



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska Institutionen

FEKH95
Examensarbete Kandidatnivå

VT 2012

Två sidor av samma mynt:

En studie av hur förvärv och fusioner på den svenska marknaden
utföll under den sjätte förvärvsvågen

Författare:

Fredrik Mårfält

Jonathan Engvall

Stefan Petersson

Handledare:

Maria Gårdängen

Titel: Två sidor av samma mynt: En studie på hur förvärv och fusioner på den svenska marknaden utföll under den sjätte förvärvsvågen

Slutseminarium: 2012-05-31

Kurs: Examensarbete kandidatnivå 15hp, FEKH95.

Författare: Fredrik Mårfält
Jonathan Engvall
Stefan Petersson

Handledare: Maria Gårdängen

Nyckelord: Eventstudie, Fusioner, Uppköp, Förvärvsvågor, Överavkastning

Syfte: Studiens syfte är att undersöka hur förvärv och fusioner bland svenska företag noterade på Stockholmsbörsen utföll under den sjätte förvärvsvågen. Vårt ändamål är att se ifall de allmänna teorierna kring värdeskapandet under förvärvsvågorna stämmer överens med utfallet på den svenska marknaden. I studien klargör vi detta genom att utreda hur värdeskapande synergier skiljer sig åt beroende på när under förvärvsvågen fusionerna och uppköpen äger rum.

Metod: En eventstudie där tillkännagivande om fusion eller uppköp studeras under given händelseperiod. Genom detta kan vi påvisa om det förekommer överavkastning till följd av tillkännagivandet. Överavkastningen beräknas med hjälp av marknadsmodellen.

Teoretisk synvinkel: Tidigare studier som behandlar värdeskapande i förvärvsvågor samt den effektiva marknadshypotesen.

Empiri: Fusioner och uppköp som tillkännages mellan 1 januari 2006 – 31 december 2008 studeras empiriskt.

Slutsatser: Studiens resultat påvisar värdeskapande i form av positiv överavkastning i förvärvsvågens uppgångsfas. Studien tyder på att fusioner och uppköp är värdeförstörande under förvärvsvågens nedgångsfas, men detta kan inte säkerställas statistiskt.

Title: Value-creation in merger waves: a study on the performance of mergers and acquisitions on the Swedish market during the sixth merger wave.

Seminar date: May 31, 2012

Course: Bachelor Thesis in Finance, 15 ECTS credits, Lund University, School of Economics and Management

Authors: Fredrik Mårfält
Jonathan Engvall
Stefan Petersson

Advisor: Maria Gårdängen

Five key words: Abnormal return, Event Study, Mergers, Acquisitions, Merger Waves

Purpose: The purpose of this thesis is to investigate the performance of mergers and acquisitions involving firms listed on the Swedish stock exchange OMXS during the sixth merger wave. By comparing the abnormal return depending on where the event is situated in the merger wave, we intend to investigate whether the general ideas and theories concerning creation or destruction of value during merger waves can be applied on the Swedish market.

Methodology: An event study that investigates whether the announcement of a merger or acquisition generates abnormal return during a given event-window. The abnormal return is calculated using the market adjusted model.

Theoretical perspective: The main theoretical frame of reference is the Efficient Market Hypothesis and theories from earlier studies involving value-creation in merger waves.

Empirical Foundation: Mergers and acquisitions announced between January 1 2006 and December 31 2008 are studied empirically.

Conclusions: The study presents empirical evidence of value creating mergers and acquisitions during the upturn of the sixth merger wave. The study also implies that mergers and acquisitions during the downturn of the sixth merger wave destroy value. However this is not statistically proven.

Innehållsförteckning

<u>Innehållsförteckning</u>	<u>4</u>
<u>Bakgrund.....</u>	<u>6</u>
<u>Förvärsaktivitet i Sverige.....</u>	<u>7</u>
<u>Problemdiskussion.....</u>	<u>8</u>
<u>Syfte</u>	<u>9</u>
<u>Avgränsningar.....</u>	<u>9</u>
<u>Målgrupp.....</u>	<u>9</u>
<u>Disposition.....</u>	<u>10</u>
<u>Kapitel 2 Teoretisk referensram.....</u>	<u>11</u>
<u>Historik.....</u>	<u>11</u>
<u>Den sjätte vågen.....</u>	<u>12</u>
<u>Tidigare Studier.....</u>	<u>12</u>
<u>Effektiva Marknadshypotesen.....</u>	<u>15</u>
<u>Kapitel 3 Metod.....</u>	<u>16</u>
<u>Forskningsansats.....</u>	<u>16</u>
<u>Insamling av data.....</u>	<u>16</u>
<u>Studiens reliabilitet.....</u>	<u>16</u>
<u>Studiens validitet.....</u>	<u>17</u>
<u>Eventstudie.....</u>	<u>17</u>
<u>Hypotesprövning.....</u>	<u>22</u>
<u>Kapitel 4 Resultat.....</u>	<u>26</u>
<u>Sammanställning av studiens samtliga observationer.....</u>	<u>26</u>
<u>Sammanställning av uppgångs- respektive nedgångsfas.....</u>	<u>28</u>
<u>Kapitel 5 Analys.....</u>	<u>32</u>
<u>Analys.....</u>	<u>32</u>
<u>Kapitel 6 Slutsatser.....</u>	<u>36</u>
<u>Slutsatser.....</u>	<u>36</u>
<u>Källförteckning.....</u>	<u>38</u>
<u>Bilagor 42</u>	
<u>Bilaga 1: Förvärv och fusioner under förvärvsvågens uppgång, listade i kronologisk ordning</u>	
.....	<u>42</u>

Bilaga 2: Förvärv och fusioner under förvärvsvågens nedgång, listade i kronologisk ordning.....47

Kapitel 1 Inledning

Bakgrund

“When it comes to mergers, hope triumphs over experience.”

Irwin Stelzer (1932–)¹

Få uttryck inom företagsekonomi är lika känsloladdade och ger upphov till lika mycket diskussion som *mergers and acquisitions*, fusioner och uppköp (hädanefter även benämnt som förvärv). Fusioner och uppköp är ett av de mer omdebatterade ekonomirelaterade ämnesområdena och nästan dagligen berörs ämnet i såväl dagspress och nyhetssändningar som sociala medier. I grandiosa uttalanden talar företagsledare sig varma om att uppnå ökad tillväxt, öka sina marknadsandelar och bli mer konkurrenskraftiga med hjälp av en fusion eller ett uppköp. Framtidsbilderna är utan tvekan storslagna drömscenarier men verkligheten visar sig allt som oftast vara just det – drömscenarion.

Man talade exempelvis om ”*a marriage made in heaven*” när Chrysler år 1998 slogs samman med den tyska biljätten Daimler-Benz². Chrysler var på den tiden den tredje största och den mest lönsamma bilproducenten i USA under mitten av 90-talet. Det rådde en allmän konsensus att giftermålet skulle förändra hela bilindustrin. Tre år senare hade DaimlerChryslers börsvärde sjunkit från 100 till 44 miljarder dollar vilket var mindre än Daimlers börsvärde innan fusionen och i augusti 2007 var skilsmässan ett faktum. Emellertid är inte DaimlerChrysler-fallet unikt - studier visar att upp till 80 % av samtliga uppköp och fusioner har en värdeförstörande effekt på det köpande företags aktieägare.³

Sedan början av 1900-talet har det funnits perioder då fusioner och uppköp förekommit mer frekvent än vanligt. Att fusioner och uppköp uppkommer i dessa så kallade förvärvsvågor är en vedertagen sanning och historiskt sett har man kunnat observera sex sådana vågor som förändrat näringslivsstrukturen där de fyra första varit begränsade till den amerikanska marknaden och de resterande två (1993-2000 samt 2003-2007) varit av internationell karaktär, och som även berört den svenska marknaden⁴.

Trots att varje förvärvsvåg skiljt sig från sin föregångare i den mån att samtliga uppvisat unika mönster och orsakats av vitt skilda underliggande motiv, har man historiskt sett kunnat utläsa ett par gemensamma nämnare. Samtliga förvärvsvågor har exempelvis påbörjats i gynnsamma ekonomiska och politiska förhållanden då marknaden återhämtar sig från en period av recession, och dessutom har vågorna sammanfallit med hastig kreditexpansion och uppgångar

¹ Qfinance, www.qfinance.com, “Mergers an Demergers Quotes”, hämtad 2012-04-06

² The New York Times, www.nytimes.com, “Daimler’s sale of Chrysler seems inevitable” Landler, M., publicerat 2007-04-17, hämtad 2012-04-15

³ Denis *et al*, 2002

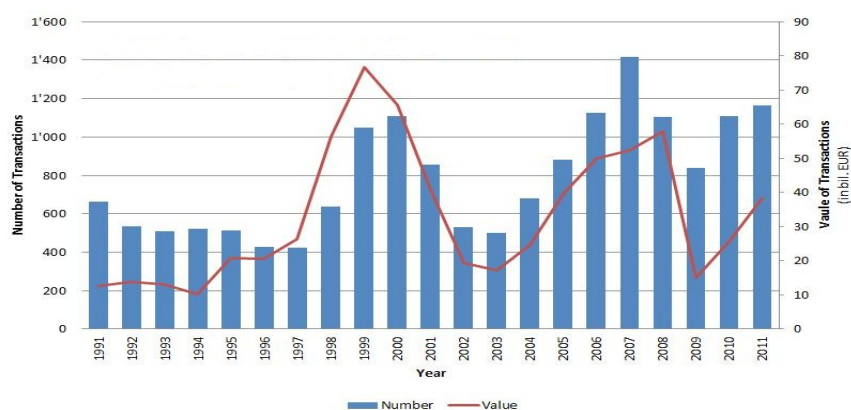
⁴ Martynova & Renneboog, 2008

på aktiemarknaden. Utöver detta har förvärvsvågorna initierats av teknologiska, industriella eller regulatoriska förändringar som chockat marknaden⁵.

Förvärvsaktivitet i Sverige

I samband med att aktiebolagslagen trädde i kraft i slutet av 1800-talet har uppköp och fusioner varit utmärkande för det svenska näringslivets utveckling⁶. Mellan de två världskrigen ägde flera uppköp och successiva sammanslagningar av mindre företag rum, främst inom verkstadsindustrin, som redan då lade grunden till några av Sveriges största och mest framgångsrika industriföretag, däribland SCA-koncernen. Med anledning av en omfattande strukturomvandling i flera industrier ökade andelen fusioner och förvärv under 1960-talet och en bit in på nästkommande decennium, för att under 1980-talet med enstaka undantagsfall avta något⁷. Därefter fördubblades förvärvsaktiviteten under 1990-talet och nådde sin kulmen år 2000. I samband med att IT-bubblan sprack samma år avslutades den femte förvärvsvågen vilket även märktes på den svenska marknaden då antalet fusioner och förvärv sjönk kraftigt⁸.

Figur 1.1: Förvärv och fusioner på den svenska marknaden 1991-2011⁹



Trots att Sverige demografiskt sett är ett förhållandevis litet land har framförallt företag som IKEA, H&M, Volvo och Ericsson målat upp bilden av Sverige som ett land med stark företagaranda och dessutom bidragit till att Sverige trots sina demografiska begränsningar blivit en maktfaktor att räkna med på den internationella företagar scenen. Med ideliga AAA-kreditbetyg¹⁰ och med en finansminister som nyligen blev korad till Europas bästa¹¹ är Sverige dessutom ett väloljat finansiellt maskineri som förknippas med hög ekonomisk styrka.

⁵ Gort, 1969

⁶ Konkurrenslagsutredningen (1998) *Konkurrenslagens regler om företagskoncentration*. Statens offentliga utredningar (1998:98)

⁷ *Ibid*

⁸ Sevenius, R. (2003). *Företagsförvärv*. Malmö: Studentlitteratur.

⁹ Standard & Poor's, www.standardpoors.com ; Indices Euro, hämtad 2012-04-12

¹⁰ Valuta, www.valuta.se. *Sverige: Moodys upprepar kreditbetyget AAA, stabila utsikter* 2012-01-12 Hämtad 2012-05-06

¹¹ Svenska Dagbladet, www.svd.se, *Borg korad till bäste finansminister* 2011-11-22 Hämtad 2012-05-06

Granskar man de största uppköpen och fusionerna med koppling till svenskt näringsliv har även de varit minst sagt lyckade. 1998 bildade exempelvis ASEA och Brown Boveri bolaget ABB som med facit i hand kommit att bli ett av världens största företag inom elkraftsbranschen. Vid millennieskiftet gick Merita-Nordbanken, Unibank och Kreditkassan ihop och etablerade finanskoncernen Nordea, idag världens största internetbaserade bank som i årets första kvartalsrapport (2012) visade upp ett resultat som översteg analytikernas förväntningar med fem procent¹².

Problemdiskussion

En intressant aspekt av förvärvsvågor är det faktum att uppköp som görs under förvärvsvågens senare del i större utsträckning har en värdeförstörande inverkan för det köpande företags aktieägare än uppköp som görs under vågens tidiga skede. Exempelvis inträffade nästan 90 % av den femte förvärvsvågens så kallade *large loss deals* (förluster som översteg 1 miljard dollar) under vågens tre sista år¹³.

Förvärvsvågorna är förvisso en intresseväckande bris på det globala företagsekonomiska havet, men frågan är ifall dessa vågor förorsakar en liknande storm vid vår svenska hamn. Mer specifikt ställer vi oss frågan huruvida förvärvsvågorna samt resonemanget kring värdeskapandet respektive värdeförstörandet är applicerbart på den svenska marknaden. Eftersom betydelsen av ordet värde skiljer sig åt intressenter emellan har vi i vår studie definierat värde som det köpande företags aktieägarvärde. I oktober 2008 fastställde Riksbanken att ett första tecken på den finansiella krisen kunde påvisas i augusti 2007. Av den anledningen definieras den svenska förvärvsvågens klimax och nedgång till augusti 2007 i enlighet med Riksbankens utlåtande¹⁴ Historiskt sett är förvärvsvågor positivt korrelerade till konjunkturcykeln. Vi ser därför att konjunkturons vändning även representerar vågens klimax och nedgång.

Nordea och ABB är tydliga exempel på lyckade svenska uppköp och fusioner. Emellertid studerar vi fusioner och uppköp under förvärvsvågen, och frågan man bör ställa sig är hur förvärvsaktiviteten generellt sett förefallit på den svenska marknaden och om man kan dra några paralleller mellan de globala förvärvsvågorna och förvärvsaktiviteten i Sverige. Eftersom de tidsmässiga mönstren som karaktäriserat tidigare förvärvsvågor även har kunnat appliceras på den svenska marknaden bör man rimligtvis även kunna dra paralleller mellan de globala förvärvsvågorna och förvärvsaktiviteten i Sverige. Flera studier om förvärvsvågor¹⁵, företrädesvis Moeller *et al*, har undersökt värdeskapandet av fusioner och uppköp mot bakgrund av förvärvstillfället i förhållande till förvärvsvågens cykel. Emellertid har dessa studier genomförts på större marknader såsom den amerikanska vilket ter sig naturligt med tanke på det stora allmänintresset och dess ställning på den världsekonomiska marknaden.

Bland de statliga offentliga utredningarna som finns att tillgå på regeringens hemsida är det få som behandlat förvärvsvågorna i Sverige och dessvärre har ingen utredning lämnat några entydiga förklaringar om förvärvsvågorna har haft en värdeskapande eller värdeförstörande inverkan på svenska fusioner och uppköp. Inte heller har vi funnit några privata, akademiska eller institutionella utredningar som *specifikt* behandlat ovan nämnda ämne. Av den anledningen anser vi att det finns ett kunskapsglapp rörande hur de allmänna teorierna kring

¹² Avanza, www.avanza.se, *Nordea över förväntan* 2012-04-24 Hämtad 2012-05-06

¹³ Moeller *et al*, 2006

¹⁴ Riksbanken, www.riksbank.se, *Presskonferens: Penningpolitiskt beslut 8:e oktober 2008*. Hämtad 2012-05-02

¹⁵ Eckbo, 1983 och Jarrel & Poulsen, 1989

värdeskapande under förvärvsvågor är applicerbara på den svenska marknaden. Vi finner ett behov av en studie på den svenska marknaden som undersöker om värdeskapandet respektive värdeförstörandet skiljer sig åt beroende på var i förvärvsvågen marknaden befinner sig. Således lyder uppsatsens forskningsfråga:

- Skiljer sig värdeskapandet bland svenska fusioner och uppköp beroende på tillkännagivandets tidpunkt under den sjätte förvärvsvågen? Leder fusioner och uppköp på den svenska marknaden som görs innan den sjätte förvärvsvågen passerat sin kulmen (augusti 2007) till värdeskapande, snarare än värdeförstörande effekter för det uppköpande bolagets aktieägare?

Syfte

Studiens syfte är att undersöka hur fusioner och uppköp bland svenska företag noterade på Stockholmsbörsen utföll under den sjätte förvärvsvågen. Vårt ändamål är att se ifall de allmänna teorierna kring värdeskapandet under förvärvsvågorna stämmer överens med utfallet på den svenska marknaden. I studien ämnar vi klargöra detta genom att utreda hur värdeskapande synergier på kort sikt skiljer sig åt beroende på när under förvärvsvågen fusionerna och uppköpen äger rum. Genom studien ämnar vi också bana väg för vidare studier inom detta på den svenska marknaden ännu utforskade område.

Avgränsningar

Vi kommer endast att ta hänsyn till iakttagelser där både köpande och uppköpta part är noterade på OMX Nordic Stockholm och är baserade i Sverige. Vi har valt att avgränsa undersökningsperioden till att omfatta perioden 2006-01-01 till 2008-12-31 under den sjätte förvärvsvågen. Den sjätte förvärvsvågen nådde sin kulmen i augusti 2007 och motiveringen till studiens avgränsningsperiod är att kunna belysa värdeförändringen pre- samt post-förvärvsvågens klimax. Samtliga transaktioner skall vara godkända och genomförda. Information om totalavkastning till aktieägarna är tillgänglig för köpande bolag. Undersökningen görs endast på ett händelsefönster som omfattar fem dagar: en dag innan tillkännagivande av fusion eller uppköp (dag -1), dagen för tillkännagivande (dag 0) samt tre dagar efter (+3). Syftet med litet händelsefönster är att isolera denna specifika händelse och dess effekt på aktiekursen. I de fall där ett bolag har både A- och B-aktier i Datastream har vi använt oss av den aktie som är den mest omsatta.

Målgrupp

Målgruppen för denna uppsats är studenter inom ekonomi och då i synnerhet finansiering samt de personer som är intresserade av aktiemarknaden och hur specifika händelser kan komma att påverka aktiemarknadens utveckling, exempelvis ett företags ledning. Eftersom det är en studie ur ett kortsiktigt perspektiv så är det i synnerhet intressant för dem som engagerar sig inom kortsiktig aktieprisutveckling.

Disposition

Kapitel 1 *Inledning*

I det inledande kapitlet redogörs för studiens bakgrund. Här sammanfattas förvärvshistoriken i Sverige och tidigare förvärvsvågor inflytande på den svenska marknaden. Resonemanget utmynnar i undersökningens problemdiskussion och syfte. Kapitlet avslutas med studiens avgränsningar och målgrupp.

Kapitel 2 *Teoretisk referensram*

I kapitlet redogörs för tidigare förvärvsvågor och studier som behandlat ämnena värdeskapande, förvärv och förvärvsvågor. Även den effektiva marknadshypotesen och dess relevans för studien klargörs.

Kapitel 3 *Metod*

I kapitlet motiveras val av forskningsansats. Dessutom förklaras hur insamling av data har skett. Studiens reliabilitet och validitet redogörs för. Utöver det behandlas MacKinlays rekommendationer för tillvägagångssätt för eventstudier. Kapitlet avslutas med en redogörelse för hur den statistiska hypotesprövningen utförs.

Kapitel 5 *Resultat*

I kapitlet sammanställs studiens samtliga observationer. Även de statistiska resultaten för studiens samtliga observationer redovisas. Kapitlet avslutas med en sammanställning uppdelad på den sjätte förvärvsvågens uppgångs- respektive nedgångsfas.

Kapitel 6 *Analys*

I kapitlet analyseras utfallet i kapitel 5 mot bakgrund av den teoretiska referensramen. Analysen leder till studiens slutsatser samt förslag för vidare studier.

Kapitel 7 *Slutsats och förslag på vidare studier*

I kapitlet redogörs studiens slutsatser och dessutom ges förslag på vidare studier.

Kapitel 8 *Källförteckning*

Kapitel 9 *Bilagor*

Kapitel 2 Teoretisk referensram

Historik

Den tredje vågen (1965-1969) kännetecknades av fusioner och uppköp med syfte att bilda konglomerat. Till skillnad från ett diversifierat bolag – där man har mindre filialer i andra branscher än bolagets huvudsakliga – har ett konglomerat en stor procentuell del av sin affärsverksamhet i andra branscher än den huvudsakliga kärnverksamheten¹⁶.

Konglomeratbildningen iscensattes till en början av större bolag men genom *benchmarking* spred sig trenden vidare till till små och medelstora bolag. Man såg alltså tydliga tendenser till ett på lång sikt ohälsosamt följa John-beteende¹⁷.

Det mest utmärkande draget hos den fjärde vågen (1984-1989) var hur *hostile takeovers*, fientliga övertag, spelade en väsentlig roll och hur denna strategi för expansion under 1980-talet var en allmänt accepterad metod. Fusioner och i synnerhet uppköp fungerade inte som en strategi för långsiktig och stabil expansion utan var snarare ett tillvägagångssätt för att öka köpande bolags likviditet¹⁸.

Den femte vågen kännetecknades av att det var den första äkta internationella förvärvsvågen. Vid 1999 hade omfånget och värdet på de fusioner och uppköp som skedde i Europa nått samma nivå som de i USA¹⁹. Detta förklarades till stor del av den monetära unionen, EMU. Genom att Europas länder närmade sig varandra finansiellt ökade de interkontinentala förvärven, men det ledde även till att antalet förvärv ökade på nationell nivå²⁰. De fusioner och uppköp som uppstod under den femte vågen var av en annan karaktär än tidigare. Till skillnad från tidigare vågor – och i synnerhet den föregående fjärde vågen – låg fokus nu på att genomföra strategiskt gynnsamma affärer snarare än skuldbaserade fientliga övertag. Då uppköpen inte heller baserades på skuld fanns inte samma press på att sälja av tillgångar för att erhålla en snabb och enkel vinst. Man kan se det som att fusioner och uppköp under denna våg innehöll mer eftertanke och var en nödvändig respons på omvärldens expansion snarare än ett medel för att berika de högre skikten i företaget eller öka ett bolags likviditet²¹. Den femte vågen såg sitt slut i och med att världsekonomin under 2001 gick in i en kortvarig lågkonjunktur²². I Sverige kände vi av detta i form av baksmällan efter att IT-bubblan sprack.²³

¹⁶ Gaughan, 2011

¹⁷ *Ibid*

¹⁸ *Ibid*

¹⁹ *Ibid*

²⁰ Campa & Hernando, 2004

²¹ Gaughan, 2011

²² *Ibid*

²³ *Ibid*

Den sjätte vågen

Grunden till den sjätte vågen byggde på den amerikanska marknadens låga räntenivåer som var en respons på den ekonomiska chock som följde efter terrorattackerna mot USA den 11 september 2001. De låga räntorna fungerade som en katalysator för att en spekulationsbubbla inom fastigheter på den amerikanska marknaden påbörjades. Bubblan spred sig sedan över resten av världen och gödde en omätlig aptit för värdepapper som finansierades med skulder. Spekulationerna i fastigheter drog också med sig andra industrier såsom byggbranschen. Den låga räntenivån stimulerade riskkapitalister då lånat kapital blev billigare och därmed ökade även fusioner och uppköp finansierat med belånat kapital. Även i Sverige låg räntan på en förhållandevis låg nivå men höjdes successivt allteftersom förvärvsvågens kulmen närmade sig²⁴. Eftersom den största delen av finansieringen var lågräntelån kunde man generera hög avkastning åt aktieägarna. Kontentan av det hela var en blomstrande riskkapitalistbransch som lätt kunde finansiera sina investeringar med billigt främmande kapital vilket ökade efterfrågan på fusioner och uppköp²⁵. Även här såg man möjligheten till enkel extern expansion. De fusioner och uppköp som skedde under denna korta men intensiva period tenderade till att vara övervärderade vilket ledde till att följderna av vågens nedgång var än mer allvarliga. Förvärvsvågens uppgång såg sitt slut under 2007 när startskottet till den senaste finansiella krisen gick av. Tillgången till det lättfattliga och billiga kapitalet ströps och man såg inte längre den externa tillväxten som den mest gynnsamma varpå antalet fusioner och uppköp minskade. År 2008 sågs krisen ta full form och världsekonomin hamnade i en svår lågkonjunktur som också kom att bli slutet för den sjätte vågen²⁶.

Tidigare Studier

Tidigare studier och forskning som har gjorts inom ämnet har inte kommit fram till ett entydigt svar på frågan huruvida fusioner och uppköp skapar värde. Vissa framhäver att dem gör det medan andra hävdar att förvärv snarare förstör värde. Bieshaar, Knight och van Wassenhaers studie påvisar deisen om två sidor av samma mynt. I studien kommer man fram till att 50 % av fusioner och uppköp som verkställdes inom USA och på vissa europeiska marknader faktiskt inte skapade värde för det uppköpande bolagets aktieägare. Samtidigt finns det förvärv som varit mer lyckosamma och skapat värde²⁷. Anledningen till detta är att fusioner och uppköp ofta genomförs med fel motiv och därmed inte leder till de önskade synergier som man hoppas på.

Ur ett långsiktigt perspektiv kommer Agrawal, Jaffe och Mandelker fram till att fusioner och uppköp som genomförts på den amerikanska marknaden i allmänhet leder till en värdeminskning om cirka 10 %. Man har då studerat fusioner och uppköp fem år efter att transaktionen har genomförts och kommit fram till att händelsen inte har skapat positiv överavkastning för det uppköpande bolagets aktieägare och att affären därmed inte kan ses som värdeskapande²⁸. Agrawal *et als* slutsatser får gehör i Gregorys studie då även han påvisar hur värdeskapande synergier för det uppköpande bolagets aktieägare lyser med sin

²⁴ Riksbanken, www.riksbank.se, Räntor och valutakurser. Hämtad 2012-05-02

²⁵ Gaughan, 2011, s. 71-72

²⁶ *Ibid*

²⁷ Bieshaar *et al*, 2001

²⁸ Agrawal *et al*, 1992

frånvaro²⁹. Men som tidigare nämnt så finns det även studier som har kommit fram till att fusioner och uppköp faktiskt skapar värde³⁰.

En annan intressant aspekt av fusioner och uppköp är hur värdeskapande effekter tenderar till att tillfalla aktieägarna i det bolag som står till stånd att bli uppköpt. Denna företeelse påvisas företrädesvis av Jarrell och Poulsen som kommer fram till att överavkastningen, dvs. värdeskapandet, för uppköpande bolags aktieägare förvisso är positiv, men endast 1,14 % i jämförelse med det uppköpta bolagets aktieägare där överavkastningen ligger på cirka 20 %³¹. Denna studie bekräftar även de slutsatser som Eckbo påvisar i sin studie, skillnaden är att han konstaterar negativ överavkastning för uppköpande bolag. Eckbo påvisar inte heller absorptionseffekten men förklarar den negativa överavkastningen med att marknaden chockas av beskedet och inte är mottaglig till den här typen av besked under perioden som studien utfördes³².

Hur värdeskapande skiljer sig i förvärvsvågor skildras företrädesvis av Moeller *et al* som presenterar empiriskt bevis att förvärv som görs i slutet av en förvärvsvåg leder till lägre avkastning till aktieägarna än förvärv som görs i början av en våg. Författarna menar att det inte bara är viktigt att veta om ett förvärv sker i en intensiv förvärvsperiod, utan desto viktigare att veta var på vågen man befinner sig. I sin studie på den amerikanska marknaden lyfter Moeller *et al* fram det faktum att drygt en tredjedel av den femte förvärvsvågens förvärv och fusioner görs under vågens sista tre år (1998-2001), men att dessa 34% utgör 84% av förvärvsvågens samtliga värdeförstörande uppköp och sammanslagningar³³. Samtidigt genererar de i studien observerade företagen värde genom förvärv och fusioner för totalt 20 miljarder dollar två år tidigare.

En anledning varför förvärven och fusionerna är värdeförstörande i förvärvsvågens nedgångsperiod presenteras i Roll's studie där han drar slutsatsen att företagsledare blir alltför självsäkra vid förvärvsvågornas uppgång och smittas av *managerial hubris* då de lutar sig alltför mycket mot förvärv som gjorts under tidigare börsuppgång och överskattar de potentiella synergieffekterna av ett eventuellt uppköp eller sammanslagning³⁴.

En annan förklaring till att antalet värdeförstörande företagsförvärv görs i slutet av förvärvsvågorna är *herding behaviour*-hypotesen som bygger på att företagsledare hellre tar rygga på de marknadsledande företagen istället för att grunda sina beslut på rationella och ekonomiskt försvarbara beslut³⁵. Teorin utgår från att andelen värdeskapande förvärv under första halvan av förvärvsvågen kommer skicka signaler till övriga företag på marknaden att

²⁹ Gregory, 1997

³⁰ Rau & Vermaelen, 1998; Healy *et al*, 1992

³¹ Jarrell & Poulsen, 1989

³² Eckbo, 1983

³³ Moeller *et al*, 2006

³⁴ Roll, 1986

³⁵ Scharfstein & Stein, 1990

bedriva en liknande förvärvsstrategi. Teorin går emot klassisk ekonomisk teori som säger att investeringsbeslut bör spegla marknadens rationella förväntningar och att beslut skall tas med hjälp av all tillgänglig information, och pekar istället på att investeringar till stor del drivs av psykologiska aspekter. Följa John-beteendet är vare sig ekonomiskt eller socialt försvarbart men kan trots allt vara rationellt utifrån perspektivet att företagsledarna är rädda att deras motstridiga beteende kan ha negativa konsekvenser för deras rykte³⁶. När en ledare härmar andra ledares beteende tolkar marknaden detta som att han har snappat upp en signal som är i enighet med marknadens övriga företagsledare och av den anledningen troligtvis är av positiv karaktär. Således kan en företagsledare, trots att hans egen information och uppfattning rekommenderar det motsatta, följa strömmen och avstå från värdeskapande investeringar så länge alla andra gör det samma³⁷.

”Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally”³⁸

En annan förklaring till värdeförstörandet vid förvärvsvågens nedgångsperiod kan härledas till *corporate governance* och principal-agent problematiken. Shleifer och Vishny utforskar principal-agent problematiken i sin studie på de tidigare förvärvsvågorna och drar slutsatsen att den tredje förvärvsvågen till stor del drevs av just företagsledningarnas självcentrerade beslut. Författarna gör gällande att de diversifierande förvärv som kännetecknade den tredje vågen var den bidragande orsaken till skapandet av principal agent-problematiken mellan företagsledningen och aktieägarna³⁹. Jensen vidareutvecklar Shleifer och Vishnys resonemang och gör gällande att just agentproblematiken kan öka ledningens fria tyglar och resultera i imperiebyggande istället för att agera i aktieägarnas intresse, och att företag förvärvas på grund av egoistiskt centrerade beslut istället för långsiktigt strategiska motiv.⁴⁰

För att få ett svar på frågan om värdeskapande har flera studier använt sig av olika variabler och deras inverkan på överavkastningen. Exempel på dessa variabler är val av betalningsmedel, bakomliggande motiv till förvärvet, vilken bransch förvärvet sker i och även storleken på de berörda bolagen. Att få studier har samma tillvägagångssätt, metod och ansats till ämnet kan givetvis vara en del av förklaringen till att ingen enstämig förklaring har framkommit.

Vår studie skiljer sig på så sätt att vi först och främst studerar fenomenet i en kortsiktig tidshorisont men också att vi använder tidpunkten för tillkännagivandet som den variabel som vi vill mena påverkar effekterna av ett förvärv.

³⁶ Scharfstein & Stein, 1990

³⁷ *Ibid*,

³⁸ *Ibid* s.465

³⁹ Shleifer & Vishny, 1990

⁴⁰ Jensen, 1986

Effektiva Marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen gör gällande att det inte är möjligt att slå marknaden och erhålla överavkastning på en tillgång då aktiepriserna i sig reflekterar all tillgänglig information⁴¹. Vad det innebär är att aktier alltid har en korrekt värdering när de handlas på börsen och det enda sättet att uppnå en högre avkastning är att utsätta sig för högre risk genom att spekulera i mer riskfyllda tillgångar⁴². I sin artikel presenterar Fama tre olika grader av marknadseffektivitet⁴³ och eftersom vår undersökning baseras på en modell som förutsätter att marknaden är semieffektiv (se 4.1) kommer vi kortfattat att redogöra för denna.

Vid semistark marknadseffektivitet är all åtkomlig information representerad i aktiepriset. Det beror på att priserna justeras omedelbart när ny information som exempelvis delårsrapporter eller utdelningsprognoser tillkännages. Man kan därför inte genom vare sig teknisk eller grundläggande analys överträffa marknadens prestation och uppnå högre avkastning. Endast genom att erhålla information som inte är allmänt känd kan man överträffa marknadens avkastning på en investering. Med andra ord måste man komma i besittning av någon typ av insiderinformation⁴⁴. En naturlig följd av detta är att personer utanför ett bolag är i underläge mot bolagets ledning och chefer som besitter denna väsentliga information.

Den effektiva marknadshypotesen är i hög grad relevant för studien då den är allmänt accepterad som referensram när det kommer till forskning inom finansiell ekonomi. Tanken är att det vid en stark marknadseffektivitet inte ska vara möjligt att uppnå överavkastning eftersom aktiepriset reflekterar all tillgänglig information. Om det i vår studie visar sig att ett tillkännagivande om fusion eller uppköp har lett till synergier i aktiekursen i form av överavkastning har vi underlag för att dels besvara vår forskningsfråga och även slå fast att Stockholmsbörsen de facto är en semistarkt effektiv marknad.

⁴¹ Fama, 1965, s. 34 ff

⁴² Arnold, 2002, s. 603 ff

⁴³ Fama, 1970, s. 383-384

⁴⁴ *Ibid*

Forskningsansats

Inom forskning finns det olika förhållningssätt till teori och studieobjekt. Man kan ha en induktiv inställning vilket innebär att man använder data och analys av denna för att därefter utveckla sin teori. Alternativet är en deduktiv inställning vilket innebär att man utifrån redan existerande teori formulerar hypoteser och samlar in data som man kan testa dessa hypoteser på. Vi kommer att använda oss av den senare varianten, deduktion. Ett deduktivt utgångsläge ger studien objektivitet eftersom man utgår från redan existerande teorier⁴⁵. Nästa steg i processen är att applicera sina fynd på teorin för att testa ens hypoteser och se om de ligger inom det teoretiska ramverket. I detta sista steg finns även ett element av induktion eftersom fynden testas om teorin håller och utifrån det kan man formulera nya teorier⁴⁶. I vår uppsats använder vi oss av en kvantitativ undersökning för att pröva vår frågeställning.

Insamling av data

För att få tillgång till den information som är nödvändig för studiens genomförande använder vi oss av databaserna Reuters 3000 och Datastream. Genom databasen Reuters anskaffar vi data och information för fusioner och uppköp där bolag noterade på Stockholmsbörsen är involverade inom den angivna tidsramen. Vidare använder vi oss av Datastream för att ta fram data för de bolag som klarar urvalskriterierna. Vi använder oss av dessa databaser eftersom de är pålitliga källor för den här typen av information. En tidsbesparande fördel med anledning av källornas pålitlighet är att informationen därför inte behöver dubbelkollas för att se att den är korrekt. De publicerade källor som vi hänvisar till i studien är litteratur och vetenskapliga artiklar skrivna av välrenommerade forskare.

Studiens reliabilitet

För att forskning ska ha en hög grad av reliabilitet är det viktigt att man beskriver varje del och moment utförligt, till den grad att studien kan upprepas på samma data och ge samma resultat⁴⁷.

I undersökningen använder vi oss av data som hämtas från Datastream och Reuters 3000, två oberoende databaser som anses innehålla tillförlitlig information. För att säkerställa att informationen är korrekt har vi korsrefererat denna med sekundära källor vilket ger insamlad data en hög grad av reliabilitet. Databasernas tillgänglighet och offentlighet får också anses öka tillförlitligheten. För att säkerställa att informationsprocesseringen är tillförlitlig följer vi Benningas riktlinjer i hur man bearbetar data genom Microsoft Excel⁴⁸. Det gäller främst regressionsanalys och skattning av modellens parametrar (se kapitel 4).

⁴⁵ Davidson & Patel, 1994

⁴⁶ Bryman & Bell, 2003, s. 9-13

⁴⁷ *Ibid*, s. 33-34

⁴⁸ Benninga, 2009, s. 376 ff

De statistiska resultaten vi får fram skall resultera i likartade resultat om undersökningen replikeras på en annorlunda kontext och det är därför av vikt att man använder en metod med hög reliabilitet. Vi använder oss av en metod som är vanligtvis används i liknande studier vilket innebär att metoden bär vikt som ett tillförlitligt tillvägagångssätt. Vidare genomförs statistiska hypotesprövningar på resultaten för att säkerställa studiens statistiska signifikans.

Studiens validitet

Validitet handlar om integriteten hos de slutsatser som forskning genererar. Mätningen ska vara fri från systematiska fel och för att säkerställa detta får inga ovidkommande variabler påverka resultatet⁴⁹. Det finns flera variabler som kan påverka en akties prisutveckling vilket kan påverka analysen av orsak och verkan i vår studie.

Validitet har två viktiga aspekter: intern och extern. Intern validitet handlar om att en slutsats som innefattar ett kausalt förhållande mellan två eller flera variabler verkligen är vattentätt⁵⁰. Om $x \rightarrow y$ – hur säker kan man vara på att det verkligen är x som är orsaken? Den interna validiteten ökar om man har en bra avgränsning av variabler som kan påverka händelsen. Att vi bara tittar på fusioner och uppköp på den svenska marknaden innebär exempelvis att kulturkrock inte är en variabel som påverkar händelsen⁵¹. I vårt fall kan studien ses som internt valid då vi har hämtat data för olika bolag från samma källa, med hjälp av samma metod.

Extern validitet handlar om att en studies resultat kan generaliseras utöver dess specifika forskningsområde och därmed appliceras på en annorlunda kontext. Extern validitet är en av huvudledningarna till att forskare är måna om att utveckla representativa exempel⁵². Då vi använder oss av metoder och teorier som är allmänt tillgängliga, anser vi att vår studie kommer att kunna återanvändas i andra kontexter, exempelvis andra länder eller tidsperioder och att den därmed bär en hög grad av extern validitet.

Eventstudie

En eventstudies främsta styrka ligger i att överraskning som uppstår till följd av en företagsspecifik men tidsberoende händelse kan uppskattas precis genom att sammanställa resultat för ett flertal bolag som upplever en liknande händelse men vid olika tidpunkter⁵³. Att använda sig av en eventstudie förutsätter en effektiv marknad i den meningen att ekonomiska händelser och nyheter reflekteras genom fluktuationer i de berörda företagens aktiepris⁵⁴. Med hjälp av metoden försöker man avgöra om en händelse föranleder en abnorm förändring i företagets aktiepris. I studien definieras händelsen som tillkännagivandet av en

⁴⁹ Bell, 2006, s. 167

⁵⁰ *Ibid*

⁵¹ *Ibid*

⁵² *Ibid*

⁵³ Ahern, 2006, s.466

⁵⁴ MacKinlay 1997

fusion eller förvärv och det köpande bolagets akties överavkastning som den abnormala förändringen.

En eventstudie består vanligtvis av tre tidsperioder; en estimeringsperiod, ett händelsefönster samt en post-event-period (se figur 4.2). I studien väljer vi medvetet att inte behandla en längre post-event-period eftersom vi vill begränsa oss till dagarna kring tillkännagivandet för att på så sätt eliminera utomstående faktorer som längre post event-fönster kan tänkas påverkas av. Dessutom är post-event-perioden mer applicerbar på studier där man vill mäta långsiktiga effekter, exempelvis vid en börsintroduktion⁵⁵. I enlighet med MacKinlays rekommendationer följer nedan en stegvis plan på hur eventstudien utförs. Som komplement till MacKinlays artikel och för själva beräkningarna av modellens parametrar har vi följt Benningas riktlinjer⁵⁶.

Steg 1: Definition av händelse

Det första steget i eventstudien är att fastställa händelsedagen och vi använder samma definition som Brown och Warner, nämligen att händelsedagen är den dag då köpande bolag tillkännager att man har för avsikt att slå sig samman med eller köpa upp ett annat bolag⁵⁷.

Genom att ange ett händelsefönster kan man mäta de förändringar i aktiepriset som ett tillkännagivande genererar. Således kan vi mäta tillkännagivandets inflytande på aktiekursen och därmed även mäta eventuell överavkastning. Detta steg innefattar även att man definierar storleken på händelsefönstret. Händelsedagen, alltså den dag då intentionen om att genomföra fusion eller uppköp tillkännages, betecknas som t_0 . Hela händelsefönstret har ett omfång på $t-1$ till $t+3$, det vill säga en dag innan och tre dagar efter händelsedagen. Det finns inget definitivt svar på hur stort händelsefönstret ska vara. Korta fönster tenderar till att vara mer exakta och ge studien högre reliabilitet och validitet⁵⁸. Att mäta effekter på längre sikt kan oftast medföra att synergieffekterna påverkas av externa effekter⁵⁹. Eftersom vi även vill fånga aktiekursens utveckling och marknadens respons efter tillkännagivandet sträcker sig händelsefönstret till tre dagar efter händelsen. Detta beror på att marknaden, beroende på dess effektivitet, kan dröja med sin respons på den nya informationen⁶⁰.

⁵⁵ Benninga, 2009, s. 372

⁵⁶ *Ibid*, s. 376

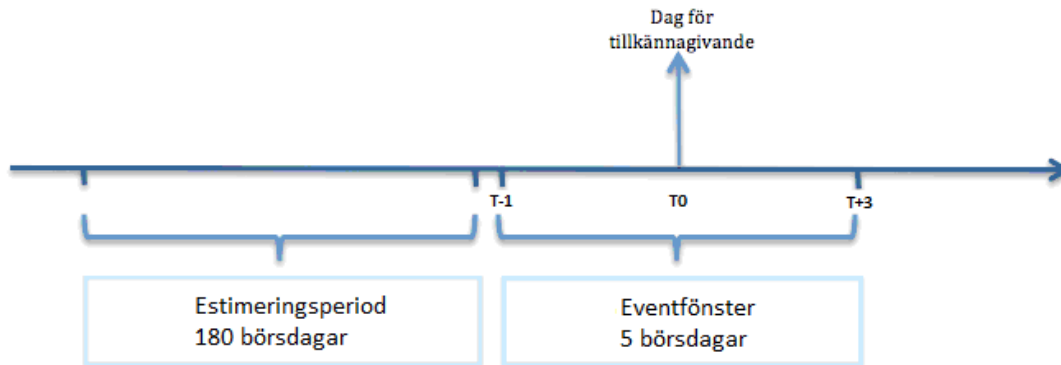
⁵⁷ Brown & Warner, 1985

⁵⁸ Fama, 1991

⁵⁹ Andrade *et al*, 2001

⁶⁰ Arnold, 2002, s. 606 ff

Figur 3.1 Eventstudiens omfattning



I tidslinjen ovan sker händelsen, vars fönster betecknas som perioden mellan T_{-1} och T_{+3} , vid tidpunkt T_0 . Vanligtvis omfattar en estimeringsperiod 252 börsdagar (ett helt kalenderår)⁶¹ och det schablonmässiga minimumet för att kunna estimerera ett företags normala börsutveckling är 126 observationer (ett halvt kalenderår)⁶². I vår studie har vi valt att använda oss utav en estimeringsperiod om 180 dagar och estimeringsperioden är justerad för att endast inkludera börsdagar. Med hjälp av en regressionsanalys fastställs därefter hur respektive företag vanligtvis förhåller sig på aktiemarknaden.

Steg 2: Urvalskriterier och bortfallsanalys

Nedan definierar vi de kriterier för vilka iakttagelser som ska ingå i undersökningsgruppen. Urvalskriterierna kan bland annat baseras på nationstillhörighet eller en specifik bransch för att få en så enhetlig grupp av studieobjekt som möjligt.

För att en observation ska ingå i vår undersökningsgrupp skall samtliga av dessa kriterier uppfyllas:

- Intentionen om att genomföra fusion eller uppköp har tillkännagetts mellan den 1 januari 2006 och den 31 december 2008
- Transaktionen är godkänd och genomförd
- Både uppköpande och uppköpt bolag är baserat i Sverige
- Uppköpande bolag är börsnoterat på Nasdaq OMX Stockholm i tabellen nedan.

⁶¹ Andrade *et al*, 2001

⁶² *Ibid*

Figur 3.2 Urvalsprocess

År	Antal observationer	Noterade på OMXS	Bristfällig information	Återstående observationer
2006	111	25	2	23
2007	125	38	8	30
2008	50	8	0	8
Totalt	286	71	10	61

Samtliga tillkännagivanden om förvärv som ägt rum på svenska marknaden mellan 2006-01-01 t.o.m 2008-12-31 har tagits fram genom Reuters 3000. Databasen visar 471 förvärv varav vi bortser från 185 observationer på grund av att de gäller köp av fastigheter. Av de återstående 286 observationerna faller ytterligare 215 bort eftersom det köpande bolaget inte är registrerat på Stockholmsbörsen. Tio observationer faller bort till följd av bristfällig information.

Det totala bortfallet i studien uppgår till 10 stycken fördelat på tre år där det största bortfallet är 2007. Den främsta orsaken till bortfallet är att det saknas data i Datastream. Eftersom bortfallet är som störst när antalet observationer är som störst (2007) och som minst då antalet observationer är som minst (2008) kan bortfallet troligtvis härledas till antalet observationer. I bortfallet har vi inte kunnat hitta något mönster eller någon överrepresentation av bransch. Det är således troligt att bortfallet inte medför någon systematisk påverkan på utfallet av denna studie.

Steg 3: Beräkning av överavkastning

Överavkastningen beräknas som skillnaden mellan den verkliga avkastningen och normalavkastningen. Normalavkastningen definieras som den förväntade avkastningen som hade inträffat utifall tillkännagivandet om förvärvet eller fusionen inte hade ägt rum. Genom att jämföra den verkliga avkastningen med den förväntade avkastningen vid varje given tidpunkt inom händelsefönstret kan vi mäta händelsens inverkan på börspriset genom att mäta eventuell överavkastning⁶³.

Då det finns olika sätt att beräkna normalavkastningen på anser vi att det är av vikt att motivera valet av estimeringsmodell. Enligt Benninga är de två vanligaste modellerna marknadsmodellen och tvåfaktorsmodellen. De två modellerna skiljer sig åt i tillvägagångssättet för att beräkna normalavkastningen och tvåfaktorsmodellen är den metod som anses vara den mer komplicerade av de två. Dock menar Benninga att resultaten i kvantitativa studier inte är känsliga för val av metod⁶⁴. Vi har därför valt att använda den mindre komplexa marknadsmodellen för vår undersökning. Modellens främsta fördel är att den bortser från eventuell avkastning som är associerad med variationer i

⁶³ MacKinlay, 1997

⁶⁴ Benninga, 2009, s. 374-375

marknadsavkastningen vilket medför att spridningen i överavkastningen reduceras. Det i sin tur leder till att möjligheterna för att upptäcka överavkastningen av den specifika händelse vi undersöker ökar⁶⁵.

Till att börja med sammanställer vi samtliga 61 observerade företags enskilda aktiekurser under respektive företags estimeringsperiod med hjälp av Datastream. Vi använder de genomsnittliga köp- och säljkurserna vid börsens stängning.

Formel 4.1 Beräkning av verklig avkastning

$$R_{it} = P_i(t=1) - P_i(t=0) / P_i(t=0)$$

I ovanstående formel beräknas den verkliga avkastningen, **Rit**, som den dagliga procentuella förändringen i respektive företags aktiekurs. **Pi** betecknar stängningskursen för respektive dag.

Formel 4.2 Beräkning av förväntad avkastning

$$Reit = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Den förväntade avkastningen för varje enskild tillgång, **Reit**, är uttryckt som en funktion av formel 4.2. Funktionens alfa-värde, **α** , skattas som regressionslinjens skärningspunkt när marknadsavkastningen, **Rmt** är lika med noll. Funktionens beta-värde, **β** , betecknar till vilken grad den enskilda tillgången påverkas av marknaden. Marknadsavkastningen, **Rmt**, har tagits fram från Affärsvärldens generalindex. Fördelen med Affärsvärldens generalindex är att det är justerat för split, nyemissioner och utdelningar. Indexet är dessutom lättillgängligt och den procentuella förändringen i detta index laddas ned från Affärsvärldens hemsida⁶⁶.

Genom att subtrahera den förväntade avkastningen (4.2) från den verkliga avkastningen (4.1) får vi således fram överavkastningen, **ARit**. Metoden har applicerats på studiens samtliga 61 observationer.

Formel 4.3 Beräkning av överavkastning

$$AR_{it} = R_{it} - Re_{it}$$

Steg 4: Skattning och definition av parametrar

Genom databasen Datastream hämtar vi slutkurserna för varje enskild aktie. I enlighet med MacKinlays rekommendationer har vi använt data från ett skattningsfönster som ligger längre bak i tiden än det valda händelsefönstret⁶⁷. Genom att ge utrymme för mellanrum i skattningen av beta-värdet elimineras risken för eventuella ryktesspridnings- och

⁶⁵ MacKinlay, 1997

⁶⁶ Affärsvärlden, www.affarsvarlden.se, Affärsvärldens Generalindex. Hämtad 2012-04-02

⁶⁷ MacKinlay, 1997

spekulationseffekter. Således har vi skattat beta-värdet fram till fem dagar före tillkännagivandet. Samma princip har även tillämpats vid uträkningarna av alfa-värdena.

Steg 5: Genomsnittlig överavkastning

För att kunna konstatera om det förekommer en övergripande överavkastning bland de 61 observerade företagen beräknar vi den genomsnittliga överavkastningen (*Average Abnormal Return*, härnäst benämnt som **AAR**) för varje period inom händelsefönstret.

Den genomsnittliga överavkastningen beräknas för samtliga 61 iakttagelser som ingår i studien och därmed erhålls värden för samtliga fem dagar som ingår i händelsefönstret. Den genomsnittliga överavkastningen sammanställs för vågens uppgång respektive nedgång för att på så sätt undersöka hur överavkastningen mellan de två perioderna dagligen skiljer sig under respektive händelsefönster.

Formel 4.4 Beräkning av genomsnittlig överavkastning

$$AAR_{it} = 1/N \sum_{t=1}^N AR_{it}$$

Därefter ackumuleras den genomsnittliga överavkastningen för att beräkna *Cumulative Abnormal Return* (härnäst benämnt som **CAAR**).

Hypotesprövning

För att säkerställa att de observerade överavkastningarna under förvärvsvågens uppgång respektive nedgång är statistiskt signifikanta och inte beror på slumpen genomförs två olika statistiska hypotesprövningar; ett parametriskt t-test för observationerna vid förvärvsvågens uppgång samt ett icke-parametriskt *Wilcoxon Sign Test* för observationerna vid förvärvsvågens nedgång. Anledningen varför dessa två tester genomförs förklaras av nedanstående *Kolmogorov-Smirnov* (KS-test) samt *Shapiro-Wilk* test. Eftersom signifikansnivån 0,2 överstiger 0,05 visar KS-testet att observationerna under förvärvsvågens uppgång är normalfördelade. Då signifikansnivån 0,002 understiger 0,05 på observationerna under förvärvsvågens nedgång indikerar detta att observationerna inte är normalfördelade. Därför testar vi uppgången med ett t-test och nedgången med ett *Wilcoxon Sign test*.

Tabell 3.3 Normalfördelningstest

Period	Kolmogorov-Smirnov	Shapiro-Wilk	Normalfördelning
2006-01-01 t.o.m. 2007-08-31	0,2	0,747	Ja

2007-09-01 t.o.m. 2008-12-31	0,002	0,014	Nej
------------------------------	-------	-------	-----

T-testet appliceras dels på den ackumulerade totala överavkastningen (CAAR) för att undersöka om överavkastningen under hela perioden är signifikant, och dels på den genomsnittliga dagliga överavkastningen (AAR) för varje dag under händelsefönstret (-1, 0, 1, 2, 3) för att undersöka ifall den dagliga överavkastningen är statistiskt signifikant.

Ett så kallat *one sample* t-test för de normalfördelade observationerna genomförs i dataprogrammet SPSS. För den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen formuleras nollhypotesen samt alternativhypotesen enligt följande:

Nollhypotes H_0 : Ackumulerad genomsnittlig överavkastning (CAAR) = 0

Mothypotes H_A : Ackumulerad genomsnittlig överavkastning (CAAR) \neq 0

Vilket betyder:

- Ett tillkännagivande om att en fusion eller ett uppköp kommer äga rum orsakar ingen ackumulerad genomsnittlig överavkastning av aktiekursen i förhållande till förväntad avkastning beräknat utifrån Affärsvärldens Generalindex (CAAR = 0) om H_0 antas.
- Ett tillkännagivande om att en fusion eller ett uppköp kommer äga rum orsakar ackumulerad genomsnittlig överavkastning (positiv som negativ) av aktiekursen i förhållande till förväntad avkastning beräknat utifrån Affärsvärldens Generalindex (CAAR \neq 0) om H_0 avfärdas.

Mothypotesen testas på 5 % signifikansnivå vilket innebär att risken att förkasta en sann nollhypotes är 5 %. Med andra ord kontrollerar vi att vi inte godtar ett påstående som saknar statistisk grund⁶⁸.

För den genomsnittliga överavkastningen formuleras nollhypotesen samt alternativhypotesen enligt följande:

Nollhypotes H_0 : Genomsnittlig överavkastning = 0

Mothypotes H_A : Genomsnittlig överavkastning \neq 0

Vilket betyder:

- Ett tillkännagivande om att en fusion eller ett uppköp kommer äga rum orsakar ingen överavkastning av aktiekursen i förhållande till förväntad avkastning beräknat utifrån Affärsvärldens Generalindex (AR = 0) om H_0 antas.
- Ett tillkännagivande om att en fusion eller ett uppköp kommer äga rum orsakar överavkastning (positiv som negativ) av aktiekursen i förhållande till förväntad avkastning beräknat utifrån Affärsvärldens Generalindex (AR \neq 0) om H_0 avfärdas.

Mothypotesen testas med en 5% signifikansnivå.

⁶⁸ MacKinlay, 1997

Ett *Wilcoxon Sign Test* appliceras på överavkastningen under perioden 2007-08-31 t.o.m. 2008-12-31 för att undersöka ifall observationerna är statistiskt signifikanta ($M_0 = \text{överavkastning} = 0$).

Nollhypotesen samt alternativhypotesen formuleras enligt följande:

$H_0: m = m_0$

$H_1: m \neq m_0$

Mothypotesen testas på 5 % signifikansnivå.

Steg 6 och steg 7 – redovisning av det empiriska resultatet respektive analys och slutsatser redogörs för i de kommande kapitlen.

Kapitel 4 Resultat

Sammanställning av studiens samtliga observationer

Tabellerna nedan är en sammanställning av den genomsnittliga överavkastningen (AAR) och den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen (CAAR) för händelsefönstrets samtliga dagar, uppdelat i förvärvsvågens uppgång samt nedgång.

Tabell 4.1.1 Genomsnittlig överavkastning (AAR) samt ackumulerad genomsnittlig överavkastning (CAAR) under perioden 2006-01-01 2007-08-31

Förvärvsvågens uppgång					
Dag	Actual return	Expected return	AAR	CAAR	
-1	0,81%	0,28%	0,53%	0,53%	
0	0,92%	0,16%	0,76%	1,29%	
1	0,10%	0,07%	0,04%	1,32%	
2	0,51%	0,18%	0,34%	1,66%	
3	0,09%	0,14%	-0,06%	1,60%	

I tabellen ovan är den verkliga avkastningen och den förväntade avkastningen positiv under händelsefönstrets samtliga dagar. Emellertid överstiger den verkliga avkastningen den förväntade under fyra av händelsefönstrets fem dagar vilket även belyses genom den ackumulerade överavkastningen som ökar under händelsefönstrets fyra första dagar för att under den sista dagen minska en aning. (Se Diagram 4.2.3) En intressant detalj är att den verkliga avkastningen erhåller studiens högsta utfall på tillkännagivandedagen (0,92%).

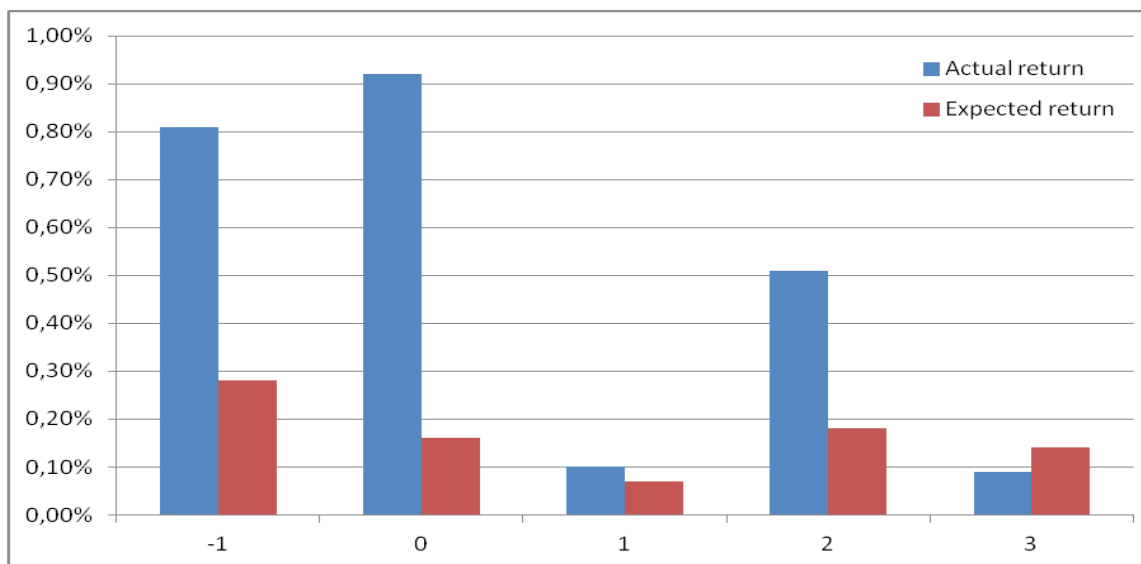
Tabell 4.1.2 Genomsnittlig överavkastning (AAR) samt ackumulerad genomsnittlig överavkastning (CAAR) under perioden 2007-09-01 - 2008-12 31.

Förvärvsvågens nedgång					
Dag	Actual return	Expected return	AAR	CAAR	
-1	-1,09%	0,28%	-1,37%	-1,37%	
0	-0,63%	-0,44%	-0,19%	-1,56%	
1	0,71%	-0,42%	1,13%	-0,42%	
2	-0,54%	0,13%	-0,67%	-1,09%	
3	0,46%	0,63%	-0,17%	-1,26%	

I tabell 4.1.2 är den verkliga avkastningen negativ under tre (-1, 0, +2) av händelsefönstrets fem dagar medan den förväntade avkastningen är negativ under två dagar (0, +1). Till skillnad från tabell 4.1.1 kan man inte utläsa något samband mellan de två variablerna. Detta belyses

genom den ackumulerade överavkastningens volatilitet under händelsefönstret (se diagram 4.2.5 för bättre illustration).

Diagram 4.1.3 Verklig avkastning och förväntad avkastning under perioden 2006-01-01 – 2007-08-31



I diagram 4.1.3 illustreras den verkliga och den förväntade avkastningen under förvärvsvågens uppgång. Bortsett från händelsefönstrets sista dag överstiger den verkliga avkastningen den förväntade under händelsefönstrets samtliga dagar.

Diagram 4.1.4 Verklig avkastning och förväntad avkastning under perioden 2007-09-01 – 2008-12-31

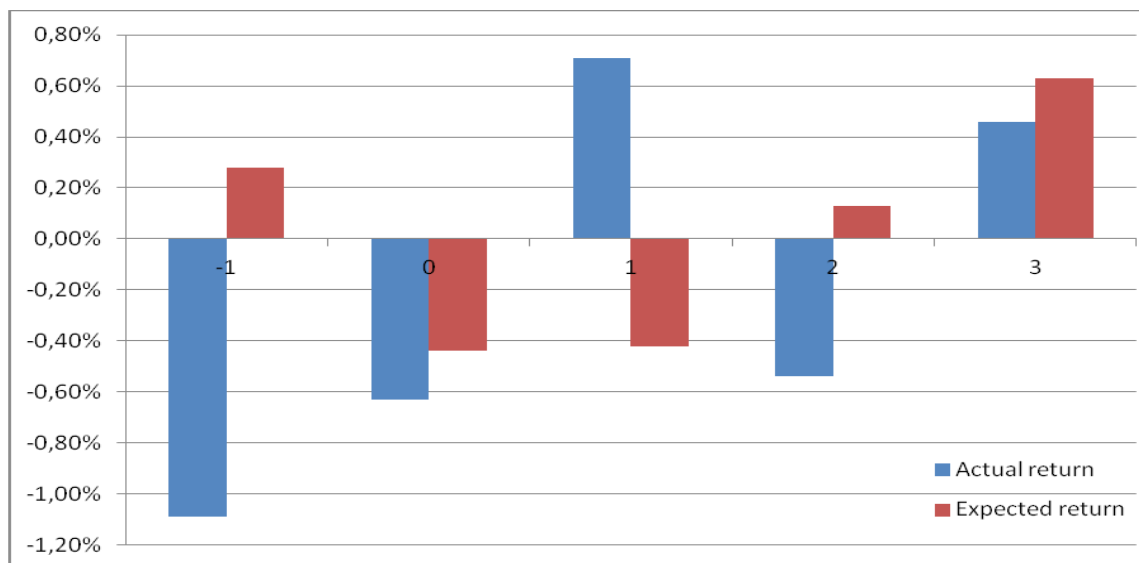


diagram 4.1.4 illustreras den verkliga och den förväntade avkastningen under förvärvsvågens nedgång. Både den verkliga avkastningen och den förväntade är betydligt mer volatil än i diagram 4.1.3.

Sammanställning av uppgångs- respektive nedgångsfas

Tabell 4.2.1 är en sammanställning av studiens observationer samt de statistiska utfallen, uppdelade i uppgångs- respektive nedgångsfasen. Tabellen visar att det procentuellt sett sker fler värdeskapande observationer under uppgångsfasen (67,4%) än under nedgångsfasen (50%). Det sker även mindre värdeförstörande observationer under uppgångsfasen (32,6%) än under nedgångsfasen (50%)

I tabellen framgår även att testets t-värde för de 43 observerade förvärven och fusionerna under förvärvsvågens uppgång blev 2,306, vilket överstiger testets förkastelsegräns 1,6828. Testets p-värde 0,026 understiger den valda signifikansnivån $\alpha=0.05$. Nollhypotesen förkastas därmed till förmån för mothypotesen. Testvärdet ger alltså statistiskt stöd för att förvärven och fusionerna under förvärvsvågens uppgång genererar överavkastning för det köpande företagets aktieägare.

Tabell 4.2.1 Sammanställning av uppgångs- respektive nedgångsfas

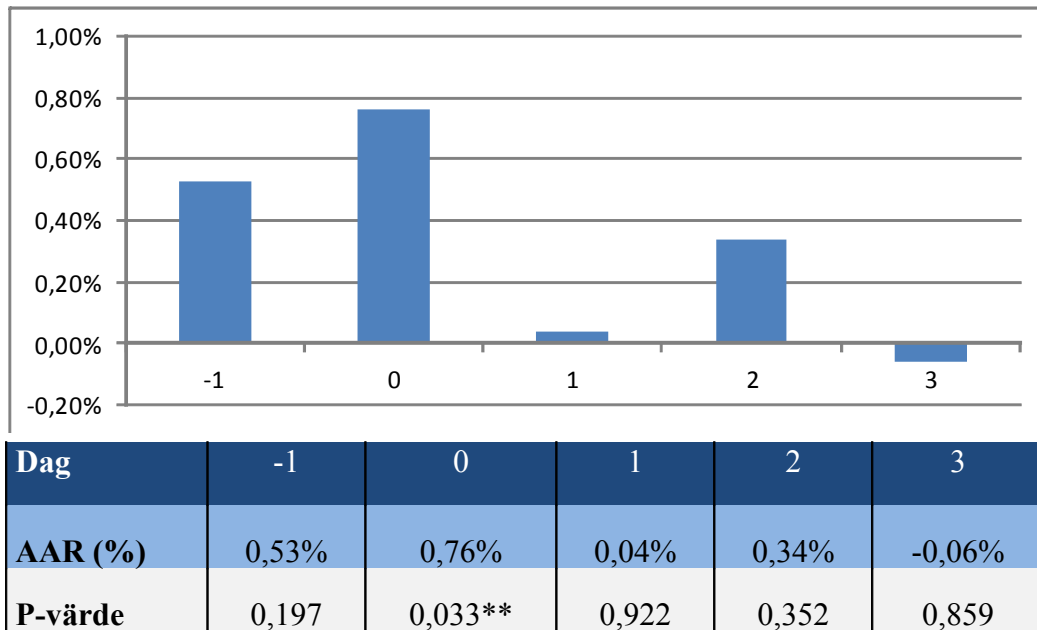
	Uppgång (jan 2006- aug 2007)	Nedgång (sept 2007 - dec 2008)	
Antal observationer	43 st.	18 st.	
Antal värdeskapande observationer (%)	29 st. (67,4%)	9 st. (50%)	
Antal värdeförstörande observationer (%)	14 st. (32,6%)	9 st. (50%)	
CAAR	1,60%	-1,26%	
t-värde	2,306	-0,739	
p-värde t-test	0,026**	0,47	
		Dag -1	0,094*
		Dag 0	0,231
		Dag +1	0,078*
		Dag +2	0,085*
p-värde <i>wilcoxon sign test</i>		Dag+3	0,845

* Statistiskt signifikant på 10% nivån

Enligt *Wilcoxon Sign Test* framgår det att överavkastning existerar under tre av händelsefönstrets fem dagar på 10% nivån (dag -1, dag +1, dag +2) under förvärvsvågens nedgång. Nollhypotesen förkastas därmed till förmån för mothypotesen för de givna dagarna. Testvärdet ger alltså statistiskt stöd för att den verkliga avkastningen under förvärvsvågens nedgång skiljer sig från den förväntade avkastningen på 10% nivån.

I diagrammen nedan illustreras först den dagliga förändringen i genomsnittlig överavkastning och därefter åskådliggörs den ackumulerade överavkastningen under händelsefönstret. P-värdena för samtliga utfall redovisas under respektive diagram. Uppgångsfasens p-värden härleds från t-testet medan p-värdena för nedgången kommer från *Wilcoxon Sign test*. Först redovisas uppgångsfasen och därefter nedgångsfasen.

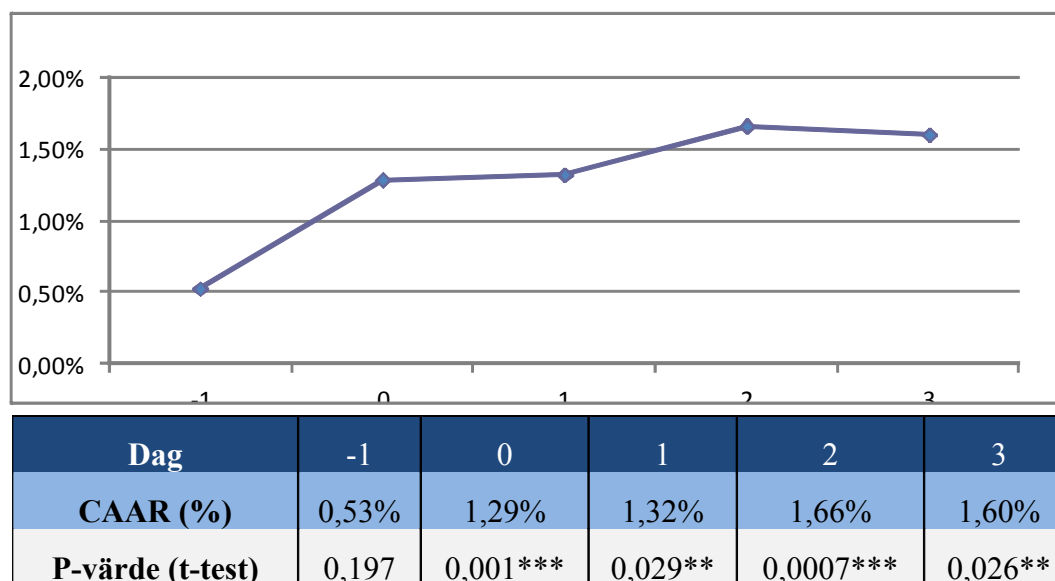
Diagram 4.2.2 Genomsnittlig överavkastning (AAR) Jan 2006-Aug 2007



**Statistiskt signifikant på 5% nivå

Diagram 4.2.2 visar den genomsnittliga överavkastningen för samtliga 43 observationer inom händelsefönstret samt P-värdet för t-testet $H_0: AAR=0$. Den genomsnittliga överavkastningen når sin kulmen på tillkännagivandedagen och är därefter mindre under resterande händelsedagar.

Diagram 4.2.3 Ackumulerad genomsnittlig överavkastning (CAAR) Jan 2006 - Aug 2007

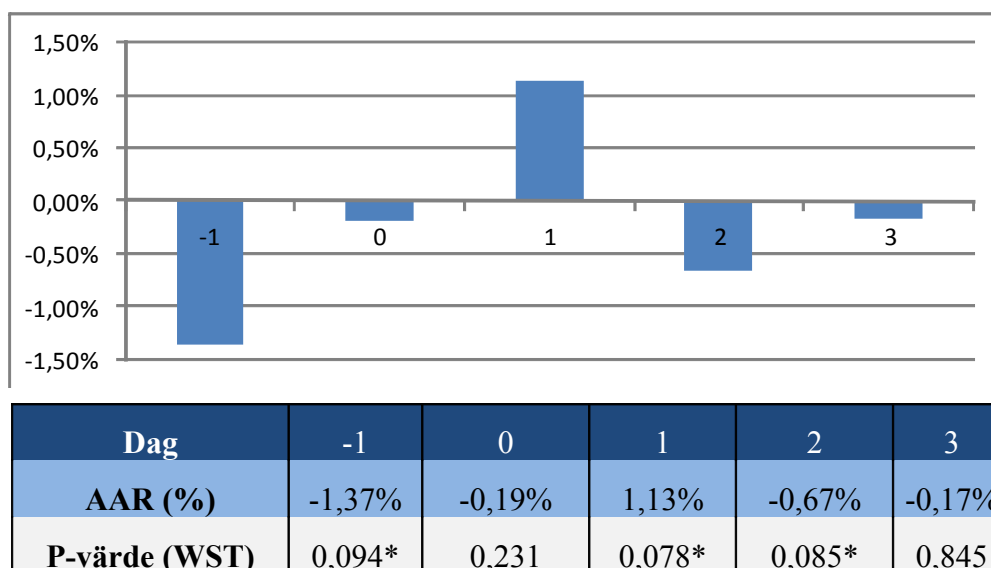


**Statistiskt signifikant på 5% nivån

***Statistiskt signifikant på 1% nivån

Diagram 4.2.3 visar den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för samtliga 43 observationer inom händelsefönstret samt P-värdet för t-testet $H_0: CAAR=0$. Den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen ökar under händelsefönstrets fyra första dagar för att därefter minska något.

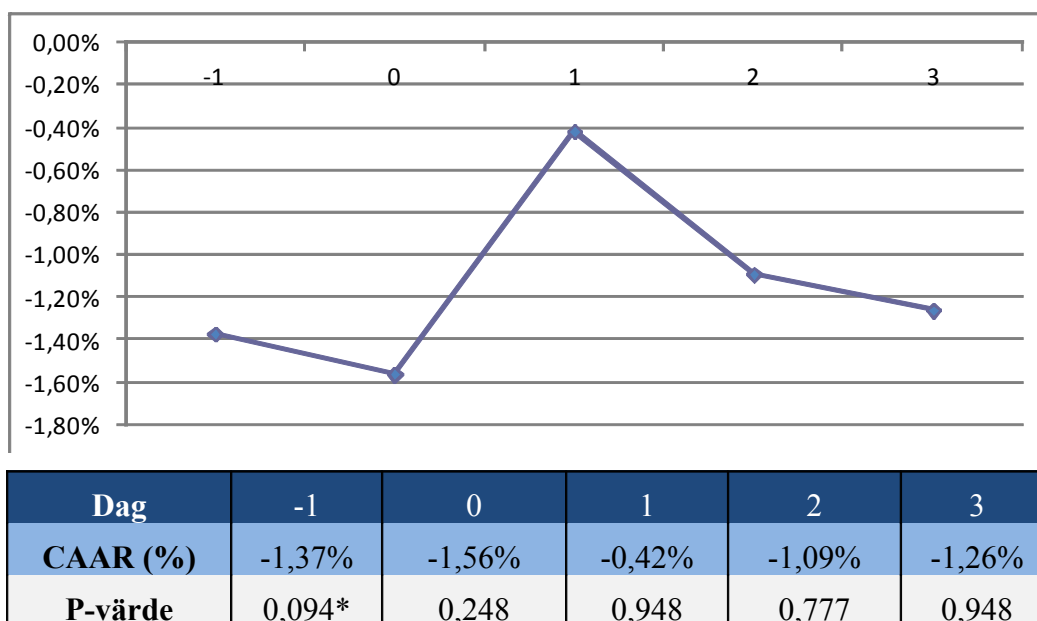
Diagram 4.2.4 Genomsnittlig överavkastning (AAR) Sept 2008- Dec 2009



*Statistiskt signifikant på 10% nivån.

Diagram 4.2.4 ovan visar den genomsnittliga överavkastningen för samtliga 18 observationer inom händelsefönstret samt P-värdet för t-testet $H_0: m=0$. Diagrammet belyser faktumet att den genomsnittliga överavkastningen är betydligt mer volatil under uppgången än under nedgången (jämför med Diagram 4.2.2)

Diagram 4.2.5 Ackumulerad genomsnittlig överavkastning (CAAR) Sept 2007-Dec 2008



*Statistiskt signifikant på 10% nivån

Diagram 4.2.5 visar den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för samtliga 18 observationer inom händelsefönstret samt P-värdet för t-testet $H_0: m = m_0$. Nedgångsfasens volatilitet exemplifieras genom att den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen initialt sjunker för att därefter öka markant och sedan sjunka ytterligare under händelsefönstrets två sista dagar.

Kapitel 5 Analys

Analys

Diagram 5.1 Överavkastning under förvärvsvågens upp- respektive nedgång

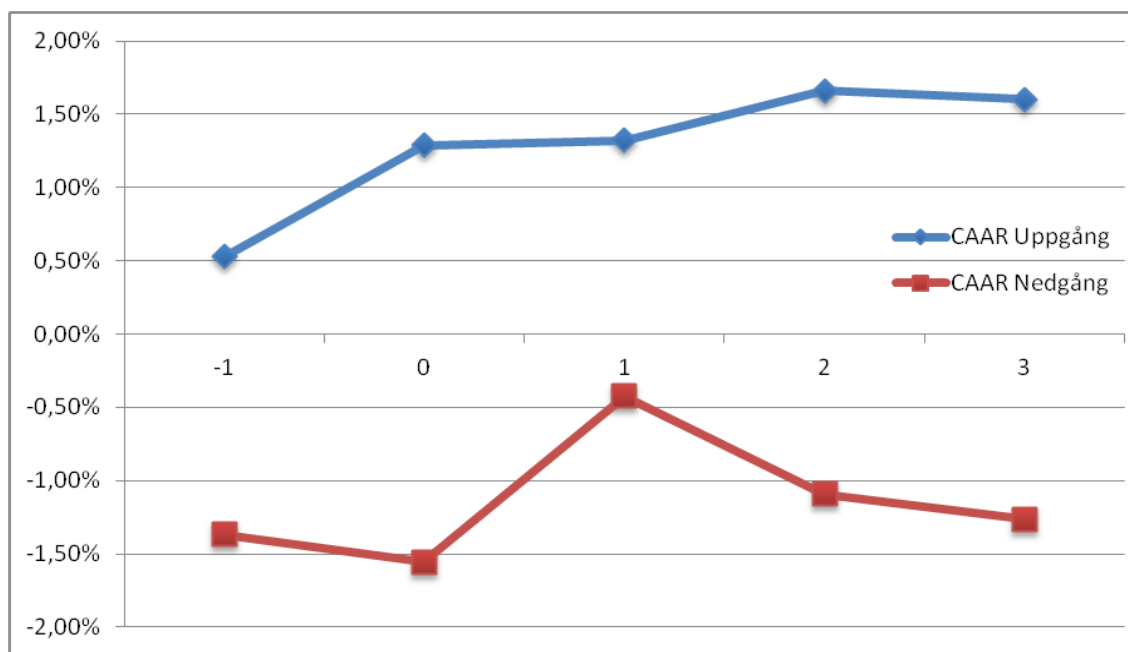


Diagram 5.1 illustrerar den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen för observationerna under förvärvsvågens uppgång samt observationerna under förvärvsvågens nedgång.

Diagrammet ovan visar att överavkastningen skiljer sig markant under uppgångs- och nedgångsfasen. Studiens sammanlagda skillnad i CAAR mellan de två perioderna är 2,86 % där förvärv och fusioner under uppgångsfasen genererade en ackumulerad överavkastning på 1,6 % medan förvärv och fusioner under nedgångsfasen resulterade i en ackumulerad överavkastning på -1,26 %.

Överavkastningen under fyra av händelsefönstrets fem dagar är signifikant på 5 % och 1 % nivån under uppgångsfasen. Som en följd av detta kan vi med säkerhet säkerställa att fusioner och förvärv under vågens uppgångsfas faktiskt leder till positiv överavkastning för det uppköpande bolagets aktieägare. Observationen ger även en indikation på att förvärv som görs under förvärvsvågens uppgång i större utsträckning resulterar i värdeskapande överavkastning för det köpande företags aktieägare (mätt som AAR och CAAR) än transaktioner som görs i förvärvsvågens nedgång.

Utfallet i uppgångsfasen strider mot Agrawal *et als* samt Gregorys slutsatser om att fusioner och uppköp i allmänhet leder till värdeförstöring⁶⁹ då vi har lyckats påvisa positiv

⁶⁹ Agrawal *et al*, 1992

överavkastning för det köpande bolagets aktieägare. Eftersom utfallet på nedgångsfasen saknar statistisk signifikans kan vi dessutom inte med säkerhet slå fast att fusioner och förvärv i nedgångsfasen medför värdeförstöring.

Eftersom värdeskapande existerar i förvärvsvågens uppgång strider vår studie mot Agrawal *et als* och Gregorys slutsatser om att fusioner och uppköp generellt är värdeförstörande⁷⁰. Utfallet på den svenska marknaden tyder på att man inte kan dra alla förvärv över en kam genom att schablonmässigt konstatera att dessa i allmänhet är värdeförstörande. Samtidigt är det även naivt att konstatera att alla förvärv som görs i en förvärvsvågs nedgångsfas är värdeförstörande då det inte är förvärvsvågen i sig som avgör om ett tillkännagivande är värdeförstörande eller inte. Däremot minskar möjligheterna för att bedriva värdeskapande förvärv i nedgångsfasen vilket behandlas utförligare i analysens senare skede. Med hänsyn till det generella antalet värdeförstörande uppköp och sammanslagningar under den givna perioden bör man som företagsledare vara väl medveten var i förvärvscykeln marknaden befinner sig. Utifrån rådande omständigheter bör man överlägga om ett förvärv verkligen är den rätta strategin för ens egna bolag under en förvärvsvågs nedgångsfas.

Den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen under förvärvsvågens uppgång (1,60 %) är endast marginellt högre än den som presenteras i Jarrell och Poulsens studie (1,14 %)⁷¹ vilket kan tyda på, i enlighet med författarnas slutsatser, att det uppköpta företaget absorberar större delen av den eventuella överavkastningen bland de svenska företagen. Med hjälp av det starka statistiska belägget i uppgångsfasen påvisar vi att det uppköpande bolagets aktieägare erhåller positiv överavkastning, men eftersom studien inte behandlar överavkastningen i det uppköpta bolaget kan vi inte dra några definitiva slutsatser kring absorptionseffekten. Av samma anledning strider utfallet i uppgångsfasen på den svenska marknaden mot Eckbos studie som påvisar en negativ överavkastning för det uppköpande bolaget i samband med ett tillkännagivande av en fusion eller ett uppköp⁷².

Utfallet på den svenska marknaden visar att den procentuella andelen värdeskapande transaktioner är större under uppgångsfasen (67,4%) än under nedgångsfasen (50%). Studiens resultat är i linje med Moeller *et als* studie som visar att förvärv och fusioner under förvärvsvågens uppgång är mer värdeskapande än under förvärvsvågens nedgång⁷³. Emellertid är såväl den procentuella andelen (50%) som den ackumulerade genomsnittliga överavkastningen (-1,26%) under förvärvsvågens nedgång betydligt skonsammare än vad Moeller *et al* påvisade i sin studie på den amerikanska marknaden. De få statistiskt signifikanta utfallen på den inte alltför tillförlitliga 10 % nivån gör det dessvärre svårt att dra alltför säkra slutsatser kring överavkastningen under förvärvsvågens nedgångsfas. De samlade resultaten är trots allt intressanta att framhålla eftersom de ger en indikation på att transaktionerna inte är lika värdeskapande som vid förvärvsvågens uppgång.

⁷⁰ Agrawal *et al*, 1992; Gregory, 1997

⁷¹ Jarrell & Poulsen, 1989

⁷² Eckbo, 1983

⁷³ Moeller *et al*, 2006

Trots att den ackumulerade överavkastningen är negativ under nedgångsfasen är som tidigare nämnt endast hälften av förvärven och fusionerna värdeförstörande. En möjlig förklaring till detta är att observationerna beaktas i nedgångens initiala skede och att den globala finansiella krisen inte hade påverkat den svenska marknaden fullt ut än. En annan möjlig förklaring är att antalet observationer (18 stycken) är för litet. Inom ramen för studiens avgränsningar och syfte är det dessvärre inte möjligt att inkludera fler observationer och av den anledningen skapa större möjligheter för en djupare analys.

Vi kan slå fast att Stockholmsbörsen är en de facto semistark effektiv marknad i och med att vi har lyckats identifiera överavkastning till följd av ett tillkännagivande och att det finns statistiskt belägg för detta. I en starkt effektiv marknad skulle detta inte vara möjligt. Det låga antalet observationer i nedgångsfasen tyder ytterligare på marknadens effektivitet och ger belägg för att marknaden är semistarkt effektiv. Vi vill mena att på samma sätt som marknaden tar till sig positiva signaler vid uppgångsfasen tar den även till sig negativa signaler när konjunkturen och därmed förvärvsvågen vänder. Vi ser att antalet observationer i nedgångsfasen är mindre än hälften av observationerna i uppgångsfasen vilket återspeglar en beteendeförändring bland marknadens aktörer som inte längre betraktar fusioner och uppköp som den optimala strategin för tillväxt. Marknadens semieffektivitet och dess respons vid dåliga tider åskådliggörs dessutom genom att negativ överavkastning uppstår dagen innan händelsedagen i nedgångsfasen och att detta faktum är statistiskt signifikant på 10 % nivån. Det tyder på att insiderinformation och ryktesspridning existerar på marknaden.

Värdeskapandet under förvärvsvågens uppgångsfas kan härledas till Gaughans resonemang om att fusioner och uppköp som sker under den här perioden karaktäriseras av strategiska motiv och genomtänkta beslut⁷⁴. Kombinationen av den sjätte vågens karaktäristika och låga räntenivåer medför att anskaffning av främmande kapital förenklas och förbättrar därmed möjligheterna till att göra gynnsamma förvärv. Vi anser att den främsta förklaringen till värdeskapandet ligger i att förvärvsvågen är positivt korrelerad till konjunkturcykeln. Den verkliga avkastningen är som högst på tillkännagivandedagen (0,92%) under förvärvsuppgången vilket tyder på att marknaden ger positiv respons till de signaler ett förvärv sänder ut i tider av tillväxt. Marknadens respons och värdeskapandet får gehör bland övriga aktörer, vilket katalyserar ett slags *herding behaviour* på marknaden. Fusioner och uppköp framstår som den främsta strategin för ett bolags tillväxt även om det inte är den mest lämpade taktiken för alla företag. Emellertid utvecklas detta vilseledande Följa John-beteende snarare till en skadlig efterapning än en fördelaktig metod för expansion och tillväxt baserat på strategiska bakomliggande motiv om vad som är bäst för det enskilda bolaget.

När konjunkturen vänder så existerar inte längre de faktorer som möjliggör att fusioner och förvärv är värdeskapande. I samband med att konjunkturen vänder höjs räntorna samtidigt som marknadsosäkerheten ökar, vilket i studien exemplifieras företrädesvis genom den volatila förväntade avkastningen under förvärvsvågens nedgång (se diagram 4.1.4). Därför uteblir värdeskapandet och de förvärv som äger rum efter att vågen passerat sin kulmen leder

⁷⁴ Gaughan, 2011

snarare till att marknaden reagerar negativt på att ett bolag tar sig an riskfyllda affärer. I flera fall är fusioner och uppköp under denna nedgångsfas därför dömda att misslyckas redan vid tillkännagivandet.

Kapitel 6 Slutsatser

Slutsatser

Utifrån ovanstående analys drar vi följande slutsatser:

Värdeskapandet bland svenska företagsförvärv och fusioner skiljer sig beroende på transaktionstillfallets tidpunkt under den sjätte förvärvsvågen. Förvärv och fusioner på den svenska marknaden som görs innan den sjätte förvärvsvågen passerat sin kulmen (augusti 2007) leder till värdeskapande snarare än värdeförstörande effekter för det uppköpande bolagets aktieägare.

Utfallet på den svenska marknaden visar att man som aktieägare bör välkomna att företaget man äger aktier i bedriver fusioner eller uppköp under förvärvsvågens uppgång. I studien säkerställs att aktiekursen för det köpande bolaget reagerar bättre på förvärv i vågens uppgång än i dess nedgång. Eftersom utfallet under nedgångsfasen inte kan säkerställas statistiskt kan vi inte med säkerhet avråda från att äga aktier i ett företag som bedriver förvärv under en förvärvsvågs nedgångsfas. Emellertid tyder våra fynd på att transaktionerna är värdeförstörande, och som aktieägare bör man vara extra vaksam under perioder av hög förvärvsaktivitet.

Utifrån en företagsledares perspektiv visar utfallet på den svenska marknaden att man ska avstå från att bedriva en fusion eller ett uppköp på grund av exempelvis ett lockande pris, och istället fokusera på de strategiska bakomliggande motiven om man eventuellt vill förvärva ett annat företag. Det finns självklart flera bakomliggande incitament till ett företagsförvärv, exempelvis att utöka sina marknadsandelar och erhålla patent samt *know-how*, men om det bara handlar om att öka aktievärdet bör man avstå från fusion eller uppköp. Med studien på den svenska marknaden som underlag bör företagsledare dessutom ägna tid åt att analysera förvärvsaktiviteten på marknaden och ställa sig frågande när andelen förvärv börjar öka markant på marknaden. Genom att granska marknaden kritiskt, hålla sig till vad som är bäst för sitt egna företag och inte lockas av frestelser såsom imperiebyggande och lockande priser möjliggör företagsledare sina chanser att hålla sig steget före sina konkurrenter och därmed iklä sig rollen som John som resterande aktörer på marknaden följer efter.

I linje med studiens syfte stämmer teorierna kring värdeskapande under förvärvsvågens uppgång med studiens utfall. Därmed ger studien gehör till Moellers samt Jarrel och Poulsens slutsatser. Av samma anledning strider studien mot faktumet att förvärv genererar negativ överavkastning till det köpande bolagets aktieägare vilket Agrawal *et al* samt Gregory påvisade i sina studier. Å andra sidan har dessa studier utförts ur ett längre perspektiv och vi finner skillnaden därmed intressant och hoppas, i linje med studiens syfte, att detta faktum kan bana väg för fortsatta studier inom detta på den svenska marknaden ännu outforskade

område. Avslutningsvis konstaterar vi även att den genererade överavkastningen under förvärvsvågens uppgång visar att Stockholmsbörsen de facto är en semistarkt effektiv marknad.

5.1 Förslag till vidare forskning

I takt med att vi har bearbetat uppsatsämnet har vi även upptäckt en del kunskapsglapp vilket ter sig naturligt med hänsyn till att värdeskapande förvärv och fusioner under den sjätte förvärvsvågen ännu är ett relativt outforskat ämnesområde på den svenska marknaden.

En intressant aspekt som vi har lyft fram i denna uppsats är absorptionseffekten, fenomenet där större delen av det värde som skapas till följd av en händelse inte tillfaller det uppköpande bolagets aktieägare utan absorberas av det uppköpta bolagets aktieägare. Eftersom vi inte studerar effekten i de bolag som står i stånd till att bli uppköpta anser vi därför att det vore intressant att utföra en studie som belyser absorptionseffekten under samma period. Som tidigare nämnt är våra förhoppningar att öka intresset för liknande studier på mindre marknader såsom den svenska. Vi ser därför gärna att vår studie replikeras och appliceras på andra marknader som delar samma karaktäristika som den svenska, företrädesvis ett eller flera skandinaviska länder, för att således kunna analysera eventuella likheter och skillnader marknaderna emellan.

Genom att utvidga undersökningen till att omfatta förvärv och fusioner på marknader med likartade förhållanden kan man dessutom erhålla ett större antal observationer för att på så sätt kunna göra en djupare analys. Att vi inte kunde erhålla ett statistiskt signifikant utfall under förvärvsvågens nedgång kan man all säkerhet härledas till att antalet observationer (18) var för litet. Av den anledningen hade ett större antal observationer varit ytterligare en fördel. Eftersom vår studie undersöker de kortsiktiga effekterna av fusioner och uppköp vore det även intressant att undersöka de långsiktiga effekterna genom att tillämpa en längre post-event period. I studiens slutsats nämndes skillnaden mellan studiens kortsiktiga utfall och Agrawal et als långsiktiga utfall. Vi finner det därmed intressant att undersöka likheterna och skillnaderna mellan dessa två utfall. Avslutningsvis vore det intressant att undersöka hur det eventuella värdeskapandet skiljer sig åt beroende på variabler såsom val av betalningsmedel, bolagsstorlek eller möjligtvis en branschupplad förvärvsanalys mot bakgrund av en eller flera förvärvsvågor.

Källförteckning

Artiklar

Ahern, Kenneth (2006); "*Sample selection and event study estimation*": University of Michigan

Agrawal, A., Jaffe, J. & Mandelker, G. (1992); "*The Post-Merger Performance of Acquiring Firms*": A Re-examination of an Anomaly"; *Journal of Finance*, s.1605-1621

Andrade, G.; Mitchell M. och Stanford, E. (2001); "*New Evidence and Perspectives on Mergers*"; *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15:2, s. 103-120

Bieshaar H., Knight J. & van Wassenaeer A. (2001); "*Deals That Create Value*"; *The McKinsey Quarterly*, Vol. 1, s. 64-73

Brown, S. J. och Warner, J. B. (1985); "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies"; *Journal of Financial Economics*, Vol. 14:1, s.3-32

Campa, J.M. och Hernando, I. (2004); "*Shareholder Value Creation in European M&As*"; *European Financial Management*, Vol. 10:1, s.47-81

Denis, D., Denis, D. & Yost, K. (2002); "*Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value*"; *Journal of Finance* vol. 57, s.1951-1979

Eckbo, E. (1983); "*Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder's Wealth*"; *The Journal of Financial Economics*, Vol. 11:1, s.214-273

Fama, Eugene F. (1965); "*The Behaviour of Stock Market Prices*"; *The Journal of Business*, January, s.34-106

Fama, Eugene F. (1970); "*Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*"; *The Journal of Finance*, Vol. 25, s.384-417

Fama, Eugene F. (1991); "*Efficient Capital Markets II*"; *The Journal of Finance*, Vol. 16, s.1575-1617

Gort, M. (1969); "*An economic disturbance theory of mergers*"; *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83:4, s.624-642

Gregory, A. (1997) "*An examination of the long-run performance of UK acquiring firms*"; *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24:7 s.971-1002

Healy, P., Palepu, K. & Ruback, R. (1992); ”Does Corporate Performance Improve after mergers?”; Journal of Financial Economics, Vol. 31, s. 135-175

Jarrell, G. & Poulsen, A. (1989); “The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence From Three Decades”; Financial Management, Vol. 18:3, s.12-19

Jensen M. (1986); “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers” ; The American Economic Review, Vol. 76, No.2, s.323-329

MacKinlay, G. (1997); “Event Studies in Economic and Finance”; Journal of Economic Literature, Vol. 35, s.13-39

Martynova, M. & Renneboog L. (2008); “A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?”; Journal of Banking & Finance, s.2148-2177

Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2006); “Wealth destruction on a massive scale: A study of acquiring-firms returns in the recent merger wave”; Journal of Finance vol. 60:2, s.757-781

Rau, P. & Vermaelen, T. (1996); “Glamour, Value and the post-acquiring Performance of acquiring firms”; Journal of Financial Economics Vol 49:2 s.223-253

Roll, R. (1986);”The hubris hypothesis of corporate takeovers”; Journal of Business, Vol. 59, s.197–216

Scharfstein, S & Stein, S (1990); “Herd behaviour and Investment”; The American Economic Review, Vol. 80, No. 3, s.465-479

Shleifer, A., Vishny, R. (1990); “Do managerial objectives drive bad acquisitions?”; The Journal of Finance, Vol. 45, No. 1, s.31-48

Internet

Affärsvärldens hemsida, www.affarsvarlden.se. Hämtad 2012-04-29

([http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_info.page?magic=\(cc%20\(info%20\(tab%20hist\)\)\)](http://bors.affarsvarlden.se/afvbors.sv/site/index/index_info.page?magic=(cc%20(info%20(tab%20hist)))))

Avanzas hemsida, www.avanza.se , Nordea över förväntan 2012-04-24. Hämtad 2012-05-06 (https://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=220265)

Qfinance hemsida, www.qfinance.com “Mergers an Demergers Quotes”. Hämtad 2012-04-06 (<http://www.qfinance.com/finance-and-business-quotes/mergers-and-demergers>)

Riksbankens hemsida, www.riksbank.se presskonferens 2008-10-08
(http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/OH_presskonferens/2008/presskonf081008_2.ppt)

Riksbanken, www.riksbank.se, Räntor och valutakurser. Hämtad 2012-05-02
(<http://www.riksbank.se/sv/Rantor-och-valutakurser/Reporantan-tabell/>)

Standard & Poor's, indices: Euro, hämtad 2012-04-12

Svenska Dagbladet, www.svd.se, *Borg korad till bäste finansminister* 2011-11-22 Hämtad 2012-05-06
(http://www.svd.se/naringsliv/borg-korad-till-baste-finansminister_6655396.svd)

The New York Times, Landler, M., Daimler's sale of Chrysler seems inevitable New York Times. 2007-04-17. Hämtad 2012-04-25
(<http://www.nytimes.com/2007/04/04/business/worldbusiness/04iht-daimler.4.5147224.html>)

www.valuta.se, *Sverige: Moodys upprepar kreditbetyget AAA, stabila utsikter* 2012-01-12 Hämtad 2012-05-06
(<http://www.valuta.se/news/story.aspx?id=11879791>)

Litteratur

Arnold, G. (2002); ”*Corporate Financial Management*”; Prentice Hall, 2:a upplagan, s.603-625

Bell, J. (2006); ”*Introduktion till forskningsmetodik*”; Studentlitteratur, 4:e upplagan

Benninga, Simon (2008); ”*Financial Modeling*”; MIT Press, 3:e upplagan

Bryman, Alan & Bell, Emma (2003); ”*Business Research Methods*”; Oxford University Press

Davidsson, B. & Patel, R. (2003); ”*Forskningsmetodikens grunder*”; Studentlitteratur, 3:e upplagan

Gaughan, Patrick A. (2011); ”*Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings*”; John Wiley and Sons, 5:e upplagan

Sevenius, Robert (2003); ”*Företagsförvärv*”; Studentlitteratur, 2:a upplagan

Utredningar

Konkurrenslagsutredningen (1998) *Konkurrenslagets regler om företagskoncentration*.
Statens offentliga utredningar (1998:98)

Orefererade källor:

Gårdängen, Maria;Handledning, Universitetslektor Företagsekonomiska Institutionen, Lunds
Universitet.

Bilagor

Bilaga 1: Förvärv och fusioner under förvärvsvågens uppgång, listade i kronologisk ordning

Förvärvsvågens uppgång					
Företag	Dag	Actual return	Expected return	AR	CAR
Feelgood Svenska AB	-1	1,29%	0,14%	1,16%	1,16%
	0	0,00%	0,22%	-0,22%	0,94%
	1	-2,56%	0,24%	-2,80%	-1,86%
	2	-1,31%	0,12%	-1,43%	-3,29%
	3	5,98%	0,29%	5,69%	2,40%
Know IT	-1	2,75%	0,14%	2,61%	2,61%
	0	0,89%	0,31%	0,58%	3,19%
	1	-1,33%	0,23%	-1,55%	1,64%
	2	-0,45%	0,23%	-0,68%	0,96%
	3	-0,45%	0,23%	-0,68%	0,28%
Fabege AB	-1	-3,31%	0,04%	-3,35%	-3,35%
	0	1,36%	0,09%	1,27%	-2,08%
	1	-1,34%	0,00%	-1,35%	-3,43%
	2	-1,03%	0,09%	-1,12%	-4,55%
	3	0,35%	0,02%	0,32%	-4,23%
Sigma AB	-1	0,75%	0,12%	0,63%	0,63%
	0	-1,12%	0,22%	-1,34%	-0,71%
	1	-2,64%	0,21%	-2,85%	-3,56%
	2	0,78%	-0,28%	1,06%	-2,50%
	3	-0,77%	0,31%	-1,08%	-3,58%
A-Com AB	-1	11,44%	0,29%	11,15%	11,15%
	0	-3,55%	0,22%	-3,77%	7,38%
	1	1,23%	0,07%	1,16%	8,54%
	2	2,82%	0,02%	2,80%	11,33%
	3	-3,12%	0,33%	-3,45%	7,88%
NCC AB B	-1	-0,78%	0,21%	-0,99%	-0,99%
	0	1,57%	0,22%	1,36%	0,37%
	1	-0,78%	0,21%	-0,99%	-0,62%
	2	0,51%	0,21%	0,30%	-0,32%
	3	3,79%	0,21%	3,57%	3,25%
Addnode AB	-1	1,10%	-0,02%	1,12%	1,12%
	0	0,36%	0,33%	0,03%	1,15%
	1	0,00%	0,43%	-0,43%	0,71%
	2	-1,55%	0,43%	-1,99%	-1,28%
	3	-5,26%	0,43%	-5,70%	-6,97%

Kungsleden AB	-1	1,36%	0,11%	1,24%	1,24%
	0	2,11%	0,29%	1,81%	3,06%
	1	1,13%	0,34%	0,78%	3,84%
	2	3,32%	0,19%	3,14%	6,98%
	3	-1,07%	0,21%	-1,27%	5,70%
RNB Retail and Brands AB	-1	-6,30%	0,37%	-6,66%	-6,66%
	0	5,12%	0,34%	4,78%	-1,89%
	1	0,00%	0,48%	-0,48%	-2,36%
	2	-0,74%	0,42%	-1,16%	-3,52%
	3	0,00%	1,02%	-1,02%	-4,54%
Addnode AB 2	-1	-1,61%	-1,58%	-0,03%	-0,03%
	0	0,41%	-0,63%	1,04%	1,00%
	1	-5,71%	0,08%	-5,79%	-4,79%
	2	3,90%	-2,07%	5,96%	1,18%
	3	-2,08%	2,16%	-4,24%	-3,06%
Lagercrantz Group AB	-1	1,88%	0,17%	1,71%	1,71%
	0	0,37%	-0,33%	0,70%	2,41%
	1	0,37%	0,24%	0,13%	2,54%
	2	2,56%	0,25%	2,31%	4,85%
	3	2,14%	0,06%	2,08%	6,93%
Saab AB	-1	2,48%	0,42%	2,06%	2,06%
	0	-1,81%	-0,01%	-1,81%	0,25%
	1	2,77%	-0,21%	2,98%	3,24%
	2	5,09%	0,38%	4,70%	7,94%
	3	2,28%	0,55%	1,73%	9,67%
Peab AB	-1	2,20%	0,47%	1,73%	1,73%
	0	1,69%	0,37%	1,32%	3,05%
	1	0,00%	0,18%	-0,18%	2,87%
	2	0,86%	0,18%	0,68%	3,55%
	3	-0,43%	-0,02%	-0,40%	3,15%
Tele2 AB B	-1	1,04%	-0,43%	1,47%	1,47%
	0	-2,41%	-0,31%	-2,09%	-0,62%
	1	1,41%	-0,07%	1,48%	0,86%
	2	0,00%	-0,07%	0,07%	0,93%
	3	-0,35%	0,19%	-0,53%	0,40%
Know IT	-1	1,69%	0,02%	1,67%	1,67%
	0	-0,47%	0,07%	-0,54%	1,12%
	1	1,19%	0,12%	1,07%	2,19%
	2	0,71%	0,06%	0,65%	2,84%
	3	-1,17%	0,12%	-1,29%	1,55%
Pricer AB	-1	2,08%	0,14%	1,94%	1,94%
	0	-2,04%	0,26%	-2,30%	-0,36%
	1	0,00%	0,38%	-0,38%	-0,74%
	2	-2,08%	0,22%	-2,31%	-3,04%
	3	3,19%	0,39%	2,80%	-0,24%
Addnode AB	-1	0,00%	0,05%	-0,05%	-0,05%
	0	4,55%	0,04%	4,51%	4,46%

	1	-0,40%	0,04%	-0,43%	4,03%
	2	-0,79%	0,07%	-0,86%	3,17%
	3	0,80%	0,04%	0,76%	3,93%
FormPipe Software AB	-1	0,87%	0,60%	0,27%	0,27%
	0	0,86%	0,56%	0,30%	0,58%
	1	0,85%	0,53%	0,32%	0,90%
	2	-2,54%	0,60%	-3,14%	-2,25%
	3	-2,17%	0,60%	-2,78%	-5,02%
Nolato AB	-1	-1,08%	-0,02%	-1,05%	-1,05%
	0	0,00%	-0,02%	0,02%	-1,03%
	1	-2,17%	-0,02%	-2,15%	-3,18%
	2	3,33%	-0,02%	3,36%	0,18%
	3	-2,51%	-0,02%	-2,49%	-2,31%
Proffice AB	-1	-6,34%	0,22%	-6,57%	-6,57%
	0	1,04%	0,19%	0,85%	-5,72%
	1	2,06%	0,31%	1,75%	-3,97%
	2	0,51%	0,31%	0,19%	-3,77%
	3	0,50%	0,31%	0,19%	-3,58%
TeliaSonera AB	-1	-0,46%	-0,19%	-0,27%	-0,27%
	0	-0,92%	0,29%	-1,21%	-1,48%
	1	0,47%	0,57%	-0,11%	-1,59%
	2	0,46%	-0,08%	0,54%	-1,05%
	3	-0,46%	0,08%	-0,54%	-1,59%
Bure Equity AB	-1	0,31%	0,10%	0,21%	0,21%
	0	0,31%	0,04%	0,27%	0,48%
	1	0,31%	0,10%	0,21%	0,69%
	2	0,00%	0,19%	-0,19%	0,50%
	3	0,88%	0,03%	0,85%	1,34%
Cybercom Group Europe AB	-1	2,58%	0,05%	2,53%	2,53%
	0	0,00%	0,07%	-0,07%	2,46%
	1	4,48%	0,08%	4,40%	6,86%
	2	-1,92%	0,05%	-1,97%	4,89%
	3	0,00%	0,09%	-0,09%	4,81%
Kungsleden	-1	0,47%	-0,04%	0,51%	0,51%
	0	0,46%	0,17%	0,29%	0,80%
	1	0,46%	-0,73%	1,19%	1,99%
	2	2,77%	2,30%	0,47%	2,46%
	3	-0,23%	0,10%	-0,33%	2,13%
MTG	-1	-0,57%	0,01%	-0,58%	-0,58%
	0	1,83%	0,25%	1,58%	1,00%
	1	-2,47%	-0,77%	-1,70%	-0,70%
	2	3,69%	2,65%	1,04%	0,34%
	3	0,22%	0,17%	0,06%	0,40%
Skistar	-1	4,27%	0,99%	3,28%	3,28%
	0	0,41%	-0,03%	0,44%	3,72%
	1	-2,24%	0,27%	-2,52%	1,21%

	2	-1,88%	-0,03%	-1,85%	-0,64%
	3	-2,13%	0,38%	-2,51%	-3,15%
Eniro	-1	1,28%	0,09%	1,19%	1,19%
	0	2,29%	0,21%	2,08%	3,27%
	1	0,75%	0,08%	0,67%	3,94%
	2	-1,59%	0,06%	-1,65%	2,30%
	3	-0,81%	0,24%	-1,05%	1,24%
Atlas Copco	-1	1,28%	0,10%	1,18%	1,18%
	0	2,29%	0,16%	2,13%	3,32%
	1	0,75%	0,18%	0,56%	3,88%
	2	0,00%	0,15%	-0,15%	3,73%
	3	-0,88%	-0,03%	-0,85%	2,88%
Duroc	-1	1,28%	0,15%	1,13%	1,13%
	0	2,29%	0,04%	2,25%	3,39%
	1	0,75%	0,13%	0,61%	4,00%
	2	-0,89%	0,21%	-1,10%	2,90%
	3	0,00%	0,15%	-0,15%	2,75%
Swedbank	-1	1,28%	0,15%	1,13%	1,13%
	0	2,29%	0,04%	2,25%	3,39%
	1	0,75%	0,13%	0,61%	4,00%
	2	1,45%	0,21%	1,25%	5,25%
	3	1,26%	0,15%	1,11%	6,35%
MultiQ	-1	1,28%	0,18%	1,10%	1,10%
	0	2,29%	0,19%	2,10%	3,20%
	1	0,75%	0,31%	0,44%	3,63%
	2	6,25%	0,09%	6,16%	9,80%
	3	1,13%	-0,03%	1,16%	10,96%
Enea AB	-1	-0,59%	-1,11%	0,53%	0,53%
	0	2,40%	0,95%	1,45%	1,97%
	1	-0,31%	0,11%	-0,42%	1,56%
	2	1,48%	0,82%	0,66%	2,22%
	3	0,57%	1,51%	-0,94%	1,28%
Hakon Invest	-1	2,49%	1,13%	1,36%	1,36%
	0	-2,08%	-0,07%	-2,02%	-0,66%
	1	0,71%	0,05%	0,66%	0,01%
	2	0,53%	0,89%	-0,36%	-0,36%
	3	0,53%	-0,19%	0,71%	0,36%
Ratos	-1	2,00%	1,48%	0,52%	0,52%
	0	-0,44%	0,13%	-0,57%	-0,04%
	1	-1,10%	0,26%	-1,35%	-1,40%
	2	3,99%	1,21%	2,78%	1,38%
	3	-1,07%	-0,01%	-1,06%	0,32%
Prevas AB	-1	3,24%	0,68%	2,57%	2,57%
	0	-2,00%	0,11%	-2,11%	0,45%
	1	2,04%	-0,23%	2,27%	2,73%
	2	2,86%	0,75%	2,11%	4,83%
	3	0,28%	0,61%	-0,34%	4,50%

RNB	-1	1,05%	0,79%	0,27%	0,27%
	0	1,57%	0,17%	1,41%	1,67%
	1	-0,78%	0,17%	-0,95%	0,72%
	2	-0,77%	1,19%	-1,96%	-1,25%
	3	-0,53%	0,04%	-0,57%	-1,82%
Tele2	-1	1,99%	1,52%	0,47%	0,47%
	0	1,95%	1,17%	0,78%	1,25%
	1	0,21%	-0,51%	0,72%	1,97%
	2	0,42%	-0,16%	0,59%	2,56%
	3	-1,48%	-4,10%	2,62%	5,17%
Opcon AB	-1	1,55%	1,31%	0,24%	0,24%
	0	2,27%	-0,46%	2,73%	2,98%
	1	0,00%	-0,10%	0,10%	3,07%
	2	-4,08%	-4,26%	0,18%	3,25%
	3	1,18%	0,58%	0,60%	3,85%
HiQ International AB	-1	0,78%	1,35%	-0,58%	-0,58%
	0	2,31%	0,52%	1,79%	1,21%
	1	1,00%	0,42%	0,58%	1,80%
	2	-0,50%	-0,53%	0,03%	1,83%
	3	0,50%	0,05%	0,45%	2,27%
Know IT	-1	-0,38%	0,65%	-1,03%	-1,03%
	0	-1,52%	0,55%	-2,06%	-3,09%
	1	-2,69%	-0,42%	-2,27%	-5,36%
	2	3,16%	0,17%	2,99%	-2,36%
	3	-0,38%	-1,32%	0,94%	-1,43%
SkiStar AB	-1	1,26%	-0,53%	1,79%	1,79%
	0	0,21%	-0,04%	0,25%	2,04%
	1	-3,52%	-1,28%	-2,24%	-0,20%
	2	-3,52%	-1,28%	-2,24%	-2,44%
	3	0,43%	-0,38%	0,81%	-1,63%
Ratos AB B	-1	0,00%	1,52%	-1,52%	-1,52%
	0	2,82%	0,00%	2,82%	1,30%
	1	-0,69%	0,11%	-0,79%	0,50%
	2	1,84%	1,55%	0,30%	0,80%
	3	0,23%	0,62%	-0,39%	0,41%
MSC KONSULT	-1	-3,25%	0,08%	-3,33%	-3,33%
	0	9,49%	0,01%	9,48%	6,15%
	1	10,67%	0,10%	10,57%	16,72%
	2	-5,54%	0,13%	-5,68%	11,04%
	3	4,85%	0,05%	4,80%	15,84%

Bilaga 2: Förvärv och fusioner under förvärvsvågens nedgång, listade i kronologisk ordning

Förvärvsvågens nedgång					
Företag	Dag	Actual return	Expected return	AR	CAR
CTT Systems AB	-1	-0,79%	0,29%	-1,08%	-1,08%
	0	2,42%	-0,41%	2,82%	1,75%
	1	4,25%	-0,47%	4,71%	6,46%
	2	-3,57%	-1,91%	-1,66%	4,80%
	3	1,33%	0,15%	1,17%	5,97%
Orexo AB	-1	-1,63%	-0,60%	-1,03%	-1,03%
	0	-11,84%	-0,67%	-11,17%	-12,20%
	1	-1,25%	-2,39%	1,14%	-11,06%
	2	-1,27%	0,07%	-1,33%	-12,39%
	3	-1,28%	-1,29%	0,00%	-12,39%
Bure Equity AB	-1	-3,42%	-0,39%	-3,03%	-3,03%
	0	-0,50%	-0,74%	0,24%	-2,79%
	1	1,53%	1,08%	0,45%	-2,34%
	2	0,00%	-0,28%	0,28%	-2,06%
	3	1,47%	0,63%	0,85%	-1,21%
Meda AB	-1	-2,99%	-1,34%	-1,65%	-1,65%
	0	0,56%	1,09%	-0,53%	-2,18%
	1	-1,10%	-0,22%	-0,88%	-3,07%
	2	1,40%	0,22%	1,17%	-1,90%
	3	3,61%	-0,80%	4,40%	2,51%
Atrium Ljungberg	-1	-8,49%	-0,11%	-8,38%	-8,38%
	0	0,34%	-0,05%	0,39%	-7,99%
	1	0,00%	-0,23%	0,23%	-7,75%
	2	-0,68%	-0,15%	-0,54%	-8,29%
	3	0,69%	-0,37%	1,06%	-7,23%
Know IT AB	-1	1,19%	0,22%	0,97%	0,97%
	0	-0,39%	-1,39%	1,00%	1,97%
	1	-1,57%	-0,44%	-1,13%	0,84%
	2	-5,60%	-2,70%	-2,90%	-2,06%
	3	2,12%	0,97%	1,14%	-0,92%
Addnode AB	-1	3,21%	0,29%	2,92%	2,92%
	0	0,00%	0,41%	-0,41%	2,51%
	1	0,00%	-0,28%	0,28%	2,79%
	2	-1,78%	-1,18%	-0,59%	2,20%
	3	0,00%	0,95%	-0,95%	1,24%
Know IT AB2	-1	0,00%	0,61%	-0,61%	-0,61%
	0	0,00%	0,79%	-0,79%	-1,40%

	1	3,02%	-0,21%	3,23%	1,83%
	2	-1,26%	-1,53%	0,27%	2,10%
	3	0,00%	1,58%	-1,58%	0,52%
Axfood AB	-1	-2,04%	-0,94%	-1,11%	-1,11%
	0	2,51%	0,86%	1,65%	0,54%
	1	-0,41%	0,11%	-0,51%	0,02%
	2	2,39%	0,60%	1,79%	1,81%
	3	0,97%	0,37%	0,60%	2,41%
Softronic AB	-1	2,24%	0,22%	2,02%	2,02%
	0	5,11%	-0,08%	5,19%	7,21%
	1	2,08%	1,42%	0,66%	7,88%
	2	-2,72%	0,00%	-2,72%	5,16%
	3	4,20%	0,67%	3,53%	8,69%
Softronic AB	-1	-2,33%	-2,61%	0,28%	0,28%
	0	4,76%	2,78%	1,98%	2,27%
	1	3,79%	-1,87%	5,66%	7,93%
	2	0,00%	2,96%	-2,96%	4,97%
	3	2,19%	0,72%	1,47%	6,44%
Meda AB	-1	1,28%	0,42%	0,87%	0,87%
	0	2,29%	0,38%	1,91%	2,78%
	1	0,75%	0,22%	0,52%	3,30%
	2	-1,50%	-0,07%	-1,42%	1,88%
	3	-3,42%	0,04%	-3,45%	-1,57%
Brinova Fastigheter AB	-1	0,27%	0,73%	-0,46%	-0,46%
	0	2,41%	-0,03%	2,44%	1,98%
	1	-1,83%	-0,07%	-1,76%	0,22%
	2	1,33%	0,37%	0,97%	1,19%
	3	0,53%	-0,03%	0,56%	1,75%
Feelgood Svenska AB	-1	-6,09%	-0,78%	-5,32%	-5,32%
	0	0,00%	-0,43%	0,43%	-4,89%
	1	3,78%	-0,76%	4,54%	-0,35%
	2	3,13%	-0,90%	4,02%	3,67%
	3	-4,04%	0,44%	-4,48%	-0,80%
FormPipe Software AB	-1	-4,10%	0,53%	-4,63%	-4,63%
	0	0,00%	-2,01%	2,01%	-2,61%
	1	4,27%	0,62%	3,65%	1,04%
	2	-0,34%	0,09%	-0,43%	0,61%
	3	0,00%	2,17%	-2,17%	-1,55%
Peab AB	-1	3,85%	2,71%	1,13%	1,13%
	0	-17,66%	-7,53%	-10,13%	-9,00%
	1	-7,96%	-4,54%	-3,42%	-12,42%
	2	-0,38%	1,26%	-1,63%	-14,05%
	3	-3,40%	4,96%	-8,35%	-22,40%
Addnode AB	-1	-4,35%	-3,80%	-0,55%	-0,55%
	0	-3,18%	-2,19%	-0,99%	-1,55%
	1	2,35%	0,93%	1,42%	-0,13%

	2	0,92%	2,92%	-2,00%	-2,14%
	3	4,55%	0,76%	3,78%	1,65%
Ratos AB B	-1	4,55%	9,55%	-4,99%	-4,99%
	0	1,77%	1,21%	0,56%	-4,43%
	1	1,17%	-0,43%	1,60%	-2,83%
	2	0,20%	2,52%	-2,32%	-5,15%