i>Medellång sikt</i>	1 år efter annonseringen av förvärv
<i>Mergers &amp; Acquisitions (M&amp;A)</i>	Förvärv och fusioner
<i>Nasdaq OMX Stockholm</i>	Aktiebörs i Stockholm där publika företags aktier och andra värdepapper handlas
<i>Onormal avkastning</i>	Faktisk avkastning subtraherat med förväntad avkastning för den enskilda aktien
<i>OMXS30</i>	Ett index över de 30 mest omsatta aktierna på Nasdaq OMX Stockholm

## 1.8 DISPOSITION

### *Kapitel 2 – Metod*

I det här kapitlet presenteras hur datainsamlingen har gjorts och vilka metoder som har använts. Vidare förklaras innebörden av s.k. eventstudier samt modellen för att beräkna den onormala avkastningen. Graden av trovärdighet i källorna diskuteras.

### *Kapitel 3 – Praktisk referensram*

En kortfattad introduktion till ämnet presenteras, samt olika typer av förvärv, motiv till dessa och en övergripande bild av konjunkturutvecklingen för vald tidsperiod beskrivs.

#### *Kapitel 4 – Teoretisk referensram*

Den teoretiska referensramen introducerar de teorier och studier som kan anses ha relevans för undersökningen.

#### *Kapitel 5 – Resultat*

Författarna redovisar de resultat som undersökningen genererat.

#### *Kapitel 6 – Analys*

Analysen diskuterar de likheter, skillnader och mönster som har framkommit i resultatet. Författarna redovisar anknytningar till relevanta studier och teorier som resultatet kan hänföras till.

#### *Kapitel 7 – Slutsats*

I slutsatsen presenteras en övergripande analys och förslag på ytterligare forskning inom ämnet.

## 2. METOD

*Avsnittet beskriver hur författarna har undersökt det material som legat till grund för uppsatsen. I metoddelen redovisas för undersökningsdesign, eventstudier, datainsamling, statistiska tester, faktorer som kan påverka aktieägaravkastning, reliabilitet och validitet.*

### 2.1 METODFÖRKLARING

En kvantitativ datainsamling har genomförts för att kunna besvara problemformulering och syfte. Författarna har valt att använda sig av *sekundärdata*, vilket är tidigare publicerad information. Motsatsen är *primärdata*, som är ny information insamlad eller skapad av författaren själv och den här sortens information kommer inte att användas.<sup>10</sup> Under uppsatsens fortskridande har artiklar samlats in genom databasen ELIN@LUND, ett informationsverktyg för studenter vid Lunds Universitet.

I akademiska artiklar och uppsatser gör man ofta en indelning av information efter *kvalitativ* och *kvantitativ* data. Kvalitativ data är exempelvis intervjuer och andra fältstudier. Kvantitativ datainsamling är information som ofta ges i uttryck i siffror.<sup>11</sup> Författarna har valt att använda sig av det sistnämnda för att kunna besvara problemformulering och syfte.

Författarna använder sig av en *deduktiv* ansats, vilket innebär att tidigare teorier inom ämnesområdet nyttjas för att genomföra analys och dra slutsatser.<sup>12</sup> Relevanta teorier och studier presenteras mer ingående i kapitel fyra.

Kvantitativt data har använts i studien då den onormala avkastningen för varje företag vid varje förvärvstillfälle har krävts för att kunna göra de jämförelser och sammanställningar av avkastningar för olika bolag för att se hur aktieägaravkastningen har förändrats efter offentliggörande av affärer.

---

<sup>10</sup> Lundahl, U; Skärvad, P-H. (2009) Utredningsmetodik för Samhällsvetare och Ekonomer, 3:e upplagan, Studentlitteratur, s. 52.

<sup>11</sup> Lundahl, U; Skärvad, P-H. (2009) Utredningsmetodik för Samhällsvetare och Ekonomer, 3:e upplagan, Studentlitteratur, s. 101.

<sup>12</sup> Lundahl, U; Skärvad, P-H. (2009) Utredningsmetodik för Samhällsvetare och Ekonomer, 3:e upplagan, Studentlitteratur, s. 40.

De artiklar och studier som har refererats till och redogjorts för i uppsatsen har valts efter en urvalsprocess där en stor mängd artiklar och studier först samlades in, för att efter hand sällas ner efter relevans, validitet och reliabilitet. Denna urvalsprocess har exempelvis lett till att flera artiklar daterade långt bak i tiden inte har ansetts ha relevans med tanke på hur världsekonomin förändrats genom åren. Andra artiklar om förvärvsaktivitet har valts bort på grund av att de ej baserats på den teoretiska grund som uppsatsen är uppbyggd kring, nämligen den onormala avkastningen.

## 2.2 UNDERSÖKNINGSDESIGN

Den tillämpade undersökningsdesignen bygger på Craig MacKinlays artikel "*Eventstudies in Economics and Finance*".<sup>13</sup> Den här typen av studier undersöker onormal avkastning (*eng. abnormal returns*) för aktieägare efter företagsspecifika händelser, exempelvis vid offentliggörandet av ett förvärv, byte av personer med ledande befattning, negativ publicitet etc. Författarna undersöker onormal avkastning för att besvara problemformulering och studiens syfte. Den onormala avkastningen beräknas för att slutsatser ska kunna dras rörande förvärvseffekt på aktieägaravkastning hos aktieägare i det förvärvande bolaget. MacKinlays artikel och de formler som redogörs för i den används som bas i uppsatsen då majoriteten av senare gjorda studier rörande den onormala avkastningen i någon mån hänvisar till MacKinlays studier. Därmed anser författarna att MacKinlays studie är lämplig att använda som bas för de uträkningar och formler som genomförs.

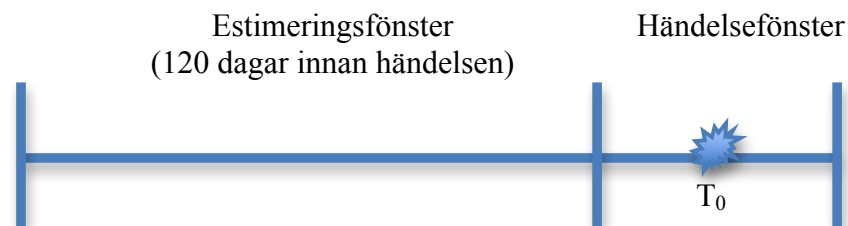
## 2.3 EVENTSTUDIER

### 2.3.1 ESTIMERINGS- OCH HÄNDELSEFÖNSTER

MacKinlay menar att vid genomförandet av en eventstudie krävs information om tidpunkt för den inträffade händelsen, (i studiens fall tidpunkt för förvärv) och tidsperioden innan och efter händelsen i fråga. MacKinlay framhäver vikten av att använda både ett estimeringsfönster och ett händelsefönster.

---

<sup>13</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 14



Figur 1. Tidslinje över estimerings- och händelsefönster

Estimeringsfönstret sträcker sig över de tidpunkter innan händelsen som krävs för att räkna ut den förväntade avkastningen, hädanefter definierad som den normala avkastningen, för en enskild aktie eller ett marknadsindex. MacKinlay rekommenderar att man använder sig av cirka 120 dagar innan en viss händelse för att säkerhetsställa den så kallade normala avkastningen (se punkt 2.3.3).<sup>14</sup> Författarna har följt MacKinlays råd och har därför använt sig av 120 dagar innan händelsen som estimeringsfönster. Under punkt 2.3.2 redovisas hur författarna praktiskt räknat ut den onormala avkastningen.

I händelsefönstret ingår tidpunkterna som går att finna i nedanstående tabell. Notera att estimeringsfönstret består av de 120 dagar som passerat innan  $T_{-30}$ . Vidare är arbetsdagar definierat som de dagar då handel bedrivs på Nasdaq OMX Stockholm.

Aktiepris (datum)	Förklaring
$T_{-30}$	30 arbetsdagar före offentliggörande av förvärv
$T_{-1}$	1 arbetsdag före offentliggörande av förvärv
$T_0$	Dagen för offentliggörande av förvärv
$T_1$	1 arbetsdag efter offentliggörande av förvärv
$T_{30}$	30 arbetsdagar efter offentliggörande av förvärv
$T_{360}$	360 arbetsdagar efter offentliggörande av förvärv

Tabell 1. Tidpunkter för händelsefönstret

<sup>14</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 14



För att undersöka effekterna av en viss händelse (offentliggörande av förvärv), måste först den normala avkastningen beräknas. Det framgår av MacKinlays artikel att den normala avkastningen beräknas med hjälp av valt estimeringsfönster.<sup>15</sup> Händelsefönstret är inte inkluderat i estimeringsfönstret då effekten av händelsen ska kunna härledas ur skillnaden mellan den normala och onormala avkastningen. Nedan beskrivs hur dessa avkastningar beräknas.

### 2.3.2 PRAKTISKT TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Författarna har använt sig av informationstjänsten Thomson Reuters Datastream (hädanefter benämnt Datastream) för att beräkna den onormala avkastningen för utvalda bolag på Large Cap-listan. Tillvägagångssättet för att beräkna onormal avkastning i det fall då Datastream saknas är konstruerat enligt nedanstående formel:

$$AR_{i\tau} = ER_{i\tau} - (\alpha_i + B_i R_{OMXS30\tau})$$

*Formel 1. Onormal avkastning för den enskilda aktien<sup>16</sup>*

$AR_{i\tau}$  = Onormal avkastning för period  $\tau$

$ER_{i\tau}$  = Normal (förväntad) avkastning under perioden  $\tau$

$B_i R_{OMXS30\tau}$  = Normala avkastningen under perioden  $\tau$ , justerad för aktiens risk

För att kunna tillämpa ovanstående formel krävs följande värden: daglig avkastning för OMXS30, daglig avkastning för aktien, samt Alfa- och Betavärdet för den enskilda aktien. Nedan redogörs för hur dessa värden beräknas.

Formell för daglig avkastning för OMXS30:

$$R_{OMXS30\tau} = \frac{P_{OMXS30\tau} - P_{OMXS30\tau-1}}{P_{OMXS30\tau-1}}$$

---

<sup>15</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 14

<sup>16</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 18

*Formel 2. Daglig avkastning för OMXS30*

$R_{OMXS30\tau}$  = Avkastningen för OMXS30 på dagen  $\tau$

$P_{OMXS30\tau}$  = Slutkursen för OMXS30 på dagen  $\tau$

$P_{OMXS30\tau-1}$  = Slutkursen för OMXS30 på dagen  $\tau - 1$ , det vill säga dagen innan  $\tau$

Daglig avkastning för den enskilda aktien:

$$R_{i\tau} = \frac{(P_{i\tau} - P_{i\tau-1})}{P_{i\tau-1}}$$

*Formel 3. Daglig avkastning för den enskilda aktien*

$R_{i\tau}$  = Avkastningen för företag  $i$  på dagen  $\tau$

$P_{i\tau}$  = Slutkursen på aktien för företag  $i$  på dagen  $\tau$

$P_{i\tau-1}$  = Slutkursen på aktien för företag  $i$  på dagen  $\tau - 1$ , det vill säga dagen innan  $\tau$

Betakoefficienten beskriver den enskilda aktiens exponering mot marknadsrisk och beräknas med hjälp av nedanstående formel:

$$B_i = \frac{Cov(R_i, R_{OMXS30\tau})}{\sigma_{OMXS30\tau}^2}$$

*Formel 4. Betavärdet för den enskilda aktien<sup>17</sup>*

$B_i$  = Betavärde för den enskilda aktien

$Cov(R_i, R_{OMXS30\tau})$  = Kovariansen mellan den enskilda aktiens och marknadsindexets

OMXS30s avkastning

$\sigma_{OMXS30\tau}^2$  = Variansen för OMXS30

Alfavärdet visar hur aktieavkastningen har utvecklats i förhållande till det riskjusterade avkastningskravet och beräknas genom nedanstående formel:

---

<sup>17</sup> Damodan, A. (1999). Applied Corporate Finance. Wiley N.Y 1999. s. 75.

$$\alpha_i = R_i - B_i * R_{OMXS30\tau}$$

Formel 5. Alfa-värdet för den enskilda aktien<sup>18</sup>

$\alpha_i$  = Alfavärdet för den enskilda aktien

$R_i$  = Avkastning för den enskilda aktien

$B_i$  = Betavärde för den enskilda aktien

$R_{OMXS30\tau}$  = Avkastning för OMXS30

### 2.3.3 NORMAL AVKASTNING

Den *normala avkastningen* kan beräknas på två sätt; antingen genom den *konstanta medelavkastningsmodellen* (the constant mean return model) eller *marknadsmodellen* (the market return model). Den förstnämnda beaktar att medelavkastningen för en aktie är konstant över tiden. Marknadsmodellen mäts genom att alltid förhålla sig till ett marknadsindex, i författarnas fall OMXS30. MacKinlay skriver i sin studie från 1997 att marknadsmodellen är att föredra då användandet av index gör beräkningen av den normala avkastningen mer precis. Författarna har med dessa uttalanden som grund valt att i Datastream räkna ut den normala avkastningen genom marknadsmodellen.

När  $\alpha_i$  och  $B_i$  nu finns beräknade kan den normala avkastningen beräknas enligt följande formel:

$$ER_{i\tau} = \alpha_i + B_i R_{OMXS30\tau}$$

Formel 6. Normal avkastning för den enskilda aktien<sup>19</sup>

$ER_{i\tau}$  = Normal (förväntad) avkastning för den enskilda aktien

$\alpha_i$  = Alfavärde för den enskilda aktien

$B_i R_{OMXS30\tau}$  = Normal (förväntad) avkastning under period  $\tau$ , justerad för aktiens risk

---

<sup>18</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 18

<sup>19</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 18

Med hjälp av de värden som formeln för normal avkastning genererat kan den onormala avkastningen sedan beräknas.

#### 2.3.4 ONORMAL AVKASTNING

MacKinlay beskriver den onormala avkastningen,  $AR_{it}$ , som skillnaden mellan den normala,  $ER_{it}$ , och den faktiska avkastningen,  $(\alpha_i + B_i R_{OMXS30t})$

I uppsatsen kommer den onormala avkastningen att beskrivas som den avvikelse från den förväntade aktieavkastningen, som offentliggörandet av ett förvärv ger upphov till och inte kan hänföras till förändringar i indexet OMXS30.

#### 2.3.5 KUMULATIV ONORMAL AVKASTNING

Kumulativ, eller aggregerad avkastning, är den summerade onormala avkastningen under en viss tidpunkt. Detta kan förkortas CAR och beräknas enligt följande formel:

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it}$$

*Formel 7. Kumulativ onormal avkastning för den enskilda aktien<sup>20</sup>*

För att räkna ut en genomsnittlig onormal avkastning divideras den kumulativa avkastningen under en specifik dag i intervallet med den mängd observationer (förvärv) som genomfördes under motsvarande dag i intervallet.

$$\overline{AR}_{i(t1,t2)} = \frac{1}{n} \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it}$$

*Formel 8. Genomsnittlig onormal avkastning under en viss dag för den enskilda aktien<sup>21</sup>*

---

<sup>20</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 18

<sup>21</sup> MacKinlay, A. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, s. 18

## 2.4 DATAINSAMLING

Datainsamlingen har fokuserat på förvärv genomförda av bolag på Large Cap-listan vid Nasdaq OMX Stockholm, under tidsperioden 2004-2008. Det här resulterade i 537 förvärv genomförda av 42 företag, efter gjorda avgränsningar i enlighet med kapitel ett. Bland dessa återfinns förvärv genomförda av dotterbolag. Förvärvsstatistik har inhämtats med hjälp av Alacrastore och Datastream. Vidare har information rörande onormala avkastningar beräknats med hjälp av Datastream och Microsoft Excel. Datainsamlingen återfinns i sin helhet i bilaga ett.

## 2.5 STATISTISKA TESTER

Statistiska tester för att säkerställa resultatet har ej tillämpats. Författarna anser sig ha säkerställt frekvensen av förvärv för vald tidsperiod genom att grundligt verifiera dessa med hjälp av Datastream och Alacrastore. Därmed anses frekvensen av förvärv representera en hel population och inte ett stickprov. Statistiska tester görs i stor utsträckning för att säkerhetsställa att ett stickprov representerar en hel population. Eftersom författarna anser att frekvensen av förvärv representerar alla förvärv som är gjorda med valda avgränsningar i åtanke, så kommer inte några statistiska tester att utföras.

## 2.6 FAKTORER SOM KAN PÅVERKA AKTIEÄGARAVKASTNING VID FÖRVÄRV

### 2.6.1 BRANSCH

I ett försök att hänföra onormala avkastningar till specifika variabler hos ett förvärvande företag har indelning av företagen gjorts branschvis. Författarna har valt att utgå ifrån Dagens Industris branschindelning av företagen på Large Cap.

Indelningen för de 42 bolagen i 9 olika branscher presenteras i tabellen nedan.

<b>BRANSCH</b>	<b>BOLAG</b>
<b>Industri</b>	ABB, Alfa Laval, Assa Abloy, Atlas Copco, Hexagon, Lindab, NCC, SAAB, Sandvik, Scania, Seco Tools, Securitas, SKF, Trelleborg, Volvo
<b>Energi</b>	Alliance Oil, Lundin Petroleum
<b>Material</b>	Holmen, Lundin Mining, SCA, SSAB, Stora Enso
<b>IT</b>	Ericsson, Tieto Oyj
<b>Telekom</b>	Millicom, Tele 2, Telia Sonera
<b>Dagligvaror</b>	Axfood, Swedish Match
<b>Sällanköpsvaror</b>	Autoliv, H&M, Husqvarna, MTG
<b>Hälsovård</b>	Astra Zeneca, Elektra, Getinge, Meda
<b>Bank</b>	SEB, SHB, Nordea, Swedbank

*Tabell 2. Branschindelning för insamlad data*

## 2.6.2 INDELNING AV FÖRVÄRV ÅRSVIS

Under punkt 3.4 redogörs det för hur den svenska ekonomin utvecklats under den valda tidsperioden. Denna tidsperiod har präglats av ett väldigt skiftande ekonomiskt klimat och därför har författarna funnit det intressant att undersöka skillnaderna i onormal avkastning för respektive år. Förvärven har kategoriserats årsvis efter det datum då offentliggörandet om ett förvärv ägt rum. Det poängteras att förvärven inte har delats in under branscher som i punkt 2.6.1.

## 2.6.3 INOM- OCH UTOMNORDISKA FÖRVÄRV

Författarna har valt att dela upp förvärven efter inom- och utomnordiska transaktioner. Uppdelningen har genomförts för att undersöka om målbolagets hemvist har någon påverkan på aktieägaravkastningen.

## 2.6.4 AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVARE

Uppdelningen av aktiva och mindre aktiva förvärvare genomförs då författarna önskar att undersöka huruvida förvärvsfrekvensen påverkar den onormala avkastningen och därmed aktieägaravkastningen.

## 2.7 RELIABILITET

Enligt Svante Körner och Lars Wahlgren påverkas reliabiliteten, trovärdigheten, i en studie av flertalet faktorer. Dessa karaktäristika kan indelas enligt följande:

- Mätinstrumentet
- Den som utför mätningen
- Omgivningen kring mätningen
- Det undersökta objektet
- Klockslag på nyhet

Förvärvsinformation har insamlats genom databaserna Datastream och Alacrastore.

Datastream, som tillhandahålls av Thomson Reuters får anses vara mycket tillförlitligt, dels på grund av det är en licensierad databas som erhålls mot betalning, vilket även är fallet för Alacrastore. Thomson Reuters anses dessutom vara en av de främsta distributörerna av ekonomirelaterade nyheter. Författarna anser att information om förvärv och tidpunkter för dessa har hög trovärdighet. Informationstjänsterna avspeglar i stora drag liknande information och är fristående från varandra. Därmed kan källorna sägas komplettera varandra och tillfredsställa kraven på reliabilitet. Beräkningar av den onormala avkastningen för de utvalda bolagen har genomförts med hjälp av Datastream och Microsoft Excel vilka får anses hålla en hög standard.

De onormala avkastningar som beräkningar i Datastream och Microsoft Excel genererat har varit föremål för en rimlighetskontroll. Stickprov har gjorts genom att den onormala avkastningen jämförts med den faktiska avkastningen, för att fastställa att dessa inte skiljt sig åt orealistiskt mycket. Ett problem som författarna upplevt är svårigheten att finna en exakt tidpunkt för offentliggörande av förvärv. Konsekvenserna av detta kan vara att mätningen av

den onormala avkastningen, och därmed aktieägaravkastningen för exempelvis  $T_0$  kan bli missvisande. Exempelvis kan offentliggörandet ha skett under helgdag, och offentliggörandets eventuella effekt på aktieägaravkastningen sker i sådana fall inte under  $T_0$ , utan under den första arbetsdagen efter att  $T_0$  passerat. Övriga faktorer som Körner och Wahlgren diskuterar kommer inte att diskuteras närmare eftersom dessa faktorer framförallt blir aktuella i kvalitativa undersökningar.<sup>22</sup>

## 2.8. VALIDITET

Validitet i en undersökning kan definieras som *frånvaro av systematiska mätfel* och indelas mellan *inre* och *yttre validitet*.<sup>23</sup> Inre validitet kan betecknas som grad av relevans och trovärdighet för undersökningen.

Den inre validiteten i studien kan ifrågasättas, framförallt analysen av den onormala avkastningens utveckling på medellång sikt, eftersom det är omöjligt att med 100 % säkerhet avgöra om en viss onormal avkastning beror på ett företagsförvärv. Andra förklaringar till den onormala avkastningen kan exempelvis utgöras av företagsspecifika händelser, såsom VD-byte eller störningar i produktionsledet.

Yttre validitet är framförallt av betydelse vid kvalitativa undersökningar, exempelvis vid intervju- och andra fältstudier.<sup>24</sup> Då den här undersökningen inte använder sig av intervjuer eller andra kvalitativa hjälpmedel diskuteras inte den yttre validiteten hos undersökningen vidare. Det kan finnas anledning att rikta viss kritik mot den teoretiska referensramen, då vissa av artiklarna som ligger till grund för denna del publicerades under 1980-talet. Ett exempel på detta är Richard Rolls teori om ”hybrishypotesen” från 1986 som dock fortfarande är aktuell och refereras till i nyligen publicerade artiklar inom uppsatsämnet. Författarna anser därför att den yttre validiteten är tillfredställande.

---

<sup>22</sup> Körner, S; Wahlgren, L. (2006), Praktisk statistik, Studentlitteratur, 3:e upplagan

<sup>23</sup> Lundahl, U; Skärvad, P-H. (2009) Utredningsmetodik för Samhällsvetare och Ekonomer, 3:e upplagan, Studentlitteratur, s. 150.

<sup>24</sup> Lundahl, U; Skärvad, P-H. (2009) Utredningsmetodik för Samhällsvetare och Ekonomer, 3:e upplagan, Studentlitteratur, s. 151.



### 3. PRAKTISK REFERENSRAM

*Nedan presenteras en allmän definition av förvärv. Vidare beskrivs effekterna av förvärv och Sveriges konjunkturutveckling under den valda tidsperioden. Teorierna som presenteras är allmänt vedertagna teorier inom ämnesområdet förvärv.*

#### 3.1 ALLMÄNT OM FÖRVÄRV

Förvärv innebär att ett företag köper upp en minoritets- eller en majoritetsandel i ett annat bolag.<sup>25</sup> Det förvärvande företaget köper aktier eller befintliga tillgångar av målföretaget.<sup>26</sup> Vid förvärv sker en förflyttning av ägarskap och det förvärvande bolaget övertar antingen en viss del eller hela aktiekapitalet. Därmed förvärvas proportionerliga tillgångar och skulder i målföretaget.<sup>27</sup>

I undersökningsmaterialet behandlas förvärv som är gjorda av bolag noterade på Large Cap. Förvärv innebär de sorters köp som bolagen gör av antingen tillgångar eller aktieandelar i målföretaget. Definitionen av förvärv sträcker sig därför från köp av t.ex. gruvor, oljekällor, fastigheter (bl.a. butiker och lokaler), mark och läkemedel till produktlinjer, patent och rättigheter i eller av målföretaget.

De förvärvande bolagen betalar ofta en betydande budpremie vid uppköp av annat bolag.<sup>28</sup> Vid attraktiva priser på företag tenderar de förvärvande bolagen att bjuda över varandra och när marknaden bevittnar denna auktion ökar antalet deltagare i budgivningen. Slutligen kommer det bolag som bjuder högst att köpa bolaget, och vid det laget ligger budpremien ofta högt över bolagets egentliga marknadsvärde.

---

<sup>25</sup> Gaughan, Patrick, A. (2007), Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Wiley & Sons Inc, 4:e upplagan, s. 12

<sup>26</sup> Berk, J; De Marzo, P. (2009), Corporate Finance, Pearson Boston, 2:a upplagan s. 873

<sup>27</sup> Gaughan, Patrick, A. (2007), Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Wiley & Sons Inc, 4:e upplagan, s. 12

<sup>28</sup> Díaz, B; Díaz, A; Gutiérrez S.S; López, C. (2009) "Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns", Quarterly Journal of Finance & Accounting, Vol. 48, No. 3, s. 5-22

### 3.2 HORIZONTELLA, VERTIKALA OCH DIVERSIFIERADE FÖRVÄRV

Förvärv av andra företag brukar kategoriseras som antingen horisontella, vertikala eller diversifierade.<sup>29</sup> Ett horisontellt förvärv innebär att ett förvärvande företag gör ett uppköp inom samma industri.<sup>30</sup> Vid ett vertikalt förvärv är det förvärvade bolaget inom samma värdekedja som dess uppköpare.<sup>31</sup> Diversifierande företagsförvärv innebär ett förvärv av ett annat företag som varken tillhör samma industri eller värdekedja som förvärvaren.<sup>32</sup>

### 3.3 MOTIV TILL OCH EFFEKTER AV FÖRVÄRV

Den mest frekvent förekommande orsaken till uppköp är möjligheten till kostnadsreducerande och vinstökande synergieffekter.<sup>33</sup> Forskning rörande förvärv har visat att företagen har betydligt mindre svårigheter att på ett realistiskt sätt beräkna och förutspå de kostnadsreducerande synergieffekterna. Realistiska beräkningar av de vinstökande synergieffekterna har generellt sett varit svårare att genomföra då dessa baseras på ett större antal osäkra faktorer.<sup>34</sup>

Ett exempel på synergieffekter är stordriftsfördelar, det vill säga besparingar genom att ha en stor produktionsvolym, besparingar som inte är tillgängliga för mindre företag. Genom att förvärva en betydelsefull konkurrent kan ett företag skaffa sig större marknadsandelar liknade ett monopol och minska konkurrensen på marknaden.<sup>35</sup>

Även om motiven för att ingå i förvärvsaktiviteter är teoretiskt korrekta så sammanfaller sällan praktiken med de teoretiska antagandena. Historisk sett så har många förvärv

---

<sup>29</sup> Green, M. B; Cromley, R. G. (1982), "The Horizontal Merger: Its Motives and Spatial Employment Impacts", *Economic Geography*, Vol. 58, No. 4, s. 358 – 369.

<sup>30</sup> Green, M. B; Cromley, R. G. (1982), "The Horizontal Merger: Its Motives and Spatial Employment Impacts", *Economic Geography*, Vol. 58, No. 4, s. 358 – 369.

<sup>31</sup> Gaughan, Patrick, A. (2007), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley & Sons Inc, 4:e upplagan, s.13

<sup>32</sup> Green, M. B., Cromley, R. G. (1982), "The Horizontal Merger: Its Motives and Spatial Employment Impacts", *Economic Geography*, Vol. 58, No. 4, s. 358-369.

<sup>33</sup> Gaughan, P. A. (2007) *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley & Sons Inc, 4:e upplagan, s. 117-136

<sup>34</sup> Early, S. (2004) "Mergers and Acquisitions: New McKinsey Research Challenges Conventional M&A Wisdom", *Strategy and Leadership*, Vol. 32, No. 2, s. 4-11

<sup>35</sup> Source Media, Inc. (2007) "Striking Balance: Organic Growth and M&A", *Mergers & Acquisitions Report*, Vol. 20, No. 33, s. 1-3

misslyckats och synergieffekterna som företagsledningen i det förvärvande bolaget varit ute efter har inte gått att skapa.

Anledningarna till att så pass många av de förvärv som genomförs misslyckas beror på en rad olika faktorer. Ledningens uppfattning om värdet på det bolag man tänker köpa upp är ofta högre än marknadsvärdet och således bjuder ledningen en högre budpremie för målföretaget.<sup>36</sup>

I vissa fall är budet så högt över de bud som de övriga aktörerna på marknaden är beredda att betala att vinnarens förbannelse blir stor. Detta fenomen kännetecknas ursprungligen av att ledningen anser sig kunna uppskatta det förvärvade bolagets marknadsvärde bättre än marknaden.<sup>37</sup>

Detta fenomen benämns även i hybrishypotesen, där ledningens självsäkerhet i det förvärvande bolaget är ett motiv till vissa förvärvsaktiviteter.<sup>38</sup>

Organisatoriska skillnader i företagsstruktur kan bidra till att integrationen av ett förvärvat företag inte går som planlagt. Personliga åsikter, antalet anställda allokerade till samma post, skillnader i hierarkisk officiell och inofficiell struktur är bara några av de exempel som Cartwright och Cooper benämner i sin artikel.<sup>39</sup> Icke att försumma är de kulturkrockar som också kan förekomma när två personalstyrkor ska integreras, samt de affärskulturer som råder i de båda bolagen.

### 3.4 SVERIGES KONJUNKTURUTVECKLING UNDER PERIODEN

Makroutvecklingen under 2004 drevs av en stark global uppgång i BNP. I Sverige drevs utvecklingen framåt mycket tack vare den ökade exporten till de europeiska länderna och till länderna inom OECD.<sup>40</sup> Sveriges ekonomi var under 2004 och även under 2005 inne i en mycket expansiv fas, med kraftigt ökad sysselsättning och inhemsk konsumtion.<sup>41</sup> Det

---

<sup>36</sup> MacDonald, R. (2005) A template for shareholder value creation on M&As, Strategic Direction, Vol. 21, No. 5, s. 2-4

<sup>37</sup> Malmendier, U; Tate, G. (2007) "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", Journal of Financial Economics, No. 00 (0000) 000-000, s.1-34

<sup>38</sup> Roll, R. (1986) "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, Vol. 59, No. 2, s. 197-216

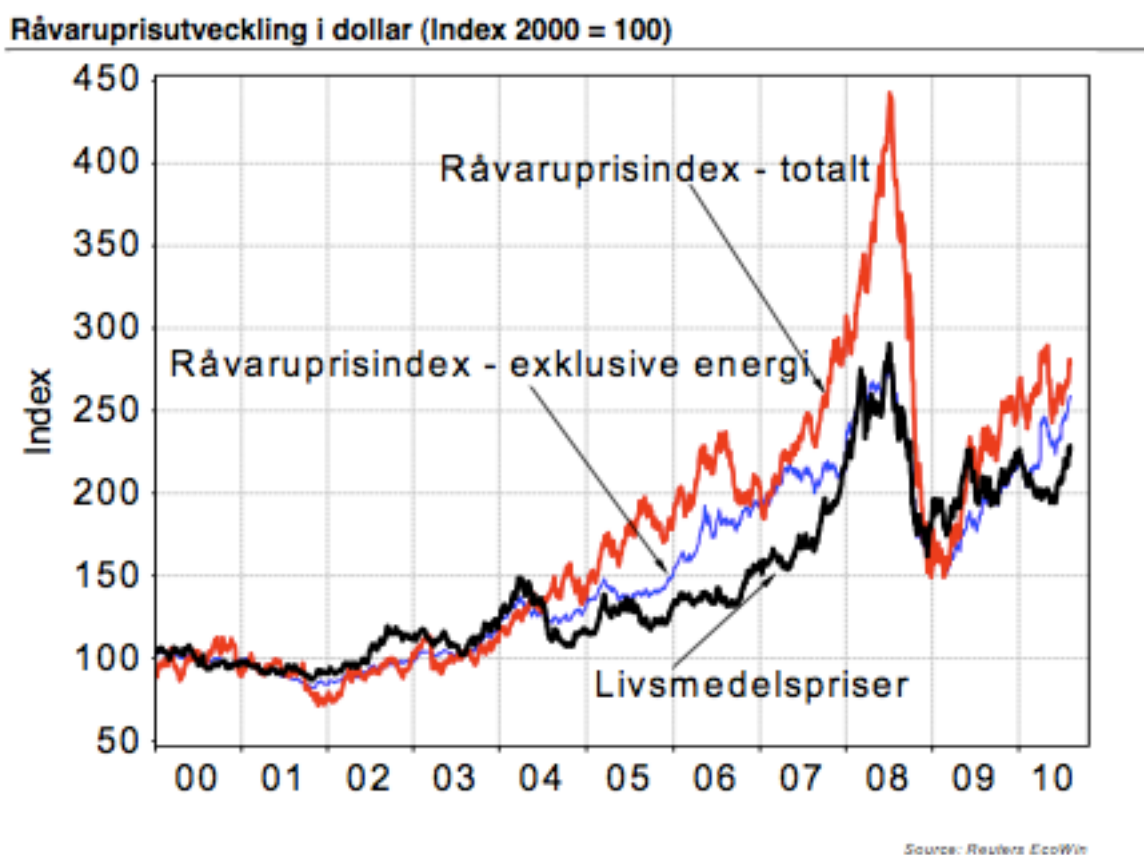
<sup>39</sup> Cartwright, S; Cooper C. L. (1993) "The role of Culture Compatibility in Successful Organizational Marriage", Vol. 7, No. 2, s. 57-71

<sup>40</sup> "Konjunkturläget december 2004", Konjunkturinstitutet

<sup>41</sup> "Konjunkturläget december 2006", Konjunkturinstitutet

förbättrade konjunkturläget under dessa två år bidrog till att BNP växte med 4,3 % för 2006 och ekonomin förblev stark även under 2007. BNP utvecklingen i Sverige har varit starkare än i Tyskland och USA under ovan nämnda år (se Figur 3).

Under 2008 bromsades världsekonomin in och övergick i en finansiell härdsmälta efter att den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers gått i konkurs.<sup>42</sup> Samtidigt föll världens börser mycket kraftigt och Nasdaq OMX Stockholm drabbades hårt<sup>43</sup>. Även oljepriset och priset på andra råvaror påverkades negativt av den finansiella krisen, vilket illustreras i diagrammet nedan.<sup>44</sup>



Figur 2. Utveckling över råvarupriser år 2000-2010 i dollar.<sup>45</sup>

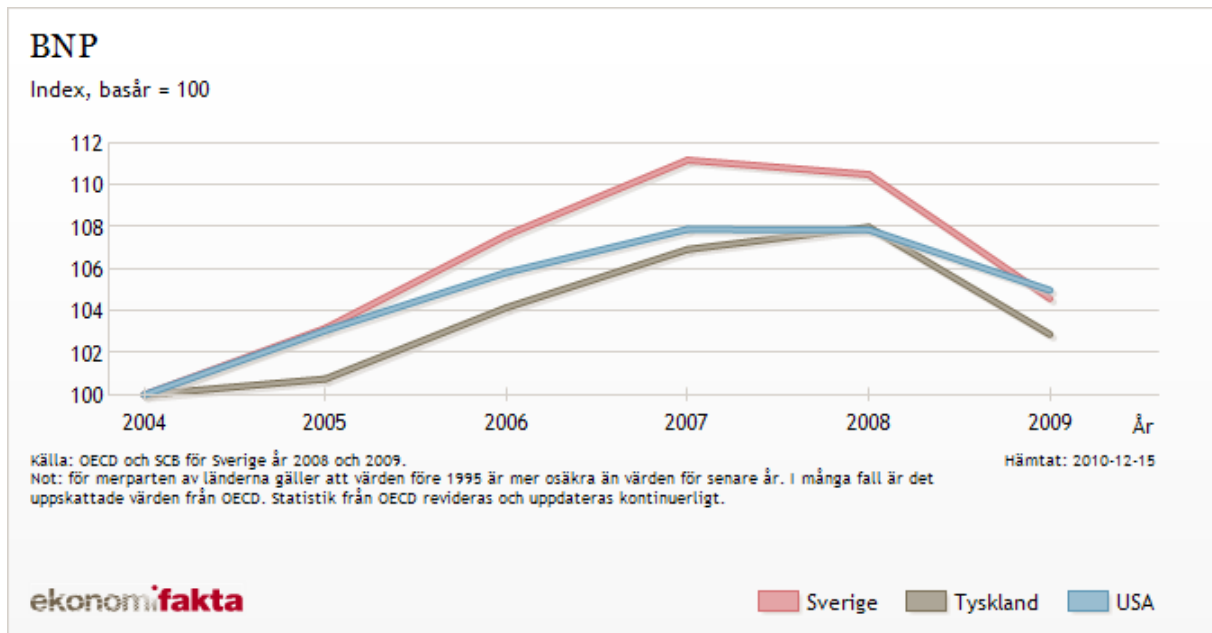
<sup>42</sup> TT/DN, Dagens Nyheter: Ekonomi, 2008-09-15, Lehman Brothers ansöker om konkurs, <<http://www.dn.se/ekonomi/lehman-brothers-ansoker-om-konkurs-1.624966>> (2010-12-10 kl. 13.00).

<sup>43</sup> Petersen, Leif. (leif.petersen@svd.se), E24, Dagen då det finansiella systemet kollapsade, 2010-09-15 <[http://www.e24.se/makro/varlden/dagen-da-det-finansiella-systemet-kollapsade\\_2300411.e24](http://www.e24.se/makro/varlden/dagen-da-det-finansiella-systemet-kollapsade_2300411.e24)> (2010-12-10 kl. 13.00).

<sup>44</sup> Hermansson, C. (2010) "Swedbanks Globala Konjunktur- och Strukturrapport", Swedbank Analys, s.18

<sup>45</sup> Hermansson, C. (2010) "Swedbanks Globala Konjunktur- och Strukturrapport", Swedbank Analys, s.18

De makroekonomiska händelserna gjorde att Norden, med undantag för Norge, gick in i en lågkonjunktur. I Sverige sjönk BNP och sysselsättningen mycket kraftigt<sup>46</sup>. Denna grundläggande beskrivning av det ekonomiska klimatet både i Sverige och internationellt är relevant för de trender man kan se i form av förvärvsaktivitet.



Figur 3. BNP utveckling för Sverige, Tyskland och USA under år 2004-2009.<sup>47</sup>

### 3.5 FÖRVÄRVSAKTIVITETEN UNDER DEN VALDA TIDSPERIODEN

Åren 2004-2006 speglades av en hög förvärvsaktivitet på den nordiska marknaden. Under 2005 och 2006 identifierade revisionsfirman KPMG 758 förvärvsaffärer enbart på den nordiska marknaden<sup>48</sup>. I slutet av 2006 och under 2007 var förvärvsaktiviteten i Norden som högst, både vad gäller värde och antalet transaktioner. Framskridande branscher där frekvensen av förvärv steg var bl.a. inom IT, telekom, energi, industri, och finans<sup>49</sup>. Under 2004 -2008 präglades förvärvsaktiviteten av inomnordiska transaktioner, d.v.s. affärer mellan nordiska länder. Dessa var överrepresenterade i statistiken och stod för ca 75 % av antalet och

<sup>46</sup> ”Konjunkturläget december 2008”, Konjunkturinstitutet

<sup>47</sup> Ekonomifakta, [www.ekonomifakta.se](http://www.ekonomifakta.se)

Hämtat 2010-12-10 kl. 13.00

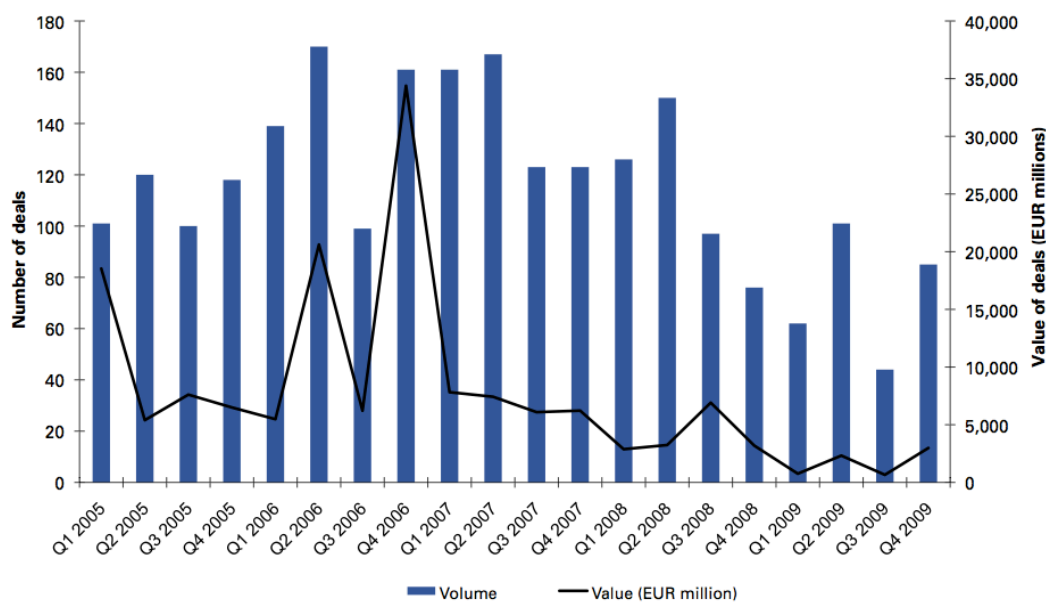
<sup>48</sup> KPMG. (2010) ”Competing for growth 2010, “The annual review of Mergers & Acquisitions in the Nordic region”, s. 38

<sup>49</sup> KPMG. (2010) ”Competing for growth 2010, “The annual review of Mergers & Acquisitions in the Nordic region”, s. 40

50 % av värdet av de transaktioner som skett.<sup>50</sup>

Effekten av den globala recessionen 2008 gjorde att förvärvsaktiviteten sjönk kraftigt i Norden; toppåret 2007 hade 780 transaktioner medan det under 2008 bara skedde 618 förvärvstransaktioner. Nedgången i förvärvsaktiviteten blev en global trend där länder inom Europa, Nordamerika och Asien drabbades hårt. En förklaring till detta är den minskade tillgången på krediter och riskvilligt kapital.

Intra-Nordic M&A trends



51

Figur 4. Graf över antalet inomnordiska transaktioner under år 2005-2009.<sup>52</sup>

<sup>50</sup> KPMG. (2010) "Competing for growth 2010, "The annual review of Mergers & Acquisitions in the Nordic region", s. 42

<sup>51</sup> KPMG. (2010) "Competing for growth 2010, "The annual review of Mergers & Acquisitions in the Nordic region", s. 36

<sup>52</sup> KPMG. (2010) "Competing for growth 2010, "The annual review of Mergers & Acquisitions in the Nordic region", s. 38



## 4. TEORETISK REFERENSRAM

*I följande kapitel presenteras vetenskapliga teorier och tidigare forskning om förvärv. Vidare presenteras studier och artiklar med relevans för uppsatsen.*

### 4.1 ALTERNATIVA TEORIER OCH TIDIGARE FORSKNING

Majoriteten av tidigare forskning pekar på att aktieägarna i det förvärvande bolaget förlorar på att göra förvärv, då aktieägaravkastningen generellt sjunker efter att tillkännagivandet om förvärvet har gjorts.<sup>53,54</sup> Flera artiklar konstaterar faktumet att förvärv förstör aktieägarvärde för det bolaget som förvärvas genom att ge negativa eller små avkastningar. Samtidigt så tenderar aktieägaravkastningen för ägarna i det förvärvade bolaget att öka efter tillkännagivandet av förvärvet.<sup>55</sup>

#### 4.1.1 HYBRISHYPOTESEN (1986)

Richard Roll har i sin studie från 1986 ”*The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*”, hybrishypotesen, gjort en ansats till att förklara varför frekvensen av förvärv ökar.<sup>56</sup>

Hybrishypotesen menar att ledningen tror sig kunna värdera bolag bättre än marknaden och potentiella synergivinster vid förvärv. Då ledningen anser sig ha insiderinformation, är de villiga att betala en högre budpremie för målföretaget och därmed drabbas ledningen av hybris.

---

<sup>53</sup> Moeller, S. B; Schlingemann, F. P; Stulz, R. M. (2005) “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance* Vol. 60, s. 757-782.

<sup>54</sup> Andrade, G; Mitchell, M; Stafford, E. (2001) “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, s. 103–120

<sup>55</sup> Goranova, M; Dharwadkar, R; Brandes, P. (2010) “Owners on both sides of the deal: Mergers and acquisitions and overlapping institutional ownership”, *Strategic Management Journal*, No. 31, s. 1114-1135

<sup>56</sup> Roll, R. (1986) “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business*, Vol. 59, No. 2, s. 197-216



Den amerikanska aktieanalytikern Warren Buffet har uttalat sig om hybris hos ledningen i årsrapporten för sin investeringsfond Berkshire Hathaway;<sup>57</sup>

*“Many managements apparently were overexposed in impressionable childhood years to the story in which the imprisoned handsome prince is released from a toad’s body by a kiss from a beautiful princess. Consequently, they are certain their managerial kiss will do wonders for the profitability of Company T[arget]...We’ve observed many kisses but very few miracles. Nevertheless, many managerial princesses remain serenely confident about the future potency of their kisses-even after their corporate backyards are kneedeep in unresponsive toads.”*

Warren Buffet, Berkshire Hathaway Inc. Annual Report, 1981<sup>58</sup>

Buffet liknar här prinsessor med ledningen och deras tro på att kunna förvandla olönsamma bolag (grodor) till mer lönsamma genom att förvärva dem (kyssa dem) och betala ett alltför högt pris. Hybrishypotesen förklarar varför ledningar är villiga att betala ett högre pris än rådande marknadspris för målföretaget. Ytterligare en anledning till att företag köper upp andra företag anser Roll är för att de ska undvika att själva bli uppköpta.

#### 4.1.2 JENSEN (1986)

Michael Jensen förklarar att ledningen tenderar att förvärva bolag när företaget har ett stort fritt kassaflöde. Jensen menar på att när bolag har en stor kassa vill ledningen spendera mer vilket leder till ogenomtänkta uppköp av andra bolag som i sin tur ökar risken för negativ aktieutveckling för aktieägarna. Vidare påpekar Jensen vikten av integrationsprocessen av förvärvet efter uppköpet.<sup>59</sup>

#### 4.1.3 VINNARENS FÖRBANNELSE (1971)

Capen, Clapp och Campbell presenterade 1971 i sin studie ”vinnarens förbannelse” en förklaring till varför företag betalar ett för högt pris vid förvärv.<sup>60</sup> Vinnarens förbannelse

---

<sup>57</sup> Warren Buffett. Nationalencyklopedin <<http://www.ne.se/warren-buffett>> (2010-12-09)

<sup>58</sup> Arnold, G. (2005), Corporate Financial Management, Prentice Hall, 3:e upplagan, s. 1055

<sup>59</sup> Jensen, M. C. (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, American Economic Review, Vol. 76, s. 323-329

<sup>60</sup> Capen, E; Clapp, R; Campbell, W. (1971) “Competitive bidding in high risk situations”, Journal of Petroleum

innebär att vinnaren av en budgivning tenderar att betala ett allt för högt pris för det förvärvade bolaget. Detta gör att det vinnande budet överstiger värdet av de tillgångar som bolaget förvärvat och därmed förstör värde för aktieägarna.

#### 4.1.4 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN (1970)

Den effektiva marknadshypotesen presenterades av Eugene Fama i sin studie ”*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*” från 1970. Teorin påvisar att aktiepriser avspeglar tillgänglig information på marknaden, och delade in marknaden i olika grader av effektivitet. Svag effektivitet innebär att investerare inte kan handla på historisk aktieinformation för att nå vinster. Vid halvstark effektivitet går det inte att ”överlista” marknaden utifrån historisk och publik information, investerare kan endast uppnå vinster med hjälp av insiderinformation. Stark effektivitet innebär att aktiepriset speglar all historisk, publik och insiderinformation.<sup>61</sup> Aktiekurserna vid annonseringen om ett förvärv ska alltså anpassa sig snabbt till den informationen som ges ut. Dessa förändringar i aktiepriser ska således inkludera de förändringar i det förväntade värde som annonseringen om förvärvet ger upphov till, och hela det värde som förvärvet beräknas skapa.

#### 4.2 RELEVANTA STUDIER AV BETYDELSE FÖR UPPSATSEN

*Nedan sammanställs relevanta studier rörande förvärv och hur förvärv påverkar aktieägare i det förvärvande bolaget. Artiklarna inleder med europeisk forskning för att sedan gå över till mer specifika studier rörande onormal avkastning. Avslutningsvis nämns de viktiga arbetsprocesser som uppstår efter ett förvärv.*

#### CAMPA OCH HERNANDO (2007)

José Manuel Campa och Ignacio Hernando har i sin studie analyserat förändring i aktieägaravkastning i samband med annonsering av ett förvärv för europeiska företag. Campa och Hernando menar att förväntningarna som marknaden har inför ett förvärv avspeglas i aktiekursen hos det förvärvande bolaget. Författarna visade på att en majoritet av förvärven resulterade i en negativ onormal avkastning för aktieägarna i det förvärvande bolaget. I

---

Technology, Vol. 23, s. 641-53

<sup>61</sup> Fama, E. F. (1970) ”Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, No. 2, s. 383-417

slutsatsen av undersökningen framgår det att aktieägarna i det uppköpta bolaget får en genomsnittligt positiv onormal avkastning efter annonseringen av förvärvet. Däremot får aktieägarna i det förvärvande företaget en nästintill obefintlig onormal avkastning.<sup>62</sup>

Campa och Hernando konstaterade också att bland de företagsförvärv som gjorts i Europa, så skapade de uppköpta företagen som varit under statlig reglering, ett lägre värde för aktieägarna än de i oreglerade industrier. Den onormala avkastningen för aktieägarna i det förvärvande bolaget blev också lägre när förvärvet skedde mellan två bolag från olika länder inom Europa. Anledningen till detta beror på att förvärv över gränser måste överkomma kulturkrockar, legala konflikter och transaktionsbarriärer. Dessa fenomen minskar sannolikheten att förvärvet genomförs som annonserat och därför även förvärvets förväntade värde.

#### BRUNER (2002)

Hänvisning i föregående studie görs till Bruner där han fann att den onormala avkastningen för de förvärvande bolagen generellt sett var nollprocentig eller negativ på kort sikt efter annonseringen om förvärv.<sup>63</sup> I Bruners studie analyserades 130 förvärv och hur deras aktiekurs förändrades på kort sikt efter annonseringen av förvärv. Han fann att en stor del av dessa företag visade små eller inga onormala avkastningar efter offentliggörande. Sammanfattningsvis drog han slutsatsen att den onormala avkastningen för de förvärvande bolagen låg runt noll.<sup>64</sup>

#### MOELLER, SCHLINGEMANN OCH STULZ (2005)

Moeller, Schlingemann och Stulz redovisar i sin undersökning att aktieägare i förvärvande bolag i USA, för perioden 1998-2001, förlorade i genomsnitt 12 % av aktievärdet efter det att annonsering om förvärv gjorts. Under hela 1980-talet visade det sig att aktieägarna förlorade i genomsnitt 1,6 % i aktievärde. Därmed har den negativa onormala avkastningen för aktieägare i de förvärvande bolagen sjunkit efter 1990-talet. De fann även att de

---

<sup>62</sup> Campa, M. J; Hernando, I. (2007) "Shareholder Value Creation in European M&A's", European Financial Management, Vol. 10, No. 1, s. 47-81

<sup>63</sup> Bruner, R. F. (2002) "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision Maker," Journal of Applied Finance, Vol. 12, No. 1, s. 48-69

<sup>64</sup> Bruner, R. F. (2002) "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision Maker", Journal of Applied Finance, Vol. 12, No. 1, s. 48-69

förvärvsannonseringar som gjordes på 1990-talet var lönsamma för aktieägarna i de förvärvande bolagen men de förluster som uppstod på lång sikt neutraliserade avkastningarna och de vinster som tidigare gjorts.<sup>65</sup>

#### SIROWER OCH GOLVCSENKO (2004)

I studien ”*Returns from the merger boom*” har Sirower och Golovcsenko analyserat 302 förvärv som offentliggjorts i USA där man köpt upp minst 50 % av aktierna i målföretaget mellan juli 1995 och augusti 2001. Författarna kom bland annat fram till att de förvärvande företagen i snitt presterade sämre än sina jämlingar inom samma industri. 1 vecka efter annonseringen var den genomsnittliga onormala avkastningen – 4,1 % och efter ett år var den – 4,3 %. De drog även slutsatsen att initiala marknadsreaktioner kan vara en indikation på hur marknaden reagerar på lång sikt.<sup>66</sup>

#### MOELLER, SCHLINGEMANN OCH STULZ (2002)

Moeller, Schlingemann och Stulz undersökte i sin studie 12 023 förvärv för perioden 1980-2001. Av resultaten framgick det att på kort sikt var den genomsnittliga onormala avkastningen – 1,18 % för det förvärvande bolagets aktieägare. Små företag fick en 2 % högre onormal avkastning än större förvärvsföretag. Författarna förklarar detta genom att konstatera att större företag har mindre tillväxtpotentialer internt än vad mindre företag har och är därmed mer villiga att betala en högre premie för tillväxt.<sup>67</sup>

#### ANDRADE, MITCHELL OCH STAFFORD (2001)

Andrade, Mitchell och Stafford undersökte 4000 genomförda förvärv mellan 1973 och 1998. Efter att ha analyserat dessa fann de att den genomsnittliga kumulativa onormala avkastningen var - 0,7 % 3 dagar efter annonseringen för det förvärvande bolaget, och – 3,8 % 20 dagar efter annonseringen. De visade också i sin studie att betalnings sättet spelar stor

---

<sup>65</sup> Moeller, S. B; Schlingemann, F. P; Stulz, R. M. (2005) “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave”, *Journal of Finance* Vol. 60, s. 757-782.

<sup>66</sup> Sirower, M. L; Golovcsenko, M. (2004) “Returns from the Merger Boom”, *The Dealermaker's Journal*, Vol. 39, No. 3, s. 34-35

<sup>67</sup> Moeller, S. B; Schlingemann, F. P; Stulz, R. M. (2002) “Firm size and the Gains from Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, s. 201–228

roll för aktieägaravkastningens utveckling i det förvärvande bolaget.<sup>68</sup>

#### ASQUITH (1982)

I motsats till hitintills nämnd forskning presenterade Asquith en studie med ett motsägelsefullt resultat. Vid en analys av 211 genomförda förvärv i USA kom han fram till att aktieägarna i det förvärvande bolaget i genomsnitt tjänade 2,2 % dagen efter offentliggörandet av förvärvet. Resultatet går emot majoriteten av tidigare gjorda studier om förvärv.<sup>69</sup>

#### KÜRSTEN (2008)

Wolfgang Kürstens artikel om ”post merger management” efter både förvärv och fusioner betonar vikten av att integrera mellanchefer och anställda i integrationsprocessen. För att förvärvet ska generera avkastning för aktieägarna måste det skapas en balanserad integrationsprocess som lämnar utrymme för både ledningens och de anställdas idéer.<sup>70</sup>

#### ROSEN (2006)

Richard J Rosens undersökning relaterar aktieutvecklingen för förvärvande företag till hur aktiemarknaden utvecklats. Rosen drog slutsatsen att om aktiemarknaden har utvecklats positivt vid tiden för förvärv, ökar chanserna att det skapas aktieägaravkastning för aktieägarna i de bolag som förvärvar.<sup>71</sup> Hans resultat baseras på en studie av 6 259 förvärv som genomfördes av amerikanska företag 1982-2001. Investerare blir både individuellt och som grupp alltså mer positiva till framgången och integrationen av förvärv när marknaden utvecklas positivt. Den positiva inställningen smittar ofta av sig till andra investerare och ledningar vilket sprider en positiv intuition bland investerarna, definierat som ”*merger momentum*” eller förvärvsmomentum.

Avslutningsvis så har Rosen studerat sambandet mellan aktieutvecklingen och marknadens

---

<sup>68</sup> Andrade, G; Mitchell, M; Stafford, E. (2001) “New Evidence and Perspectives on Mergers”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, s. 103-120

<sup>69</sup> Asquith, P. (1982) “Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns”, Journal of Financial Economics Vol. 11, s. 51-83

<sup>70</sup> Kürsten, W. (2008) “Synergies, Shareholder Value and Exchange Ratios in Value-Creating Mergers. Why Shareholders Should Doubt Management’s Pre-Merger Promises”, Managerial Finance Vol. 34 No. 4, s. 252-261

<sup>71</sup> Rosen, R. J. (2006) ”Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements”, The Journal of Business, Vol. 79, No. 2, s. 789-1017

utveckling på lång sikt jämfört med på kort sikt. Resultatet visade att företag som köper upp andra bolag då marknaden är stark har en sämre aktiekursutveckling på lång sikt, än de bolag som genomfört förvärv när marknaden gått dåligt.

<u>Artikelförfattare</u>	<u>Undersökning</u>	<u>Undersökta år</u>	<u>Resultat</u>
<b>Campa och Hernando 2007</b>	262 förvärv gjorda av Europeiska företag	1998-2000	I majoriteten av fallen upplevde aktieägarna en negativ aktieägaravkastning
<b>Bruner 2002</b>	130 förvärvande företag	1971-2001	Förvärvande företagets aktieägaravkastning ca 0 % efter annonseringen
<b>Moeller, Schlingemann och Stulz. 2005</b>	Förvärvande bolag i USA	1998-2001	Aktieägarna förlorade i genomsnitt 12 % i aktieägaravkastning efter annonseringen om förvärv
<b>Sirower och Golvcsenko 2004</b>	302 förvärv i USA	1995-2001	Efter 1 vecka - 4,1 % Efter 1 år - 4,3 % (aktieägaravkastning)
<b>Moeller, Schlingemann och Stulz. 2002</b>	12 023 förvärv	1980-2001	- 1.18 % på kort sikt Små företag hade 2 % större avkastning än stora företag.
<b>Andrade, Mitchell och Stafford 2001</b>	4000 genomförda förvärv	1973-1998	Efter 3 dagar - 0,7 % Efter 20 dagar - 3,8 %
<b>Asquith, 1982</b>	211 framgångsrika förvärv, 91 misslyckade förvärv i USA	Framgångsrika: 1962-1976 Misslyckade: 1962-1963 1967-1968 1974-1975	+ 2,2 % 1 dag efter
<b>Wolfgang Kürsten 2008</b>	Post merger management	2008	En balanserad integrationsprocess som involverar ledningen och de anställda ökar chanserna att förvärvet blir lönsamt.

<b>Richard J Rosen 2006</b>	6259 förvärv i USA	1982-2001	Förvärvsmomentum: Genomförandet av förvärv lyckas bättre när marknaden är starkt positiv
---------------------------------	--------------------	-----------	--

Tabell 3. Sammanfattning av relevanta studier för uppsatsen

## 5. RESULTAT

Resultaten som har framkommit från undersökningen presenteras och förklaras med hjälp av tabeller och figurer. Inledningsvis ges en kort förklaring till de olika tidsintervall som har studerats.

### Förklaring till tidsintervall

Det första tidsintervallet, som pågår mellan  $T_{-30}$  och  $T_{-1}$ , visar den kumulativa onormala avkastningen för de 30 dagar som ägt rum innan offentliggörande av nyhet om förvärv.  $T_0$  är dagen för tillkännagivandet av förvärvet till marknaden. De tidsperioder som har studerats inkluderar inte de dagar då börsen har stängt.  $T_{-30}$  till  $T_{-1}$  utgörs därför av 30 arbetsdagar innan datum för offentliggörande.

Den onormala avkastningen för de olika tidsintervallen är avrundad till två decimaler, och den aggregerade onormala avkastningen är summan av tidsintervallen. Den aggregerade onormala avkastningen är därmed summan av perioderna:

$$(T_{-30} - T_{-1}) + (T_0) + (T_{+1} - T_{+365})$$

Anledningen till att samtliga studerade tidsintervall inte ingår i formeln för den aggregerade onormala avkastningen är att uteslutna tidsintervall redan är inräknade i formeln ovan.

Tyngdpunkten i redovisningen av resultaten läggs på de indelningar och tidsintervall som ger en stark avvikelser från den genomsnittliga aggregerade onormala avkastningen. Övriga resultat från indelningar som har genomförts finns att tillgå i bilagor.

## 5.1 TOTALT RESULTAT

<b>Genomsnittlig onormal avkastning för samtliga 42 företag</b>	<b>Observationer: 537</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,46 %
$T_{-1}$	0,13 %
$T_0$	0,40 %
$T_{+1}$	-0,03 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,06 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-3,55 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 42 företag	-2,69 %

*Tabell 4. Genomsnittlig onormal avkastning för samtliga företag*

För perioden  $T_{-30}$  till  $T_{-1}$  uppvisas en genomsnittlig onormal avkastning på 0,46 %. Vidare visar företagen i studien en genomsnittlig positiv avkastning på 0,40 % på dagen för offentliggörandet av förvärv. Därefter ser författarna en negativ trend fram till och med ett år efter att nyheten om förvärvet släppts. Dessa olika tidsperioder skapar en genomsnittlig aggregerad onormal avkastning på -2,69 %.

Den genomsnittliga onormala avkastningen för samtliga företag kommer härnäst att refereras till som det totala genomsnittet. För att exemplifiera kommer den onormala avkastningen på 0,40 % under  $T_0$  i fortsättningen att kallas det totala genomsnittet för  $T_0$  i den löpande texten.

Den genomsnittliga aggregerade onormala avkastningen för samtliga företag, som uppgår till -2,69 %, kommer härnäst att kallas det totala aggregerade genomsnittet i den löpande texten.

Vidare väljer författarna i fortsättningen av resultatdelen att i den löpande texten referera till den onormala avkastningen endast som avkastning.

## 5.2 BRANSCHINDELADE RESULTAT

Nedan följer resultatet indelat per bransch med information om avkastning och antalet observationer. Branscherna som har undersökts är; Industri, Energi, Material, IT, Telekom,



Dagligvaror, Sällanköpsvaror, Hälsovård och Bank. Nedan presenteras ett urval av resultatet för branschindelningen. Fullständig information rörande resultaten för samtliga branscher finns att tillgå i bilaga 2.

<b>Bransch: Industri</b> <b>ABB, Alfa Laval, Assa Abloy, Atlas Copco, Hexagon, Lindab, NCC, Saab, Sandvik, Scania, Seco Tools, Securitas, SKF, Trelleborg och Volvo</b>	<b>Observationer:</b> <b>295</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,37 %
$T_{-1}$	0,16 %
$T_0$	0,15 %
$T_{+1}$	-0,04 %
$T_{+1} - T_{+30}$	0,48 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-0,63 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 16 företag	-0,11 %

*Tabell 5. Onormal avkastning för branschen Industri*

### 5.2.1 INDUSTRI

Industribranschen är den bransch med störst antal observerade förvärv och flest företag. Branschen uppvisar en genomsnittlig aggregerad avkastning som inte nämnvärt skiljer sig från 0. Tiden innan tillkännagivandet om förvärv observeras en något positiv avkastning. Samtidigt ses en något negativ avkastning på medellång sikt (ett år) efter offentliggörande om förvärv. Industribranschen på Large Cap-listan uppvisar dock en bättre genomsnittlig aggregerad avkastning (-0,11 %) än det totala aggregerade genomsnittet (-2,69 %).

### 5.2.2 ENERGI

De två företagen som representerar branschen Energi har under den undersökta tidsperioden genomfört nio förvärv. För intervallet  $T_{-30}-T_{-1}$  ses en positiv avkastning på 6,56 %. För  $T_0$  framgår en positiv avkastning på 3,98 %. Därefter vänder den positiva utvecklingen och energiföretagen påvisar en negativ avkastning på -6,52 % under perioderna efter  $T_0$ . Aggregerad avkastning för energibranschen uppgår till -27,36 %, vilket är en stark avvikelser från det totala aggregerade genomsnittet (-2,69 %).

### 5.2.3 MATERIAL

Branschen Material, som utgörs av fem företag, visar under de 30 dagarna innan  $T_0$  en positiv avkastning på 3,70 %.  $T_0$  uppvisar en något mer positiv avkastning (0,89 %) än det totala genomsnittet för motsvarande intervall (0,40 %). Vidare ses en genomsnittlig aggregerad avkastning för materialföretagen på 2,84 %, vilket är en signifikant avvikelse från den det totala aggregerade genomsnittet (-2,69 %).

### 5.2.4 IT

IT-sektorn utgörs av 26 observationer uppdelade på två företag, Ericsson och Tieto Oyj. Företagen följer det mönster som tidigare har upptäckts, med en positiv avkastning innan  $T_0$ , vartefter avkastningen förändras till det negativa efter  $T_0$ . Slutligen ses en negativ genomsnittlig aggregerad avkastning (-16,86 %) som starkt avviker från det totala aggregerade genomsnittet (-2,69 %).

### 5.2.5 TELEKOM

Telekomföretagen, med 67 förvärv, påvisar en negativ utveckling både innan och efter  $T_0$ . Vidare skiljer sig inte den genomsnittliga aggregerade avkastningen (-3,58 %) markant från det totala aggregerade genomsnittet (-2,69 %).

### 5.2.6 DAGLIGVAROR

De två företagen Axfood och Swedish Match, som med sina 10 förvärv utgör branschen Dagligvaror, visar upp en något mer negativ genomsnittlig aggregerad avkastning (-5,12 %) än det totala aggregerade genomsnittet (-2,69 %).

### 5.2.7 SÄLLANKÖPSVAROR

Branschen Sällanköpsvaror består av företag med spridda produktportföljer som exempelvis MTG vilka erbjuder tjänster inom media och Autoliv med sina produkter nischade mot

bilmarknaden. Företagen inom Sällanköpsvaror uppvisar liknande tendenser som företagen inom branschen Dagligvaror. Värt att notera är dock att branschen visar upp en negativ genomsnittlig aggregerad avkastning (-5,94 %) som avviker med några procent från det totala aggregerade genomsnittet (-2,69 %).

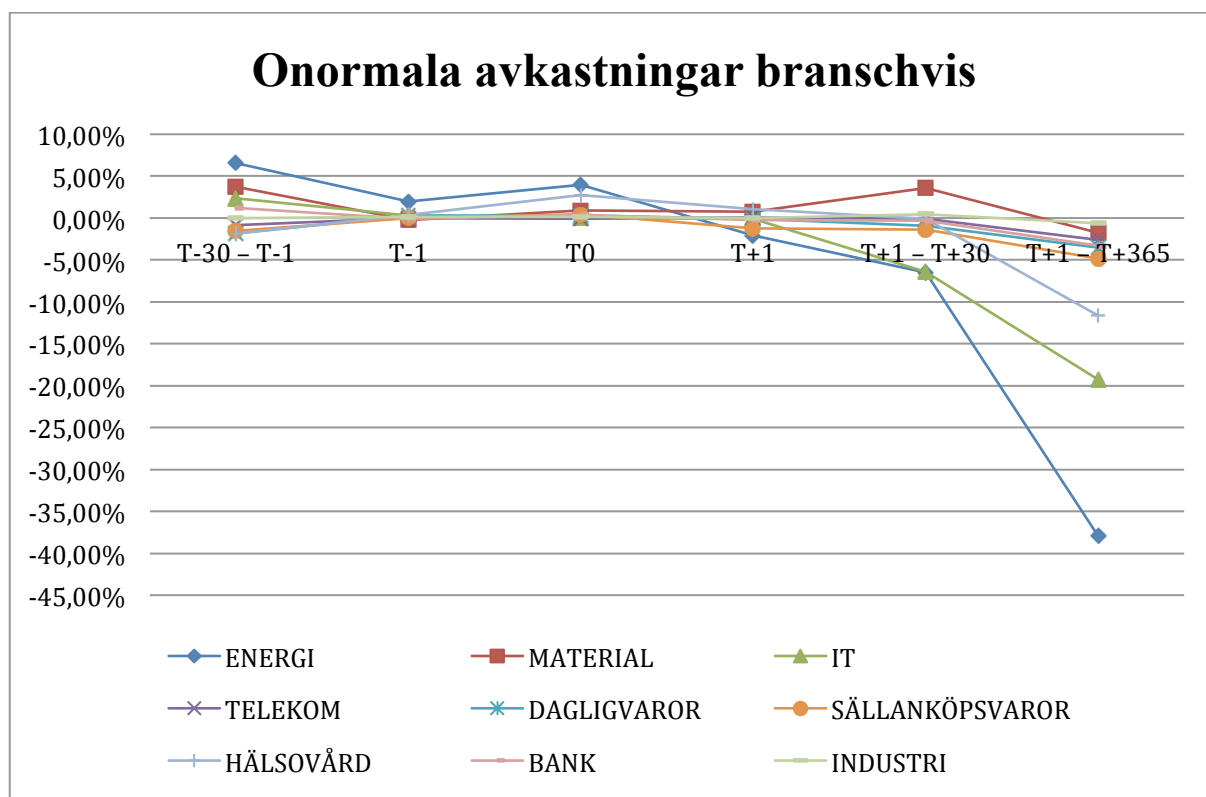
#### 5.2.8 HÄLSOVÅRD

Bolagen inom kategorin Hälsovård med 30 observerade förvärv, påvisar en mycket positiv utveckling vid dagen för offentliggörande av förvärv (2,71 %). Resultatet urskiljer sig från tidigare studerade branscher samt det totala genomsnittet (0,40 %). Anmärkningsvärt är att utvecklingen på medellång sikt detta till trots är negativ, och den genomsnittliga aggregerade avkastningen för hälsovårdsföretagen är även den kraftigt negativ (-10,75 %).

#### 5.2.9 BANK

Banksektorn uppvisar resultat som liknar de som erhållits för det totala genomsnittet i studien. Tiden innan offentliggörande av förvärv är avkastningen svagt positiv, för att efter publicering utvecklas negativt.

Nedanstående linjediagram visar utvecklingen av den onormala avkastningen för undersökta branscher:



Figur 5. Onormala avkastningar branschvis

Diagrammet visar att de onormala avkastningarna inte skiljer sig nämnvärt åt mellan de olika branscherna som studerats, med undantag för de extremvärden som registrerats i branscherna Energi och IT. Detta kommenteras mer ingående i analysen.

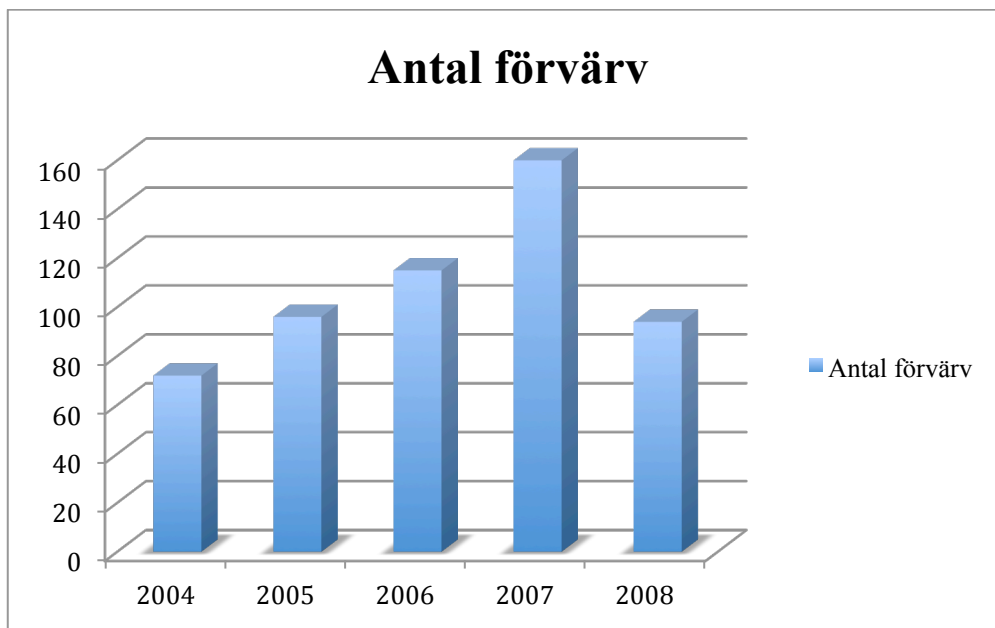
### 5.3 RESULTAT FÖR FÖRVÄRVSÅREN

Författarna har valt att undersöka om det finns ett samband mellan förvärvsår och den avkastning som genereras. Mer detaljerad information för de årsvisa förvärvsaktiviteterna finns att tillgå i bilaga 3. Nedan redogörs kort för den genomsnittliga aggregerade onormala avkastningen för åren 2004-2008.

Förvärvsår	Aggregerad onormal avkastning för året
2004	-5,74 %
2005	1,62 %
2006	-6,28 %
2007	-0,77 %
2008	-3,63 %

Tabell 6. Aggregerad onormal avkastning för åren 2004-2008

Nedanstående stapeldiagram visar den utveckling som ägt rum vad gäller antalet förvärv för samtliga bolag i urvalet. Perioden präglas av en ökning från år till år fram till och med 2007. Därefter avtar antalet förvärv kraftigt på grund av finanskrisen 2008. Denna trend går även att koppla till Sveriges BNP, som sjönk under 2008 på grund av ovan nämnda anledningar. Resultaten påvisar dock inga större skillnader gentemot det totala aggregerade genomsnittet.



*Figur 6. Stapeldiagrammet över antal förvärv per år; 2004 (72 förvärv), 2005 (96 förvärv), 2006 (115 förvärv), 2007 (160 förvärv), 2008 (94 förvärv), genomförda av de utvalda bolagen på Large Cap*

#### 5.4 RESULTAT FÖR INOM- OCH UTMOMNORDISKA FÖRVÄRV

Nedan presenteras andelen förvärv indelade efter regionalitet för de uppköpta företagen, där företagen har delats in i inom- och utomnordiska förvärv. Perioden fram till  $T_0$  är liknande för båda kategorierna. Därefter ökar avvikelserna mellan de två kategorierna. Den genomsnittliga aggregerade avkastningen för de inomnordiska köpen är svagare (-3,91 %) än motsvarande avkastning för utomnordiska förvärv (-2,07 %). Noterbart är antalet observationer, där de inomnordiska transaktionerna står för 27 % av det totala antalet observationer. Resultaten presenteras i sin helhet i bilaga 4.

## 5.5 RESULTAT FÖR AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVARE

### Aktiva förvärvare (39 eller fler transaktioner)

<b>Aktiva förvärvare: Securitas (44), Trelleborg (41), Hexagon (40) och Atlas Copco (39)</b>	<b>Observationer: 164</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,71 %
$T_{-1}$	0,16 %
$T_0$	0,18 %
$T_{+1}$	0,03 %
$T_{+1} - T_{+30}$	0,57 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-0,98 %
Aggregerad onormal avkastning	-0,09 %

**Tabell 7.** *Genomsnittlig onormal avkastning för aktiva förvärvare*

### Mindre aktiva förvärvare (3 transaktioner eller färre)

<b>Mindre aktiva förvärvare: H&amp;M (3), Holmen (3), Lundin Petroleum (3), Millicom (3), Swedish Match (3), Seco Tools (2), SSAB (2) och Autoliv (1)</b>	<b>Observationer: 20</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,23 %
$T_{-1}$	0,71 %
$T_0$	-0,43 %
$T_{+1}$	-0,49 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-1,69 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-7,45 %
Aggregerad onormal avkastning	-7,65 %

**Tabell 8.** *Genomsnittlig onormal avkastning för mindre aktiva förvärvare*

Gruppen Aktiva förvärvare har tillsammans genomfört 164 förvärv. Den avkastning som redovisas skiljer sig inte nämnvärt från noll. Gruppen mindre aktiva förvärvare, med 20 observerade transaktioner, uppvisar däremot en mycket negativt genomsnittlig aggregerad avkastning (-7,65 %).

## 6. ANALYS

*Nedan presenteras en analys av det övergripande resultatet. Därefter analyseras resultaten efter bransch, förvärvsår, inom- och utomnordiska förvärv, samt aktiva och mindre aktiva förvärvare.*

### 6.1 ANALYS AV UNDERSÖKNINGENS RESULTAT

#### 6.1.1 ANALYS AV DEN GENOMSNITTLIGA ONORMALA AVKASTNINGEN FÖR SAMTLIGA BOLAG

I resultatet framgår det omgående att aktieägare i det förvärvande bolaget upplever en negativ onormal avkastning på kort och medellång sikt efter offentliggörandet av ett förvärv. Det här resultatet stämmer väl överens med tidigare publicerad forskning rörande aktieägaravkastning bland de företag som gör förvärv. Bland annat konstaterade Campa och Hernando i sin studie från 2007, och Bruner år 2002, att aktieägare i det förvärvande bolaget på kort sikt förlorar efter annonsering om ett förvärv.

Trots ovan nämnda negativa resultat för aktieägare i det förvärvande bolaget har förvärvsaktiviteten stadigt ökat under den valda tidsperioden fram till 2008. Varför väljer då styrelser och ledningar i företagen på Large Cap att förvärva, när flera studier pekar på att detta inte har en positiv inverkan på aktieägaravkastningen? En förklaring kan finnas i Richard Rolls studie från 1986 om hybrishypotesen. Studien menar att styrelser och ledningar i bolag tror sig kunna värdera bolag och förväntade synergivinster bättre än marknadens övriga aktörer. Sirowers och Golvschenkos studie, "Returns from the merger boom", drog liknande slutsatser som ovan nämnda författare, d.v.s. att aktieägare i det förvärvande bolaget upplever negativa eller liten aktieägaravkastning efter offentliggörandet av förvärv. Studien, som baserats på amerikanska förvärv, uppvisar en genomsnittlig negativ onormal avkastning på -4,3 % för tidsperioden ett år efter offentliggörandet, vilket liknar det resultat som uppmätts för de utvalda bolagen på Large Cap (-3,55 %).

Den omedelbara effekten av offentliggörandet om ett förvärv, d.v.s. marknadens initiala reaktion på dagen för offentliggörandet av affären, har för de undersökta bolagen uppgått till 0,40 %. Resultatet stämmer väl överens med Bruners tidigare nämnda studie. Han fann, liksom studien för utvalda bolag på Large Cap, att en stor del av de undersökta företagen visade små eller inga onormala avkastningar efter offentliggörandet om förvärv. Noterbart är svårigheten att mäta effekten på dagen för offentliggörandet av förvärv, då exakt tidpunkt för marknadens mottagande av nyheten är olika från förvärv till förvärv. Därmed existerar det viss osäkerhet gällande offentliggörandets effekt på aktieägaravkastningen och vilken dag som är mest relevant för en omedelbar mätning rörande avkastning.

För tidpunkten 30 dagar innan offentliggörandet av förvärvet uppvisas en mindre positiv onormal avkastning. Detta kan bero på att ryktesspridning om ett potentiellt förvärv äger rum och att investerare handlar med hjälp av denna information för att uppnå en positiv onormal avkastning. Den positiva utvecklingen av den onormala avkastningen för perioden  $T_{-30} - T_{-1}$  kan förklaras med hjälp av Eugene Famas teori från 1970 om den effektiva marknadshypotesen. Fama kom fram till att när marknaden nås av ny information, reflekteras denna direkt i aktiepriset om marknaden är starkt effektiv. Det kan t.ex. handla om att marknaden värderar framtida förväntade synergieffekter och kostnadsreduktioner som kan uppstå vid ett förvärv och att dessa förväntningar sedan reflekteras i aktiepriset.

### 6.1.2 ANALYS AV RESULTAT FRÅN DEN BRANSCHVISA INDELNINGEN

Sammanfattningsvis kan tre gränsöverskridande trender identifieras för majoriteten av branscherna. Alla branscher utom Telekom har en positiv onormal avkastning den dag då offentliggörandet om förvärv sker. Däremot så har nästan alla branscher (förutom Material, Telekom och Hälsovård) en negativ onormal avkastning en dag efter att offentliggörandet har gjorts. Det kan även konstateras att den genomsnittliga aggregerade onormala avkastningen är negativ för åtta av nio branscher (ej Material). Slutligen har författarna observerat att oavsett om den onormala avkastningen har varit positiv eller negativ samma dag som offentliggörandet av förvärven gjorts, så har alla branscher visat en negativ utveckling från  $T_0$  till  $T_{+365}$ .

Resultaten bekräftar den tidigare forskning som kommit till slutsatsen om att aktieägarna på medellång sikt förlorar på att vara aktieägare i företag som gör förvärv. De branscher som



inkluderar färre företag har generellt påvisat en sämre genomsnittlig aggregerad total avkastning än de branscher med fler företag. Detta kan enligt författarna bero på att branscherna med ett stort antal företag generellt sett agerar på en stabilare marknad, exempelvis industrimarknaden. Detta kan jämföras med IT-sektorn, en bransch kännetecknad av osäkerhet och dessutom endast inkluderar två företag i studien.

En djupare analys av de extremvärden på medellång sikt som bland annat noterats hos energibolagen (-27,36 %) görs inte då detta värde på grund av det begränsade urvalet (2 företag inom oljeindustrin), troligen kan hänföras till företagsspecifika faktorer samt ett vikande oljepris. Dessa typer av begränsningar i resultatet, som uppkommer på grund av ett litet urval av företag inom många av de utvalda branscherna, samt de få observationerna inom flertalet av de studerade branscherna, gör att korrekta slutsatser är svåra att dra angående branschtillhörighetens påverkan på aktieägarvärdet. Sammanfattningsvis bör nämnas att författarna efter att ha analyserat resultaten från den branschvisa indelningen drar slutsatsen att branschtillhörighet inte påverkar den onormala avkastningen nämnvärt.

### 6.1.3 ANALYS AV FÖRVÄRVSÅR

Då författarna noterade en stark uppgång i förvärvsaktivitet mellan åren 2004 till 2007, för att sedan minska igen 2008, analyseras huruvida det finns ett mönster mellan aktieägaravkastning och förvärvsår. Resultaten var relativt lika under åren, med undantag för år 2005 då den onormala avkastningen var positiv på medellång sikt. Den tidsperiod som analyserats i studien, präglas innan år 2008 av en stark ekonomisk utveckling, med hög tillväxt och ett stort antal förvärv. Ett samband går alltså att urskilja mellan förvärvfrekvensen och Sveriges BNP-utveckling. Rosen beskriver i sin studie från 2006 ett fenomen som han benämner ”merger momentum”. Rosen fann i sin studie att företag som köper upp bolag då marknaden är stark har en sämre aktiekursutveckling än företag som förvärvar när marknaden haft en negativ utveckling. Detta mönster går dock ej att finna i studien rörande företagen på Large Cap.

En förklaring till att ledningar och styrelser i företagen på Large Cap fortsätter att förvärva bolag, trots den negativa utvecklingen för aktieägaravkastningen, kan möjligtvis hämtas ur Michael Jensens teorier. Jensen hävdar att styrelse och ledning genomför ett större antal förvärv när det fria kassaflödet i bolaget är stort, och att dessa förvärv ofta är ogenomtänkta och i sin tur genererar en negativ utveckling för aktieägarna. Då författarna antar att det fria kassaflödet har varit mycket positivt under perioden 2004-2007 för de utvalda bolagen, då

konjunkturen och det makroekonomiska läget varit starkt, följer företagen på Large Cap Jensens teori om förvärv av bolag. Tendensen hos företag att genomföra ogenomtänkta förvärv, kan även förklaras genom teorin om vinnarens förbannelse. Teorin menar på att förvärvaren betalar en alltför hög budpremie, och denna tendens bör bli än mer påtaglig i en situation där många företag har ett stort fritt kassaflöde. Det leder till en budgivning med upptrissade priser som påföljd. Stora skillnader kan ses rörande den onormala avkastningen årsvis. Författarna tror att detta kan bero på att företagen under de olika åren har varit olika bra på att beräkna de olika synergieffekterna och framtida kostnadsreduceringarna som de förväntar ska uppstå genom sina förvärv. Författarna spekulerar vidare i att företagen varit speciellt dåliga på detta under de år då den negativa onormala avkastningen varit hög, framförallt under åren 2004 (-5,74 %) och 2006 (-6,28 %). Detta går troligen att koppla till det konjunkturläge som varit i Sverige under tidsperioden, och de överpriser vid förvärv som eventuellt därför kan ha uppstått

#### 6.1.4 ANALYS AV INOM- OCH UTOMNORDISKA FÖRVÄRV

Campa och Hernando skriver i sin studie att aktieägaravkastningen i det förvärvande bolaget blev lägre när förvärv genomfördes över nationella gränser på grund av bland annat kulturkrockar och legala barriärer. Resultatet från undersökningen rörande företagen på Large Cap går emot denna studie, då avkastningen visar sig vara bättre för de utomnordiska förvärven i jämförelse med de inomnordiska. Campa och Hernando menar på att de kulturskillnader och transaktionsbarriärer som existerar mellan olika länder kan påverka framgången vid förvärv. Det är uppseendeväckande att resultatet från vår studie skiljer sig så pass mycket från tidigare studier som Campo och Hernandos. Författarna spekulerar i att denna stora skillnad i resultat kan bero på att marknaden ser positivt på förvärv som förväntas diversifiera verksamheten och minska riskexponeringen mot enskilda geografiska marknader. Dessutom drar författarna slutsatsen att de hinder som bland annat Campo och Hernando menar förstör värde för aktieägarna inte längre existerar i lika stor utsträckning.

#### 6.1.5 ANALYS AV AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVARE

Författarna har kommit fram till att aktiva förvärvare lyckas bättre med att skapa aktieägaravkastning på medellång sikt i jämförelse med mindre aktiva förvärvare. De företag i

studien som kategoriserats som mindre aktiva förvärvare, däribland H&M och Swedish Match, minskar aktieägaravkastningen genom deras förvärvsverksamhet. De mer aktiva förvärvarna lyckas bättre, men trots detta ser aktieägarna även i dessa företag i stort sett en obefintlig avkastning till följd av förvärven. Det här fenomenet kan eventuellt förklaras med hjälp av Kürstens teorier om vikten av integrationsprocesser. Författarna antar att de företag som är aktiva förvärvare har utarbetade integrationsprocesser, exempelvis för inkorporering av nya bolag, egna förvärvsavdelningar och dylikt. Det här gör att aktieägaravkastningen för dessa typer av bolag är högre än för de som antas ha färre processer av detta slag. Dock framstår det som om dessa processer, även för de aktiva förvärvarna, inte är tillräckligt effektiva för att ett förvärv ska tillföra positivt aktieägaravkastning.

## 7. SLUTSATS

*I slutsatsen besvaras uppsatsens problemformulering och syfte kortfattat. Avslutningsvis ger författarna förslag till vidare studier inom ämnesområdet.*

### 7.1 ÖVERGRIPANDE SLUTSATSER

Uppsatsens övergripande syfte har varit att undersöka huruvida aktieägare i det förvärvande bolaget gynnas vid offentliggörandet av ett förvärv. Resultatet blev, liksom för flera tidigare studier, att aktieägare på kort sikt upplever negativa eller mycket små positiva onormala avkastningar efter det att nyheten om förvärv publicerats. Vidare förlorar den genomsnittliga aktieägaren på medellång sikt efter offentliggörandet om förvärv. För att utmana tidigare publicerade studier som lyfts fram i den praktiska referensramen samt teoridelen, och för att ifrågasätta det totala resultatet rörande aktieägaravkastning för förvärvande bolag på Large Cap, har författarna undersökt olika faktorer. Resultatet har analyserats enligt följande faktorer; bransch, förvärvsår, inom- och utomnordiska förvärv, samt aktiva och mindre aktiva förvärvare.

Analysen av den branschvisa indelningen av de förvärvande företagen gav upphov till en viktig slutsats. Författarna kan bekräfta de slutsatser som dragits av tidigare studier inom uppsatsämnet, vilka konstaterar att majoriteten av aktieägarna i förvärvande bolag ej gynnas på kort och medellång sikt. Den onormala avkastningen var för nästan alla bolag positiv samma dag som förvärvet annonserades, negativ dagen efter och även ett år efter annonseringen. Samtliga observationer besvarar uppsatsens syfte att ta reda på om aktieägarna i förvärvande bolag gynnas efter nyheten om förvärv, vilket de flesta gör på kort och medellång sikt, oavsett vilken bransch bolagen tillhör.

Vid en närmare analys av förvärvsaktiviteten per år under den utvalda tidsperioden framkom det att den onormala avkastningen under åren inte skiljde sig väsentligt åt. Författarna tror framförallt att detta beror på att de undersökta åren inte skiljer sig mycket åt vad gäller konjunkturutveckling, med undantag för andra halvåret 2008.

Resultatet från den indelning som genomfördes enligt inom- och utomnordiska förvärv kan ses som uppseendeväckande då tidigare publicerade studier och teorier inom internationell

ekonomi pekar på att olika typer av hinder länder sinsemellan minskar effektiviteten. Undersökningen av bolagen på Large Cap-listan påvisar däremot att utomnordiska förvärv genererar en högre avkastning ur ett aktieägarperspektiv. Orsaker till detta kan finnas i den ökade globaliseringen och hur olika handelshinder upphävts. Vidare kan utomnordiska förvärv ses som positivt, då de minskar företags riskexponering mot specifika geografiska marknader, och även sprider företagets risker.

För gruppen aktiva och mindre aktiva förvärvare hittade författarna stora skillnader. De aktiva förvärvarna som presterade bättre hänvisas till Kürstens teorier som poängterar vikten av integrationsprocesser. Resultatet visar på vikten av att implementera aktiva integrationsprocesser för att utfallet för aktieägarna ska bli så gynnsamt som möjligt. Bolag som exempelvis Hexagon och Securitas, som har en uttalad förvärvsstrategi, tillför ingen extra aktieägaravkastning genom sina förvärv. Enligt författarna behöver detta inte nödvändigtvis bero på att dessa företag genomför misslyckade förvärv. En möjlig förklaring till att företag inom den aktiva förvärvsgruppen inte presterar bättre än vad de skulle kunna göra, kan vara att analytiker och andra aktörer på den finansiella marknaden räknar med att dessa bolag ska bedriva en aggressiv förvärvsstrategi. Därmed räknas de framtida synergieffekterna in i aktiepriset i enlighet med den effektiva marknadshypotesen.

Syftet med uppsatsen har varit att undersöka huruvida förvärv gynnar aktieägarna i de förvärvande bolagen på Large Cap. Avslutningsvis har författarna konstaterat att den genomförda undersökningen bekräftar tidigare teorier och studier inom ämnet. Trots att uppsatsens resultat inte utmanat tidigare forskning inom ämnet har författarna funnit det intressant att undersöka huruvida slutsatser och teorier från internationella studier är applicerbara på svenska marknaden. Slutsatsen är att de internationella teorier som ligger till grund för den rådande uppfattningen om att förvärv inte skapar aktieägaravkastning för det förvärvande bolagets aktieägare (de gynnas således inte) även kan tillämpas för publika bolag listade på Nasdaq OMX Stockholm.

## 7.2 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING

### 7.2.1 YTTERLIGARE PARAMETRAR

Då tidsutrymmet för denna studie varit begränsat har författarna varit tvungna att avgränsa studien och de parametrar den studerar. För kommande studier kan det finnas intresse av att undersöka huruvida ytterligare faktorer påverkar aktieägareavkastningen vid förvärv. Exempel på variabler som författarna anser vara av intresse är bland annat målpris, betalningssätt och marknadsvärdet hos det förvärvande bolaget. En granskning av dessa variabler skulle t ex kunna kopplas till Moeller, Schillingeman och Stulz artikel, där de hävdar att mindre förvärvsbolag presterar bättre på grund av större tillväxtpotentialer.

### 7.2.2 UTVIDGA TIDSPERIODEN

I och med den nedgång i världsekonomin som ägde rum efter Lehman & Brothers konkurs i september 2008, vilket ledde till en minskad förvärvsaktivitet, anser författarna att det kan vara intressant att undersöka hur förvärv påverkat aktieägaravkastning under åren efter denna händelse. En analys av förvärven under denna tidsperiod skulle kunna innebära att man fastslog det som Richard J Rosen kommit fram till, d.v.s. att förvärv genererar bättre aktieägaravkastning om de genomförs när ekonomin går sämre.

## LISTA ÖVER TABELER, FIGURER OCH EKVATIONER

**Tabell 1.** *Tidpunkter för händelsefönstret*

**Tabell 2.** *Branschindelning för insamlad data*

**Tabell 3.** *Sammanfattning av relevanta studier för uppsatsen*

**Tabell 4.** *Genomsnittlig onormal avkastning för samtliga företag*

**Tabell 5.** *Onormal avkastning för branschen Industri*

**Tabell 6.** *Aggregerad onormal avkastning för åren 2004-2008*

**Tabell 7.** *Genomsnittlig onormal avkastning för aktiva förvärvare*

**Tabell 8.** *Genomsnittlig onormal avkastning för mindre aktiva förvärvare*

**Figur 1.** *Tidslinje över estimerings- och händelsefönster*

**Figur 2.** *Utveckling över råvarupriser år 2000-2010 i dollar*

**Figur 3.** *BNP utveckling för Sverige, Tyskland och USA under år 2004-2009*

**Figur 4.** *Graf över antalet inomnordiska transaktioner under år 2005-2009*

**Figur 5.** *Onormala avkastningar branschvis*

**Figur 6.** *Stapeldiagram över antal förvärv per år; 2004 (72 förvärv), 2005 (96 förvärv) 2006 (115 förvärv), 2007 (160 förvärv), 2008 (94 förvärv), genomförda av de utvalda bolagen på Large Cap*

**Formel 1.** *Onormal avkastning för den enskilda aktien*

**Formel 2.** *Daglig avkastning för OMXS30*

**Formel 3.** *Daglig avkastning för den enskilda aktien*

**Formel 4.** *Betavärdet för den enskilda aktien*

**Formel 5.** *Alfa-värdet för den enskilda aktien*

**Formel 6.** *Normal avkastning för den enskilda aktien*

**Formel 7.** *Kumulativ onormal avkastning för den enskilda aktien*

**Formel 8.** *Genomsnittlig onormal avkastning under en viss dag för den enskilda aktien*

## 8. KÄLLFÖRTECKNING

### Litteratur och Publicerade Källor

(Sidhänvisningar anges i texten)

Andersson Moll, J; Mattson K. (2007) Uppköp = Uppgång? Svenska aktiemarknadens reaktion vid nyhet om förvärv, C-uppsats, Lunds Universitet

Arnold, G. (2005), Corporate Financial Management, Prentice Hall, 3:e upplagan

Berk, J; De Marzo, P. (2009), Corporate Finance, Pearson Boston, 2:a upplagan

Bjereld, U; Demker, M; Hinnfors, J. (2002) *Varför vetenskap?* Studentlitteratur

Bryman, A; Bell, E. (2005) Företagsekonomiska forskningsmetoder, Liber Ekonomi

Damodan, A. (1999) Applied Corporate Finance. Wiley N.Y. 1999.

Gaughan, P. A. (2002), Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Wiley & Sons Inc, 3:e upplagan

Gaughan, P. A. (2007) Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Wiley & Sons Inc, 4:e upplagan

Halvorsen, K. (1992) Samhällsvetenskaplig metod, Studentlitteratur

Körner, S; Wahlgren, L. (2006), Statistisk Dataanalys, Studentlitteratur, 4:e upplagan

Lundahl, U; Skärvad, P-H. (2009) Utredningsmetodik för Samhällsvetare och Ekonomer, 3:e upplagan, Studentlitteratur

Rienecker, L; Jørgensen, P. S. (2004) Att skriva en bra uppsats, Liber AB, 2:a upplagan



Thordenberg Ericsson, J; Helgesson G. (2010) Stock Market Reactions and Synergy Realization from M&A's - A Comparison between Event Study and Case Survey Results, D-uppsats, Lunds Universitet

Wahlgren, L. (2005), SPSS steg för steg, Studentlitteratur

### **Vetenskapliga Artiklar**

Andrade, G; Mitchell, M; Stafford, E. (2001) "New Evidence and Perspectives on Mergers", Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, 103–120

Asquith, P. (1982) "Merger Bids, Uncertainty and Stockholder Returns", Journal of Financial Economics Vol. 11, 51-83

Bruner, R. F. (2002) "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision Maker", Journal of Applied Finance, Vol. 12, No. 1, 48-69

Capen, E; Clapp, R; Campbell, W. (1971) "Competitive bidding in high risk situations", Journal of petroleum technology, Vol. 23, 641-53

Campa, M. J; Hernando, I. (2007) "Shareholder Value Creation in European M&A's", European Financial Management, Vol. 10, No. 1, 47–81

Cartwright, S; Cooper C. L. (1993) "The role of culture compatibility in successful organizational marriage," Vol. 7, No. 2, 57-71

Díaz, B; Díaz, A; Gutiérrez S.S; López, C. (2009) "Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns", Quarterly Journal of Finance & Accounting, Vol. 48, No. 3, 5-22

Early, S. (2004) "Mergers and Acquisitions: New McKinsey Research Challenges Conventional M&A Wisdom", Strategy and Leadership, Vol. 32, No. 2, 4-11

Fama, E. F. (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work",

*Journal of Finance*, No. 2, s. 383-417

Green, M. B., Cromley, R. G. (1982), "The Horizontal Merger: Its Motives and Spatial Employment Impacts", *Economic Geography*, Vol. 58, No. 4, s. 358 – 369.

Goranova, M; Dharwadkar, R; Brandes, P. (2010) "Owners on Both Sides of the Deal: Mergers and Acquisitions and Overlapping Institutional Ownership", *Strategic Management Journal*, No. 31, s. 1114-1135

Harrigan, R. K. (1984) "Formulating Vertical Integration Strategies", *Academy and Management Review*, Vol. 9, No. 4, s. 638 – 652.

Hermansson, C. (2009) "Finanskris och lågkonjunktur ställer krav på nya affärsmodeller", *Swedbank Analys* Nr. 1

Hermansson, C. (2010) "Swedbanks Globala Konjunktur- och Strukturrapport", *Swedbank Analys*, s.18

Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, s. 323-329

KPMG. (2010) "Competing for growth 2010, The annual review of Mergers & Acquisitions in the Nordic region"

Kürsten, W. (2008) "Synergies, Shareholder Value and Exchange Ratios in Value-creating Mergers. Why Shareholders Should Doubt Management's Pre-merger Promises", *Managerial Finance* Vol. 34 No. 4, s. 252-261

MacKinlay, A. C. (1997) "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 1, 1997, s. 13-39

MacDonald, R. (2005) "A Template for Shareholder Value Creation on M&A's", *Strategic Direction*, Vol. 21, No. 5, s. 2-4

Malmendier, U; Tate, G. (2007) "Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction", Journal of Financial Economics, No. 00 (0000) 000-000, s. 1-34

Moeller, S. B; Schlingemann, F. P; Stulz, R. M. (2005) "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave", Journal of Finance Vol. 60, s. 757-782.

Moeller, S. B; Schlingemann, F. P; Stulz, R. M. (2002) "Firm Size and the Gains from Acquisitions", Journal of Financial Economics, Vol. 73, s. 201–228

Roll, R. (1986) "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", Journal of Business, Vol. 59, No. 2, s. 197-216

Rosen, R. J. (2006), "Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements", Journal of Business, Vol. 79, No. 2, s. 789-1017

Sherman, A. J; Badillo, A. (2010) "Is the M&A Market Back?", Journal of Corporate Accounting & Finance (Wiley), Vol. 21, No. 2, s. 55-61

Sirower, M. L; Golovcsenko, M. (2004) "Returns from the Merger Boom", The Dealermaker's Journal, Vol. 39, No. 3, s. 34-35

Source Media, Inc. (2007) "Striking Balance: Organic Growth and M&A", Mergers & Acquisitions Report, Vol. 20, No. 33, s. 1-3

### **Internetkällor**

Affärsvärlden, Medas aktiekursutveckling, 2010-12-16

<[http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/stock/stock\\_detail.page?magic=\(cc%20\(detail%20\(tab%20ta\)\)%20\(graph%20\(from%20\(period%202010-12-13\)\)%20\(to%20\(period%202010-12-14\)\)%20\(period%205D\)\)%20\(tsid%204718\)\)](http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/stock/stock_detail.page?magic=(cc%20(detail%20(tab%20ta))%20(graph%20(from%20(period%202010-12-13))%20(to%20(period%202010-12-14))%20(period%205D))%20(tsid%204718)))> (2010-12-16 kl. 22.45).

Dagens Industri, Svenska aktier: Large Cap, Alla branscher, 2010-12-13

<<http://trader.di.se/di/site/overview.page>> (2010-12-15 kl. 13.00).

Ericsson, Per, Avanza Bank, ([per.ericson@placera.nu](mailto:per.ericson@placera.nu)), ANALYS: MEDA BEHÖVER ETT BRA FÖRVÄRV 2010-08-04,

<[https://www.avanza.se/aza/press/press\\_article.jsp?article=156703](https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=156703)>

(2010-12-16 kl. 22.30).

Konjunkturinstitutet: <http://www.konj.se>

”Konjunkturläget december 2004”, Konjunkturinstitutet

”Konjunkturläget december 2005”, Konjunkturinstitutet

”Konjunkturläget december 2006”, Konjunkturinstitutet

”Konjunkturläget december 2007”, Konjunkturinstitutet

”Konjunkturläget december 2008”, Konjunkturinstitutet

Nyhetsbyrån Direkt, Dagens Industri: Meda: Har köpt tre läkemedel från Glaxosmithkline, 2010-12-14

<<http://di.se/Templates/Public/Pages/Stockwatch/SWVisaDetalj.aspx?SWType=telegram&SWId=1164103&SWDate=&SWFileName=&SWSubType=>> (2010-12-16 kl. 23.15).

Petersen, Leif. ([leif.petersen@svd.se](mailto:leif.petersen@svd.se)), E24, Dagen då det finansiella systemet kollapsade, 2010-09-15 <[http://www.e24.se/makro/varlden/dagen-da-det-finansiella-systemet-kollapsade\\_2300411.e24](http://www.e24.se/makro/varlden/dagen-da-det-finansiella-systemet-kollapsade_2300411.e24)> (2010-12-10 kl. 13.00).

Pressrelease, Cision Wire, Dagens Industri: Meda förvärvar receptfria läkemedel, 2010-11-11 <<http://di.se/Templates/Public/Pages/Stockwatch/SWVisaDetalj.aspx?SWType=press&SWId=89029&SWDate=&SWFileName=&SWSubType=2>> (2010-12-16 kl. 22.50).

Romander B. Viveka, Nyhetsbyrån Direkt, Dagens Industri TV: Meda: En förlorare som sticker uppåt, 2010-12-14 <<http://di.se/DiTV/2010/12/17/Borsen-stiger-15-procent-2011/>> (2010-12-17 kl. 23.00).

TT/DN, Dagens Nyheter: Ekonomi, 2008-09-15, Lehman Brothers ansöker om konkurs, <<http://www.dn.se/ekonomi/lehman-brothers-ansoker-om-konkurs-1.624966>> (2010-12-10 kl. 13.00).

Warren Buffett. Nationalencyklopedin <http://www.ne.se/warren-buffett> (2010-12-09).

**Finansiell Data: insamlad kontinuerligt under uppsatsens gång**

Nasdaq OMX Nordic

Six Edge Telekurs 3.6

Thomson Reuters Datastream

Alacrastore ([www.alacrastore.com](http://www.alacrastore.com))

Ekonomifakta: Fakta och Statistik ([www.ekonomifakta.se](http://www.ekonomifakta.se))

## **9. BILAGOR**

### **BILAGA 1. TOTAL FÖRVÄRVSDATA**



















BILAGA 2. BRANSCHINDELADE RESULTAT

<b>Bransch: Industri</b> <b>ABB, Alfa Laval, Assa Abloy, Atlas Copco, Hexagon, Lindab, NCC, Saab, Sandvik, Scania, Seco Tools, Securitas, SKF, Trelleborg och Volvo</b>	<b>Observationer: 295</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,37 %
$T_{-1}$	0,16 %
$T_0$	0,15 %
$T_{+1}$	-0,04 %
$T_{+1} - T_{+30}$	0,48 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-0,63 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 16 företag	-0,11 %

<b>Bransch: Energi</b> <b>Alliance Oil och Lundin Petroleum</b>	<b>Observationer: 9</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	6,56 %
$T_{-1}$	1,95 %
$T_0$	3,98 %
$T_{+1}$	-2,09 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-6,52 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-37,90 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 2 företag	-27,36 %

<b>Bransch: Material</b> <b>SSAB, Stora Enso, SCA, Lundin Mining och Holmen</b>	<b>Observationer: 34</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	3,70 %
$T_{-1}$	-0,26 %
$T_0$	0,89 %
$T_{+1}$	0,72 %
$T_{+1} - T_{+30}$	3,55 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-1,75 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 5 företag	2,84 %

<b>Bransch: IT</b> <b>Ericsson och Tieto Oyj</b>	<b>Observationer: 26</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	2,35 %
$T_{-1}$	0,27 %
$T_0$	0,08 %
$T_{+1}$	-0,08 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-6,46 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-19,29 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 2 företag	-16,86 %

<b>Bransch: Telekom</b> <b>Tele 2, Telia Sonera och Millicom</b>	<b>Observationer: 67</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	-0,83 %
$T_{-1}$	-0,04 %
$T_0$	-0,11 %
$T_{+1}$	0,08 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,12 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-2,64 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 3 företag	-3,58 %

<b>Bransch: Dagligvaror</b> <b>Axfood och Swedish Match</b>	<b>Observationer: 10 st</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	-1,84 %
$T_{-1}$	0,28 %
$T_0$	0,27 %
$T_{+1}$	-0,048 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,91 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-3,55 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 2 företag	-5,12%



<b>Bransch: Sällanköpsvaror</b> <b>Autoliv, H&amp;M, Husqvarna och MTG</b>	<b>Observationer: 23</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	-1,54 %
$T_{-1}$	0,01 %
$T_0$	0,43 %
$T_{+1}$	-1,24 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-1,40 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-4,83 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 4 företag	-5,94 %

<b>Bransch: Hälsovård</b> <b>Astra Zeneca, Elekta, Getinge och Meda</b>	<b>Observationer: 30</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	-1,81 %
$T_{-1}$	0,36 %
$T_0$	2,71 %
$T_{+1}$	1,03 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,07 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-11,65 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 4 företag	-10,75 %

<b>Bransch: Bank</b> <b>Nordea, SEB, SHB och Swedbank</b>	<b>Observationer: 43</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	1,25 %
$T_{-1}$	-0,10 %
$T_0$	0,37 %
$T_{+1}$	-0,27 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,35 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-3,32 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 4 företag	-1,70 %

### BILAGA 3. RESULTAT FÖR FÖRVÄRVSÅR

#### Förvärvsår 2004

<b>Förvärvsår 2004</b>	<b>Observationer: 72</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	-0,27 %
$T_{-1}$	-0,23 %
$T_0$	0,24 %
$T_{+1}$	0,08 %
$T_{+1} - T_{+30}$	0,17 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-5,71 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-5,74 %

#### Förvärvsår 2005

<b>Förvärvsår 2005</b>	<b>Observationer: 96</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,74 %
$T_{-1}$	0,15 %
$T_0$	1,02 %
$T_{+1}$	-0,16 %
$T_{+1} - T_{+30}$	1,21 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-0,14 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	1,62 %

#### Förvärvsår 2006

<b>Förvärvsår 2006</b>	<b>Observationer: 115</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	-0,45 %
$T_{-1}$	0,09 %
$T_0$	0,07 %
$T_{+1}$	-0,02 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-1,35 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-5,90 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-6,28 %

#### Förvärvsår 2007

<b>Förvärvsår 2007</b>	<b>Observationer: 160</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	1,12 %
$T_{-1}$	0,28 %
$T_0$	0,19 %
$T_{+1}$	0,10 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,15 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-2,08 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-0,77 %

## Förvärvsår 2008

<b>Förvärvsår 2008</b>	<b>Observationer: 94</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,71 %
$T_{-1}$	0,17 %
$T_0$	0,66 %
$T_{+1}$	-0,21 %
$T_{+1} - T_{+30}$	0,21 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-5,00 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-3,63 %

## BILAGA 4. RESULTAT FÖR INOM- OCH UTOMNORDISKA FÖRVÄRV

### Inom Norden

<b>Inom Norden</b>	<b>Observationer: 149</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,18 %
$T_{-1}$	0,13 %
$T_0$	0,35 %
$T_{+1}$	-0,07 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,91 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-4,44 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-3,91 %

### Utom Norden

<b>Utom Norden</b>	<b>Observationer: 388</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,71 %
$T_{-1}$	0,13 %
$T_0$	0,42 %
$T_{+1}$	-0,01 %
$T_{+1} - T_{+30}$	0,27 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-3,20 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-2,07 %

## BILAGA 5. RESULTAT FÖR AKTIVA OCH MINDRE AKTIVA FÖRVÄRVE

### Aktiva förvärvare (39 eller fler transaktioner)

<b>Aktiva förvärvare: Securitas (44), Trelleborg (41), Hexagon (40) och Atlas Copco (39)</b>	<b>Observationer: 164</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,71 %
$T_{-1}$	0,16 %
$T_0$	0,18 %
$T_{+1}$	0,03 %
$T_{+1} - T_{+30}$	0,57 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-0,98 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-0,09 %

Mindre aktiva förvärvare (3 transaktioner eller färre)

<b>Mindre aktiva förvärvare: H&amp;M (3), Holmen (3), Lundin Petroleum (3), Millicom (3), Swedish Match (3), Seco Tools (2), SSAB (2) och Autoliv (1)</b>	<b>Observationer: 20</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,23 %
$T_{-1}$	0,71 %
$T_0$	-0,43 %
$T_{+1}$	-0,49 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-1,69 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-7,45 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning	-7,65 %

BILAGA 6. TOTALT RESULTAT FÖR FÖRVÄRV

<b>Genomsnittlig onormal avkastning för samtliga 42 företag</b>	<b>Observationer: 537</b>
Tidsintervall	Onormal Avkastning
$T_{-30} - T_{-1}$	0,46 %
$T_{-1}$	0,13 %
$T_0$	0,40 %
$T_{+1}$	-0,03 %
$T_{+1} - T_{+30}$	-0,06 %
$T_{+1} - T_{+365}$	-3,55 %
Genomsnittlig aggregerad onormal avkastning för samtliga 42 företag	-2,69 %