



LUND UNIVERSITY
School of Economics and Management

Företagsekonomiska Institutionen
Examensarbete magisternivå
FEKP01
Juni 2011

Blockinvesterares disciplinerande effekt i en förvärvssituation

– *Kan grodan förvandlas till en prins?*

Handledare: Måns Kjellsson

Författare: Stefan Alexiev

Joo Sundström

Vi skulle vilja ta tillfället i akt och tacka vår handledare Måns Kjellsson för värdefulla kommentarer och råd genom hela processen. Vi vill även tacka de som tog sig tid att läsa uppsatsen inför inlämning.

Lund 2011-05-27

Stefan Alexiev

Joo Sundström

SAMMANFATTNING

| | |
|-------------------------------|---|
| Examensarbetets titel: | Blockinvesterares disciplinerande effekt i en förvärvssituation – <i>Kan grodan förvandlas till en prins?</i> |
| Seminariedatum: | 2011-06-01 |
| Kurs/ämne: | FEKP01, Examensarbete magisternivå, 15 ECTS, Finansiering |
| Författare: | Stefan Alexiev och Joo Sundström |
| Handledare: | Måns Kjellsson |
| Fem nyckelord: | Blockinvesterares, blockkoncentration, budpremie, förvärv, övervakning |
| Syfte: | Vi avser att studera blockinvesterares betydelse för budpremiens storlek genom att undersöka amerikanska förvärvstransaktioner under tidsperioden 2001-2010. |
| Metod: | Studien baseras på en deduktiv ansats och är av kvalitativ karaktär. Vidare har sekundärdata bearbetats. |
| Teoretiska perspektiv: | Den teoretiska referensramen har belyst principal-agent-problemet, informationsasymmetri, övervakningsfenomenet samt budpremie-teori. |
| Empiri: | Studien baseras på regressionsanalyser som utförts på förvärvstransaktionernas budpremie samt olika blockvariabler. Detta för att utröna om en signifikant relation föreligger. |
| Slutsatser: | Resultaten visar att det inte är blockinvesterares per se som har betydelse för budpremiens storlek. Dock ges signifikant stöd för att en högre koncentration av blockinvesterares ger en lägre budpremie i en förvärvssituation. |

SUMMARY

- Title:** The blockholders' disciplinary effect in acquisitions
– *Can frogs be turned into princes?*
- Seminar date:** 2011-06-01
- Course:** FEKP01, Master thesis in Business Administration, 15 ECTS, Finance
- Authors:** Stefan Alexiev and Joo Sundström
- Advisor/s:** Måns Kjellsson
- Five key words:** Blockholders, block concentration, bid premium, acquisitions, corporate governance
- Purpose:** We intend to examine the blockholders' relevance for the bid premium's size, by conducting a study of American acquisitions during 2001 to 2010.
- Methodology:** The study is based on a deductive approach and is of a quantitative nature. Furthermore, secondary data is processed.
- Theoretical perspectives:** The theoretical framework has highlighted the agency theory, information asymmetry, corporate governance and bid premium-theory.
- Empirical foundation:** The empirical findings are based on regression analysis of bid premiums and various block variables.
- Conclusions:** The results show that the blockholder per se does not influence the size of the bid premium. However, our findings show significant support that higher blockholder concentration yields lower bid premiums.

| | |
|---|-----------|
| 1. Inledning | 6 |
| 1.1 Bakgrund..... | 6 |
| 1.2 Problematisering | 7 |
| 1.3 Avgränsning..... | 8 |
| 1.4 Syfte | 8 |
| 1.5 Målgrupp..... | 8 |
| 2. Teoretisk referensram..... | 9 |
| 2.2. Övervakning och principal-agent-problematik..... | 9 |
| 2.2.1 Informationsövertag och investeringshorisont..... | 10 |
| 2.3 Budpremien..... | 12 |
| 2.4 Ackumulerad överavkastning | 15 |
| 2.5 Sammanfattning | 16 |
| 3. Hypoteser | 18 |
| 4. Metod..... | 19 |
| 4.1 Data..... | 19 |
| 4.1.1 Urval | 19 |
| 4.1.2 Databehandling | 20 |
| 4.2 Variabler | 20 |
| 4.2.1 Budpremie..... | 20 |
| 4.2.2 Blockinvesterare | 21 |
| 4.2.3 Kontrollvariabler..... | 23 |
| 4.2.4 Sammanställning av variabler..... | 27 |
| 4.3 Regressionsanalys..... | 28 |
| 4.5 Källkritik..... | 29 |
| 5. Resultat och diskussion | 30 |
| 5.1 Beskrivande statistik | 30 |
| 5.2 Regressionsresultat..... | 32 |
| 5.3 Varför en blockinvesterare påverkar budpremien i en förvärvssituation..... | 40 |
| 6. Slutsats..... | 42 |
| 7. Avslutande kommentarer | 43 |
| 7.1 Kritik, utvärdering och begränsningar | 43 |
| 7.2 Förslag till vidare forskning | 43 |
| 8. Referenser | 44 |

1. Inledning

I följande avsnitt ges en kort introduktion och bakgrund till varför många köparföretag tycks betala en för hög budpremie i en förvärvssituation. Vidare redogörs också för vilka avgränsningar som har gjorts samt syftet med studien.

1.1 Bakgrund

Den framgångsrike investeraren, Warren Buffett, förklarade förvärvsprocessen genom att beskriva hur många förvärvare ser sig själva som vackra prinsessor, säkra på att deras kyssar kan förvandla grodor till prinsar. Därför betalar förvärvaren höga premier i tron att de kan befria den tillfångatagna prinsen, eller som Buffett själv uttrycker det,

"We've observed many kisses but very few miracles"¹

– Warren Buffett

I Eckbo (2009) görs en sammanställning av forskningen kring budpremier och beteende i en förvärvssituation. I studien framkommer att den genomsnittliga premien som betalas vid ett förvärv är 45-50 procent över marknadsvärdet. Det råder ingen tvekan om att detta ofta är en *för hög* premie, vilket kan ses i den höga graden av misslyckanden på uppemot 75 procent (Deutsch och West, 2010), när strategiska synergier ska realiseras. Forskningsfältet som försöker förklara detta fenomen är brett, exempelvis Hayward och Hambrick (1997) visar att hybris bland köparens företagsledning är orsaken till att somliga betalar en *för hög* premie. Som följd av att företaget historiskt har visat fina siffror eller för att den senaste affären gått bra, tror sig företagsledningen vara oövervinnerliga. Roll (1986) visar också att hybris är framträdande i vissa företagsledningar, vilket gör att höga premier betalas trots kännedom om den låga sannolikheten att skapa värde från förvärvet.

Givet att en så stor andel av transaktionerna misslyckas med värdeskapande synergier finner vi det uppseendeväckande att företag fortsätter att betala premier i storleksordningen 45-50 procent. Därför finner vi det intressant att undersöka om detta fenomen kan vara relaterat till principal-agent-problematiken som presenteras i Jensen och Meckling (1976).

¹ Citatet är ursprungligen hämtat från Berkshire Hathaway's årsredovisning (1981), men vi fann det i en artikel från Hayward

1.2 Problematisering

Det har gjorts omfattande forskning kring fusioner och förvärv samt de faktorer som påverkar sådana transaktioner. Maug (1998) visar att blockinvestorer, vilka definieras i vår studie som aktieägare med innehav på minst 5 procent, har större inflytande över företagsledningen än små aktieägare, vilka i vår studie definieras som aktieägare med innehav som understiger 5 procent. Vidare påvisas att blockinvestorer har högre incitament att övervaka företagsledningen, bland annat eftersom ett större innehav är svårare att avyttra. Tidigare studier, bland annat Schleifer och Vishny (1986), uppnår liknande resultat och visar att blockinvestorer har högre incitament att övervaka företagsledningen än styrelsen. Chung, Firth och Kim (2002) studie visar ett annat perspektiv på bolagsstyrning, där förekomsten av blockinvestorer skapar lägre incitament för företagsledningen att manipulera intäkter genom godtyckliga periodiseringar. Detta indikerar att blockinvestorer har ett långsiktigt snarare än ett kortsiktigt vinstfokus.

Resultaten i ovanstående studier stöds också av Edmans (2009), som visar att blockinvestorer har starka incitament att inhämta information som är relevant för långsiktiga investeringar. Studien visar även att blockinvestorer genom denna långsiktighet fyller en viktig övervakningsfunktion. Easley, Kiefer, O'Hara och Paperman (1996) visar att aktier i bolag med blockinvestorer omsätts mer sällan än aktier i bolag med små aktieägare. Liknande resultat kan utläsas i Gaspar, Massa och Matos (2005). Studien visar också att företag med en fragmenterad ägarstruktur, många små aktieägare, tenderar att betala mer för sina förvärv eftersom sådana aktieägare lägger mindre resurser på informationsinhämtning. Dessa studier indikerar att blockinvestorer har en längre investeringshorisont samt högre incitament till informationsinhämtning än små aktieägare.

Det har också gjorts studier som visar att blockinvestorer, genom sitt informationsövertag, är sofistikerade ägare. Rubin (2007) använder storleken på aktieinnehavet som en approximation för hur sofistikerad en investerare är. Studien visar att blockinvestorer besitter mer information än andra aktieägare, vilket är i linje med Edmans (2009), Bushee och Goodman (2007) samt Parrino, Sias och Starks (2003) som finner ett positivt samband mellan informationstillgång och storleken på ägarnas aktieinnehav. Helfin och Shaw (2000) finner också en positiv relation mellan storleken på blockinvesterares innehav samt graden av informerade transaktioner, vilket också tyder på att sådana investerare förfogar över mer

information. Det är således rimligt att betrakta blockinvesterarare som mer informerade ägare än investerare med små aktieinnehav.

Av ovanstående diskussion framgår att ägarstrukturen i ett bolag påverkar företagets informationsmiljö, vilket tar uttryck i att blockinvesterarare har en större tillgång till information samt bättre resurser att hantera denna information än små aktieägare. Vidare visas också att blockinvesterarare intar en roll som övervakare samt har en lång investeringshorisont. Med stöd i detta bör blockinvesterarare öka graden av övervakning i företaget, vilket torde påverka ledningens agerande i olika beslutssituationer. Vid en förvärvssituation bör detta resultera i en mer korrekt bedömning, till följd av det informationsövertag blockinvesterarare besitter relativt små aktieägare samt blockinvesterararens övervakande roll. Detta torde minska risken att företagsledningen betalar orimligt höga premier vid ett förvärv. Denna diskussion leder in på det problem som studien avser att undersöka, nämligen huruvida *förekomsten av blockinvesterarare i köparföretaget påverkar budpremien i en förvärvssituation*. Tidigare forskning tycks inte förklara om ett sådant samband existerar, vilket gör det intressant att bidra till detta forskningsområde med denna studie.

1.3 Avgränsning

Studien kommer att behandla amerikanska förvärv under perioden 2001-2010. Tidsperioden och amerikanska data har valts dels för att få aktuella transaktioner och dels för att den teoretiska referensramen huvudsakligen baseras på studier av amerikanska bolag. Vidare har tidigare studier gjorts främst för transaktioner från 1980-talet och 1990-talet, därför är det intressant att studera transaktioner från 2000-talet.

1.4 Syfte

Syftet är att visa blockinvesterararens betydelse för budpremiens storlek genom att undersöka amerikanska förvärvstransaktioner under 2001-2010.

1.5 Målgrupp

Studien riktar sig främst till personer som är insatta i den ekonomiska och finansiella litteraturen och som därmed inte behöver en ingående förklaring till välkända begrepp och teorier. I första hand riktas studien till ekonomistudenter med inriktning mot finans som vill få en djupare inblick i litteraturen kring förvärv. Studien vänder sig också till yrkesgrupper som är intresserade av förvärv, så som exempelvis fondförvaltare, bankirer, investmentbolag med flera.

2. Teoretisk referensram

I teoriavsnittet redovisas olika studier och perspektiv inom främst övervakning, informationsasymmetri samt olika faktorer som har påverkan på budpremien i en förvärvssituation.

En av de mest inflytelserika artiklarna som publicerats inom området övervakning, är tidigare nämnd artikel av Jensen och Meckling (1976) som beskriver den välkända principal-agent-problematiken. I artikeln beskriver författarna separationen mellan ägande och kontroll som uppstår när företagets ägare och beslutsfattare inte är sammankopplade. Separationen beror på att de två grupperna, ägare (principaler) och företagsledning (agenter), har olika agenda, vilket ger upphov till kostnader för att skapa överensstämmande mellan deras skilda intressen. Roll (1986) visar genom sin hybrishypotes hur denna problematik kan ta uttryck i en förvärvssituation med effekter på budpremiens storlek. Med utgångspunkt i teorierna som läggs fram i dessa artiklar, följer nedan en teoretisk diskussion kring bolagsstyrning och budpremier samt relationen mellan dessa.

2.2. Övervakning och principal-agent-problematik

Forskning har visat olika perspektiv av blockinvesterares disciplinerande effekt. Holderness (2003) visar att starkare incitament att öka företagets värde följer av innehavets storlek, således har blockinvesterares också högre incitament till övervakning. Fördelarna av bättre övervakning och styrning som kommer från förekomsten av blockinvesterares benämns, i litteraturen som ”*shared benefits of control*”, dessa beskrivs bland annat av Schleifer och Vishny (1986). Denna benämning kommer av att samtliga aktieägare drar nytta av de fördelar som blockinvesterares för med sig genom sin övervakande roll. Även andra studier stödjer denna typ värdeskapande. Mickelson och Ruback (1985) samt Barclay och Holderness (1991, 1992) visar att forandet av block är associerat med överavkastning. Annan forskning söker istället karaktärisera vilken typ av blockinvesterares som tenderar att inta en övervakande roll. Chen, Harford och Li (2007) visar exempelvis att oberoende blockinvesterares i högre grad intar en övervakande roll än andra investerares. Vidare påvisar Smith (1996) samt Prevost och Rao (2000) studier att övervakning från pensionsfonder skapar värde för aktieägarna. Dock finner studier av bland annat Wahal (1996), Del Guercio och Hawkins (1999) samt Gillan och Starks (2000) att ett motsatsförhållande föreligger, det vill säga att denna typ av ägare inte har en värdeskapande effekt. Flera studier visar också att hedgefonder arbetar mer proaktivt än andra institutionella ägare, på grund av att hedgefondsförvaltarnas kompensation ofta är direkt

kopplad till fondens avkastning, se Klein och Zur (2009), Kahan och Rock (2007) samt Briggs (2007).

Principal-agent-problematiken diskuteras i Harris, Madura och Glegg (2009) som påvisar att vissa blockinvestorer är mer aggressiva än andra investerare när de intar sin övervakande roll, vilket är förenligt med bland annat Bethel, Liebeskind och Opler (1998), Brav, Jiang, Partnoy och Thomas (2008) samt Cornett, Marcus, Saunders och Tehranian (2007). Chang och Mais (2000) finner också stöd för detta och visar att målföretag med en mer koncentrerad ägarstruktur sannolikt förvärvas genom kontant betalning. Detta för att undvika etablering av fler övervakare som behöver tas hänsyn till av köparens företagsledning. Grundproblematiken tycks vara företagsledningens rädsla att förlora makten till aggressiva blockinvestorer. Studien av Harris et al. (2009) visar att företagsledningen i köparföretag med aggressiva aktieägare hellre betalar med aktier än kontant i en förvärvssituation, på grund av utspädningseffekten som minskar dessa ägares inflytande.

2.2.1 Informationsövertag och investeringshorisont

I tidigare forskning beskrivs blockinvesteraren som en kunnig och välinformerad aktieägare. Barclay och Holderness (1991) visar att köparföretagets värdering av målföretaget till stor del beror på blockinvesterarens specifika kunskap. Detta ligger i linje med studier av Agrawal och Mandelker (1992) samt Rubin (2007), i vilka blockinvestorer ses som sofistikerade aktieägare. Vidare visar Brockman och Yan (2009) ett signifikant samband mellan blockinvestorer och företagsspecifik information. Resultaten påvisar att blockinvestorer har tillgång till mer bolagsspecifik information än små aktieägare samt att de kan anskaffa informationen till en lägre kostnad än den sistnämnda gruppen. Studien påvisar också att närvaron av blockinvestorer ökar den företagsspecifika informationen samt att blockinvestorer har betydelse för inkorporeringen av denna typ av information i aktiepriset.

Edmans (2009) studie introducerar ett likviditetsperspektiv på blockinvesterarens roll som övervakare, till skillnad från det mer traditionella inflytandeperspektivet. Resultaten bygger på premisen att övervakning kommer av att blockinvesteraren har möjlighet till exit snarare än deras möjlighet till voice. En blockinvestorer har starka incitament att inhämta information om ett bolags fundamentala värde. Med hjälp av sitt informationsövertag samt informationen från publicerade rapporter kan blockinvesteraren ta beslut om de ska avyttra eller behålla sitt innehav. Om rapporten visar svaga siffror på grund av att bolaget är dåligt

skött kommer blockinvesteraren att avyttra innehavet, vilket ger en försvagad aktiekurs. Om de svaga rapportciffrorna däremot härstammar från att långsiktiga investeringar gjorts, vilket kan få kortsiktiga resultateffekter, kommer blockinvesteraren istället att behålla innehavet. Detta tolkas positivt av marknaden, eftersom blockinvesterarens lojalitet signalerar att den svaga rapporten är en tillfällig effekt snarare än en ny trend. Då företagsledningen är medveten om detta beteende hos blockinvesteraren, förbättras den verkliga effektiviteten eftersom blockinvesterarens beteende skapar incitament för företagsledningen att genomföra långsiktiga investeringar. Dessa resultat implicerar att blockinvesterarens långsiktighet inte är påtvingad som en följd av innehavets storlek. Detta skiljer sig från andra studier som istället framhåller att långsiktigheten förklaras av svårigheten att avyttra ett stort innehav, se exempelvis Maug (1998).

Studien ger också ett annat perspektiv av principal-agent-problematiken. Under förutsättning att informationsinhämtning är kostsamt för en investerare, är det osannolikt att små aktieägare inhämtar stora mängder information. Detta innebär att principal-agent-problematiken kan ta uttryck som ”separationen av ägande och information” snarare än ”separationen av ägande och kontroll” i ett företag med en fragmenterad ägarstruktur med många små aktieägare. De huvudsakliga resultaten i studien är dock att blockinvesterare kan skapa värde även om de är oförmögna att utöva inflytande i bolaget. Genom att ägna sig åt informerad handel i syfte att maximera sin vinst, stimulerar blockinvesteraren långsiktiga investeringar.

I Easley et al. (1996) mäts graden av informationsasymmetri med hjälp av storleken på aktiens köp-sälj-kurs. Resultaten visar att aktier med låg omsättning har fler informerade investerare än aktier med hög omsättning, vilket förklaras av att den förstnämnda gruppen handlas på information medan den sistnämnda handlas av nyckfulla investerare. Detta ligger i linje med de resultat som presenteras i Edmans (2009). Helfin och Shaw (2000) visar också på en korrelation mellan blockinvesterare och en lägre aktieomsättning, liksom Atkins och Dyl (1997) och Bushee (2001), som också använder aktiens omsättning för att förklara investeringshorisonten. Den sistnämnda studien visar att investerare med kort investeringshorisont agerar baserat på kortsiktiga resultatförväntningar, studien visar också att det omvända förhållandet föreligger.

Grossman och Hart (1980) visar att investerare med kort investeringshorisont är mindre uthålliga i en förhandlingssituation, eftersom de har lägre förhandlingskraft och tillgång till

mindre information. Detta stöds i studien av Gaspar et al. (2005) som visar att små aktieägare, till följd av sin korta investeringshorisont, i en förvärvssituation tenderar att signalera sin åsikt genom att avyttra sitt innehav, vilket indikerar bristen på uthållighet. Företagsledningen ges således större handlingsutrymme, vilket ökar risken för överbetalning. Resultaten stödjer också den tidigare diskussionen som visar på en större informationstillgång och långsiktighet hos blockinvestorer.

2.3 Budpremien

Forskningen kring förvärv har lyft fram olika faktorer som påverkar budpremiens storlek. Dessa faktorer omfattar allt från finansiella nyckeltal till företagsledningens egenskaper. Roll (1986) uppmärksammar att förvärv speglar individuella beslut, vilket lägger grunden för den hybrishypotes som presenteras i studien. Den individuella beslutsfattaren har i normalfallet varit med om endast ett fåtal förvärvssituationer under sin karriär. Därför finns också anledning att tro att den enskilde företagsledaren inte avstår från att lägga ett högt bud, även om denne tidigare tagit felaktiga beslut i en förvärvssituation. På grund av detta, påverkas även köparbolag som tidigare genomfört många förvärv, eftersom beslutsprocessen påverkas av den orutinerade beslutsfattaren. Värt att tillägga är att studien inte framhåller att köparföretaget har möjlighet att hyra in externa konsulter med större erfarenhet av förvärv. Dock innebär inte köp av konsulttjänster att aktieägarnas intressen tillgodoses, men det är rimligt att anta att risken för felskattning minskar. Vidare påpekar studien att många beslutsfattare är övertygade om att deras värdering är korrekt och att marknadens prissättning inte speglar den fulla ekonomiska potentialen i köparföretag och målföretag som en enhet efter förvärvet. Resultaten i studien är tydliga, köparföretaget betalar i genomsnitt för mycket för sina uppköp. Det faktum att endast ett fåtal transaktioner skapar värde, men att företag likaväl fortsätter göra uppköp, ger stöd åt hybrishypotesen som presenteras. Således bör det fortsatta genomförandet av förvärv bero på att företagsledningen, till följd av hybrid, gör en överskattning när målföretaget värderas.

Burkart (1995) studerar individens rationella beteende, vilket exemplifieras som individens vilja till vinstmaximering. Detta till skillnad från Roll (1986) som påvisar individens irrationella beteende, vilket som tidigare nämnts tar uttryck genom en överskattning av den egna förmågan. Med utgångspunkt i individens rationella beteende, visar studien varför köparföretaget ofta betalar en *för* hög budpremie. Resultaten visar att köparföretaget tenderar att betala *för* mycket om de redan har en ägarandel i målbolaget. Dessa tendenser blir

starkare vid närvaron av aktieägare som ackumulerar små aktieposter, mindre än 5 procent, innan tillkännagivandet av förvärvet. Detta stöds även av Eckbo (2009) som påvisar ett signifikant samband mellan en högre budpremie och närvaron av denna typ av aktieägare, som i litteraturen kallas för ”toeholders”. Burkart (1995) lyfter också fram andra orsaker till överbetalningsfenomenet, exempelvis köparföretagets budgivningsstrategi, antalet budgivare i en budgivningssituation samt transaktionstyp.

Sudarsanam och Mahate (2006) visar huruvida fientliga uppköp skapar mer eller mindre värde än icke-fientliga uppköp. I likhet med Morck, Shleifer och Vishny (1988), visar studien att fientliga företagsförvärv drivs av viljan att disciplinera en underpresterande företagsledning i målföretaget. Detta till skillnad från icke-fientliga företagsförvärv som helt drivs av förväntade synergieffekter. Studien belyser att majoriteten av alla företagsförvärv misslyckas att skapa strategiska värden och att dessa ofta förknippas med att vara av fientlig karaktär. För att förmå målföretagets företagsledning att rekommendera ett genomförande av förvärvet till sina aktieägare, måste en fientlig köpare betala en högre premie för att överta kontrollen över målföretaget.

Zingales (1995) studie påvisar implikationen av värdeskapande vid olika avyttringsstrategier för onoterade bolag, genom att inta ett börsnoteringsperspektiv. Studien presenterar en modell där förvärvaren av ett onoterat bolag eller ett dotterbolag har en annan förhandlingsposition än förvärvaren av ett noterat bolag. Vid förvärv av ett noterat bolag är ”free-rider”-problematiken framträdande. Grossmann och Hart (1980) påvisar att ”free-rider”-problemet, som härstammar från det fundamentala problemet att ingen ägare har tillräckligt med resurser för att säkerställa att alla parter agerar till förmån för hela bolaget, gör att vissa ägare endast utnyttjar de förmåner andra parter skapat. Resultaten visar att effekten av detta är att aktieägarna i ett noterat bolag får bättre betalt när deras bolag förvärvas än aktieägarna i ett onoterat bolag. I en situation där aktieägarna i ett onoterat bolag eller ett dotterbolag söker avyttra sitt innehav, i syfte att göra en exit eller att frigöra kapital, hamnar förvärvaren i en bra förhandlingssituation genom att bistå med möjligheten till detta.

Moeller, Schlingemann och Stultz (2004) studie visar att stora företag förstör mer värde genom sina förvärv än små företag. Förvärv som görs av små företag är lönsamma för köparens aktieägare, dock är vinsten från förvärvet jämförelsevis liten i absoluta termer. Samtidigt gör stora företag förvärv som resulterar i stora förluster, vilket slår ut den positiva

effekten av de små förvärven. En förklaring som presenteras är att små företag gör fler förvärv av onoterade målföretag, vilket kan förklara storlekseffekten givet att sådana förvärv är mer lönsamma. Vidare framhålls, med hänvisning till Demsetz och Lehn (1985), att ledningens incitament är mer i linje med aktieägarnas i små företag än i stora företag. Moeller et al (2004) visar också att budpremien som betalas ökar med företagets storlek samt att stora företag i större utsträckning slutför en påbörjad affär, vilket stödjer tidigare rön som visar att hybris är mer framträdande i stora företag. Vidare visas att vinster från synergier är negativa i stora företag, vilket ligger i linje med att majoriteten av alla företagsförvärv misslyckas att realisera synergieffekter.

Maloney, McCormick och Mitchell (1993) undersöker fusioner och förvärv på den amerikanska marknaden mellan 1962-1986 och testar för huruvida skuldsättningsgraden har inverkan på företagsledningens agerande i denna typ av transaktioner. Resultaten visar att bolag med låg skuldsättning reducerar förvärvets lönsamhet, eftersom en högre skuldsättning fungerar som en disciplinerande mekanism som motarbetar värdeförstörande beslut. Detta stöds även av Harris och Raviv (1990) som använder skuldsättning som ett mått på övervakning och pekar på att företagsledningen arbetar hårdare vid ökad övervakning. Studien visar också att en ökad skuldsättningsgrad reducerar företagsledningens förmåga att använda företagets tillgångar på ett värdeförstörande sätt. Vidare finner Maloney et al. (1993) ett positivt och signifikant samband att skuldsatta företag i högre grad lyckas lokalisera värdeskapande projekt, till skillnad från företag med låg skuldsättningsgrad. Det skall dock framhållas att en högre skuldsättningsgrad inte alltid är av godo, på grund av de högre kostnader de medför exempelvis i form av räntekostnader. Avslutningsvis väljer författarna att poängtera att studien inte visar att företag med högre skuldsättningsgrad kommer att öka sitt marknadsvärde. Dock påvisas existensen av principal-agent-problemet och att en högre skuldsättningsgrad kan minska detta problem. Skuldsättningsgradens övervakande effekt kan således ha betydelse för budpremiens storlek.

Valet av betalningsmetod har också visat sig ha betydelse för budpremiens storlek. Travlos (1987) påvisar relationen mellan val av betalningsmetod, betalning med kontanter eller aktier, och marknadsens reaktion vid tillkännagivandet av affären. På grund av förekomsten av informationsasymmetri, signalerar valet av betalningsmetod värdefull information till marknaden. Om köparföretaget besitter kunskap om målföretagets fundamentala värde, kommer förvärvet finansieras på det sätt som maximerar värdet för dess aktieägare. I linje

med detta visar studien av Myers och Majluf (1984) att köparföretaget föredrar att betala med kontanter om de anser att målföretaget är undervärderat och med aktier när målföretaget anses vara övervärderat. Med andra ord reagerar marknaden positivt vid betalning med kontanter och vice versa. Resultaten i Travlos (1987) indikerar också att köparföretaget vid tillkännagivandet av förvärvet gör signifikanta förluster vid betalning med enbart aktier, medan betalning med enbart kontanter påvisar en fortsatt normal avkastning vid samma tidpunkt. Val av betalningsmetod medför också olika skatteeffekter som kan ha betydelse för budpremiens storlek. Betalning med kontanter medför exempelvis skatteeffekter både för köpar- och målföretaget, medan betalning med aktier generellt är skattefria. På grund av detta får köparföretag vid kontant betalning betala en högre budpremie för att kompensera för målföretagets ökade skattekostnader.

2.4 Ackumulerad överavkastning

Forskningen ger också ett avkastningsperspektiv på förvärvssituationer. Genom att mäta den ackumulerade överavkastningen i samband med tillkännagivandet av ett förvärv, påvisas huruvida transaktionen är värdeskapande för de inblandade parterna. I Eckbo (2009) presenteras en genomgång av tidigare forskning kring förvärvsstrategier och budpremier. I studien refereras bland annat till Betton och Eckbo och Thorburn (2008) som mäter ackumulerad avkastning över ett tredagars eventfönster (-1,1). I denna görs en jämförelse mellan stora köparföretag, klassificerat som de företag vars marknadsvärde är i den översta kvartilen, och små köparföretag, klassificerat som företag med marknadsvärde i den nedersta kvartilen. Resultaten visar att stora köparföretag uppvisar negativ överavkastning i samband med förvärv, både vid kontant betalning och vid betalning med aktier. Vidare visas att små köparföretag uppvisar positiv överavkastning vid betalning med kontanter och negativ överavkastning vid betalning med aktier. Tidigare nämnd studie av Moeller et al. (2004) visar att ackumulerad överavkastning, mätt över ett tredagars eventfönster (-1,1), är 1,1 procent för hela urvalet i studien, 2,3 procent för små köparföretag samt 0,1 procent för stora köparföretag. Studien visar dock ingen statistisk signifikans för den sistnämnda gruppen.

I Eckbo (2009) visas också att de två huvudsakliga drivarna av negativ överkastning för köparföretaget är köparföretagets storlek, se exempelvis Moeller et al. (2004,2005) samt Eckbo och Thorburn (2000), samt om målföretaget är ett noterat eller onoterat bolag, se exempelvis Bradley och Sundaram (2006) samt Betton, Eckbo och Thorburn (2008). Den lägsta överavkastningen uppnås när (1) den ursprungliga budgivaren är ett stort företag, i

översta kvartilen, (2) ett noterat företag förvärvas, (3) betalningsmetoden är kontant. Samtidigt uppnås den högsta överavkastningen när ett litet köparföretag, lägsta kvartilen, förvärvar ett onoterat bolag och betalar kontant.

I Hayward och Hambrick (1997) testas hybrishypotesen som tidigare presenterats i Roll (1986). Resultaten visar att budpremien är positivt korrelerad med hur väl köparföretaget presterat perioden före tillkännagivandet av transaktionen, vilket är ett av måtten på hybris som använts i studien. Studien visar en negativ korrelation mellan graden av hybris samt överavkastning i samband med ett förvärv. Vidare visas i studien att överavkastning i samband med ett förvärv är negativt korrelerad med budpremiens storlek – ju större budpremie som betalas, desto större negativ överavkastning i samband med ett förvärv.

2.5 Sammanfattning

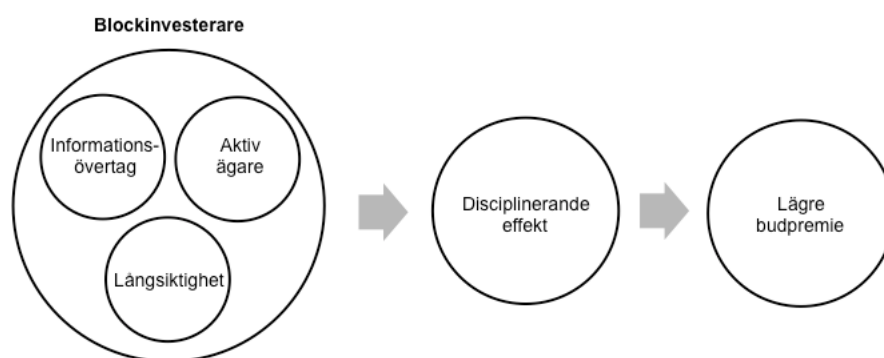
Teoriavsnittet har belyst forskning kring huruvida blockinvesterarar intar en övervakande roll samt olika faktorer som har betydelse för storleken på budpremien. Tidigare forskning påvisar att blockinvesterarar är mer sofistikerade ägare, se Rubin (2007) och Agrawal och Mandelker (1992). Detta stöds även av Brockman och Yan (2009) som påvisar att blockinvesterarar besitter mer företagsspecifik information än små aktieägare samt att endast närvaron av blockinvesterarar har betydelse för inkorporationen av den företagsspecifika informationen i aktiepriset. Vidare visar Holderness (2003) att övervakningen också ökar i takt med storleken på aktieägarens innehav. Graden av övervakning kan också bero på att blockinvesterarar är mer aggressiva än andra investerare, vilket påvisas i Harris et al. (2009). Edmans (2009) intar istället ett likviditetsperspektiv för att förklara blockinvesterararens övervakande roll. Den likvida marknaden ger möjlighet för blockinvesterararen att lätt och snabbt avyttra sitt innehav, vilket kan ses som ett hot mot företagsledningen. Om blockinvesterararen väljer att behålla sitt innehav trots tillkännagivandet av en dålig rapport, tolkas detta som en positiv signal av marknaden. Detta bekräftar också att blockinvesterarar intar en lång investeringshorisont. Studien visar också att endast närvaron av blockinvesterarar har en övervakande effekt på företagsledningen, trots att de inte har något direkt inflytande i bolaget.

Teoriavsnittet lyfter även fram andra faktorer som har betydelse för budpremiens storlek. Roll (1986) visar att större företag i genomsnitt betalar en högre premie och i en högre grad genomför förvärv som inte genererar några positiva synergier. Detta sker på grund av att företagsledningen fattar irrationella beslut i samband med ett förvärv, på grund av att

beslutsfattarna influeras av hybris. Burkart (1995) belyser istället företagsledningens rationella beslut och att även dessa kan leda till överbetalning. Studien visar att köparföretag tenderar att betala *för* mycket, då de redan har en ägarandel i målbolaget samt vid förekomsten av ”toeholders”. Teorinavsnittet visar också att köparföretagets storlek och skuldsättningsgrad har betydelse för budpremiens storlek. Moeller et al. (2004) visar att stora företag gör fler värdeförstörande förvärv än mindre bolag, på grund av att stora företag i högre utsträckning betalar en högre budpremie. Vidare visar Maloney et al. (1993) att bolag med låg skuldsättning reducerar förvärvets lönsamhet, då en högre skuldsättning fungerar som en disciplinerande mekanism som motarbetar värdeförstörande beslut. Studien visar också ett positivt och signifikant samband att skuldsatta företag i högre grad lyckas lokalisera värdeskapande projekt.

Slutligen har teoriavsnittet åskådliggjort forskning som ger ett avkastningsperspektiv på förvärv för att påvisa om transaktionerna skapar värde. Betton et al. (2008) visar att stora företag uppvisar en negativ ackumulerad överavkastning, i ett tredagars eventfönster, i samband med tillkännagivandet av ett förvärv. Vidare visar Moeller et al. (2004) att samma eventfönster ger en ackumulerad överavkastning på 0,1 procent för stora köparföretag. Den lägsta överavkastningen uppnås när den ursprungliga budgivaren är ett stort företag som förvärvar ett noterat företag genom kontant betalning.

Slutsatsen är således att blockinvestorer har en betydande roll i övervakning av företagsledningen. Bland annat för att de besitter ett informationsövertag samt intar en längre investeringshorisont, vilket skapar incitament till övervakning. Den förväntade effekten av blockinvestorer i köparföretaget sammanfattas i figuren nedan.



3. Hypoteser

Detta avsnitt klargör studiens hypoteser, en nollhypotes samt en mothypotes, som mynnat ut ur problematiseringen samt den teoretiska referensramen ovan.

Den teoretiska diskussionen ovan har belyst olika egenskaper hos blockinvesteraren samt några av de faktorer som påverkar budpremien i en förvärvssituation. Edmans (2009) visar genom ett likviditetsperspektiv att blockinvesterare har starka incitament att övervaka företagsledningen. Detta stöds av Holderness (2003) som visar en koppling mellan innehavets storlek och incitament till övervakning. Vidare diskuterades blockinvesterarens informationsövertag gentemot andra aktieägare, vilket exempelvis visas i studien av Brockman och Yan (2009). Blockinvesterarens investeringshorisont har också diskuterats med slutsatsen att dessa ofta intar en mer långsiktig position i sitt ägande, vilket medför att de har tillgång till mer information samt har en större förhandlingskraft är kortsiktiga ägare. Studier som stödjer detta är bland annat Easley et al. (1996) samt Gaspar et al. (2005).

Med stöd i tidigare diskussion bör förekomsten av blockinvesterare påverka företagsledningens beslut i en förvärvssituation. Detta bör ta uttryck i en lägre budpremie i en förvärvssituation. Nedan följer studiens nollhypotes samt mothypotes.

H0: Förekomsten av blockinvesterare i köparföretaget vid en förvärvssituation har ingen påverkan på budpremien.

H1: Förekomsten av blockinvesterare i köparföretaget vid en förvärvssituation leder till en lägre budpremie än vid förekomsten av endast små aktieägare.

4. Metod

Metodavsnittet redogör för studiens tillvägagångssätt och ger en närmare beskrivning av hur data har inhämtats och bearbetats. Slutligen ges också en genomgång av de variabler som inkluderas i huvudregressionen.

Studien baseras på en deduktiv ansats och söker förklara ägarstrukturens påverkan på budpremiens storlek genom att testa för olika variabler. Studien är av kvantitativ karaktär där regressionsanalys av tvärsnittsdata genomförs i syfte att finna signifikanta samband mellan förklaringsvariablerna och budpremiens storlek.

4.1 Data

4.1.1 Urval

Samtlig data i studien har inhämtats från Thomson ReutersTM databaser. Transaktionsrelaterad data har hämtats från Reuters 3000 Xtra, medan all övrig data har hämtats från Datastream. Transaktionerna som inkluderats är genomförda under perioden 2001-01-01 till 2011-01-01. Vidare har ställts som krav att både köparbolag och målbolag är noterade amerikanska företag som handlas på amerikanska börser, således är samtliga transaktioner i amerikanska dollar. På grund av detta undviks störningar som kan uppkomma till följd av geografiska skillnader. Tidigare studier har i stor utsträckning behandlat amerikanska data, vilket bör öka jämförbarheten i resultaten med tidigare studier. Ytterligare ett kriterium som ställts är att transaktionen ska vara slutförd, detta för att spegla den betalda premien och därmed öka jämförbarheten mellan transaktionerna.

Studien avgränsas till transaktioner i storleksordningen MUSD 500 och uppåt. Som nämnts i tidigare diskussion visar Moeller et al. (2004) att stora företag genomför fler värdeförstörande transaktioner och finner därför stöd för hybrishypotesen som presenteras i Roll (1986). Därför är det relevant att studera stora transaktioner för att se om höga premier är lika framträdande vid förekomsten av blockinvestorer, givet att köparföretagen är större i stora transaktioner. Därför inkluderas transaktioner i storleksordningen MUSD 500 och uppåt, vilken främst väntas innehålla stora bolag på grund av transaktionsstorleken. Urvalet tros också innehålla olika typer av bolag, vilket kan ge olika effekt på premien. Om urvalet endast innehåller stora företag finns dock risken att många bolag saknar blockinvestorer, detta med hänsyn till att

Holderness (2009) finner en negativ korrelation mellan företagets storlek och koncentrationen av ägare. Detta kan minska sannolikheten att nå signifikanta resultat, dock är stora företag som nämnts intressanta att studera och därför väljs ändå denna avgränsning.

4.1.2 Databehandling

Transaktionerna som uppfyllde ovan beskrivna sökkriterier har vidare rensats. För en del av transaktionerna fanns ingen data tillgänglig i databaserna och av den anledningen rensades dessa bort. Förvärv av tillgångar, som exempelvis fastigheter, mark och andra liknande tillgångar, uppfyller av naturliga skäl inte kriteriet som ställts på att målföretaget ska vara noterat och har därför uteslutits. Vidare behandlades data om målföretaget, de företag som saknade data som var kritisk för beräkningen av en budpremie har exkluderats. Den exkluderade gruppen utgörs av onoterade eller tidigare avnoterade bolag. De sistnämnda bolagen behandlas i Datastream på så vis att aktiekursen är oförändrad efter avnotering har skett, vilket skapar problem vid beräkningen av budpremien. Vidare har uppmärksamheten vänts till datatillgången för köparföretag. I detta fall utgörs kritisk data av tillgången till information om ägarstruktur. Bolag som saknar sådan data har därför exkluderats. Dessa rensningar gav ett slutligt urval som omfattar 378 förvärvstransaktioner, vilka är fördelade över tidsperioden enligt tabellen nedan.

| År | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Totalt |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------|
| Antal transaktioner | 37 | 20 | 24 | 40 | 58 | 57 | 64 | 29 | 33 | 16 | 378 |

4.2 Variabler

Nedan följer en beskrivning av hur de variabler som inkluderas i huvudregressionen har beräknats. För jämförbarhetens skull har variablerna i största möjliga mån beräknats enligt samma metod som använts i tidigare studier.

4.2.1 Budpremie

Forskning kring förvärv använder olika metoder för att beräkna budpremien. Sudarsanam (2003) visar att ju närmare dagen för tillkännagivandet av budet, desto högre överavkastning visar målföretagets aktie. I boken sammanställs resultat från olika studier avseende den ackumulerade överavkastningen vid olika eventfönster, där resultaten visar att ett längre eventfönster är förknippat med en lägre överavkastning. Två av studierna som lyfts fram är Jarell och Poulsen (1989) och Schwert (1996). Den förstnämnda studien använder ett

eventfönster på 31 dagar, vilket ger en överavkastning på 29 procent. Studien av Schwert (1996) använder istället ett eventfönster på 42 dagar, vilket resulterar i en överavkastning på 16 procent. I studien uppmärksammas den så kallade ”runup”-effekten som beskriver hur aktiepriset ter sig i samband med en förvärvssituation. Studien visar att aktiepriset innehåller en komponent som beror på uppköpsrykten, vilket huvudsakligen speglas i aktiepriset inom 42 dagar före budets tillkännagivande.

Genom att rensa för sådana effekter vid beräkningen av budpremien, speglas istället det faktiska överpriset. Det skall dock poängteras att det finns en risk att vald metod över- eller underskattar premien i absoluta termer, dock är det inte denna som vår studie syftar till att undersöka och därmed påverkas inte jämförbarheten. Därför väljer vi att definiera premien som,

$$PREMIE = \left(\frac{Pris_t}{Pris_{t-42}} \right) - 1$$

$Pris_t$ är vad som betalas för den genomförda affären och $Pris_{t-42}$ är aktiepriset 42 dagar före tillkännagivandet av affären.

4.2.2 Blockinvesterare

I tidigare studier av amerikanska företag, exempelvis Holderness (2009), Dlugosz et al. (2006) samt Morck et al. (1988), har blockinvesterare definierats som sådana investerare vilka innehar en aktiepost motsvarande minst 5 procent av totalt utestående aktier. Denna gräns anses vara ett betydande innehav, exempelvis kräver Securities and Exchange Commission (SEC) som är den amerikanska motsvarigheten till Finansinspektionen, att syftet med aktieinnehavet registreras när en andel motsvarande 5 procent uppnås. Med stöd i ovanstående studier väljs 5 procent som definition för blockinvesterare. Andra studier, exempelvis La Porta, Lopez-de-Silanes och Shleifer (1999), har en annan definition, där blockinvesterare har en ägarpost motsvarande 20 procent av totalt utestående aktier. Den sistnämnda studien syftar till att beskriva olika typer av ägarskap, medan denna studie istället tar utgångspunkt i en förvärvstransaktion för att sedan se om ägarstrukturen i köparföretaget påverkar budpremien. I stora köparföretag torde aktieägarnas relativa innehav vara lägre än i mindre bolag, således riskerar en hög gräns att utesluta många ägare som kan ha inflytande trots ett till synes lågt innehav. Vidare visar Dlugosz et al. (2006) att rådata där ägarstrukturen

är aggregerad ofta innehåller fel. Studien visar att felfrekvensen ökar med blockets storlek. Vid ett block på 5 procent föreligger den lägsta felfrekvensen på 0,4 procent. Detta är också en anledning till att en lägre gräns än La Porta et al. (1999) väljs. Holderness (2009) lägger fram tre huvudargument för användningen av en gräns på 5 procent för att representera ett blockinnehav. Det första argumentet som läggs fram är att det inte finns något teoretiskt bevis för att en gräns på 10 eller 20 procent skulle vara mer betydande. Vidare framhålls att inte heller 5 procent i sig är betydande, men referens ges till ovan nämnda SEC-bestämmelser som ställer vissa krav. Det andra argument som läggs fram är att det finns empiriska bevis som visar att marknaden reagerar vid köp på 5-10 procent, vilket ger indikationer på att det är ett betydande innehav. Det tredje argumentet som presenteras är att empiriska studier, se till exempel Mikkelson och Ruback (1985) samt Morck et al. (1988), bekräftar att ett innehav på 5-10 procent påverkar vissa dimensioner i ett företags värde. Det bör noteras att ingen av de studier som uppmärksammas använder en lägre gräns än 5 procent. Därför anses inte en lägre gräns utgöra ett betydande innehav, vilket också stöds av de krav som ställs av SEC. Som följd av definitionen för blockinvestorer, är små aktieägare alla andra aktieägare vilka har ett aktieinnehav som understiger 5 procent av totalt utestående aktier.

Effekten av blockinvestorer mäts på två olika sätt, vilka också används av bland annat Holderness (2009). Dels konstrueras en dummyvariabel (BLOCK), vilken kodas som 1 vid förekomst av blockinvestorer samt 0 vid avsaknad av blockinvestorer. Vidare mäts också koncentrationen (BLOCKCONC) av blockinvestorer, vilken beräknas som följer,

$$BLOCKCONC = \sum \text{Ägarandel} \geq 5\%$$

där $\sum \text{Ägarandel}$ är summan av samtliga blockinnehav, definierat som en ägarandel på minst 5 procent, uttryckt i procent.

4.2.3 Kontrollvariabler

För datatyper som inhämtats direkt från Datastream, anges Datastream-koden inom parentes.

Skuldsättningsgrad

Som tidigare nämnts, visar studien av Maloney et al. (1993) en negativ relation mellan principal-agent-problematiken samt skuldsättningsgraden. Det vill säga att en högre skuldsättningsgrad följs av en högre grad av övervakning. Eftersom blockinvesteraren inom ramen för vår studie antas representera en ökad övervakning inkluderas köparföretagets skuldsättningsgrad (DEBTRATIO) som en kontrollvariabel för att rensa för de övervakningseffekter som kommer av en ökad skuldsättningsgrad.

$$DEBTRATIO = \frac{Skulder(WC03255)_{t-1}}{Balansomslutning(WC02999)_{t-1}}$$

$Skulder_{t-1}$ samt $Balansomslutning_{t-1}$ representerar värdet vid senaste rapport innan tillkännagivandet av transaktionen.

Köparföretagets storlek

Studien av Moeller et al. (2004) visar att budpremien som betalas ökar med företagets storlek. Därför inkluderas köparföretagets balansomslutning (SIZE) som kontrollvariabel i syfte att fånga upp dessa storlekseffekter på budpremien. I linje med studien används balansomslutningen snarare än marknadsvärdet som mått på köparföretagets storlek. Detta i syfte att rensa för eventuella snedvridningar som kan följa av marknadens värdering, i synnerhet med tanke på den tidsperiod som undersöks.

$$SIZE = Balansomslutning(WC02999)_{t-1}$$

$Balansomslutning_{t-1}$ representerar värdet vid senaste rapport innan tillkännagivandet av transaktionen. Ursprungligen inkluderades ytterligare en storleksvariabel som representerade den relativa storleken, mätt som skillnaden marknadsvärde, mellan köparföretaget och målföretaget. Dock fanns en hög korrelation mellan de två storleksvariablerna och därför uteslöts variabeln för den relativa storleken.

Transaktionstyp

Studier har visat att transaktionstypen har betydelse för budpremiens storlek. Enligt Eckbo (2009) driver ett fientligt uppköp upp premien, då dessa uppköp tenderar att vara mer komplexa på grund av att priset inte är känt ex ante. I syfte att fånga upp denna effekt skapas en dummyvariabel (HOSTILE) som antar värdet 1 vid en fientlig transaktion samt 0 vid en icke-fientlig transaktion.

Betalningsmetod

Studien av Travlos (1987) visar att det finns ett samband mellan betalningsmetod och budpremie. För att mäta sådana effekter skapas tre dummyvariabler. I den första variabeln som skapas (CASH) sätts värdet till 1 om betalning sker kontant, annars sätts värdet till 0. Den andra variabeln som skapas (STOCK) antar värdet 1 vid betalning med aktier, annars sätts värdet till 0. Slutligen skapas en tredje variabel (MIXED) där värdet sätts till 1 om en kombinerad betalningsmetod, exempelvis aktier och kontanter, förekommer och 0 vid tidigare nämnda betalningsmetoder.

Marknadssituation

För att se om det finns eventuella tidseffekter skapas en marknadsvariabel. Ett årsgenomsnitt ($\bar{\emptyset}$ Antal transaktioner_t) av alla inkluderade transaktioner beräknas, där de år som transaktionerna överstiger medel betraktas som en "het" marknad och de år som understiger medel betraktas som en "kall" marknad. Denna kodas som en dummyvariabel (HOT) vilken antar värdet 1 vid en "het" marknad, respektive 0 vid en "kall" marknad.

$$1 > \bar{\emptyset} \text{ Antal transaktioner}_t > 0$$

Högpresterande kontra lågpresterande köparföretag

Med hänsyn till studien av Hayward och Hambrick (1997) som visar att hybris, och således överbetalning i samband med förvärv, är framträdande i högpresterande köparföretag, inkluderas variabler i syfte att kontrollera för detta fenomen. Dels konstrueras en variabel som visar överavkastning på eget kapital (PERFORMANCE), dels skapas en dummyvariabel (STRONG) vilken antar värdet 1 vid positiv överavkastning på eget kapital och 0 vid negativ överavkastning på eget kapital.

$$PERFORMANCE = ROE(WC08301)_{t-1} - [R_{f,t} + (\beta_{i,t} * R_m)]$$

$ROE(WC08301)_{t-1}$ är avkastning på eget kapital per senaste rapport före transaktionens tillkännagivande, hämtat ur Datastream. $R_{f,t}$ är den genomsnittliga riskfria räntan, tioåriga amerikanska statsobligationer, för året då transaktionen tillkännages, hämtad från Datastream. $\beta_{i,t}$ är historisk beta hämtad från Datastream (897E). R_m representerar marknadsräntan, vilken antas vara 4,5 procent (Koller, Goedhart och Wessels 2010, sid. 237), konstant genom hela perioden.

Tobin's Q målföretag

I studien av Moeller et al. (2004), som undersöker relationen mellan köparföretagets storlek och budpremien som betalas vid ett förvärv, inkluderas Tobin's Q för målföretaget som en kontrollvariabel. Därför inkluderas denna variabel (Q) som en approximation för målföretagets tillväxtpotentialer, i syfte att se om dessa har olika påverkan på budpremiens storlek.

$$Q_i = \frac{Marknadsvärde(X * NOSH)_{t-42}}{Balansomslutning(WC02999)_{t-1}}$$

$Marknadsvärde_{t-42}$ är beräknat som målföretagets aktiepris (X) 42 dagar innan tillkännagivandet av transaktionen, multiplicerat med antal utestående aktier (NOSH) vid samma tidpunkt. $Balansomslutning_{t-1}$ representerar värdet vid senaste rapport innan tillkännagivandet av transaktionen. Vi är medvetna om den eventuella snedvridningen som kan uppkomma av att variabler härstammar från olika tidpunkter. Dock ska det poängteras att endast informationen i målföretagets senaste rapport är publik information. Därmed är ett rimligt antagande dessa siffror också används som grund för köparföretagets värdering.

Akkumulerad överavkastning

För att testa om blockinvesterares förväntade negativa effekt på budpremien är tillräckligt stor för att transaktionen ska vara värdeskapande, inkluderas köparföretagets ackumulerade överavkastning i samband med tillkännagivandet av förvärvet som kontrollvariabel. Denna variabel testas för sex olika eventfönster i syfte att se om olika effekter föreligger.

$$CAR_{(-t,t)} = \sum_{-t \rightarrow t} R_{i,t} - (\beta_i * R_{m,t})$$

$CAR_{(-t,t)}$ är ackumulerad överavkastning för perioden $-t$ till t . $R_{i,t}$ är köparföretagets aktieavkastning för dag t . Förväntad avkastning beräknas som $(\beta_i * R_{m,t})$. β_i är historisk beta hämtad från Datastream (897E). $R_{m,t}$ är avkastningen under dag t för ett index som representerar avkastning för alla amerikanska aktier, vilket också hämtats från Datastream (TOTMKUS).

4.2.4 Sammanställning av variabler

I tabellen nedan följer en sammanställning av ovan beskrivna variabler, vilka inkluderas i regressionerna som genomförs.

| Variabelnamn | Förklaring | Typ |
|--------------|---|-------------------------------|
| PREMIE | Budpremie, pris över marknadspris | Procent |
| BLOCK | Blockinvesterade, förekomsten av block | Dummy, block 1, annars 0 |
| BLOCKCONC | Blockinvesterade, uttryck som koncentration | Procent |
| DEBTRATIO | Skuldsättningsgrad | Procent |
| SIZE | Köparföretagets storlek | Mäts genom balansomslutning |
| HOSTILE | Transaktionstyp | Dummy, fientlig 1, annars 0 |
| CASH | Betalningsmetod, kontant betalning | Dummy, kontant 1, annars 0 |
| STOCK | Betalningsmetod, betalning med aktier | Dummy, aktier 1, annars 0 |
| MIXED | Betalningsmetod, kombinerad | Dummy, kombinerad 1, annars 0 |
| HOT | Marknadssituation | Dummy, het 1, kall 0 |
| PERFORMANCE | Högpresterande kontra lågpresterande bolag | Procent |
| STRONG | Högpresterande kontra lågpresterande bolag | Dummy, stark 1, svag 0 |
| Q | Tobin's Q målföretag | Procent |
| CAR | Akkumulerad överavkastning | Procent |

4.3 Regressionsanalys

För att testa kopplingen mellan blockinvesterar i köparföretaget och budpremien som betalas vid ett förvärv, genomförs ett antal OLS²-regressioner på tvärsnittsdata. Variablerna har definierats enligt tidigare beskrivning.

Den beroende variabeln (PREMIE), i huvudregressionen nedan, och samtliga kontrollvariabler förutom dummyvariablerna, winsorizeras i syfte att minska snedvridning som uppkommer till följd av extremvärden. Detta innebär att den lägsta första procenten av observationerna sätts till värdet av observationen som representerar 1:a percentilen, och den högsta sista procenten av observationerna sätts till värdet som representerar 99:e percentilen. Därefter logaritmeras budpremien (PREMIE), köparföretagets skuldsättningsgrad (DEBTRATIO), köparföretagets storlek (SIZE) samt målföretagets marknadsvärde över balansomslutning (Q) i syfte att minska spridningen i observationerna.

$$\begin{aligned} PREMIE_i = & \alpha + \beta_1 BLOCK + \beta_2 BLOCKCONC + \beta_3 DEBTRATIO + \beta_4 SIZE + \beta_5 HOSTILE \\ & + \beta_6 CASH + \beta_7 STOCK + \beta_8 MIXED + \beta_9 STRONG + \beta_{10} HOT + \beta_{11} Q + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Eftersom OLS-regressionen bygger på antagandet om homoskedacitet och inte heteroskedacitet och att detta antagande ofta är falskt i tvärsnittsstudier, görs ett test för heteroskedacitet (Ramanathan 2002 sid. 344). För att testa för detta används White's test, vilket är lämpligt eftersom testet inte förutsätter att antaganden gjorts om vad som orsakar heteroskedacitet (Brooks 2008 sid. 134). Vidare genomförs, utöver huvudregressionen, andra regressioner i syfte att testa den kausala styrkan i variablerna. Detta görs genom att kategorisera urvalet med hjälp av olika kriterium, exempelvis har urvalet fördelats utefter olika marknadssituationer samt efter olika företagsspecifika karaktäristika.

Statistik signifikans visas i tabellen för respektive regression i kolumnen som följer t-värdet, graden av signifikans benämns som * vid ett värde som understiger 0,10, ** vid ett värde som understiger 0,05 samt *** vid ett värde som understiger 0,01.

² Ordinary Least Squares

4.5 Källkritik

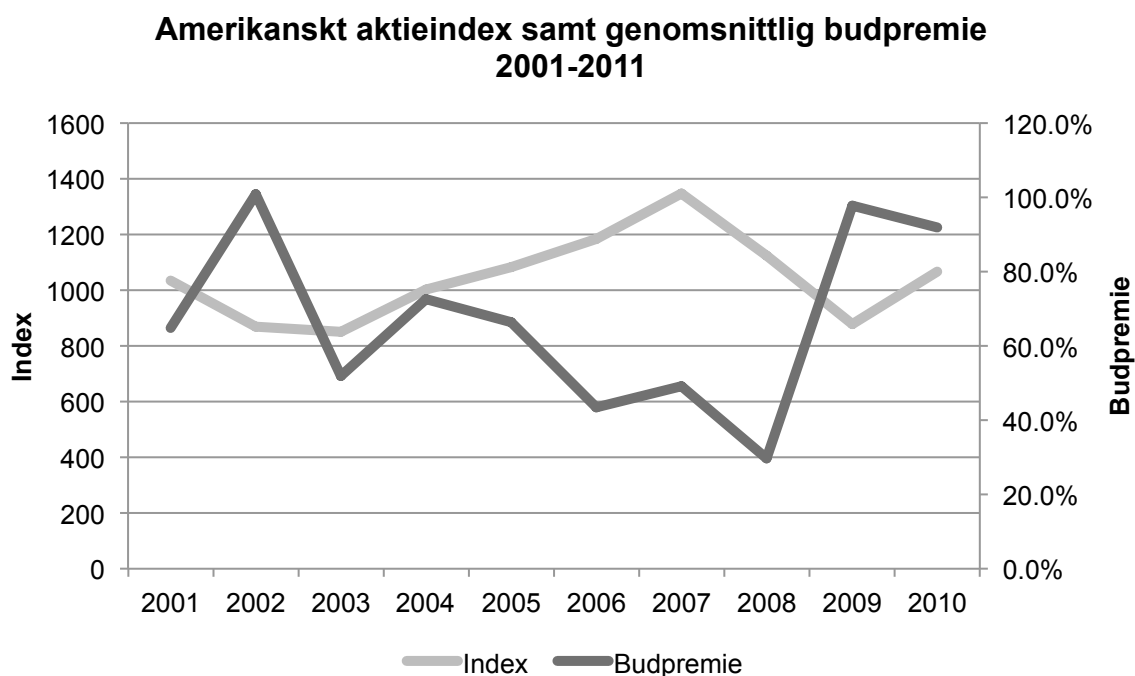
Av naturliga skäl kan inte primärdata inhämtas, då stickprovets storlek sker på bekostnad av sådan typ av datainhämtning. All sekundärdata inhämtas från Datastream och Thomson Reuters, vilka betraktas som vedertagna tillhandahållare av finansiell data, därför bör validiteten och reliabiliteten i inhämtad data vara hög. Data för samtliga variabler har inhämtats från samma databas, vilket bör minska risken för att eventuella felskattningar påverkar jämförbarheten i urvalet.

5. Resultat och diskussion

I följande avsnitt presenteras studiens resultat av huvudregressionen samt vid olika skärningar av urvalet. Vidare analyseras resultaten utifrån studiens teoretiska referensram för att besvara studiens syfte.

5.1 Beskrivande statistik

I figuren nedan visas aktieindex för den amerikanska marknaden samt hur den genomsnittliga budpremien i urvalet utvecklats under den undersökta perioden. I figuren återfinns också frekvensen av transaktionerna och deras fördelning över tidsperioden.



| År | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | Totalt |
|---------------------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| Antal transaktioner | 37 | 20 | 24 | 40 | 58 | 57 | 64 | 29 | 33 | 16 | 378 |
| Budpremie (%) | 64,9 | 100,8 | 51,9 | 72,6 | 66,3 | 43,5 | 49,1 | 29,7 | 97,8 | 91,8 | 63,3 |

Det framgår tydligt av figuren att budpremiens genomsnittliga nivå rör sig kontracykliskt, det vill säga att en lägre budpremie betalas i en högkonjunktur. De höga budpremierna efter börsrasen 2008 är synnerligen intressanta. Dessa kan bero på att aktierna handlades till stora rabatter under denna period, samtidigt som bolagens fundamentala värde inte är påverkats i

lika stor utsträckning. Motsatt effekt kan ses i högkonjturen som föregår börsrasen, där budpremien istället haft en nedåtgående trend.

I tabellen nedan följer en beskrivning av studiens huvudvariabler.

| | Medelvärde | Median | Maximum | Minimum | Std.av. | Skevhet | Kurtosis | Obs. |
|-----------|------------|--------|---------|---------|---------|---------|----------|------|
| PREMIE | 0.6325 | 0.4579 | 3.0329 | -0.7272 | 0.6274 | 1.4201 | 5.1638 | 359 |
| BLOCK | 0.7354 | 1.0000 | 1.0000 | 0.0000 | 0.4417 | -1.0671 | 2.1388 | 359 |
| BLOCKCONC | 0.1483 | 0.1133 | 0.9260 | 0.0000 | 0.1646 | 1.9005 | 7.9980 | 359 |

Som kan noteras i tabellen ovan, är antalet observationer, 359, färre än i hela urvalet som omfattar 379 observationer. Detta på grund av att data inte var tillgänglig för samtliga variabler. Vidare kan noteras att variablerna inte följer en normalfördelning, eftersom en sådan har en skevhet på 0 samt en kurtosis på 3. Premien har en kurtosis på 5,16 som ger en fördelning som snarare är leptokurtosisk, vilket innebär att den är mer spetsig än en normalfördelning och med ”tjockare” svansar. Detta betyder att sannolikheten för extrema utfall är högre än i en normalfördelning, vilket kan vara en effekt av marknadssituationen under tidsperioden som undersöks.

Resultaten visar att den genomsnittliga budpremien i urvalet är 63,25 procent, vilket ligger i linje med resultat från tidigare studier där genomsnittspremien varit 45-50 procent, se exempelvis sammanställningen i Eckbo (2009). Vidare visas att blockinvesteringar är förekommande i närmare 74 procent av observationerna och att den genomsnittliga koncentrationen i bolag med blockinvesteringar är cirka 15 procent. Då genomsnittspremien är högre än i tidigare studier, trots förekomsten av blockinvesteringar i en majoritet av köparföretagen, ges i detta skede ingen indikation om att sökt blockeffekt existerar. Trots att premievariabeln har rensats för extremvärden, genom winsorizing, är i synnerhet det lägsta värdet anmärkningsvärt. Även detta skulle kunna vara en följd av hur marknadssituationen sett ut under delar av undersökningsperioden.

5.2 Regressionsresultat

För att testa sambandet mellan blockinvesterare och budpremie körs tidigare beskrivna huvudregression i EViews. Resultaten av denna följer i tabellen nedan³.

| Regression | #1 | Justerad R ² | | |
|---------------------|--------|-------------------------|--------|--|
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 0.1184 | |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 5.3723 | |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 0.0000 | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 1.9010 | 0.4197 | 4.5294 | 0.0000 |
| BLOCK | 0.0231 | 0.0504 | 0.4587 | 0.6468 |
| BLOCKCONC | -0.4903 | 0.1336 | -3.6696 | 0.0003*** |
| DEBTRATIO | 0.3220 | 0.1474 | 2.1850 | 0.0296** |
| SIZE | -0.0585 | 0.0119 | -4.9039 | 0.0000*** |
| HOSTILE | 0.2834 | 0.1530 | 1.8530 | 0.0647* |
| CASH | -0.3656 | 0.3385 | -1.0799 | 0.2809 |
| STOCK | -0.4784 | 0.3388 | -1.4119 | 0.1589 |
| MIXED | -0.5203 | 0.3393 | -1.5335 | 0.1261 |
| STRONG | 0.0821 | 0.0393 | 2.0879 | 0.0375** |
| HOT | -0.0791 | 0.0366 | -2.1606 | 0.0314** |
| Q | -0.1094 | 0.0392 | -2.7940 | 0.0055*** |

Regressionen visar en förklaringsgrad, justerad R², på 11,84 procent. Vidare är Durbin-Watson-värdet på 1,868 större än det kritiska värdet, d_U, på 1,818 vid en 1-procentig signifikansnivå (Stanford), vilket indikerar att det inte föreligger någon autokorrelation i modellen. Det verkar inte heller finnas någon negativ autokorrelation, eftersom Durbin-Watson-värdet är mindre än 2,182 (4 – d_U).

³ I appendix återfinns fler regressioner som baseras på huvudregressionen och där olika kriterier ställs utifrån dummyvariabler.

Förekomsten av blockinvesterarare

Resultaten indikerar att förekomsten av block, sett som en homogen grupp, inte ger någon signifikant effekt på budpremien. Detta kan förklaras av att innehavets storlek kan ha betydelse för huruvida blockinvesterararen kan utöva inflytande över företagsledningen i en förvärvssituation. Blocket per se tycks inte ge investeraren ett inflytande i bolaget, vilket är intressant med hänsyn till de resultat som visas i Edmans (2009). I nämnda studie visas att enbart närvaron av blockinvesterarare har en övervakande effekt, vilket inte återspeglas i våra resultat. Förklaringen till detta kan vara att företagsledningen inte ser alla blockinvesterarare som övervakare. Därför är rimligt att företagsledningens agerande inte påverkas såvida inte blockinvesterararen intar en aktiv ägarroll. En förklaring till att blockinvesterararen väljer att inta en passiv roll är att innehavet är en del i en diversifierad portfölj, snarare än att innehavet är blockinvesterararens enda aktiepost. Därmed kan aktieinnehavet vara litet relativt investerarens totala portfölj, vilket inte ger incitament till ett aktivt ägande. För en sådan investerare finns incitament att gå in ett välskött bolag som ger en stadig avkastning utan att investeraren aktivt behöver kontrollera företagsledningen. Vidare är våra resultat också förvånande med hänsyn till att Brockman och Yan (2009) visar att blockinvesterarare är mer informerade ägare. Oförmågan att påverka budpremien, trots ett informationsövertag, kan bero på att vissa blockinvesterarare trots allt inte har möjlighet att utöva inflytande över företagsledningens beslutsfattande. Våra resultat stödjer dock att principal-agent-problematiken som beskrivs i Jensen och Meckling (1976) föreligger. Den tar sig uttryck genom att företagsledningen, trots förekomsten av blockinvesterarare, ges handlingsutrymme att betala en hög budpremie.

Koncentrationen av blockinvesterarare

Resultaten ger signifikant stöd ($p < 0,01$) att en högre koncentration av blockinvesterarare ger en lägre budpremie i en förvärvssituation. Detta ger således stöd till att förkasta H_0 , att förekomsten av blockinvesterarare inte har någon effekt på budpremien som betalas i en förvärvssituation. Samtidigt ges stöd till att acceptera H_1 , att förekomsten av blockinvesterarare medför att en lägre budpremie betalas i en förvärvssituation. Resultaten visar att det inte är blockinvesterararen per se som ger sökt effekt på budpremien, effekten framträder istället med koncentrationen av blockinvesterarare.

Ur ett inflytandeperspektiv är det rimligt att en högre koncentration av blockinvesterarare ger större möjlighet till inflytande, vilket får en disciplinerande effekt på företagsledningen. När en hög koncentration representeras av en enskild blockinvesterarare bör incitamenten till övervakning öka, eftersom investeringen i absoluta termer är större och således får en svängning i aktiekursen en större effekt. Detta är i linje med Holderness (2003) som visar att incitamenten för övervakning ökar med innehavets storlek. Vidare minskar innehavets likviditet i takt med att dess storlek ökar, vilket kan skapa en ofrivillig långsiktighet för blockinvesterarare och ger därmed ytterligare incitament till övervakning. Det torde också minska möjligheten för företagsledningen att agera i egenintresse på aktieägarnas bekostnad. Ett annat perspektiv på långsiktighet är det som presenteras i Edmans (2009). Om en blockinvesterarare inte avyttrar sitt innehav i samband med att en dålig rapport presenteras, uppmuntras företagsledningen att fatta långsiktiga beslut, snarare än att fokusera på beslut som skapar endast kortsiktiga vinster. Detta indikerar också att blockinvesterararen själv har en långsiktig investeringshorisont.

Holderness (2009) visar att koncentrationen av blockinvesterarare minskar med bolagets storlek. Denna utspädningseffekt återfinns i vårt urval där de största bolagen, de översta 10 procenten mätt i balansomslutning, i genomsnitt inte har någon blockinvesterarare. Urvalet visar även att köparföretag utan blockinvesterarare i genomsnitt är 5 gånger större, än köparföretag med blockinvesterarare. Vidare visar Moeller et al. (2004) att stora bolag betalar en högre budpremie och att små bolag betalar en lägre budpremie. Våra resultat visar således att koncentrationen av blockinvesterarare kan vara en förklaring till varför små bolag betalar lägre budpremier. Dock ligger detta inte i linje med hur storleksvariabeln i vår regression påverkar budpremien, då denna ger signifikant stöd för att större bolag betalar en lägre premie. Värt att notera är att transaktionerna i vårt urval som genomförts av de största

köparbolagen, utgörs av banker som förvärvat andra banker. Majoriteten av dessa transaktioner har skett under 2007 och 2008, det vill säga under finanskrisen. Detta kan förklara det motstridiga resultatet för storleksvariabelns påverkan på budpremien. För att bekräfta detta genomfördes ytterligare en regression, där dessa transaktioner exkluderades⁴. Resultaten ger dock fortfarande signifikant stöd till att storlekskoefficienten är negativ. Således är det inte dessa transaktioner som leder till att storleksvariabeln får en motsatt effekt jämfört med resultaten från Moeller et al. (2004). En förklaring till den negativa koefficienten kan istället vara att den hybriseffekt som beskrivs i Roll (1986) inte tycks existera i dessa bolag. Detta kan bero på att stora bolag i större utsträckning också är övervakade av andra externa parter, exempelvis aktieanalytiker, banker och finansiell press, tillskillnad från mindre bolag där denna övervakning tycks ske av blockinvesteringarna själva. Den effekt som de externa parterna medför tycks minska förekomsten av hybris i de största bolagen och således storleken på budpremien. Detta överensstämmer också med resultaten i huvudregressionen, för variablerna som representerar blockkoncentration och köparföretagets storlek.

Hayward och Hambrick (1997) visar att högpresterande köparföretag betalar en högre budpremie, vilket också stödjer hybrishypotesen som läggs fram i Roll (1986). Regression #1 bekräftar att detta fenomen föreligger, då signifikant stöd ges för att högpresterande bolag betalar en högre budpremie. Köparföretag utan blockinvesteringar presterar i genomsnitt 6 gånger bättre än köparföretag med blockinvesteringar. Det kan te sig märkligt att köparföretag med blockinvesteringar i genomsnitt presterar sämre, trots att blockinvesteringar tycks ha en disciplinerande effekt. Dock kan detta bero på att blockinvesteringen inte väljer att vara aktiv i den operativa verksamheten genom detaljstyrning.

Ett annat resultat som är intressant att notera är relationen mellan Tobin's Q för köparföretaget samt budpremiens storlek. Regression #1 visar att högre Q ger en lägre budpremie, vilket vid första anblick kan framstå som kontraintuitivt. Detta med hänsyn till att högre Q kan indikera större tillväxtpotentialer i målföretaget, vilket borde motivera en högre budpremie. Dock visar urvalet att köparbolag med blockinvesteringar i genomsnitt förvärvar bolag med högre Q, än köparföretag utan blockinvesteringar. Detta kan förklara varför Q är negativt korrelerad med budpremien.

⁴ Se regression #23 i appendix.

Betalningsmetod

Regression #2 nedan baseras på huvudregressionen #1, men inkluderar endast en betalningsvariabel. I detta fall inkluderas transaktioner som betalats kontant⁵.

| Regression | #2 | Justerad R ² | 0.1161 | |
|---------------------|-------------|-------------------------|---------|-----------|
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 6.2238 | |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 | |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 1.8407 | |
| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
| C | 1.3619 | 0.2272 | 5.9938 | 0.0000 |
| BLOCK | 0.0344 | 0.0500 | 0.6875 | 0.4922 |
| BLOCKCONC | -0.5021 | 0.1336 | -3.7591 | 0.0002*** |
| DEBRATIO | 0.2989 | 0.1469 | 2.0347 | 0.0426** |
| SIZE | -0.0562 | 0.0119 | -4.7340 | 0.0000*** |
| HOSTILE | 0.2927 | 0.1527 | 1.9168 | 0.0561* |
| CASH | 0.1337 | 0.0391 | 3.4208 | 0.0007*** |
| STRONG | 0.0836 | 0.0393 | 2.1278 | 0.0341** |
| HOT | -0.0861 | 0.0363 | -2.3698 | 0.0183** |
| Q | -0.1085 | 0.0391 | -2.7763 | 0.0058*** |

Resultaten i regression #2 överensstämmer med resultaten i huvudregressionen #1. Vad som kan noteras är att variabeln för kontant betalning visar ett signifikant stöd ($p < 0,01$) att kontant betalning är förknippat med en högre budpremie. Detta är i linje med resultaten i Travlos (1987) som visar att kontant betalning ger skatteeffekter, vilket leder till att en högre budpremie betalas. Kontant betalning förekommer i 40 procent av transaktionerna i urvalet och är den mest förekommande av de tre betalningsmetoderna. Med hänsyn till detta och att koefficienten är positiv framträder två rimliga förklaringar. En förklaring är att blockinvesteraren är påtryckande i valet av betalningsmetod. Detta eftersom betalning med aktier medför en utspädningseffekt, vilket underminerar blockinvesterarens ställning. En annan förklaring framhålls i Chang och Mais (2000), som visar att målföretag med en koncentrerad ägarstruktur sannolikt förvärvas kontant i syfte att undvika etablering av fler övervakare.

⁵ Regressioner för övriga betalningsmetoder återfinns i appendix.

Marknadssituation

Regression #3 visar hur variablerna i huvudregressionen #1 påverkar budpremien i en kall marknad. Då resultaten i huvudregressionen #1 ger signifikant stöd för att budpremien är lägre i en het marknad, är det intressant att undersöka om blockinvesterares disciplinerande effekt ger utslag även i en kall marknad.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #3 | Justerad R² | 0.1446 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 3.6024 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0003 |
| Kriterium | HOT=0 | Durbin-Watson-värde | 1.8152 |
| Antal observationer | 155 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 1.7856 | 0.5832 | 3.0615 | 0.0026 |
| BLOCK | 0.1156 | 0.0873 | 1.3240 | 0.1876 |
| BLOCKCONC | -0.5808 | 0.1874 | -3.0984 | 0.0023*** |
| DEBRATIO | 0.2446 | 0.2608 | 0.9380 | 0.3498 |
| SIZE | -0.0591 | 0.0204 | -2.8943 | 0.0044*** |
| HOSTILE | 0.4185 | 0.2752 | 1.5209 | 0.1305 |
| CASH | -0.2537 | 0.3945 | -0.6432 | 0.5211 |
| STOCK | -0.4016 | 0.3954 | -1.0156 | 0.3115 |
| MIXED | -0.4376 | 0.3966 | -1.1036 | 0.2716 |
| STRONG | 0.1475 | 0.0668 | 2.2068 | 0.0289** |
| Q | -0.1650 | 0.0654 | -2.5223 | 0.0127** |

Resultaten visar att blockkoncentrationen även i en kall marknad leder till att en lägre budpremie betalas. Detta innebär således att blockinvesterares disciplinerande effekt också föreligger i en kall marknadssituation, vilken annars ger en högre premie.

Akkumulerad överavkastning

Eftersom huvudregressionen #1 visar att sökt blockeffekt existerar är det också intressant att undersöka om blockinvesterarens effekt på budpremien skapar värde i samband med tillkännagivandet av ett förvärv. Därför har ytterligare regressioner genomförts, där den beroende variabeln istället är den ackumulerade överavkastningen i köparföretagets aktie i samband med förvärvet. Regressionerna genomfördes för sex olika eventfönster för att se om något eventfönster förklarar situationen bättre än ett annat. Regression #4 visar resultaten för eventfönstret (-1,1). Regressioner för övriga eventfönster återfinns i appendix.

| | | | |
|----------------------------|-----------|-------------------------------|--------|
| Regression | #4 | Justerad R² | 0.1021 |
| Beroende variabel | CAR(-1,1) | F-värde | 4.7014 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 2.0366 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | -0.0418 | 0.0743 | -0.5623 | 0.5743 |
| BLOCK | -0.0037 | 0.0089 | -0.4098 | 0.6822 |
| BLOCKCONC | 0.0285 | 0.0237 | 1.2042 | 0.2293 |
| DEBRATIO | 0.0201 | 0.0261 | 0.7692 | 0.4423 |
| SIZE | 0.0020 | 0.0021 | 0.9241 | 0.3561 |
| HOSTILE | 0.0199 | 0.0271 | 0.7334 | 0.4638 |
| CASH | -0.0028 | 0.0600 | -0.0469 | 0.9626 |
| STOCK | -0.0418 | 0.0600 | -0.6970 | 0.4863 |
| MIXED | -0.0313 | 0.0601 | -0.5201 | 0.6033 |
| STRONG | 0.0185 | 0.0070 | 2.6521 | 0.0084*** |
| HOT | 0.0060 | 0.0065 | 0.9241 | 0.3561 |
| Q | -0.0144 | 0.0069 | -2.0735 | 0.0389** |

Regressionen visar en förklaringsgrad, justerad R², på 10,21 procent. Vidare är Durbin-Watson-värdet på 2,037, vilket är större än det kritiska värdet, d_U, på 1,818 vid en 1-procentig signifikansnivå (Stanford). Detta indikerar att det inte föreligger någon autokorrelation i modellen. Det tycks heller inte föreligga någon negativ autokorrelation, eftersom Durbin-Watson-värdet är mindre än 2,182 (4 – d_U).

Resultaten visar ingen signifikans för blockvariablerna. Dock kan noteras att de nedersta 10 procenten av observationerna, sorterat på blockkoncentration, ger en genomsnittlig

ackumulerad avkastning på -1,5 procent, medan motsvarande siffra för de översta 10 procenten är 1,1 procent. Således finns indikationer om att en högre koncentration av blockinvesterare tycks ge en positiv överavkastning i samband med ett förvärv, vilket antyder att en högre koncentration av block medför att värde skapas i samband med tillkännagivandet av förvärvet.

Eftersom vi i tidigare resultat sett tecken på tidseffekter, valde vi trots avsaknaden av signifikans att göra motsvarande regression för transaktionerna i en kall marknadssituation. Regression #5 nedan visar dessa resultat.

| | | | |
|----------------------------|-----------|-------------------------------|--------|
| Regression | #5 | Justerad R² | 0.1207 |
| Beroende variabel | CAR(-1,1) | F-värde | 3.1140 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0013 |
| Kriterium | HOT=0 | Durbin-Watson-värde | 2.0906 |
| Antal observationer | 155 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|---------------------|
| C | -0.1278 | 0.0935 | -1.3661 | 0.1740 |
| BLOCK | 0.0036 | 0.0140 | 0.2554 | 0.7988 |
| BLOCKCONC | 0.0447 | 0.0300 | 1.4870 | 0.1392 ^a |
| DEBRATIO | 0.0257 | 0.0418 | 0.6142 | 0.5400 |
| SIZE | 0.0055 | 0.0033 | 1.6628 | 0.0985* |
| HOSTILE | -0.0235 | 0.0441 | -0.5330 | 0.5948 |
| CASH | 0.0089 | 0.0632 | 0.1416 | 0.8876 |
| STOCK | -0.0334 | 0.0633 | -0.5275 | 0.5987 |
| MIXED | -0.0147 | 0.0635 | -0.2321 | 0.8168 |
| STRONG | 0.0292 | 0.0107 | 2.7320 | 0.0071*** |
| Q | -0.0139 | 0.0108 | -1.2921 | 0.1984 |

^a Vid en signifikansnivå på 15 procent

En kall marknadssituation ger, som tidigare, ingen signifikans för att blockvariablerna påverkar den ackumulerade överavkastningen. Dock är det värt att notera att om gränsen för signifikans höjs till 15 procent, ges signifikant stöd för att en högre blockkoncentration ger en högre ackumulerad avkastning i samband med ett förvärv. Detta ger indikationer om att blockinvesterarens disciplinerande effekt i en kall marknadssituation är tillräckligt stark för att förvärvet ska vara värdeskapande för köparföretaget.

5.3 Varför en blockinvesterarare påverkar budpremien i en förvärvssituation

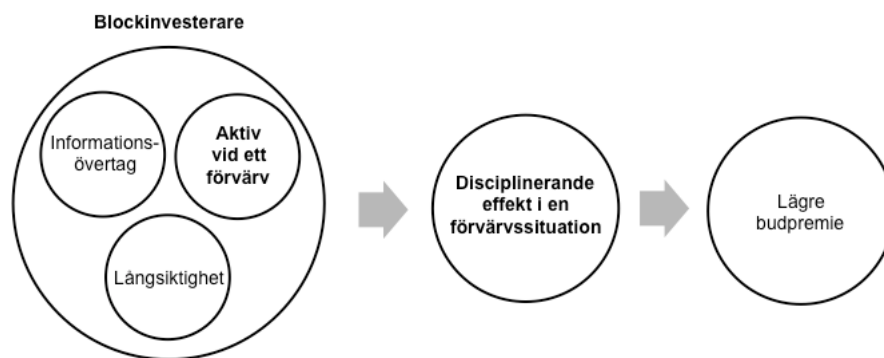
Utifrån ovanstående diskussion börjar en ny bild av blockinvesterararens karaktäristika att träda fram. Denna bild överensstämmer dock inte med den som beskrivits i studiens teoretiska diskussion, det vill säga att en blockinvesterarare är aktiva, välinformerade och långsiktiga investerare som har en disciplinerande effekt på företagsledningens beslutsfattande. Beskrivningen av blockinvesterararen som en aktiv aktieägare är i linje med Harris et al. (2009), där denne beskrivs som en aggressiv övervakare av företagsledningen. Vidare belyser Barclay och Holderness (1991), Agrawal och Mandelker (1992) samt Rubin (2007) att blockinvesterararen är en välinformerad och kunnig aktieägare. Slutligen överensstämmer beskrivningen om att blockinvesterararen intar en lång investeringshorisont med Gaspar et al. (2005) samt Edmans (2009).

Med utgångspunkt i ovanstående beskrivning av en blockinvesterararens karaktäristiska var det svårt att utskilja varför en blockinvesterarare har en disciplinerande effekt i en förvärvssituation. Ur analysen av regressionsresultaten och vid en djupare analys av urvalet, växte istället en ny bild fram av blockinvesterararens karaktäristiska. Eftersom urvalet visar att företag utan blockinvesterarare i genomsnitt presterar bättre, ges en indikation om att blockinvesterararens disciplinerande effekt som uppmärksammas i samband med en förvärvssituation inte är lika framträdande i den dagliga verksamheten. Detta tyder på att blockinvesterararen intar en passiv roll, snarare än en aktiv roll. Viktigt att notera är dock att köparföretag med förekomst av blockinvesterarare fortfarande är högpresterande bolag, trots att de i genomsnitt har lägre avkastning än köparföretagen utan närvaro av blockinvesterarare. De klassificeras som högpresterande bolag på grund av att de har en överavkastning på eget kapital, det vill säga en avkastning på eget kapital som överstiger avkastningskravet för eget kapital. Då bolaget redan är högpresterande kan blockinvesterarare i högre grad tillåta sig att inta en passiv roll, eftersom att det inte skapas några direkta incitament till övervakning då deras avkastningskrav redan tillgodoses.

Dock tycks blockinvesterarare bli mer aktiva i en förvärvssituation, då blockkoncentrationen ger utslag på budpremien. En förklaring till detta kan vara att blockinvesterararen, på grund av innehavets storlek, inte har möjlighet att avyttra innehavet, vilket ligger i linje med Maug (1998). Detta ger incitament till övervakning samt aktivt ägarskap, i synnerhet med hänsyn till att 75 procent av alla förvärv misslyckas att realisera strategiska synergier (Deutsch och West, 2010). En annan förklaring till varför blockinvesterararen väljer att vara aktiv i en

förvärvssituation är att denne har en lång investeringshorisont, vilket också skapar incitament till övervakning. Slutligen kan en förklaring också vara att företagsledningen väljer att involvera blockinvesterarna i en förvärvssituation för att dra nytta av blockinvesterarens informationsövertag.

Den nya bilden som växer fram av blockinvesteraren, gestaltar denne som en passiv ägare som inte involverar sig i den dagliga operativa verksamheten. Dock blir denne mer aktiv i en förvärvssituation, då rädslan för att göra stora förluster föreligger. Resultatet som visar att budpremien minskar med en högre koncentration av blockinvesterare i en förvärvssituation, bekräftar den nya bilden av en blockinvesterare. Figuren nedan illustrerar denna nya bild.



6. Slutsats

I detta avsnitt ges en redogörelse för de teoretiska, forskningsmässiga samt praktiska implikationerna av studiens resultat.

Studiens resultat ger inget signifikant stöd till att förekomsten av blockinvestorer, definierat som ett 5-procentigt innehav, har en effekt på budpremien som betalas i en förvärvssituation. Detta i motsats till Edmans (2009), där block också definieras som ett 5-procentigt innehav, som visar att endast närvaron av blockinvestorer har en övervakande effekt. Resultaten ger dock signifikant stöd till att en högre koncentration av blockinvestorer ger en lägre budpremie vid ett förvärv. Detta innebär att ägarstrukturen är betydande i en förvärvssituation, i synnerhet koncentrationen av blockinvestorer. Tidigare forskning, se exempelvis Holderness (2003), har visat att blockinvestorerna sällan har en disciplinerande effekt trots höga incitament till övervakning. Våra resultat ger dock stöd till att en högre koncentration av blockinvestorer har en disciplinerande effekt i en förvärvssituation. Denna effekt tycks däremot inte skapa värde i samband med tillkännagivandet av förvärvet, eftersom vi inte får något signifikant stöd för att koncentrationen av blockinvestorer påverkar den ackumulerade överavkastningen.

Med stöd i resultaten bör köparföretagets blockkoncentration inkluderas som förklaringsvariabel i studier som mäter budpremien. Dock tycks en dummyvariabel för blockinvestorer i köparföretaget, när det definieras som ett innehav på 5 procent, inte vara en relevant förklaringsvariabel.

Våra resultat är till nytta för både den enskilde investeraren och för företagsledningarna. Eftersom blockinvestorernas och andra aktieägares intressen är att betala en så låg budpremie som möjligt i en förvärvssituation, torde blockinvestorernas effekt på budpremien gynna samtliga aktieägare i köparföretaget. Blockinvestorernas disciplinerande effekt kan också hjälpa företagsledningen att göra en mer korrekt bedömning av hur stor budpremie som ska betalas, eftersom en lägre budpremie alltid bör vara önskvärdt för köparföretaget.

7. Avslutande kommentarer

Avslutningsvis framförs kritik och begränsningar till studien samt förslag till vidare forskning.

7.1 Kritik, utvärdering och begränsningar

Vår studie av ägarstrukturens påverkan på budpremiens storlek kan ha vissa begränsningar. Studiens urval skulle kunnat utökas för att öka sannolikheten för signifikans för samtliga förklaringsvariablerna. Ett större urval skulle kunna skapas utifrån att alla transaktioner mellan 2001 och 2010 på den amerikanska marknaden inkluderas, istället för den valda avgränsningen av transaktionsstorlek till MUSD 500 och uppåt. Ett större urval skulle också minska den snedvridande effekten att endast stora företag kommer med i urvalet. Detta kan påverka fördelningen av koncentrationen av blockinvestorer, då större företag tenderar att ha en lägre koncentration av blockinvestorer än mindre bolag.

7.2 Förslag till vidare forskning

Avslutningsvis vill vi ge förslag till vidare forskning inom detta område. Eftersom huvudregressionen som testats ger signifikant stöd för att en högre koncentration av blockinvestorer leder till en lägre budpremie, vore det intressant att se om detta samband även föreligger i ett större urval, exempelvis att *alla* amerikanska transaktioner mellan 2001-2010 inkluderas. I en sådan studie skulle också en kategorisering av olika typer av blockinvestorer genomföras, för att bättre kunna förklara huruvida storleken på budpremien ter sig olika beroende på blockinvesterares identitet. Det skulle också vara intressant att se om en motsvarande effekt föreligger i målföretaget, det vill säga att en högre koncentration av blockinvestorer i målföretaget driver upp budpremien som accepteras i en förvärvssituation.

8. Referenser

Artiklar

Agrawal, A., & Mandelker, N. (1992), Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 13, No. 1 (Jan. - Feb.), 15-22

Atkins, A., & Dyl, E. (1997), Transactions costs and holding periods for common stocks, *Journal of Finance* 52-1, 309-325

Betton, S., Eckbo E. & Thorburn S. (2008), Massive wealth destruction? Bidder gains revisited, Working paper, Tuck School of Business at Dartmouth, Hanover, NH.

Bethel, J., Liebeskind, J. & Opler, T. (1998), Block share purchases and corporate performance, *Journal of Finance*, 53, 605–634

Bradley, M. & Sundaram A. (2006), Acquisitions and Performance: A Re-Assessment of the Evidence, Working paper, Tuck School of Business at Dartmouth, Hanover, NH.

Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F. & Thomas, R. (2008), Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance, *Journal of Finance*, 63, 1729–1776

Briggs, T. (2007), Corporate governance and the new hedge fund activism: An empirical analysis, *Journal of Corporation Law*, 32, 681–737

Brockman, P. & Yan, X. (2009), Block ownership and firm-specific information, *Journal of Banking and Finance* 33, 308-316

Burkart, M. (1995), Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests, *The Journal of Finance*, Vol. L, No. 5 (December 1995), 1491-1515

Bushee, B.J. (2001), Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value?, *Contemporary Accounting Research* 18(2), 207-246

Bushee, B. & Goodman, T. (2007), Which institutional investors trade based on private information about earnings and returns?, *Journal of Accounting Research* 45, 289–321

Chang, S. & Mais, E. (2000), Managerial motives and merger financing, *Financial Review* 35, 139–152

Chen, X., Harford, J. & Li, K. (2007), Monitoring: Which institutions matter?, *Journal of Financial Economics*, 86, 279–305

Chung, R., Firth, M. & Kim, J. (2002), Institutional monitoring and opportunistic earnings management, *Journal of Corporate Finance* 8, 29-48

Cornett, M., Marcus, A., Saunders, A. & Tehranian, H. (2007), The impact of institutional ownership on corporate operating performance, *Journal of Banking & Finance* 31, 1771–1794

Del Guercio, D. & Hawkins, J. (1999), The motivation and impact of pension fund activism, *Journal of Financial Economics*, 52, 293–340

Demsetz, H. & Lehn K. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *The Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, 1155-1177

Dlugosz, J., Fahlenbrach, R., Gompers, P. & Metrick A. (2006), Large blocks of stock: Prevalence, size, and measurement, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, No. 3, 594-618

Easley, D., Kiefer, N.M., O’Hara, M. & Paperman, J.B. (1996), Liquidity, information, and infrequently traded stocks, *Journal of Finance* 51, 1405–1436

Betton, S. & Eckbo E. (2000), Toeholds, bid jumps, and expected payoff in takeovers, *Review of Financial Studies* 13, 841–882

Eckbo, E.B. (2009), Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review, *Journal of Corporate Finance* 1, 149-178

Edmans, A. (2009), Blockholder Trading, Market Efficiency and Managerial Myopia, *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 6, 2481-2513

Gaspar, J-M., Massa, M. & Matos, P. (2005), Shareholder investment horizons and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 76, 135-165

Gillan, S. & Starks, L. (2000), Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors, *Journal of Financial Economics* 57, 275–305

Grossman, S. & Hart, O. (1980), Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, *Bell Journal of Economics* 11, 42-64

Harris, O., Madura, J. & Glegg, C. (2009), Do managers make takeover financing decisions that circumvent more effective outside blockholders?, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 50, 180–190

Harris, M. & Raviv A. (1990), Capital structure and the informational role of debt, *Journal of Finance* 45, 321-350

Hayward, M. & Hambrick, D. (1997), Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris, *Administrative Science Quarterly* 1, 103-127

Helfin, F. & Shaw, K. (2000), Blockholder ownership and market liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 621–633

Holderness, C.G. (2003), A Survey of Blockholders and Corporate Control, *Economic Policy Review* 9, 51-63

Holderness, C.G. (2009), The myth of diffuse ownership in the United States, *Review of Financial Studies* 22, 1377–1408

Jarrell, G. A. & Poulsen, A.B. (1989), The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades, *Financial Management* 3, 1963-86:528

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-60

Kahan, M. & Rock, E. (2007), Hedge funds in corporate governance and corporate control, *University of Pennsylvania Law Review* 155, 1021–1093

Klein, A. & Zur, E. (2009), Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors, *Journal of Finance* 64, 187–229

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999), Corporate ownership around the world, *Journal of Finance* 54, 471–517

Maloney, M., McCormick, R. & Mitchell, M. (1993), Managerial decision making and capital structure, *Journal of Business* 66, 189–217

Maug, E. (1998), Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off between Liquidity and Control?, *The Journal of Finance* 53, 65-98

Myers, S. & Majluf N. (1984), Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221

Mikkelson, W. & Ruback, R.S. (1985), An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process, *Journal of Financial Economics* 14, 523-53

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. & Stulz, R.M. (2004), Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics* 73, 201-228

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* 60, 757–782.

Morck, R., Schleifer, A. & Vishny, R. (1988), Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315

- Parrino, R., Sias, R. & Starks, L. (2003), Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover, *Journal of Financial Economics* 68, 3–46
- Prevost, A. & Rao, R. (2000), Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?, *Journal of Business* 73, 177–204
- Roll, R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business* 59, 197-216
- Rubin, A. (2007), Ownership level, ownership concentration and liquidity, *Journal of Financial Markets* 10, 219-248
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1986), Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* 94, 461–488
- Schwert, G.W. (1996), Markup Pricing in Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics* 2, 153-192
- Smith, M. (1996), Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance* 51, 227–252
- Sudarsanam, S. & Mahete A. (2006), Are Friendly Acquisitions Too Bad for Shareholders and Managers? Long-Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Friendly Acquirers, *British Journal of Management*, S7-S30
- Travlos, N.G. (1987), Corporate Takeover Bids, Method of Payment, and Bidding Firms' Stock returns, *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 4, 943-963
- Wahal, S. (1996), Pension fund activism and firm performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 1–23
- Zingales, L. (1995), Insider Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies* 62, 425-448

Böcker

Brooks, C. (2008), *Introductory Econometrics for Finance*, 5:e upplagan, Cambridge University Press, Cambridge, UK

Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 5:e upplagan, McKinsey & Company Inc.

Ramanathan, R. (2002), *Introductory Econometrics with applications*, 5:e upplagan, Harcourt College Publishers

Sudarsanam, S. (2003), *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*, Prentice Hall, New York, US

Elektroniska källor

Deutsch, C. & West, A. (2010), A new generation of M&A: A McKinsey perspective on the opportunities and challenges, *McKinsey*

http://www.mckinsey.com/en/Client_Service/Organization/Latest_thinking/~/_media/McKinsey/dotcom/client_service/Organization/PDFs/775084%20MM%20new%20generation%202%2010.ashx

Hämtad: 2011-04-06

Stanford

<http://www.stanford.edu/~clint/bench/dw01c.htm>

Hämtad: 2011-05-17

Appendix

| | PREMIE | BLOCK | BLOCKCONC | DEBTRATIO | SIZE | HOSTILE | CASH | STOCK | MIXED | STRONG | HOT | Q |
|------------------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| PREMIE | 1.0000 | | | | | | | | | | | |
| BLOCK | 0.0043 | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| BLOCKCONC | -0.0969 | 0.5413 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| DEBTRATIO | 0.1135 | 0.0343 | 0.1622 | 1.0000 | | | | | | | | |
| SIZE | -0.1433 | -0.4008 | -0.3335 | -0.0324 | 1.0000 | | | | | | | |
| HOSTILE | 0.0953 | 0.0713 | 0.1155 | -0.0574 | -0.0551 | 1.0000 | | | | | | |
| CASH | 0.1141 | 0.0271 | 0.0146 | 0.0049 | 0.1613 | 0.0482 | 1.0000 | | | | | |
| STOCK | -0.0369 | 0.0482 | -0.0128 | -0.0954 | -0.0360 | 0.0428 | -0.4664 | 1.0000 | | | | |
| MIXED | -0.0908 | -0.0748 | 0.0000 | 0.0881 | -0.1412 | -0.0874 | -0.6018 | -0.4190 | 1.0000 | | | |
| STRONG | 0.1204 | -0.1810 | -0.2011 | -0.0333 | 0.1185 | -0.0173 | 0.1658 | -0.1352 | -0.0525 | 1.0000 | | |
| HOT | -0.0632 | 0.0380 | -0.0593 | 0.0025 | -0.0573 | 0.0076 | 0.0938 | -0.1439 | 0.0401 | 0.1388 | 1.0000 | |
| Q | -0.0822 | 0.0881 | -0.0323 | -0.2716 | -0.1941 | -0.0474 | 0.2356 | -0.0361 | -0.2054 | 0.0371 | 0.0507 | 1.0000 |

Ovanstående tabell är en korrelationsmatris för huvudregressionen #1.

| | | | |
|----------------------------|--------------|----------------------------|----------|
| Test | White's test | Justerad R2 | 0.124052 |
| Beroende variabel | RESID^2 | F-värde | 1.956604 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.000247 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 2.240143 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|---------------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | -1.1205 | 1.3318 | -0.8413 | 0.4008 |
| BLOCK | 0.3036 | 0.5911 | 0.5136 | 0.6079 |
| BLOCK*BLOCKCONC | 0.3773 | 0.9791 | 0.3854 | 0.7002 |
| BLOCK*DEBTRATIO | 0.4486 | 0.2837 | 1.5809 | 0.1149 |
| BLOCK*SIZE | -0.0342 | 0.0203 | -1.6903 | 0.0920 |
| BLOCK*HOSTILE | -0.3054 | 1.8464 | -0.1654 | 0.8688 |
| BLOCK*CASH | 0.1876 | 0.3861 | 0.4859 | 0.6274 |
| BLOCK*STOCK | 0.1396 | 0.3920 | 0.3562 | 0.7219 |
| BLOCK*MIXED | 0.0485 | 0.3884 | 0.1247 | 0.9008 |
| BLOCK*STRONG | 0.1745 | 0.0706 | 2.4707 | 0.0140 |
| BLOCK*HOT | 0.0034 | 0.0597 | 0.0570 | 0.9546 |
| BLOCK*Q | -0.0823 | 0.0630 | -1.3072 | 0.1921 |
| BLOCKCONC^2 | 0.5738 | 0.3447 | 1.6643 | 0.0971 |
| BLOCKCONC*DEBTRATIO | -0.8888 | 0.6797 | -1.3077 | 0.1920 |
| BLOCKCONC*SIZE | 0.0022 | 0.0544 | 0.0402 | 0.9680 |
| BLOCKCONC*HOSTILE | -0.6331 | 0.4793 | -1.3209 | 0.1875 |
| BLOCKCONC*CASH | -0.3868 | 0.1860 | -2.0798 | 0.0384 |
| BLOCKCONC*STOCK | -0.3756 | 0.2319 | -1.6201 | 0.1062 |
| BLOCKCONC*STRONG | -0.3854 | 0.1698 | -2.2695 | 0.0239 |
| BLOCKCONC*HOT | 0.2411 | 0.2058 | 1.1717 | 0.2422 |
| BLOCKCONC*Q | -0.2000 | 0.2037 | -0.9817 | 0.3270 |
| DEBTRATIO | 0.9084 | 1.0971 | 0.8279 | 0.4083 |
| DEBTRATIO^2 | 0.2387 | 0.5501 | 0.4339 | 0.6647 |
| DEBTRATIO*SIZE | -0.0721 | 0.0582 | -1.2373 | 0.2169 |
| DEBTRATIO*HOSTILE | 0.0410 | 0.9022 | 0.0455 | 0.9638 |
| DEBTRATIO*CASH | 0.4578 | 0.2080 | 2.2013 | 0.0285 |
| DEBTRATIO*STOCK | 0.3066 | 0.2286 | 1.3412 | 0.1809 |
| DEBTRATIO*STRONG | 0.1019 | 0.1876 | 0.5433 | 0.5873 |
| DEBTRATIO*HOT | -0.0992 | 0.1809 | -0.5481 | 0.5840 |
| DEBTRATIO*Q | -0.2959 | 0.1874 | -1.5790 | 0.1154 |
| SIZE | 0.1378 | 0.1375 | 1.0018 | 0.3172 |
| SIZE^2 | -0.0027 | 0.0037 | -0.7218 | 0.4710 |
| SIZE*HOSTILE | 0.0210 | 0.1098 | 0.1913 | 0.8484 |
| SIZE*CASH | 0.0187 | 0.0190 | 0.9822 | 0.3268 |
| SIZE*STOCK | -0.0086 | 0.0176 | -0.4869 | 0.6267 |
| SIZE*STRONG | -0.0186 | 0.0155 | -1.2055 | 0.2289 |
| SIZE*HOT | -0.0194 | 0.0147 | -1.3201 | 0.1878 |
| SIZE*Q | 0.0013 | 0.0169 | 0.0780 | 0.9379 |
| HOSTILE*CASH | 0.1245 | 0.2145 | 0.5806 | 0.5620 |

| | | | | |
|--------------|---------|--------|---------|--------|
| CASH | -0.6530 | 0.3634 | -1.7967 | 0.0734 |
| CASH*STRONG | 0.1452 | 0.3148 | 0.4612 | 0.6450 |
| CASH*HOT | 0.2762 | 0.2932 | 0.9420 | 0.3469 |
| CASH*Q | 0.0449 | 0.3553 | 0.1264 | 0.8995 |
| STOCK | -0.0380 | 0.3416 | -0.1113 | 0.9115 |
| STOCK*STRONG | 0.1323 | 0.3012 | 0.4392 | 0.6609 |
| STOCK*HOT | 0.2845 | 0.2840 | 1.0017 | 0.3173 |
| STOCK*Q | -0.0221 | 0.3390 | -0.0653 | 0.9480 |
| MIXED*STRONG | 0.0738 | 0.2910 | 0.2535 | 0.8001 |
| MIXED*HOT | 0.2780 | 0.2764 | 1.0057 | 0.3154 |
| MIXED*Q | -0.0925 | 0.3330 | -0.2778 | 0.7814 |
| STRONG*HOT | -0.0095 | 0.0456 | -0.2086 | 0.8349 |
| STRONG*Q | 0.0418 | 0.0517 | 0.8092 | 0.4191 |
| HOT*Q | 0.0056 | 0.0458 | 0.1228 | 0.9024 |
| Q^2 | 0.0259 | 0.0418 | 0.6203 | 0.5355 |

Ovanstående tabell representerar resultaten från White's test för heteroskedacitet för huvudregressionen #1.

| | | | |
|----------------------------|---------|-------------------------------|--------|
| Regression | #6 | Justerad R² | 0.1151 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 4.4196 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Kriterium | BLOCK=1 | Durbin-Watson-värde | 1.8582 |
| Antal observationer | 264 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 1.8218 | 0.4369 | 4.1699 | 0.0000 |
| BLOCKCONC | -0.4988 | 0.1354 | -3.6836 | 0.0003*** |
| DEBTRATIO | 0.3391 | 0.1674 | 2.0254 | 0.0439** |
| SIZE | -0.0530 | 0.0144 | -3.6876 | 0.0003*** |
| HOSTILE | 0.2972 | 0.1539 | 1.9309 | 0.0546* |
| CASH | -0.3549 | 0.3406 | -1.0418 | 0.2985 |
| STOCK | -0.4494 | 0.3409 | -1.3181 | 0.1887 |
| MIXED | -0.4705 | 0.3419 | -1.3762 | 0.1700 |
| STRONG | 0.0803 | 0.0444 | 1.8072 | 0.0719* |
| HOT | -0.1014 | 0.0436 | -2.3274 | 0.0207** |
| Q | -0.1149 | 0.0462 | -2.4894 | 0.0134** |

I denna regression inkluderas enbart transaktionerna där blockinvesterare förekommer.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #7 | Justerad R² | 0.0891 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 5.3747 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 1.8587 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 1.1701 | 0.2235 | 5.2345 | 0.0000 |
| BLOCK | 0.0464 | 0.0507 | 0.9157 | 0.3605 |
| BLOCKCONC | -0.4688 | 0.1352 | -3.4661 | 0.0006*** |
| DEBTRATIO | 0.3442 | 0.1485 | 2.3179 | 0.0210** |
| SIZE | -0.0458 | 0.0116 | -3.9347 | 0.0001*** |
| HOSTILE | 0.3314 | 0.1546 | 2.1440 | 0.0327** |
| STRONG | 0.1041 | 0.0394 | 2.6416 | 0.0086*** |
| HOT | -0.0762 | 0.0368 | -2.0726 | 0.0389** |
| Q | -0.0693 | 0.0379 | -1.8267 | 0.0686* |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock exkluderas betalningsvariablerna.

| | | | |
|----------------------------|---------|-------------------------------|--------|
| Regression | #8 | Justerad R² | 0.2867 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 3.4519 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0016 |
| Kriterium | LARGE=1 | Durbin-Watson-värde | 1.5078 |
| Antal observationer | 62 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|----------|
| C | 1.5809 | 0.9977 | 1.5845 | 0.1193 |
| BLOCK | -0.0147 | 0.0915 | -0.1604 | 0.8732 |
| BLOCKCONC | 0.1058 | 0.3115 | 0.3395 | 0.7356 |
| DEBTRATIO | 0.6150 | 0.3915 | 1.5709 | 0.1224 |
| SIZE | -0.0532 | 0.0476 | -1.1182 | 0.2687 |
| CASH | -0.6023 | 0.2960 | -2.0349 | 0.0471** |
| STOCK | -0.6874 | 0.2919 | -2.3551 | 0.0224 |
| MIXED | -0.6628 | 0.2928 | -2.2638 | 0.0279** |
| STRONG | 0.1362 | 0.0837 | 1.6277 | 0.1098 |
| HOT | -0.0104 | 0.0759 | -0.1370 | 0.8915 |
| Q | 0.2636 | 0.1031 | 2.5562 | 0.0136** |

Regressionen inkluderar endast transaktioner med stora köparföretag, vilka definieras som bolag vars balansomslutning överstiger medelvärdet i urvalet. Variabeln för fientliga uppköp exkluderas då denna medför multikollinearitet.

| | | | |
|----------------------------|---------|-------------------------------|--------|
| Regression | #9 | Justerad R² | 0.1187 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 4.9873 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Kriterium | SMALL=1 | Durbin-Watson-värde | 1.9623 |
| Antal observationer | 297 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 0.9902 | 0.2953 | 3.3530 | 0.0009 |
| BLOCK | -0.0001 | 0.0576 | -0.0012 | 0.9991 |
| BLOCKCONC | -0.4918 | 0.1459 | -3.3717 | 0.0009*** |
| DEBRATIO | 0.2773 | 0.1598 | 1.7349 | 0.0838* |
| SIZE | -0.0286 | 0.0168 | -1.7024 | 0.0898* |
| HOSTILE | 0.2562 | 0.1541 | 1.6626 | 0.0975* |
| CASH | 0.1366 | 0.0480 | 2.8461 | 0.0047*** |
| STOCK | 0.0968 | 0.0532 | 1.8185 | 0.0700* |
| STRONG | 0.0678 | 0.0434 | 1.5615 | 0.1195 |
| HOT | -0.0570 | 0.0408 | -1.3962 | 0.1637 |
| Q | -0.1822 | 0.0425 | -4.2817 | 0.0000*** |

Regressionen inkluderar endast transaktioner med små köparföretag, vilka definieras som bolag vars balansslutning understiger medelvärde i urvalet. Variabeln för kombinerad betalningsmetod har exkluderats då denna medför multikollinearitet.

| | | | |
|----------------------------|----------|-------------------------------|--------|
| Regression | #10 | Justerad R² | 0.1168 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 4.1610 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Kriterium | STRONG=1 | Durbin-Watson-värde | 2.0335 |
| Antal observationer | 240 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 1.8530 | 0.3907 | 4.7429 | 0.0000 |
| BLOCK | -0.0110 | 0.0518 | -0.2118 | 0.8324 |
| BLOCKCONC | -0.2604 | 0.1620 | -1.6075 | 0.1093 |
| DEBRATIO | 0.3263 | 0.1638 | 1.9915 | 0.0476** |
| SIZE | -0.0504 | 0.0126 | -3.9893 | 0.0001*** |
| HOSTILE | 0.1897 | 0.1713 | 1.1071 | 0.2694 |
| CASH | -0.3635 | 0.2972 | -1.2232 | 0.2225 |
| STOCK | -0.4794 | 0.2978 | -1.6099 | 0.1088 |
| MIXED | -0.4893 | 0.2980 | -1.6421 | 0.1019 |
| HOT | -0.1074 | 0.0397 | -2.7078 | 0.0073*** |
| Q | -0.1167 | 0.0411 | -2.8427 | 0.0049*** |

Regressionen inkluderar endast transaktioner där köparföretaget har en positiv överavkastning på eget kapital, vilket representerar högpresterande köparföretag.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #11 | Justerad R² | 0.0883 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 2.2697 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0227 |
| Kriterium | WEAK=1 | Durbin-Watson-värde | 1.4596 |
| Antal observationer | 119 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 1.5113 | 0.5267 | 2.8693 | 0.0049 |
| BLOCK | 0.1140 | 0.1304 | 0.8744 | 0.3838 |
| BLOCKCONC | -0.8065 | 0.2439 | -3.3072 | 0.0013*** |
| DEBRATIO | 0.1960 | 0.2989 | 0.6557 | 0.5134 |
| SIZE | -0.0702 | 0.0274 | -2.5653 | 0.0117** |
| HOSTILE | 0.5068 | 0.3035 | 1.6695 | 0.0979* |
| CASH | 0.2447 | 0.1017 | 2.4069 | 0.0178** |
| STOCK | 0.0843 | 0.0934 | 0.9025 | 0.3688 |
| HOT | -0.0370 | 0.0783 | -0.4727 | 0.6374 |
| Q | -0.0967 | 0.0893 | -1.0837 | 0.2809 |

Regressionen inkluderar endast transaktioner där köparföretaget har en negativ avkastning på eget kapital, vilket representerar lågpresterande köparföretag. Variabeln för kombinerad betalningsmetod har exkluderat då den medför multikollinearitet.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #12 | Justerad R² | 0.0554 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 2.3223 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0167 |
| Kriterium | HOT=1 | Durbin-Watson-värde | 1.9762 |
| Antal observationer | 204 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 1.2732 | 0.2721 | 4.6790 | 0.0000 |
| BLOCK | -0.0457 | 0.0615 | -0.7430 | 0.4584 |
| BLOCKCONC | -0.3230 | 0.2131 | -1.5157 | 0.1312 |
| DEBRATIO | 0.3401 | 0.1795 | 1.8945 | 0.0596* |
| SIZE | -0.0548 | 0.0147 | -3.7282 | 0.0003*** |
| HOSTILE | 0.1765 | 0.1783 | 0.9898 | 0.3235 |
| CASH | 0.1243 | 0.0522 | 2.3793 | 0.0183** |
| STOCK | 0.0438 | 0.0610 | 0.7177 | 0.4738 |
| STRONG | 0.0444 | 0.0483 | 0.9202 | 0.3586 |
| Q | -0.0668 | 0.0478 | -1.3970 | 0.1640 |

Regressionen inkluderar de transaktioner som genomförs i en ”het” marknadssituation, alltså de år där medelantalet transaktioner överstiger årsgenomsnittet för hela urvalet. Variabeln för kombinerad betalningsmetod exkluderas då den medför multikollinearitet.

| | | | |
|----------------------------|------------|-------------------------------|--------|
| Regression | #13 | Justerad R² | 0.1124 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 3.0774 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0014 |
| Kriterium | HIGHDEBT=1 | Durbin-Watson-värde | 1.7037 |
| Antal observationer | 165 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 1.4610 | 0.3887 | 3.7587 | 0.0002 |
| BLOCK | 0.0190 | 0.0911 | 0.2082 | 0.8354 |
| BLOCKCONC | -0.2775 | 0.2154 | -1.2883 | 0.1996 |
| DEBTRATIO | 0.4683 | 0.3505 | 1.3361 | 0.1835 |
| SIZE | -0.0686 | 0.0189 | -3.6337 | 0.0004*** |
| HOSTILE | -0.1683 | 0.3704 | -0.4542 | 0.6503 |
| CASH | 0.1963 | 0.0703 | 2.7903 | 0.0059*** |
| STOCK | 0.0623 | 0.0796 | 0.7830 | 0.4348 |
| STRONG | 0.1136 | 0.0621 | 1.8288 | 0.0694* |
| HOT | -0.0777 | 0.0610 | -1.2734 | 0.2048 |
| Q | -0.1911 | 0.0705 | -2.7114 | 0.0075*** |

Regressionen inkluderar transaktioner där köparföretagets skuldsättningsgrad överstiger medelvärdet i urvalet. Variabeln för kombinerad betalningsmetod har exkluderats då den medför multikollinearitet.

| | | | |
|----------------------------|-----------|-------------------------------|--------|
| Regression | #14 | Justerad R² | 0.1309 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 3.6428 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0001 |
| Kriterium | LOWDEBT=1 | Durbin-Watson-värde | 1.6212 |
| Antal observationer | 194 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 1.7811 | 0.4475 | 3.9806 | 0.0001 |
| BLOCK | 0.0359 | 0.0597 | 0.6015 | 0.5482 |
| BLOCKCONC | -0.7351 | 0.1721 | -4.2703 | 0.0000*** |
| DEBTRATIO | 0.6554 | 0.3637 | 1.8017 | 0.0732* |
| SIZE | -0.0514 | 0.0164 | -3.1352 | 0.0020*** |
| HOSTILE | 0.4415 | 0.1586 | 2.7834 | 0.0059*** |
| CASH | -0.3863 | 0.3139 | -1.2308 | 0.2200 |
| STOCK | -0.4863 | 0.3148 | -1.5448 | 0.1241 |
| MIXED | -0.5030 | 0.3140 | -1.6020 | 0.1109 |
| STRONG | 0.0245 | 0.0514 | 0.4772 | 0.6338 |
| HOT | -0.0880 | 0.0466 | -1.8905 | 0.0603* |
| Q | -0.0593 | 0.0471 | -1.2582 | 0.2099 |

Regressionen inkluderar transaktioner där köparföretagets skuldsättningsgrad understiger medelvärdet i urvalet.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #15 | Justerad R² | 0.0711 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 2.3692 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0203 |
| Kriterium | CASH=1 | Durbin-Watson-värde | 1.7098 |
| Antal observationer | 144 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|----------|
| C | 1.0581 | 0.3463 | 3.0554 | 0.0027 |
| BLOCK | -0.0155 | 0.0656 | -0.2369 | 0.8131 |
| BLOCKCONC | -0.4364 | 0.1726 | -2.5284 | 0.0126** |
| DEBRATIO | 0.4131 | 0.2114 | 1.9542 | 0.0527* |
| SIZE | -0.0299 | 0.0180 | -1.6637 | 0.0985* |
| HOSTILE | 0.2351 | 0.1695 | 1.3872 | 0.1677 |
| STRONG | 0.0359 | 0.0580 | 0.6186 | 0.5372 |
| HOT | -0.1053 | 0.0493 | -2.1361 | 0.0345** |
| Q | -0.0595 | 0.0499 | -1.1931 | 0.2349 |

Regressionen inkluderar transaktioner med kontant betalningsmetod.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #16 | Justerad R² | 0.1256 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 4.8415 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Kriterium | CASH=0 | Durbin-Watson-värde | 1.7988 |
| Antal observationer | 215 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 1.6801 | 0.3179 | 5.2847 | 0.0000 |
| BLOCK | 0.0731 | 0.0722 | 1.0124 | 0.3126 |
| BLOCKCONC | -0.5222 | 0.1976 | -2.6430 | 0.0088*** |
| DEBRATIO | 0.2119 | 0.1991 | 1.0642 | 0.2885 |
| SIZE | -0.0751 | 0.0163 | -4.6181 | 0.0000*** |
| HOSTILE | 0.4338 | 0.2600 | 1.6682 | 0.0968* |
| STRONG | 0.1204 | 0.0530 | 2.2732 | 0.0240** |
| HOT | -0.0807 | 0.0510 | -1.5824 | 0.1151 |
| Q | -0.1696 | 0.0589 | -2.8806 | 0.0044*** |

Regressionen inkluderar transaktioner där betalningsmetoden är annan än kontant betalning.

| | | | |
|----------------------------|---------|-------------------------------|--------|
| Regression | #17 | Justerad R² | 0.2428 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 4.4874 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0002 |
| Kriterium | STOCK=1 | Durbin-Watson-värde | 1.5091 |
| Antal observationer | 88 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 2.2218 | 0.4240 | 5.2400 | 0.0000 |
| BLOCK | -0.0847 | 0.1056 | -0.8026 | 0.4246 |
| BLOCKCONC | -0.1401 | 0.2888 | -0.4849 | 0.6291 |
| DEBRATIO | 0.5711 | 0.3262 | 1.7508 | 0.0839* |
| SIZE | -0.1060 | 0.0210 | -5.0577 | 0.0000*** |
| HOSTILE | 0.4352 | 0.2450 | 1.7764 | 0.0795* |
| STRONG | 0.0523 | 0.0728 | 0.7191 | 0.4742 |
| HOT | -0.0243 | 0.0760 | -0.3199 | 0.7499 |
| Q | -0.1676 | 0.0811 | -2.0669 | 0.0420** |

Regressionen inkluderar transaktioner där aktier använts som betalningsmetod.

| | | | |
|----------------------------|---------|-------------------------------|--------|
| Regression | #18 | Justerad R² | 0.0556 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 2.9879 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0032 |
| Kriterium | STOCK=0 | Durbin-Watson-värde | 1.9651 |
| Antal observationer | 271 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 0.7489 | 0.2675 | 2.7998 | 0.0055 |
| BLOCK | 0.0968 | 0.0572 | 1.6913 | 0.0920* |
| BLOCKCONC | -0.5054 | 0.1541 | -3.2790 | 0.0012*** |
| DEBRATIO | 0.2884 | 0.1694 | 1.7026 | 0.0898* |
| SIZE | -0.0214 | 0.0142 | -1.5087 | 0.1326 |
| HOSTILE | 0.2862 | 0.1974 | 1.4504 | 0.1481 |
| STRONG | 0.1050 | 0.0469 | 2.2375 | 0.0261** |
| HOT | -0.0843 | 0.0426 | -1.9795 | 0.0488** |
| Q | -0.0570 | 0.0431 | -1.3200 | 0.1880 |

Regressionen inkluderar transaktioner där betalningsmetoden är annan än betalning med aktier.

| | | | |
|----------------------------|---------|-------------------------------|--------|
| Regression | #19 | Justerad R² | 0.0643 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 2.2281 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0366 |
| Kriterium | MIXED=1 | Durbin-Watson-värde | 1.8613 |
| Antal observationer | 126 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|----------|
| C | 1.1706 | 0.4785 | 2.4464 | 0.0159 |
| BLOCK | 0.1763 | 0.1007 | 1.7502 | 0.0827* |
| BLOCKCONC | -0.6786 | 0.2736 | -2.4803 | 0.0145** |
| DEBTRATIO | 0.1700 | 0.2627 | 0.6470 | 0.5189 |
| SIZE | -0.0495 | 0.0253 | -1.9552 | 0.0529* |
| STRONG | 0.1555 | 0.0773 | 2.0118 | 0.0465** |
| HOT | -0.0765 | 0.0716 | -1.0684 | 0.2875 |
| Q | -0.1538 | 0.0862 | -1.7845 | 0.0769* |

Regressionen inkluderar transaktioner där kombinerad betalningsmetod används.

| | | | |
|----------------------------|---------|-------------------------------|--------|
| Regression | #20 | Justerad R² | 0.1230 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 5.0682 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Kriterium | MIXED=0 | Durbin-Watson-värde | 1.6007 |
| Antal observationer | 233 | | |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 1.4282 | 0.2561 | 5.5768 | 0.0000 |
| BLOCK | -0.0396 | 0.0576 | -0.6881 | 0.4921 |
| BLOCKCONC | -0.3884 | 0.1496 | -2.5956 | 0.0101** |
| DEBTRATIO | 0.4904 | 0.1779 | 2.7565 | 0.0063*** |
| SIZE | -0.0569 | 0.0132 | -4.3283 | 0.0000*** |
| HOSTILE | 0.3016 | 0.1439 | 2.0966 | 0.0372** |
| STRONG | 0.0710 | 0.0451 | 1.5753 | 0.1166 |
| HOT | -0.0748 | 0.0417 | -1.7930 | 0.0743* |
| Q | -0.0603 | 0.0423 | -1.4250 | 0.1556 |

Regressionen inkluderar transaktioner där betalningsmetoden antingen är betalning med kontanter eller betalning med aktier.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #21 | Justerad R² | 0.0885 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 4.8625 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 1.8564 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 1.1960 | 0.2255 | 5.3039 | 0.0000 |
| BLOCK | 0.0489 | 0.0508 | 0.9630 | 0.3362 |
| BLOCKCONC | -0.4772 | 0.1356 | -3.5189 | 0.0005*** |
| DEBTRATIO | 0.3306 | 0.1493 | 2.2141 | 0.0275** |
| SIZE | -0.0463 | 0.0117 | -3.9676 | 0.0001*** |
| HOSTILE | 0.3363 | 0.1547 | 2.1735 | 0.0304** |
| STOCK | -0.0380 | 0.0428 | -0.8891 | 0.3746 |
| STRONG | 0.1000 | 0.0397 | 2.5214 | 0.0121** |
| HOT | -0.0806 | 0.0371 | -2.1728 | 0.0305** |
| Q | -0.0715 | 0.0380 | -1.8815 | 0.0607* |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock inkluderas endast betalningsvariabeln för betalning med aktier.

| | | | |
|----------------------------|--------|-------------------------------|--------|
| Regression | #22 | Justerad R² | 0.1054 |
| Beroende variabel | PREMIE | F-värde | 5.6876 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 1.8554 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------|-------------|----------|---------|-----------|
| C | 1.3617 | 0.2324 | 5.8582 | 0.0000 |
| BLOCK | 0.0284 | 0.0506 | 0.5609 | 0.5752 |
| BLOCKCONC | -0.4701 | 0.1340 | -3.5074 | 0.0005*** |
| DEBTRATIO | 0.3492 | 0.1472 | 2.3731 | 0.0182** |
| SIZE | -0.0531 | 0.0119 | -4.4840 | 0.0000*** |
| HOSTILE | 0.2871 | 0.1541 | 1.8636 | 0.0632* |
| MIXED | -0.1072 | 0.0394 | -2.7210 | 0.0068*** |
| STRONG | 0.0985 | 0.0391 | 2.5186 | 0.0122** |
| HOT | -0.0708 | 0.0365 | -1.9421 | 0.0529* |
| Q | -0.0938 | 0.0386 | -2.4268 | 0.0157** |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock inkluderas endast betalningsvariabeln för kombinerad betalningsmetod.

| | | |
|----------------------------|--------------------------------|--------|
| Regression | #23 Justerad R2 | 0.1244 |
| Beroende variabel | PREMIE F-värde | 5.3798 |
| Metod | OLS P-värde(F-värde) | 0.0000 |
| Antal observationer | 340 Durbin-Watson-värde | 1.9290 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 1.1288 | 0.3497 | 3.2280 | 0.0014 |
| BLOCK | 0.0185 | 0.0523 | 0.3533 | 0.7241 |
| BLOCKCONC | -0.4990 | 0.1386 | -3.5989 | 0.0004 |
| DEBTRATIO | 0.3254 | 0.1516 | 2.1461 | 0.0326 |
| SIZE | 0.0000 | 0.0000 | -4.2809 | 0.0000 |
| HOSTILE | 0.2719 | 0.1522 | 1.7864 | 0.0750 |
| CASH | -0.4748 | 0.3394 | -1.3990 | 0.1628 |
| STOCK | -0.5501 | 0.3404 | -1.6159 | 0.1071 |
| MIXED | -0.6129 | 0.3402 | -1.8016 | 0.0725 |
| STRONG | 0.0585 | 0.0406 | 1.4409 | 0.1506 |
| HOT | -0.0687 | 0.0373 | -1.8417 | 0.0664 |
| Q | -0.1319 | 0.0399 | -3.3075 | 0.0010 |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock exkluderas de översta 10 procenten av köparföretaget, sett till balansomslutning. Detta för se om en tidseffekt föreligger i storleksvariabeln, eftersom dessa bolag utgörs av banker som köper andra banker mitt under finanskrisen. Storleksvariabeln ter sig dock på samma vis som när samtliga transaktioner inkluderas därför fås inget stöd för att en sådan tidseffekt existerar.

| | | | |
|----------------------------|-----------|-------------------------------|--------|
| Regression | #24 | Justerad R² | 0.0719 |
| Beroende variabel | CAR(-3,3) | F-värde | 3.5226 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0001 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 2.0782 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | -0.0131 | 0.0833 | -0.1568 | 0.8755 |
| BLOCK | 0.0042 | 0.0100 | 0.4149 | 0.6785 |
| BLOCKCONC | 0.0263 | 0.0265 | 0.9926 | 0.3216 |
| DEBTRATIO | 0.0412 | 0.0293 | 1.4068 | 0.1604 |
| SIZE | 0.0011 | 0.0024 | 0.4630 | 0.6436 |
| HOSTILE | 0.0097 | 0.0304 | 0.3195 | 0.7495 |
| CASH | -0.0243 | 0.0672 | -0.3613 | 0.7181 |
| STOCK | -0.0595 | 0.0673 | -0.8844 | 0.3771 |
| MIXED | -0.0520 | 0.0674 | -0.7727 | 0.4402 |
| STRONG | 0.0215 | 0.0078 | 2.7532 | 0.0062*** |
| HOT | -0.0010 | 0.0073 | -0.1316 | 0.8954 |
| Q | -0.0132 | 0.0078 | -1.6993 | 0.0902* |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock är den beroende variabeln ackumulerad överavkastning för eventfönstret (-3,3).

| | | | |
|----------------------------|-----------|-------------------------------|--------|
| Regression | #25 | Justerad R² | 0.0354 |
| Beroende variabel | CAR(-5,5) | F-värde | 2.1933 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0144 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 2.0898 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | -0.0230 | 0.0957 | -0.2400 | 0.8104 |
| BLOCK | 0.0115 | 0.0115 | 0.9969 | 0.3195 |
| BLOCKCONC | 0.0155 | 0.0305 | 0.5072 | 0.6124 |
| DEBRATIO | 0.0560 | 0.0336 | 1.6668 | 0.0965* |
| SIZE | 0.0006 | 0.0027 | 0.2135 | 0.8311 |
| HOSTILE | 0.0038 | 0.0349 | 0.1079 | 0.9142 |
| CASH | -0.0092 | 0.0772 | -0.1194 | 0.9051 |
| STOCK | -0.0337 | 0.0773 | -0.4364 | 0.6628 |
| MIXED | -0.0361 | 0.0774 | -0.4665 | 0.6412 |
| STRONG | 0.0193 | 0.0090 | 2.1542 | 0.0319** |
| HOT | -0.0048 | 0.0083 | -0.5791 | 0.5629 |
| Q | -0.0137 | 0.0089 | -1.5384 | 0.1249 |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock är den beroende variabeln ackumulerad överavkastning för eventfönstret (-5,5).

| | | | |
|----------------------------|-------------|-------------------------------|--------|
| Regression | #26 | Justerad R² | 0.0032 |
| Beroende variabel | CAR(-10,10) | F-värde | 1.1028 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.3578 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 2.0099 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | -0.0297 | 0.1348 | -0.2204 | 0.8257 |
| BLOCK | 0.0051 | 0.0162 | 0.3130 | 0.7545 |
| BLOCKCONC | -0.0042 | 0.0429 | -0.0984 | 0.9217 |
| DEBTRATIO | 0.0625 | 0.0473 | 1.3197 | 0.1878 |
| SIZE | -0.0015 | 0.0038 | -0.3899 | 0.6968 |
| HOSTILE | -0.0062 | 0.0491 | -0.1259 | 0.8999 |
| CASH | 0.0457 | 0.1087 | 0.4202 | 0.6746 |
| STOCK | 0.0324 | 0.1088 | 0.2980 | 0.7659 |
| MIXED | 0.0195 | 0.1090 | 0.1790 | 0.8580 |
| STRONG | 0.0214 | 0.0126 | 1.6973 | 0.0905* |
| HOT | -0.0139 | 0.0118 | -1.1830 | 0.2376 |
| Q | -0.0187 | 0.0126 | -1.4883 | 0.1376 |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock är den beroende variabeln ackumulerad överavkastning för eventfönstret (-10,10).

| | | | |
|----------------------------|------------|-------------------------------|--------|
| Regression | #27 | Justerad R² | 0.0222 |
| Beroende variabel | CAR(-42,0) | F-värde | 1.7387 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.0637 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 2.1053 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 0.0799 | 0.1440 | 0.5547 | 0.5794 |
| BLOCK | -0.0077 | 0.0173 | -0.4443 | 0.6571 |
| BLOCKCONC | 0.0336 | 0.0458 | 0.7336 | 0.4637 |
| DEBRATIO | -0.0068 | 0.0505 | -0.1341 | 0.8934 |
| SIZE | -0.0057 | 0.0041 | -1.3973 | 0.1632 |
| HOSTILE | -0.0066 | 0.0525 | -0.1251 | 0.9005 |
| CASH | 0.0152 | 0.1161 | 0.1305 | 0.8962 |
| STOCK | 0.0570 | 0.1162 | 0.4904 | 0.6242 |
| MIXED | 0.0133 | 0.1164 | 0.1140 | 0.9093 |
| STRONG | 0.0109 | 0.0135 | 0.8048 | 0.4215 |
| HOT | -0.0242 | 0.0126 | -1.9314 | 0.0543* |
| Q | 0.0128 | 0.0134 | 0.9529 | 0.3413 |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock är den beroende variabeln ackumulerad överavkastning för eventfönstret (-42,0). Tanken med detta eventfönster är att det ska spegla den period som används vid beräkningen av budpremien.

| | | | |
|----------------------------|------------|-------------------------------|--------|
| Regression | #28 | Justerad R² | 0.0103 |
| Beroende variabel | CAR(-42,1) | F-värde | 1.3397 |
| Metod | OLS | P-värde(F-värde) | 0.2006 |
| Antal observationer | 359 | Durbin-Watson-värde | 2.0839 |

| Variabel | Koefficient | Medelfel | t-värde | p-värde |
|-----------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| C | 0.0707 | 0.1505 | 0.4700 | 0.6387 |
| BLOCK | -0.0017 | 0.0181 | -0.0953 | 0.9241 |
| BLOCKCONC | 0.0298 | 0.0479 | 0.6219 | 0.5344 |
| DEBTRATIO | -0.0115 | 0.0528 | -0.2172 | 0.8282 |
| SIZE | -0.0052 | 0.0043 | -1.2252 | 0.2213 |
| HOSTILE | 0.0106 | 0.0548 | 0.1935 | 0.8467 |
| CASH | 0.0114 | 0.1214 | 0.0942 | 0.9250 |
| STOCK | 0.0397 | 0.1215 | 0.3264 | 0.7443 |
| MIXED | 0.0016 | 0.1216 | 0.0129 | 0.9897 |
| STRONG | 0.0236 | 0.0141 | 1.6760 | 0.0946* |
| HOT | -0.0256 | 0.0131 | -1.9523 | 0.0517* |
| Q | 0.0060 | 0.0140 | 0.4265 | 0.6700 |

Regressionen baseras på huvudregressionen #1, dock är den beroende variabeln ackumulerad överavkastning för eventfönstret (-42,1). Tanken med detta eventfönster är att det ska spegla den period som används vid beräkningen av budpremien samt eventuella effekter från dagen efter tillkännagivandet av transaktionen.