



LUNDS UNIVERSITET

Ekonomihögskolan
Företagsekonomiska institutionen

FEKH89
*Examensarbete i finansiering
på kandidatnivå*

HT 2012

Aktieägarstrukturers påverkan vid företagsförvärv

- En eventstudie om aktieägarkompositionens koppling till aktiekursutveckling vid
företagsförvärv

Författare:

David Elvström

Marcus Pajala

Jacob Westlund

Handledare:

Tore Eriksson

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Aktieägarstrukturers påverkan vid företagsförvärv – En eventstudie om aktieägarkompositionens koppling till aktiekursutvecklingen på kort sikt vid företagsförvärv.

Seminariedatum: 18 januari 2013

Ämne/kurs: FEKH89

Författare: David Elvström, Marcus Pajala och Jacob Westlund

Handledare: Tore Eriksson

Fem nyckelord: Förvärv, Aktieägarstruktur, Aggregerad onormal avkastning, Eventstudie, Marknadsmodellen.

Syfte: Att undersöka huruvida en viss typ av aktieägarstruktur för svenska börsnoterade företag kan vara mer eller mindre gynnande för aktiekursutvecklingen i det förvärvande bolaget i samband med ett företagsförvärv.

Metod: Efter en urvalsprocess återstod 35st företag noterade på Stockholmsbörsen som fullföljt ett företagsförvärv mellan åren 1994-2009, som sedan blev grunden för en eventstudie. Företagen fördelades inom olika grupper beroende på aktieägarstruktur. Vi genomförde Wilcoxon's rank-test för att statistiskt testa om det fanns signifikanta skillnader mellan grupperna.

Teoretiska perspektiv: Kärnan av studien bygger på teorier om aktieägarnas påverkan vid förvärv. Fokus ligger på två kategorier av aktieägarstruktur; en högre koncentration av aktieägandet (färre ägare innehar högre andel av rösterna i företaget), samt andel utländskt ägande (t.ex utländska institutionella aktieägare).

Empiri: Empiriskt underlag består av kurshistorik för 35 företag som mellan åren 1994-2009 genomförde ett företagsförvärv.

Slutsats: I studien kan vi se en signifikant skillnad då det gäller storleken på utländskt ägande i relation till aggregerad onormal avkastning. När det gäller kategorin med en högre andel koncentrerat ägande (ett fåtal aktieägare innehar en högre andel av rösterna i företaget) kan vi se att det finns skillnader genom att studera våra grafer, men vi får inget signifikant utslag i våra tester.

Abstract

Title: Stock ownership structures impact on acquisitions – an event study on the connection between stock ownership composition and the stock development on the short term in regards to acquisitions.

Seminar date: 18 January 2013

Course: FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points ((UPC) or ECTS-cr)

Authors: David Elvström, Marcus Pajala and Jacob Westlund

Advisor: Tore Eriksson

Key words: Acquisitions, Ownership structure, Abnormal returns, Event study, The market model.

Purpose: To study whether a certain type of stock ownership structure for Swedish exchange listed companies is more or less beneficial for the stock development for an acquiring company in connection with an acquisition.

Methodology: After a selection process we had 35 companies that was listed on the Stockholm stock exchange and that had completed an acquisition between the years 1994 to 2009. This formed the basis for our event study. The companies were divided into different groups depending on their stock ownership structure. We performed Wilcoxon's rank test in order to statistically test if there were significant differences between the groups.

Theoretical perspectives: The core of our study is based on theories on stock ownership structures impact upon an acquisition. The focus is on two categories; a higher concentration of stock ownership (a fewer number of stock owner controls a higher share of the stocks in the company), and the amount of foreign ownership (e.g. foreign institutional investors).

Empirical foundation: Empirical basis consists of price history of Swedish listed companies between the years 1994-2009.

Conclusions: In our study we could see a significant difference regarding the size of foreign stock ownership in relations to abnormal returns. When it comes to the category of a higher share of concentrated stock ownership (a fewer number of stock owner controls a higher share of the stocks in the company) we could see that there is a difference when looking at our graphs but we don't get a significant result in our tests.

Förord:

Vi vill tacka Tore Eriksson för värdefull och inspirerande vägledning, vi har haft tillgång till stor erfarenhet. Vi vill också tacka Jens Forsbaeck för en hjälpande hand då det kom till de ekonometriska vägvalen.

Innehållsförteckning

1.	Inledning	7
1.1	Bakgrund	7
1.2	Problemdiskussion	8
1.3	Problemformulering	9
1.4	Syfte	9
1.5	Avgränsningar	10
1.6	Målgrupp	10
1.7	Uppsatsens fortsatta disposition	11
2.	Metod och Forskningsdesign	12
2.1	Metod och val av forskningsansats	12
2.2	Eventstudiemetodologi	13
2.2.1	Eventstudie	13
2.2.2	Steg för eventstudie	13
2.2.3	Val av eventfönster	13
2.2.4	Val av data	14
2.2.5	Estimering av onormal dagsavkastning	14
2.2.6	Estimering av den förväntade avkastningen – Marknadsmodellen	15
2.2.7	Aggregerad onormal avkastning	15
2.3	Praktisk metod – Eventstudie	16
2.3.1	Val av eventfönster	16
2.3.2	Val av data	16
2.3.3	Kritik av datamaterial till eventstudien	18
2.3.4	Estimeringsfönster	20
2.3.5	Estimering av onormal dagsavkastning	20
2.3.6	Aggregerad onormal avkastning	21
2.4	Analys av data och statistiska test	21
2.4.1	T-test	21
2.4.2	Wilcoxons rank-test	22
2.5	Validitet	23
2.6	Reliabilitet	24
3.	Teoretisk referensram	25
3.1	Synergieffekter inom förvärv och sammanslagningar	25
3.2	Marknadshypotesen och marknadseffektivitet	26
3.2.1	Den effektiva marknadshypotesen	26
3.2.2	Tre grader av styrka på marknadseffektivitet	26
3.3	Aktieägarstrukturen och företagsvärvet	27
3.3.1	Koncentrerat aktieäggande och dess påverkan vid förvärv	27
3.3.2	Utländskt aktieäggande och dess påverkan vid förvärv	30
3.4	Källkritik	31
4.	Resultat	33
4.1	Resultat Grafer	34
4.1.1	Genomsnittlig aggregerad avkastning för urvalet	34
4.1.2	Lägre Andel av Koncentrerat Ägande	35
4.1.3	Högre Andel av Koncentrerat Ägande	36
4.1.4	Lägre Andel av Utländskt Ägande	37
4.1.5	Högre Andel av Utländskt Ägande	38
4.2	Resultat – Statistiska tester	38
4.2.1	T-test för hela urvalet	39
4.2.2	Wilcoxons rank test för de utvalda grupperna	39
4.2.3	Wilcoxons rank test för de fyra grupperna mot hela urvalet	41
5.	Tolkning och analys av empiriskt material	42
5.1	Analys av Lägre samt Högre Andel av Koncentrerat Ägande	42
5.2	Analys av Lägre samt Högre Andel av Utländskt Ägande	44

6. Slutsatser	46
7. Källförteckning	48

1. Inledning

I inledningen av vårt arbete presenterar vi en bakgrund i syfte att måla upp en bild för läsaren som är knuten till återkommande händelser i näringslivet. Vi tar sedan läsaren vidare till en problemdiskussion knutet till bakgrunden, för att sedan formulera vår problemställning, syfte samt avgränsningar. Vi hoppas genom dessa avsnitt ge läsaren en ram och bas för området som kommer att behandlas i vår uppsats.

1.1 Bakgrund

I den dagliga finanspressen stöter man på artiklar som behandlar aktieägares agerande eller för den delen hur de anser sig ha blivit behandlade av företaget de är ägare i. Samtidigt slår de eviga vågorna av företagsförvärv och sammanslagningar genom finansvärlden.

Februari 2012 meddelade råvaruhandels- och gruvbolaget Glencore att de ämnade gå samman med gruvbolaget Xstrata i en affär värd cirka 80 miljarder dollar (Financial Times, <http://www.ft.com>), något som vore ett av årets största sammanslagningar.

Nära ett år senare pågår fortfarande processen att få budet godkänt av alla berörda parter. T.ex en av de stora kontroverserna har varit det paket om 140 miljoner pund som erbjuds Xstratas seniora beslutsfattare för att stanna kvar när fusionen genomförs (Enbart Xstratas VD får 30 miljoner pund i ersättning om han når de besparingsmål som lagts fram)(Financial Times, www.ft.com). Detta är något som flertalet aktieägare till både Glencore och Xstrata har reagerat på. Bl.a högljudda protester har hörts från den brittiskbaserade aktieägarrådgivningsorganisationen IIS, som till en början rådgav aktieägarna att förkasta budet i sin helhet, men som senare hösten 2012 ändrade sig och tillslut menade att fusionen skulle förenkla den snåriga aktieägarstruktur som rådde bolagen emellan. Dock råder man fortfarande aktieägarna att rösta ner förslaget om kompensationspaketet till Xstratas ledande befattningshavare (Financial Times, www.ft.com).

23 november 2012 togs ett stort kliv på vägen mot ett samgående då en majoritet av Xstratas aktieägare godkände förslaget (där dock det nämnda kompensationspaketet röstades ned), Glencores aktieägare godkände tidigare på året samgåendeförslaget

med klar en klar majoritet om 99,4%. Fortfarande krävs ett godkännande av regulatoriska myndigheter i både Sydafrika och Kina (där bolagen till stor del verkar) innan affären kan slutföras, och således fortskrider processen (Financial Times, www.ft.com).

Sedan nyheten offentliggjordes 2 februari 2012 och fram till dess att Xstratas aktieägare godkände affären 23 november 2012 har Glencores aktieägare sett aktiekursen sjunka med över 20%. Samtidigt som Xstratas aktieägare har upplevt en negativ utveckling om nära 9% under samma period. Båda bolagen är börsnoterade i London och som jämförelse har index (FOOTSIE 100) avkastat +0,49% (Yahoo Finance, <http://finance.yahoo.com>). Rimligtvis beror kursutvecklingarna inte enbart på det potentiella giftermålet mellan bolagen, men affären har påverkat kurserna. Det återstår att se om den tillslut kan bringa mervärde till de respektive aktieägarna i ett längre perspektiv.

Den här typen av utveckling gällande aktieägare och föreslagna förvärv och samgående mellan bolag emellan är inte unik på något vis. Med detta exempel vill vi påvisa det nära samspel som finns mellan aktieägare och företagsförvärv. Kan aktieägarstrukturen bidra till olika former av problematik vid ett förvärv? Hur kan aktieägarna påverka vid förvärv? Hur viktigt är det med rätt aktieägarstruktur för ett mer eller mindre lyckat förvärv? Det är frågor som vi ställde oss och som fick oss att fundera, vilket så småningom ledde till en mer definierad problemformulering.

1.2 Problemdiskussion

Enligt tidigare undersökningar (Christophe, 1997 och Denis, Denis and Yost, 2002) hävdas det att 80% av alla företagsförvärv är värdeförstörande för det förvärvande bolagets aktieägare. Detta påstående fick oss att fundera vidare hur vi skulle kunna undersöka huruvida man skulle kunna se utifrån aktieägarstrukturen om det fanns viss sammansättning av aktieägare som bringade mer eller mindre värde vid ett företagsförvärv. Kunde det vara så att en vis typ av aktieägar-komposition bringade mer eller mindre värde för investerarna vid ett företagsförvärv?

Just detta styrktes i en artikel av Coates (2010, s. 33) där det just påpekas att man måste jämföra äpplen med äpplen, och inte likställa alla företagsförvärv. Det Coates då mer specifikt lägger fram är just att aktieägarkomposition borde spela roll i hur

lyckat ett förvärv blir, genom att ju ”bättre” komposition av aktieägare som finns (Coates fokuserar på koncentrerat antal aktieägare kontra spritt ägande), desto mer kan de påverka och t.ex stoppa förvärvs-förslag som inte förefaller vara vettiga, vilket då kan avspeglade sig i aktiekursutvecklingen.

Genom vårt nuvarande eller framtida pensionsparande, eller genom rent investeringsintresse är majoriteten av samhället direkt eller indirekt aktieägare. Därav fann vi det intressant att utgå ifrån denna aspekt för att angripa ämnet företagsförvärv.

1.3 Problemformulering

Med utgångspunkt i ovannämnda bakgrund samt problemdiskussion kom vi fram till en kärnfråga för vår uppsats: *Finns det ett samband mellan kompositionen av aktieägare och aktiekursutvecklingen i ett bolag vid ett företagsförvärv?*

Allt eftersom valde vi att fokusera på två typer av aktieägarstrukturer, vilket ledde till två delfrågor i vår problemformulering;

Finns det ett samband mellan ett bolags aktiekursutveckling i samband med ett företagsförvärv och hur pass koncentrerat aktieägandet är? (huruvida en större del av aktierösterna ägs av ett färre antal ägare).

Finns det ett samband mellan ett bolags aktiekursutveckling i samband med ett företagsförvärv och hur pass stor andel utländskt aktieägandet bolaget har?

1.4 Syfte

Syftet med vår undersökning är att försöka fastställa huruvida en viss typ av aktieägarstruktur för svenska börsnoterade bolag kan vara mer eller mindre gynnsam för aktiekursutvecklingen i det förvärvande bolaget i samband med ett företagsförvärv. Genom att tillämpa etablerade teorier och relevanta vetenskapliga artiklar tillsammans med statistisk hypotesprövning ämnar vi presentera ett resultat som kan besvara vår problemformulering, samt att ge förslag och vägledning till fortsatt forskning inom området.

1.5 Avgränsningar

I vår undersökning kommer vi endast att använda underlag från bolag som är noterade på Stockholmsbörsen, då vi ansåg att denna marknad var mest relevant för oss rent geografiskt samt för tilltänkta läsare.

Bolagen som undersöktes är bolag på Stockholmsbörsen som genomförde ett förvärv någon gång under tidsperioden 1994 och 2009. Observera att vi endast använt data gällande bolag som genomförde förvärvet.

Som tidigare nämnts har vi fokuserat på två kategorier av aktieägarstruktur; bolag med mer eller mindre koncentrerat ägande, samt andel av utländskt ägande i bolagen.

Vi har endast fokuserat på aktiekursutvecklingen, där vi benämner en högre aktiekursutveckling som ett lyckat förvärv. Ett förvärv kan givetvis vara lyckat ur andra aspekter (exempelvis operationella eller finansiella aspekter), men det är inget som vi har tagit hänsyn till i vår undersökning när vi benämner ett förvärv som mer eller mindre lyckat.

I undersökningen har vi ej tittat på det enskilda företags resultat utan vi har gjort tester och fått fram resultat för de grupperingar utav företag som vi har gjort. Detta för att kunna dra generella slutsatser om företagen inom gruppen och kunna svara på problemformuleringen.

I vår undersökning har vi ej tagit hänsyn till eller undersökt hur t.ex den makroekonomiska utvecklingen har varit för tidsperioden för våra observationer. Vi har inte heller undersökt eller redogjort för vilka branscher som haft perioder av mer intensiva förvärvsvågor (s.k ”merger waves”). Även om detta kan ha påverkat aktiekursutvecklingen för våra observationer så har vi exkluderat att undersöka detta närmare pga tid och resurser till förfogande.

1.6 Målgrupp

Vi riktar oss till de som läst kandidatkursen i finansiering eller de som har motsvarande kunskaper inom finansiering. Vår förklaringsnivå baseras i linje med denna erfordrade förkunskapsnivå. Vår ambition är att bidra med kunskap till potentiella investerare, ekonomistudenter samt övriga möjliga intressenter.

1.7 Uppsatsens fortsatta disposition

Först beskriver vi nedan metodologin för uppsatsen, dvs. hur undersökningen genomfördes samt under vilka förutsättningar. Sedan går vi in på den teoretiska referensramen som behandlar företagsförvärv och aktieägarstrukturer. Syftet är att ha en teoretisk referensram som resultatet sedan kan jämföras och analyseras mot. Till sist ger vi förslag på vad vi tror skulle vara intressanta fortsatta undersökningar inom området.

2. Metod och Forskningsdesign

I kapitlet beskriver vi våra metodval och beskriver hur vi angripit vår problemformulering utifrån de vetenskapliga grunder som finns att tillgå. Vi går systematiskt igenom uppsatsens metodologi, eventstudiemetodologi samt den praktiska metoden. Sedan avslutas metodkapitlet med en diskussion kring reliabilitet och validitet.

2.1 Metod och val av forskningsansats

Val av metod görs för att på bästa sätt kunna svara på syfte samt problemformulering. Oftast görs valet av forskningsstrategi mellan kvalitativ metod eller kvantitativ metod. Det som skiljer metoderna åt är förhållningssättet till undersökningsformen. Generellt kan sägas att kvalitativa studier bygger på en tolkande ansats där man vill gå på djupet inom ett visst område. Kvantitativa studier bygger snarare på prövning av teorier där man förhåller sig objektivt till kunskap (Bryman & Bell, 2005, s. 40).

En kvalitativ metod kan vara lämplig vid intervjubaserade undersökningar eller utskick av enkäter, där syftet ofta är att gå på djupet inom ett område och man ämnar vara tolkande. Den kvantitativa metoden avser att vara mer objektiv och statistiskt testa datamaterial vilket gör den lämplig för studier där man är intresserad av en objektiv verklighet som går att mäta empiriskt (Bryman & Bell, 2005, s. 40).

För att förhålla sig till kvantitativ och kvalitativ forskning används ofta forskningsansatserna induktion samt deduktion. Generellt kan sägas att induktion utgår från observationer för att gå till teori medan deduktion utgår från teori för att sedan testa observationer (Bryman & Bell 2005, s. 25). Deduktion kopplas oftast till kvantitativa studier och induktion kopplas oftast till kvalitativa studier (Bryman & Bell, 2005, s. 40).

Då syftet med studien är att se huruvida en viss typ av aktieägarstruktur är mer eller mindre gynnsam vid en förvärvsprocess så anser vi att detta bör mätas på ett objektivt sätt med teorier som utgångspunkt. Vi anser också att syftet bäst uppnås om vi förhåller oss objektivt till datamaterial samt tidigare forskning. Därmed faller en

objektivt inriktad kvantitativ studie med en deduktiv forskningsansats väl in på vårt val av undersökningsform. Vi försöker dock tolka vårt resultat i viss utsträckning vilket innebär att vi har ett litet mått av induktion och subjektivitet för delarna analys och slutsats (Bryman & Bell, 2005, s. 40).

2.2 Eventstudiemetodologi

2.2.1 Eventstudie

Vi valde att genomföra våra praktiska undersökningsdelar genom en eventstudie. Detta då eventstudiemetodologi passar studiens syfte, dvs. att se hur olika typer av aktieägarstrukturer kan vara mer eller mindre gynnande vid ett företagsförvärv. Eventstudiemetodologi är vanligt inom studier där målet är att se hur en förändring reflekteras i t.ex. aktiepriser. Detta har gjort eventstudier frekvent använda inom framförallt forskning kring förvärv samt forskning rörande finansiella beslut (MacKinlay, 1997, s. 13).

2.2.2 Steg för eventstudie

Eventstudier kan utformas enligt eget tycke, vilket innebär att genomförandet av eventstudier ofta ser olika ut beroende på metodologiska val. Det finns dock vissa steg som bör följas. 1: Val av eventfönster, 2: Val av data, 3: Estimering av Onormal Avkastning 4, Kalkylering av Onormal Avkastning samt 5: Aggregering av Onormal Avkastning (MacKinlay, 1997, s. 14).

2.2.3 Val av eventfönster

Till att börja med definieras vad det är som ska mätas och på vilket sätt. T.ex. dagen då ett företags försäljningsprognos blir offentlig. Detta är eventdagen vilket benämns t_0 . Med fördel väljer man även dagar runt eventdagen för att möjliggöra analys om det som sker på eventdagen kan ha effekt över flera dagar. Dessa dagar är eventfönstret. Anledningen till att eventfönstret ofta startar före eventdagen är för att möjliggöra analys av huruvida det finns t.ex. insiderhandel (MacKinlay, 1997, s. 14).

2.2.4 Val av data

Efter estimering av eventfönster väljs det data som ska undersökas. Valet av data beror på undersökningens syfte, t.ex. val av företag inom en specifik bransch. Det finns även begränsningar som gör att man inte får tillgång till det datamaterial man vill ha, såsom otillräcklig information, data som kostar pengar etc (MacKinlay, 1997, s. 15).

2.2.5 Estimering av onormal dagsavkastning

Det tredje steget är att estimerera den onormala avkastningen för eventfönstret. Detta görs för att se om händelsen man mäter har någon effekt under eventfönstret. Formel för onormal avkastning för företag i vid tidpunkt t :

Formel 1: Onormal Avkastning

$$AR_{it} = R_{it} - E(R)_{it}$$

AR_{it} =Onormal avkastning (OA) för företag i , dag t

R_{it} = Faktisk avkastning för företag i , dag t

$E(R)_{it}$ = Förväntad avkastning för företag i , dag t

Den onormala avkastningen är således den faktiska avkastningen minus den förväntade avkastningen (MacKinlay, 1997, s. 15). För att få fram den förväntade avkastningen måste man använda sig av en statistisk modell. Inom eventstudiemetodologi används främst två modeller, ”constant mean model” och ”market model” (marknadsmodellen). Marknadsmodellen är den modell som oftast används då den tar hänsyn till marknadens förväntade avkastning, vilket ”constant mean model” ej gör (MacKinlay, 1997, s. 15).

Efter valet av modell väljer man estimeringsperiod. Det är estimeringsperioden som används för att ta fram den förväntade avkastningen. Estimeringsperioden väljs ofta så att den ligger före eventfönstret i tiden. Om man undersöker dagar väljs t.ex. 100 dagar före eventfönstrets start. Oftast innefattar estimeringsperioden inte eventfönstret då händelsen man mäter kan påverka estimaten (MacKinlay, 1997, s. 20).

2.2.6 Estimering av den förväntade avkastningen – Marknadsmodellen

Marknadsmodellen utgår ifrån denna formel:

Formel 2: Förväntad avkastning

$$E(R)_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}R_{mt}$$

där

$E(R)_{it}$ = Den förväntade avkastningen, dag t för företag i

α_{it} = Skattad parameter för marknaden, dag t för företag i

β_{it} = Parameter som skattas för varje företag. Visar aktiens känslighet för marknads avkastning samt är ett mått på risk, dag t för företag i.

R_{mt} = Marknadens avkastning dag t, oftast representerat av ett index

Parametrarna α_{it} och β_{it} skattas individuellt med hjälp av historisk data för varje enskilt företag samt index. (Mackinlay s.18)

Den förväntade avkastningen för företag i är således företagets skattade alfa-värde (α_{it}) plus företagets skattade beta-värde (β_{it}) multiplicerat med marknads avkastning (R_{mt}). Det finns nu tillräckligt med information för att räkna ut de onormala avkastningarna för varje företag under eventfönstret.

2.2.7 Aggregerad onormal avkastning

När de onormala avkastningarna är kalkylerade aggregeras de så att man ska kunna dra slutsatser för hela eventfönstret. Den onormala avkastningen kan aggregeras på två olika sätt. Det ena sättet är att aggregera de onormala avkastningarna över tiden för eventfönstret och det andra sättet är att aggregera de onormala avkastningarna både över tiden för eventfönstret samt över de företag man tittar på (Mackinley, 1997, s. 21).

Alternativ 1: Aggregera över tid:

$$AOA_{it} = AOA_{it-1} + OA_{it}$$

Alternativ 2: Aggregera över tid och företag

Då de onormala avkastningarna för respektive företag är aggregerade över tid som i *alternativ 1* adderas de även för företagen över eventfönstret.

2.3 Praktisk metod – Eventstudie

2.3.1 Val av eventfönster

Syftet med studien är att försöka identifiera huruvida en viss aktieägarstruktur kan vara mer eller mindre gynnande gällande avkastning vid en nyhet om förvärv. För att göra detta definierade vi tre olika eventfönster. Dessa tre eventfönster är perioderna: (t_{-20}) till (t_0) , (t_{-10}) till (t_0) samt (t_{-1}) till (t_3) . $(t=0)$ är eventdagen vilket är dagen då nyheten om förvärv blir offentlig.

Valet av tre eventfönster berodde på ett antal faktorer. För det första ville vi se om nyheten om förvärv hade effekt över en längre period, därav eventfönstret (t_{-20}) till (t_0) . Anledningen till att vi valde att titta 20 dagar innan eventdagen är för att det gör det möjligt att kontrollera för t.ex. insiderhandel i enlighet med kapitel 2.2.3. Vi ville även se om effekten var kvar på kortare sikt vilket gjorde att vi använde eventfönstret (t_{-10}) till (t_0) . Slutligen ville vi ha möjligheten att analysera den onormala avkastningen endast baserat på offentliggörande av förvärvs-nyhet, vilket ledde till ett eventfönster om (t_{-1}) till (t_3) .

2.3.2 Val av data

Urvalet av data för eventstudien skedde genom inhämtande av data ifrån olika databaser, uppsatser samt böcker och publikationer. För att uppnå syftet behövdes information om företag som gjort förvärv på Stockholmsbörsen samt information om respektive företags aktieägarstruktur. På inrådan av vår handledare använde vi oss av den årligt utgivna publikationen "Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag". Detta gjordes för åren 1994-2009, där vi sammanlagt fann över 60 företag som genomfört förvärv samt deras aktieägarstruktur.

Därefter användes Reuters databas för att hitta datumen då nyheten om förvärvet blev offentligt. Detta fanns för de flesta av företagen i Reuters, men för de företag där datum ej fanns i Reuters databas nyttjades alternativa källor (se appendix 1).

Därefter användes databasen Datastream för att inhämta kursdata för respektive företag samt kursdata för OMXS-PI. Kursdatan är stängningskurserna, vilket innebär att hänsyn ej tagits till tidpunkt på dagen för nyhetssläpp. För några av datumen fanns ej kursdata tillgängligt och således plockades även de företagen bort. Till slut fanns det tillräcklig information för 35 företag, vilket blev det slutgiltiga urvalet. (se appendix 1)

De urvalda företagen kategoriserades utifrån följande matris för att få mätbara grupper:

Matris 1:

Andel Koncentrerat Ägande				Andel Utländskt Ägande			
Högre Andel av Koncentrerat Ägande	De 25 största ägarna innehar mer än 81,8 % av rösterna i bolaget	Bolagen inom denna kategori anses ha ett mer koncentrerat ägande	81,8% är medianen av hur stor andel de 25 största ägarna innehar av rösterna för alla undersökta bolag.	Högre Andel av Utländskt Ägande	Mer än 9,8 % av rösterna i bolaget innehas av utländska aktieägare	Bolagen inom denna kategori anses ha en större andel utländskt ägande	9,8 % är medianen av hur stor andel av rösterna som innehas av utländska aktieägare för alla undersökta bolag.
Lägre Andel av Koncentrerat Ägande	De 25 största ägarna innehar mindre än 81,8 % av rösterna i bolaget	Bolagen inom denna kategori anses ha ett mindre koncentrerat ägande		Lägre Andel av Utländskt Ägande	Mindre än 9,8% av rösterna i bolaget innehas av utländska aktieägare	Bolagen inom denna kategori anses ha en mindre andel utländskt ägande	

Denna uppdelning innebär att varje företag representeras både i en grupp när det gäller koncentrerat ägande och en grupp när det gäller utländskt ägande. Detta hade kunnat vara problematiskt om företagen hade fördelats på samma vis för de båda kategorierna. Detta hade skapat snedvridet datamaterial och således hade studiens värde sänkts. Dock var detta ej fallet, vilket kan ses i appendix 2 där man kan se att företagen tenderar att hamna i olika grupper och således inte skapa snedvridna fördelningar.

Det är även värt att notera hur stora skillnaderna för aktieägarstrukturerna ser ut inom grupperna samt urvalet, t.ex om det varit en mycket snarlik procentsats för koncentrerat ägande inom varje bolag. Om aktieägarstrukturerna skulle vara allt för lika skulle uppdelningen av grupper inte vara viktig och detta skulle, som ovan, skapa ett snedvridet datamaterial. Dock har grupperna samt urvalet stora skillnader för aktieägarstrukturerna (vilket kan ses i appendix 2). Framförallt skiljer sig grupperna för utländskt ägande.

Det är värt att notera att två företag är med i urvalet två gånger då båda dessa har gjort två förvärv under tidsperioden för urvalet. Dessa företag är Trelleborg och WM-data. Detta skulle kunna innebära att utvecklingen för avkastningen för dessa två företag skulle vara liknande vid båda förvärven. Dock kan man i appendix 2 se att aktieägarstrukturerna inte är lika och att Trelleborg till och med hamnade i två olika grupper då det gällde andel av utländskt ägande.

Indexeringen för de fyra grupperna samt benämningen för hela urvalet ser ut som följer:

LAKÄ: Lägre Andel av Koncentrerat Ägande

HAKÄ: Högre Andel av Koncentrerat Ägande

LAUÄ: Lägre Andel av Utländskt Ägande

HAUÄ: Högre Andel av Utländskt Ägande

AOAU: Aggregerad Onormal Avkastning Urval

2.3.3 Kritik av datamaterial till eventstudien

Datamaterialet som använts för eventstudien har primärt inhämtats från databaserna Reuters samt Datastream och klassificeras som sekundärdata. Vanlig kritik mot användandet av sekundärdata är att man ej kan vara säker på kvaliteten (Bryman och Bell, 2005, s. 230ff). Både Reuters och Datastream är dock välansända databaser som bör hålla en tillräckligt hög kvalitetsnivå. Det som eventuellt skulle kunna skada kvaliteten på datamaterialet från databaserna är således hanteringen efter insamlandet. Detta då stora mängder data hanterats samt flyttats mellan olika dataprogram såsom Microsoft Excel, SPSS och Microsoft Word. Vi har dock, i den mån som varit möjlig, försökt försäkra oss om att datamaterialet ej påverkats. Detta har gjorts främst genom att kontrollera datamaterialet mot tidigare sparade versioner.

Fyra av eventdatumen hämtades från andra uppsatser (se appendix 1). Vi försökte i de fallen hitta deras huvudkälla men lyckades inte. Detta är vår största kritik av

datamaterialet. Det fanns två anledningar till att vi valde att ha kvar företagen. För det första visste vi från publikationerna ”Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag” vilket år förvärvet skedde och hade således en referensram för att bedöma hur troligt det var att datumen var korrekta. Vi kontrollerade även noggrant de uträknade onormala avkastningarna för dessa företag och noterade att resultatet verkade rimligt för respektive företags eventfönster, dvs. vi fann relevanta onormala avkastningar. Dessa anledningar ansåg vi övervägde de negativa aspekterna och således behölls dessa företag.

Aktieägarstrukturerna som inhämtades från ”Ägarna och makten i Sveriges börsföretag” är de aktieägarstrukturer som existerade för slutet av respektive år. Således lär aktieägarstrukturerna sett annorlunda ut dagen för förvärvsnyheten och de faktiska fördelningarna hade gett bättre reliabilitet och estimat. Korrekt sådan information är dock svår att inhämta då aktieägarstrukturer förändras konstant. Vi anser därför att de aktieägarstrukturer som inhämtats får anses tillräckligt nära de faktiska fördelningarna för eventdagen. Även tiden på dygnet då nyheten släpptes har som nämnts inte tagits hänsyn till. Även den informationen hade gett korrektare estimat för studien men fanns inte lättillgängligt och låg också utanför vad som ansågs rimligt att inhämta givet tid och resurser till förfogande.

Vi har primärt utgått ifrån aktiekursen för b-aktierna då de har funnits tillgängliga. Detta för att i de flesta fall var b-aktiekursen den mest lättillgängliga data att få tillgång till, vilket var ett resultat av studiens tillgång på tid och resurser. Helt korrekt insamlande av denna information hade inneburit större komplikationer för uträkningen samt estimeringen av datamaterialet. Detta då vi hade varit tvugna att vikta båda aktieägarstrukturerna samt aktiekurserna utefter t.ex. ”rösträttsandelar”.

Valet av index landade på OMXS-PI. Detta index innefattar alla företag som är listade på OMX Nordic Exchange Stockholm och är således väldigt stort. OMXS-PI visar endast kursförändringar och är rensat för utdelningar, splittar etc. Detta gör att OMXS-PI passar studien då eventstudiemetodologin för studien endast kräver hänsyn till kursförändringar. I optimalfallet hade index kunnat väljas ännu mer korrekt för varje företag. T.ex. genom branschindex för respektive företag. Detta låg dock utanför

ramen för vad som ansågs vara möjligt i form av tid och arbetsinsats (Nasdaq OMX, nasdaqomx.com).

2.3.4 Estimeringsfönster

Den valda estimeringsperioden är fyra år vilket är ungefär tusen handelsdagar. Intuitionen är att ju längre estimeringsfönster man har desto mer korrekt blir de skattade parametrarna. Dock finns det en risk med allt för långa estimeringsperioder då stora makroekonomiska händelser kan ha stor betydelse. Datamaterialet parades för respektive företag ihop med indexet OMXS-PI för samma period I de fall då det ej fanns stängningskurser för fyra år innan eventfönstret så användes de stängningskurser som fanns så långt bak i tiden som det gick.

Dagsavkastningen för aktierna och indexet beräknades genom följande formel:

Formel 3:

$$(P_t - P_{t-1})/P_{t-1}$$

Där (P_t) är stängningskurs dag (t) och (P_{t-1}) är stängningskursen dagen innan.

När dagsavkastningen för respektive aktie och index var gjorda skattades alfa (α) och beta (β) för respektive aktie. Detta gjordes i Excel med funktionerna Intercept och Slope (Bodie et al, 2009, s. 255-256)

Alfa = Intercept (dagsavkastning aktie _{t} : dagsavkastning OMXS-PI _{t})

Beta = Slope (dagsavkastning aktie _{t} : dagsavkastning OMXS-PI _{t})

Skattningarna av alfa (α) och beta (β) gjordes för alla tre eventfönster men var extremt lika. Detta beror troligen på alla de ca tusen handelsdagarna som föregår eventfönstret är de som har störst vikt och skattningarna inte påverkas markant av några få extra dagar.

2.3.5 Estimering av onormal dagsavkastning

Den onormala dagsavkastningen kalkylerades i enlighet med kapitel 2.2.5 och 2.2.6. Rent praktiskt innebar det att för alla eventfönster räkna ut respektive företags förväntade avkastning för varje dag. Detta gjordes med hjälp av de skattade alfa (α)

och beta (β) varje företag hade, samt dagsavkastningen för index gällande samma period.

Formel 2 från kapitel 2.2.6: Förväntad avkastning

$$E(R)_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}R_{mt}$$

Sedan togs den faktiska dagsavkastningen minus den förväntade dagsavkastningen för att få den onormala dagsavkastningen för respektive företag.

Formel 1 från kapitel 2.2.5: Onormal avkastning

$$AR_{it} = R_{it} - E(R)_{it}$$

2.3.6 Aggregerad onormal avkastning

Slutligen aggregerades de onormala dagsavkastningarna, både över tid och över företagen i enlighet med kapitel 2.2.7. Detta eftersom vi delat in företagen in grupper beroende på aktieägarkomposition beskrivet i kapitel 2.3.2 där vi var intresserade av hur gruppernas AOA påverkades av en förvärvsnyhet. Vi vill således inte göra en analys av respektive företag, utan av grupperna, vilka kan ses i kapitel 2.3.2.

2.4 Analys av data och statistiska test

För att uppnå studiens syfte och svara på problemformuleringen krävs det att det empiriska datamaterialet testas statistiskt. Urvalet består som nämnt av 35 företag och kan således testas parametriskt då 35 företag är tillräckligt många för att kunna anta att datamaterialet är normalfördelat. Dock består grupperna av 16 alternativt 17 företag vilket inte är tillräckligt för att kunna anta att materialet är normalfördelat. Således sker ett parametriskt t-test för hela urvalet samt ickeparametriska test i form av Wilcoxons rank test för grupperna.

2.4.1 T-test

Användandet av t-test är standard inom forskning då man vill se om datamaterialet är signifikant skilt från t.ex 0. Teststatistikan för ett t-test räknas ut enligt följande formel:

Formel 4: T-värde

$$t - \text{värde} = \frac{\text{Skillnaden i medelvärde}}{\text{Standardavvikelse} / \sqrt{n}}$$

(Bodie et al, 2009, s. 139)

För att avgöra om det uträknade t-värdet är signifikant väljer man ut en signifikansnivå. I denna studie är signifikansnivån satt till 95 %. Testet kommer ge oss ett p-värde. Då den satta signifikansnivån är 95 % innebär det att ett p-värde som är mindre 0,05 är signifikant med 95 % säkerhet.

Hypotes 1:

H0: De AOA som tillhör urvalet är ej signifikant skilda från 0.

H1: De AOA som tillhör urvalet är signifikant skilda från 0.

2.4.2 Wilcoxon's rank-test

Wilcoxon's rank-test är en typ av teckentest och utgår från undersökning av parvisa observationer. Wilcoxon's rank-test handlar om hypotesprövning men också mer utvidgade samband. Vi testar nollhypotesen och studerar variablerna samt undersöker om dessa följer samma fördelning.

Det materialet som har observerats rangordnas därefter och differenserna studeras och sorteras efter storleksordning. Det insamlade materialet sorteras samman och blir till en aritmetisk serie (Körner, Wahlgren, 2006 s. 347).

Vid ett Wilcoxon's ranktest erhålls Z-värden och p-värden. De kritiska nivåerna för dessa test är satta utefter 95 % sannolikhet. Detta innebär att ett Z-värde är signifikant om det är större än det kritiska värdet 1,96 eller mindre än det motsatta kritiska värdet -1,96. P-värdet är signifikant om det är mindre än 0,05.

Hypoteserna vi ställt upp är dubbelsidiga vilket gör att vi endast tittar efter skillnader mellan variablerna som testas. Wilcoxon's rank-test visar dock vilken variabel som har högre respektive lägre värde. Hypoteserna ställs upp som följer och är avsedda för att

först testa grupperna för respektive kategori mot varandra och sedan testa respektive grupp mot hela urvalet.

Hypotes 2: Koncentrerat ägande

H0: De AOA för LAKÄ = de AOA för HAKÄ

H1: De AOA för LAKÄ \neq de AOA för HAKÄ

Hypotes 3: Utländskt ägande

H0: De AOA för HAUÄ = de AOA för LAUÄ

H1: De AOA för HAUÄ \neq de AOA för LAUÄ

Hypoteser 4-7: AOA Urval mot AOA för grupperna

H0: De AOA för AOAU = de AOA för HAKÄ

H1: De AOA för AOAU \neq de AOA för HAKÄ

H0: De AOA för AOAU = de AOA för LAKÄ

H1: De AOA för AOAU \neq de AOA för LAKÄ

H0: De AOA för AOAU = de AOA för HAUÄ

H1: De AOA för AOAU \neq de AOA för HAUÄ

H0: De AOA för AOAU = de AOA för LAUÄ

H1: De AOA för AOAU \neq de AOA för LAUÄ

2.5 Validitet

Validitet är ett av de viktigaste måtten då man granskar en kvantitativ studie. Validitet mäts ofta på tre olika sätt. Man tittar på begreppsvaliditet, intern validitet samt extern validitet (Bryman & Bell, 2005, s. 48).

Begreppsvaliditet berör frågan om huruvida det man mäter faktiskt är det man syftar att mäta. Syftet med studien är att se om en viss typ av aktieägarstruktur är mer eller mindre gynnsam vid en nyhet om förvärv. I vårt fall anser vi att det vi mäter faktiskt är det vi syftar att mäta fast enbart på kort sikt. Dock är en koppling vi gör att högre

AOA för en grupp innebär ett bättre resultat och således ett mer ”lyckat” förvärv på kort sikt. Detta behöver inte vara helt sant då ett förvärv kan vara lyckat på andra sätt än aktieutveckling, men detta låg utanför studiens omfång att mäta (Bryman & Bell, 2005, s. 48).

Intern validitet berör frågan om kausalitet. Man brukar titta på om de samband studien säger sig ha upptäckt faktiskt stämmer eller ifall det kan finnas andra påverkande faktorer. De samband vi har fått fram är endast sanna för aktieprisutveckling på kort sikt, således kan vi inte uttala oss om längre sikt eller andra faktorer som påverkar hur lyckat ett förvärv är t.ex. operativa synergier etc. (Bryman & Bell, 2005, s. 49).

Extern validitet är ett mått på hur väl resultaten från studien är generaliserbara till andra kontexter än den som man har studerat. Vi tror att den externa validiteten för vår studie är relativt låg. För att våra resultat ska vara generaliserbara tror vi att den andra undersökningskontexten måste vara väldigt lik vår. T.ex. bör börssystemet, företagsklimatet etc. vara likt det vi har i Sverige (Bryman & Bell, 2005, s. 49).

2.6 Reliabilitet

Reliabilitet är ett mått på hur tillförlitlig studien är. Oftast representeras detta om resultatet från studien skulle blivit liknande ifall någon annan gjort om studien vilket symboliseras av replikerbarhet. Vi hävdar att om de metodval som gjorts i framförallt kapitel 2.3.2. följs så skulle resultatet bli liknande. I kapitel 2.3.3. kritiserar vi vissa delar av datamaterialet och diskuterar att studien blivit bättre om dessa inhämtats på ett mer gediget sätt. Detta innebär att resultatet kunde blivit annorlunda ifall extra resurser lagts ner. Men om man förutsätter exakt samma val så bör resultatet av studien bli detsamma. Vi tror att studien är väldigt replikerbar då kapitlen gällande eventstudiemetodologi visar grundligt samt utförligt hur arbetsprocessen sett ut (Bryman & Bell 2005, s. 48).

3. Teoretisk referensram

I den teoretiska referensramen presenterar vi de studier och teorier som ligger till grund för vår undersökning och som resultatet ska analyseras mot. Vi avslutar även delarna rörande koncentrerat ägande samt utländskt ägande med egna antaganden om hur de AOA för grupperna bör reagera enligt teorin. Dessa är således inte hypoteser utan endast antaganden som visar hur vi har tolkat teorin.

3.1 Synergieffekter inom förvärv och sammanslagningar

I följande stycken presenterar vi en teoretisk referensram som ger en kortare bakgrund till varför företag genomför företagsförvärv.

Inom företagsförvärv och sammanslagningar är det vanligt att studera och analysera huruvida ett företagsförvärv eller sammanslagning lyckats genom att fokusera på tre olika typer av synergier (dvs. två företag kan skapa ett större värde tillsammans med sina resurser tillsammans än var för sig). Dessa tre typer av synergier är operativa synergier, finansiella synergier samt marknadssynergier. Operativa synergier är de fördelar som kan uppstå efter ett förvärv när det gäller exempelvis produktionen för ett företag. Finansiella synergier uppstår genom att företagets kapitalkostnader teoretiskt sett kan minskas. Detta innebär också att risken för att företaget går i konkurs blir mindre. Marknadssynergier uppnås vid ett förvärv och leder till att företaget får större marknadsandel. Med större marknadsandel kan företaget ta mer betalt för sin produkt (Chatterjee, 1986, s. 124-125).

Huruvida ett företag kan övertyga marknaden om att det finns synergi-effekter av ett förvärv när budet läggs är en viktig faktor när det gäller aktiekursutvecklingen för det förvärvande företaget. En tidigare forskningsstudie (Capron och Pistre 2002, s. 781) behandlar förhållandet kring den onormala avkastningen vid förvärv och fokuserar just på synergi-effekterna.

Capron och Pistre (2001, s. 781) hänvisar till empiriska resultat som säger att den genomsnittliga avkastningen till aktieägarna till den budgivare som vinner en budstrid är lika med noll, medan målföretagets aktieägare i genomsnitt kan förvänta sig en

avkastning om mer än 30 % när väl affären är klar. Här menar alltså Capron och Pistre (2001) att avkastningen från de synergi-fördelar som kommer ut av ett förvärv tillfaller målföretagets aktieägare och inte det förvärvande företags aktieägare.

3.2 Marknadshypotesen och marknadseffektivitet

I följande stycken kommer vi att presentera vår teoretiska referensram relaterat till hur effektiva marknader fungerar samt hur aktiemarknaden enligt teorin bör reagera kring nyheten om förvärv.

3.2.1 Den effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen, förkortas EMH och är en teori som beskriver och definierar en effektiv marknad (Bodie et al, 2009, s. 345-346). Den är välanvänd och är idag en av de mest centrala inom finansiell ekonomi (Asgharian, Nordèn, 2007, s. 18). En marknad är effektiv om den reagerar snabbt och riktigt på ny information. Det går att bevisa att en normal marknad dvs. en effektiv marknad är oförutsägbar och följer en s.k ”RandomWalk” (dvs. vilket innebär att aktiekurserna inte följer ett oförutsägbart mönster) ((Bodie et al, 2009, s. 345).

Nyheter i sig kan om företag kan vara positiva, negativa eller neutrala och påverkar aktiekursen. Hur en aktiekurs reagerar på en förvärvsnyhet vid ett förvärv beror på hur analytiker, marknaden och övriga aktörer som bevakar företaget uppfattar nyheten (Berk, Demarzo, 2011, s. 316, s. 422-424).

3.2.2 Tre grader av styrka på marknadseffektivitet

Den svaga formen beskriver en marknad som endast reflekteras av tidigare kurshistorik (priser, räntor och volymer). Det råder ingen frekvent uppdatering av värdet, ingen korrekt återspeglning av dagsläget (Asgharian, Nordèn 2007, s. 19). Analyser (t.ex. tidserieanalyser och tekniska analyser) där tolkningar om framtida utveckling försöker göras är på en svag marknad resultatlös (Asgharian, Nordèn, 2007, s. 19).

Den mellanstarka formen, även kallad den semistarka formen. Denna karaktäriserar det vi definierar som en ”normal marknad” och är förekommande på handelsplatser i länder med utvecklade ekonomier (Asgharian, Nordèn 2007, s. 19). Det ställer högre krav på informationsflödet, en sådan marknad är Stockholmsbörsen. Där följer kurserna en ”Random Walk” och utvecklas snabbt efter rådande marknadsförhållanden. Även historisk kursinformation reflekteras i priset.

All offentlig information ska återspeglas i priserna på marknaden utom insider-information (Bodie et al, 2009, s. 365-366), (Keown & Pinkerton, 1981, s. 2).

Fundamental analys baseras på information hämtade från företagens finansiella rapporter, bedömning av företagsledningen i företagen och framtida prognoser för branscherna. Dessa fundamentala analyser bör således vara verkningslösa på en effektiv marknad, då dessa aspekter redan bör reflekteras i priserna (Bodie et al, 2009, s. 350-351).

Den starka formen av marknadseffektivitet råder på en marknad som återspeglas av historisk kursinformation samt att all tillgänglig informationen reflekteras priset, vilket inkluderar insider-information om företagen (Asgharian, Nordèn 2007, s. 19). Stark marknadseffektivitet kan påvisas genom eventstudier. Stark marknadseffektivitet motverkas i Sverige genom legala restriktioner (Bodie et al, 2009, s. 349).

3.3 Aktieägarstrukturen och företagsvärvet

I följande stycken kommer vi att presentera vår teoretiska referensram, baserat på tidigare relevant forskning, angående hur olika aktieägarstrukturer kan vara kopplat till företagsförvärv.

3.3.1 Koncentrerat aktieäggande och dess påverkan vid förvärv

Konsulter och rådgivare inom förvärvsbranschen hävdar gärna att varje företagsförvärv transaktion är unik (exempelvis i Goedhart et als (2010) rapport, ”The five types of a successful Acquisition”, från managementkonsult-firman McKinsey & Co. Inleds rapporten med just detta påstående). Men författaren Coates hävdar att företagsförvärvs transaktioner har mycket mer gemensamt än vad just konsulter och rådgivare gärna vill påskina (Coates, 2010, s. 2ff), då från ett aktieägarperspektiv.

Enligt Coates (2010, s. 33) är det en praxis i branschen att investmentbanker vid värdering av ett aktiebolag inför ett bud ofta använder ”jämförbara transaktioner” som är baserade på liknande storlek av företag och bransch som de verkar inom. Vad Coates vill få fram är det viktiga i att även ta i beaktning hur aktieägarstrukturen ser ut (primärt särskiljer Coates mellan bolag som har färre ägare, sk. koncentrerat ägande, kontra spritt ägande (många aktieägare)). Så att man jämför bolag med liknande ägarstruktur, där Coates gör jämförelsen att jämföra rätt: äpple och äpple och inte jämföra äpplen och päron.

Enligt observationer så har ägarspridningen en stor påverkan på förvärvet, t.ex. antal bud som blir genomförda, hur lång tid det tar att genomföra buden, speciella riskhanterings-klausuler (Coates, 2010, s. 33). Vilket i sin tur sedan påverkar hur budet uppfattas på aktiemarknaden och reflekteras i kursutvecklingen.

Aktieägarna i förvärvande bolag påverkas om bolaget ämnar strukturera betalningen genom en nyemission, vilket leder till utspädning av aktier således nuvarande ägande. Därmed har framförallt betydande aktieägare (en större andel av ägandet) en anledning att försöka påverka företagsförvärvsstrategier gällande t.ex. betalningsform (jämför kontant kontra nyemission). Det kan också ligga i ledningens intresse att blidka och lyssna på större ägares preferenser samt om man ser till pecking-order-teorin, ur aspekten att om de större ägarna blidkas gällande betalningsform så kan de längre fram få bättre gehör för t.ex incitamentprogram (Frostebey och Jakobsson 2012, s. 11f).

Betalning via nyemission jämfört med kontantbetalning skapar en större sannolikhet för att en högre premie på budet blir verklighet jämfört med ett kontantbud, vilket kan påverka nuvarande aktieägare i köpande bolag. Detta kan leda till att nuvarande aktieägare i det förvärvande bolaget anser att bolaget betalar överpris, vilket kan få som konsekvens att de större ägarna motsätter sig budet eller om det gäller mindre ägare istället säljer sitt innehav (Frostebey och Jakobsson 2012, 11f), vilket kan komma att reflekteras i aktiekursutvecklingen om så är fallet.

I en undersökning gjord över den Malysiska förvärvsmarknaden (Ali et al, 2008) slår de undersökande fast att förvärvande bolag som har en familjeägandestruktur erlägger

en lägre slutpremie jämfört med bolag med spritt ägande (Ali et al, 2008, s. 82). Detta menar Ali et al då ligger mer i linje i att tjäna aktieägarnas syften.

Ben-Amar och André (2005) genomförde en undersökning i Kanada mellan perioden år (1998-2000) om hur aktieägarstrukturen i förvärvande bolag påverkade den onormala avkastningen. De kunde genom undersökningen dra slutsatsen att bolag med ett mer koncentrerat ägande (typiskt sett fanns det en en stark ägarfamilj som hade en stor andel av rösterna i bolagen som undersöktes) genererade en större överavkastning vid dagen för offentliggörande av buden än bolag med ett mer spritt ägande kunde göra (Ben-Amar och André, 2005, s. 18).

Ben-Amar och André (2005) menar genom ovanstående slutsats, att kritik som tidigare riktats mot familjeägda bolag (denna typ av bolag anses ha ett koncentrerat ägande) kan vara obefogad. De menar vidare att kritiken bygger på en generell Governance-modell som är ämnad för länder där det finns många bolag med mer spritt ägande (modellen ska alltså primärt hellre skydda de mindre ägarna än de större ägarna), så som det gäller i både USA och Storbritannien (Ben-Amar och André, 2005, s. 18). Därför mäter Governance-modellen fel aspekter enligt Ben-Amar och André och snedvrider sanningen om de familjeägda företagen.

Vidare menar Ben-Amar och André att visserligen kan de mer dominerande aktieägarna agera mer för egen vinning, vilket påverkar de mindre ägarna, genom att t.ex. framtvinga vad man kallar för ”sub-optimala investeringsbeslut”) men att de större aktieägarna istället också bidrar med sin kompetens och bidrar med en övervakande funktion på bolaget (Ben-Amar och André, 2005, s. 18) det finns alltså bra och dåliga sidor med ovannämnda situation.

För att relatera aktieägarstrukturens påverkan mer långsiktigt efter ett företagsförvärv hänvisar vi till Yen och André (2010), som menar på att bolag med ett mer koncentrerat ägande, i deras undersökning, visade sig generera ett förbättrat resultat över en tre-års period från och med att förvärvet började tills det var slutfört. De menar att speciellt bolag där en aktieägare innehar ett ägande på (25% - 30%) lyckades med detta (Yen och André 2010, s. 218). Visserligen koncentreras vår egen undersökning till perioden kort före och kort efter offentliggörande av bud, men vi

menar att det är intressant att kunna påvisa teori på att ett mer koncentrerat ägande också är värdeskapande på längre sikt efter det att förvärvet är slutfört.

Antagande 1: Koncentrerat ägande

I enlighet med teorierna så tror vi att de AOA kommer att vara högre för gruppen med lägre andel av koncentrerat ägande än gruppen med högre andel av koncentrerat ägande.

3.3.2 Utländskt aktieäggande och dess påverkan vid förvärv

Ferreria et al (2007, s. 3) ger ett antal exempel på vad de definierar som utländska institutionella investerare. De nämner bl.a. En av världens största fondbolag Fidelity som ett. Vidare nämner de också att utländska banker och försäkringsbolag som institutionella investerare. Så som exempelvis den franskgädda banken BNP Paribas eller det franskgädda försäkringsbolaget AXA, eller för att nämna pensionsfonder som Den norska oljefonden.

Ferreira et al (2007, s. 1) menar att anledningen till detta är det utländska ägandet som påverkar bolagens riktningar och de agerar dessutom som en ”brygga” internationellt samt faciliterar och skapar incitament till mer internationella relationer. På liknande vis menar de också (Ferreira et al 2007, s. 2f) att utländska institutioner har ett större avstånd rent geografiskt till ett bolags sittande ledning, samt från landet där bolaget verkar som också gör att de lättare kan rösta ner förvärvsförslag som investerarna inte tror på och sålades bevara värde i bolagen. Tar man det ett steg längre så kan de alltså förespråka ”cross-border”-förvärv och agera facilitator för dessa förvärv.

Ferreria et al (2007, s. 5) hänvisar vidare till två källor: (Gillan and Starks (2007) samt Ferreira and Matos (2007)), som i sina utlägg om utländska institutionella investerare på grund av sin storlek och globala insikter, kan fungera som både övervakare och styra företagens internationella verksamheter som aktivister, och således bidra till att säkra nyttan för företagens samtliga aktieägare och samhället i övrigt där bolaget verkar.

I en annan undersökning, Ferreria et al (2006, s. 34f), menar man att institutionella investerare tenderar att primärt investera i större och mer likvida aktier med goda styrningsprocesser. Detta förvånar dock inte oss eftersom enligt vår vetenskap är

institutioner så väl som pensionsfonder bundna vid att endast investera i tillgångar som har ett visst riskbetyg och värdegrund (från t.ex. Riskvärderingsinstitutet Moodys eller S&P). Vilket då tenderar att vara just stora och likvida aktier (som förmodligen i flesta fall är mogna företag, där de troligtvis har välutvecklade övervakade funktioner och styrningsprocesser).

Något som är mer intressant och kanske än mer förvånande är att Ferreria et al (2006) i samma undersökning kommer fram till att utländskt ägande i bolag förefaller skapa högre företagsvärderingar för dessa bolag. Som anledningar till detta menar man att i och med att utländska institutioner primärt väljer att investera i större bolag, har dessa en större investerarbass, vilket gör att kapitalkostnaden sänks. Ett andra alternativ menar man att dessa bolag har ett bättre kassaflöde på grund av en bättre kapitalanvändning som följd av att bolagen i överlag är mer externt övervakade och således mer press på sig. Ett tredje alternativ, som är mest intressant för vår undersökning, menar man kan vara att efterfrågan på aktier är stor på grund utav utländskt intresse vilket temporärt driver upp aktiekursen kortsiktigt (Ferreria et al, 2006, s. 34f).

En större undersökning på företag i Indien (Douma et al, 2002, s. 36f) där sambandet mellan inhemskt och utländskt ägande jämfördes mot företagets resultat gav starkt stöd för att utländskt ägande var positivt för företagen och deras resultat. Man lade fram tre anledningar till denna hypotes; (i) utländska ägare har ofta en anmärkningsvärd del av aktierna, (ii) vilket leder till ett större engagemang angående företagets förehavanden, samt (iii) att utländska ägare ofta har ett långsiktigt ägande som mål i landet.

Antagande 2: Utländskt ägande

Teorierna vi beskrivit gör gällande att gruppen en hög andel av utländskt ägande bör generera högre AOA än för gruppen lägre andel av utländskt ägande.

3.4 Källkritik

Under vårt arbete med denna undersökning har vi läst många artiklar och vi inser att det är viktigt att förhålla sig till dessa på ett kritiskt vis för att uppnå en viss distans och ifrågasättande av vad som läggs fram. Med det inte sagt att det inte är kvaliteten på de artiklar som vi baserar vår teori-del på. En del av vår teori fokuserar på andra

tids-perioder än vad vår studie gör, vilket kan förklara att vi inte uppnår helt jämförbara resultat i vissa fall. Vår undersökning baseras på en förhållandevis snäv tids-period runt offentliggörande av bud, medan vissa artiklar kan fokusera över signifikant längre tidsaspekter. Vi fann det oavsett intressant att jämföra vårt utfall mot detta av just den anledningen; för att kunna jämföra.

En del av de artiklar som vi har i vår teori-del är undersökningar som har gjorts på andra geografiska marknader mot vår undersökning som fokuserar på den svenska marknaden. Vi fann det även i detta fall relevant att ta med dessa artiklar, eftersom undersökningarna föreföll vara av relevant karaktär samt att det gav en möjlighet att jämföra artiklarnas utfall mot vårt eget utfall.

Vi har försökt att använda oss av artiklar som är ”peer reviewed”, vilket innebär att de är vetenskapligt granskade och därmed bör hålla en hög nivå. Vi har också använt oss av kurslitteratur för diverse kurser inom finansiering, vilka också borde hålla en tillräcklig nivå med studiens målgrupp i åtanke.

4. Resultat

I det här avsnittet kommer vi att presentera själva resultatet från vår undersökning. Resultatet delas upp i två delar. Först kommer utfallet från undersökningen att presenteras genom en serie grafer, utan att för den delen presentera hur vi som uppsatsförfattare tolkar utfallet. Den andra delen består av det statistiska resultatet.

Det är värt att notera att graferna endast visar eventfönstret (t_{-10}) till (t_{10}). Anledningen till detta är att vi ansåg att dessa grafer var de som gav mest information och utrymme för tolkning. Detta är också anledningen till att resultatet av de statistiska testerna endast redovisas för eventfönstret (t_{-10}) till (t_{10}).

Påminnelse om indexeringen av grupperna:

LAKÄ: Lägre Andel av Koncentrerat Ägande

HAKÄ: Högre Andel av Koncentrerat Ägande

LAUÄ: Lägre Andel av Utländskt Ägande

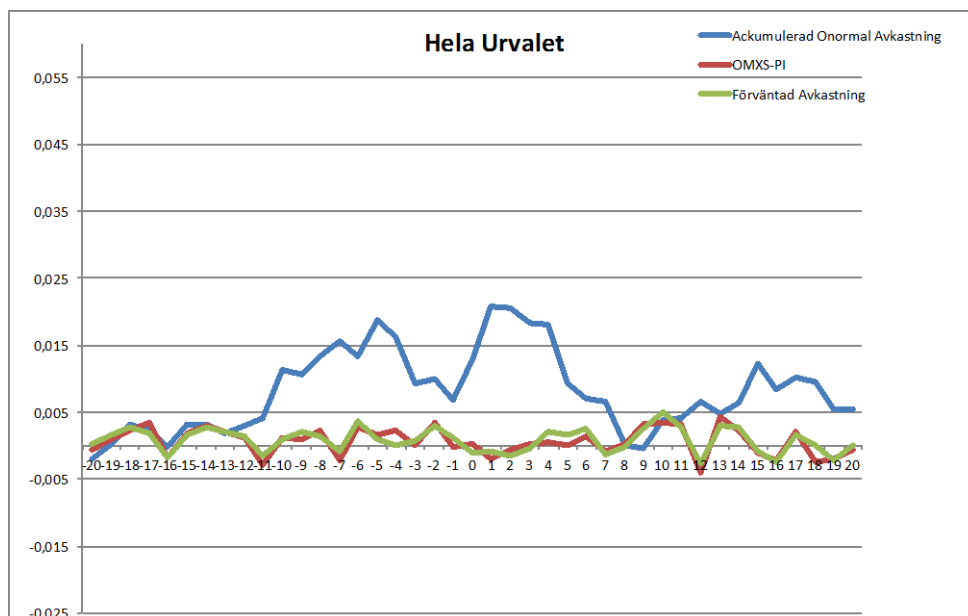
HAUÄ: Högre Andel av Utländskt Ägande

AOAU: aggregerad Onormal Avkastning Urval

4.1 Resultat Grafer

4.1.1 Genomsnittlig aggregerad avkastning för urvalet

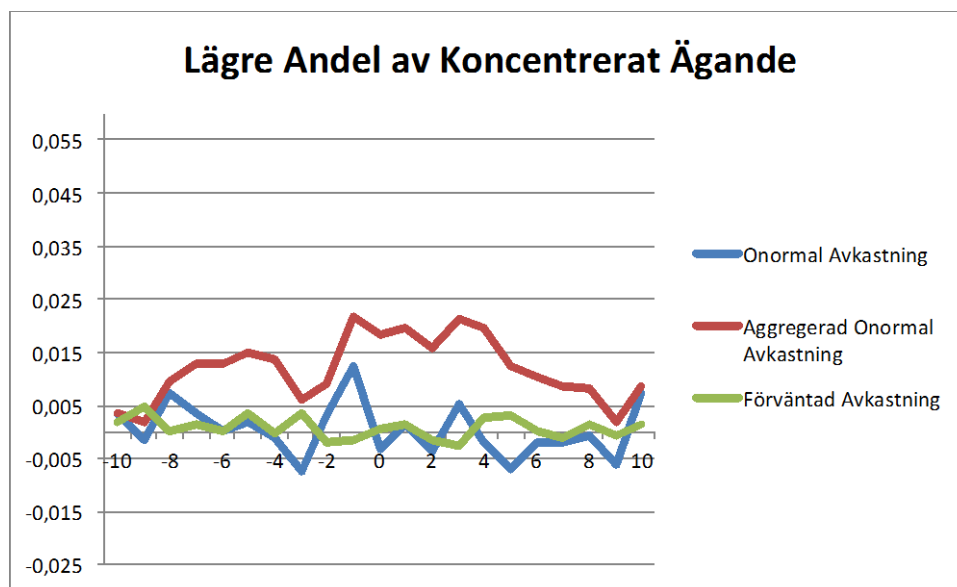
Graf 1- Hela Urvalet



I denna graf kan vi se den genomsnittliga AOA, samlat för alla målbolag i undersökningen, dvs. Utan någon kategorisering. Detta är undersökt och redovisat med utgångspunkt i datumet för offentliggörandet av bud på annat bolag (som sedan genomfördes). Där man sedan kan se den genomsnittliga AOA dagligen, 20 dagar före nyheten, samt 20 dagar efter. Den gröna linjen visar som jämförelse den förväntade avkastningen. För redogörelse teorierna runt AOA samt förväntad avkastning hänvisar vi till tidigare avsnitt för detta. Linjen för AOA visar att tiden före offentliggörandet runt (t_{12}) av tilltänkt förvärv tenderar det förvärvande bolagets överavkastning vara i en betydande uppåtgående trend fram till runt (t_5), för att sedan falla tillbaka. Vid offentliggörandet (t_0) av budet stiger aktiekursen snabbt och betydande för att sedan falla tillbaka redan vid (t_2). Vid (t_8) är den mer betydande uppgången sedan (t_{13}) uttraderad.

4.1.2 Lägre Andel av Koncentrerat Ägande

Graf 2 – Lägre Andel av Koncentrerat Ägande

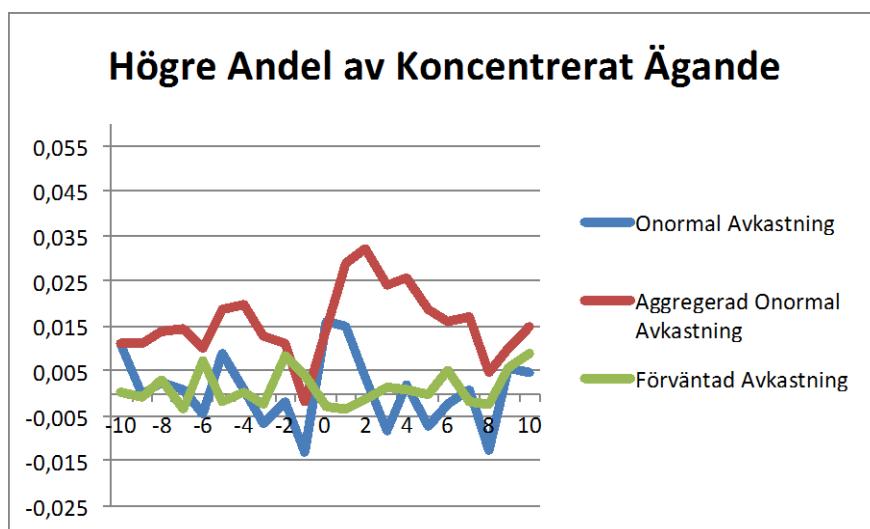


Graf 2 visar den genomsnittliga AOA för bolag med en lägre andel av koncentrerat ägande, dvs. bolag där de 25 största aktieägarna innehar mindre än 81,8% av rösterna. Tidsperioden som redovisas är 10 dagar före offentliggörandet av bud på annat bolag, samt 10 dagar efter.

Man ser här en uppåtgående trend vid (t_3) som håller i sig fram till runt (t_4) då kursen sedan tenderar att falla tillbaka. Man ser även att mellan denna period når den genomsnittliga AOA högst cirka 2,4% och ligger förhållandevis stabilt i intervallet 1,5% till 2,4%.

4.1.3 Högre Andel av Koncentrerat Ägande

Graf 3 – Högre Andel av Koncentrerat Ägande

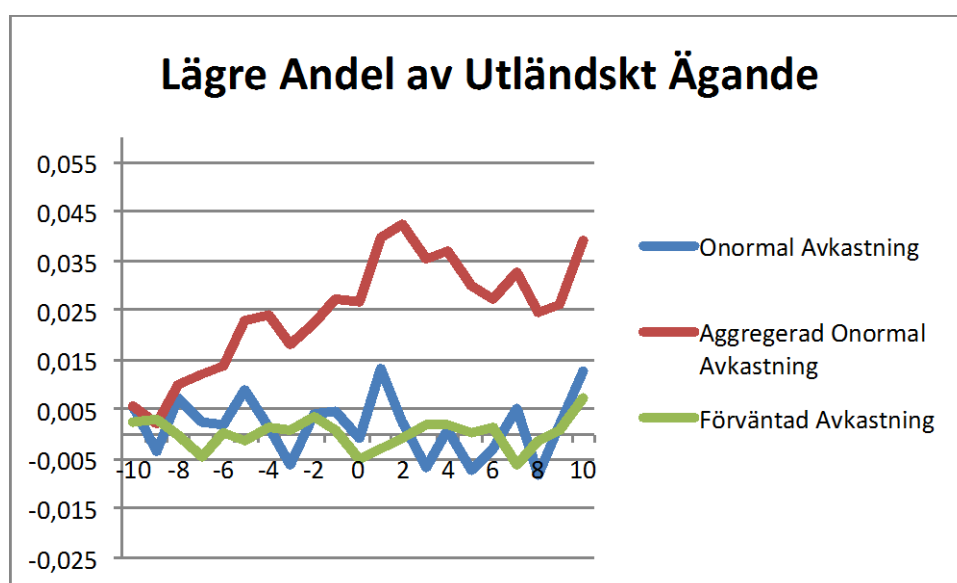


Graf 3 visar den genomsnittliga AOA för bolag med mer koncentrerat ägande, dvs. bolag där de 25 största aktieägarna innehar minst 81,8% av rösterna. Tidsperioden som redovisas är 10 dagar före offentliggörandet av bud på annat bolag, samt 10 dagar efter.

Grafen visar att en högre AOA uppnås än Graf 2 om man tittar på tiden runt (t_2) 3,2%. På liknande vis faller sedan kursen tillbaka fram till (t_7).

4.1.4 Lägre Andel av Utländskt Ägande

Graf 4 – Lägre Andel av Utländskt Ägande

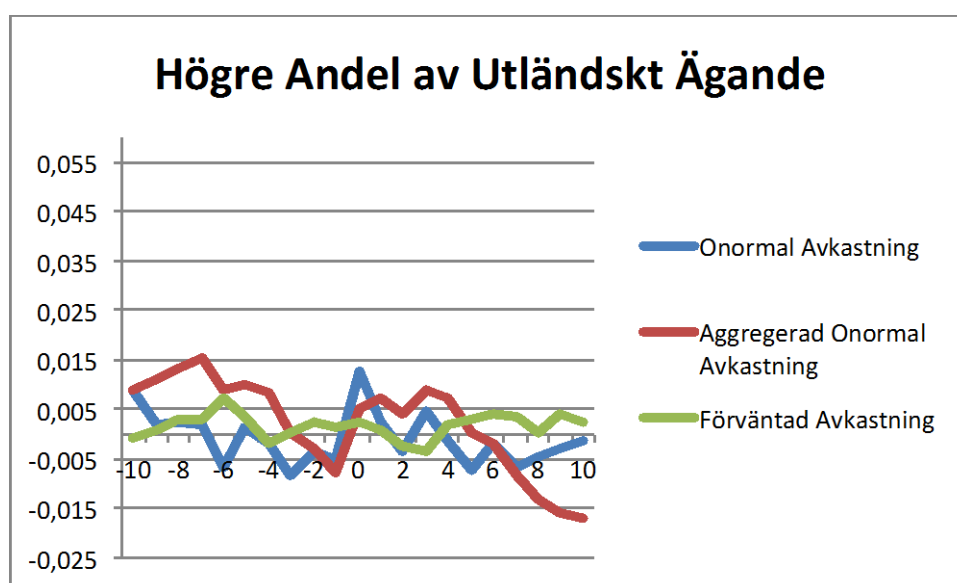


Grafen visar AOA för bolag med en mindre andel utländskt ägande (mindre än 9,8% av rösterna i bolaget) i samband med att nyheten om att bolaget lägger bud på ett annat bolag offentliggörs. Tidsperioden för utvecklingen är 10 dagar för offentliggörande samt 10 dagar efter.

Grafen visar att AOA går ifrån negativt, stadigt upp till liknande positiva AOA som föregående graf (graf 3) i perioden om (t_{-10}) till (t_1) . Trots att AOA faller tillbaka något vid (t_2) fortsätter AOA sedan uppåt i slutet av perioden för eventfönstret.

4.1.5 Högre Andel av Utländskt Ägande

Graf 5 – Högre Andel av Utländskt Ägande



Grafen visar onormal avkastning för bolag med en större andel utländskt ägande (mer än 9,8% av rösterna i bolaget) i samband med att nyheten om att bolaget lägger bud på ett annat bolag offentliggörs. Tidsperioden för utvecklingen är 10 dagar för offentliggörande samt 10 dagar efter.

Grafen visar hur AOA är negativt fram till budet för att sedan öka något vid offentliggörande, dock mer sparsamt jämfört med föregående grafer. AOA tar vid (t_4) återigen en fallande trend för resterande delen av eventfönstret.

4.2 Resultat – Statistiska tester

Det statistiska resultatet presenteras i tre olika delar. Först testas de aggregerade onormala avkastningarna för de olika tidsperioderna: (t_{-20}) till (t_{20}), (t_{-10}) till (t_{10}) samt (t_{-1}) till (t_3) med ett t-test för att se huruvida de är skilda mot noll. Sedan testas med hjälp av Wilcoxons rank-test huruvida de aggregerade onormala avkastningarna för grupperna: ”högre andel koncentrerat ägande” mot ”lägre andel koncentrerat ägande” samt grupperna ”högre andel utländskt ägande” mot ”lägre andel utländskt ägande”.

Slutligen testas de fyra respektive gruppernas aggregerade onormala avkastningar mot det totala urvalets aggregerade onormala avkastning med hjälp av Wilcoxons rank-test.

4.2.1 T-test för hela urvalet

För att se huruvida urvalet skiljer sig från noll har ett vanligt t-test genomförts där de aggregerade onormala avkastningarna för alla företag i urvalet testas mot noll för tre olika tidsperioder i eventfönstret. De tidsperioder vi valt att testa för är: (t_{-20}) till (t_{20}), (t_{-10}) till (t_{10}) samt (t_{-1}) till (t_3). Hypoteserna är utformade för att se huruvida de aggregerade onormala avkastningarna för hela urvalet skiljer sig från noll och ser ut som följer.

Hypotes 1:

$H_0: AOAU=0$.

$H_1: AOAU \neq 0$

Tabell 1 – t-test av för hela urvalet

Event fönster för AOAU, testvärde 0	T-värde	P-värde	Medelvärde
-20 till +20	8,486*	0,000*	0,28543
-10 till +10	8,504*	0,000*	0,40417
-1 till +3	5,957*	0,04*	0,55624

* Signifikant

Det t-test vi utfört visar att de aggregerade onormala avkastningarna för urvalet är signifikant skilda från noll, dvs. vi förkastar H_0 . De p-värden vi fått fram visar att AOAU för alla perioder är signifikant skilda från noll då de befinner sig under den valda signifikansnivån för p-värden som är (0,05).

4.2.2 Wilcoxons rank test för de utvalda grupperna

I denna sektion utförs Wilcoxons rank-test för de aggregerade onormala avkastningarna för de fyra olika grupperna under perioden (t_{-10}) dagar till (t_{10}) dagar. Grupperna testas mot varandra dvs. gruppen ”högre andel av koncentrerat ägande” testas mot gruppen ”lägre andel av koncentrerat ägande” och gruppen ”högre andel av utländskt ägande” testas mot gruppen ”lägre andel av utländskt ägande”.

Tabell 2 - Wilcoxons rank-test för de utvalda grupperna

Grupper	Positiv rank, antal	Negativ rank, antal	Z-värde	P-värde
HAKÄ-LAKÄ	17	4	-2,416*	0,016*
HAUÄ-LAUÄ	4	17	-3,362*	0,000*

*Signifikant

Wilcoxons rank-test visar att gruppen ”högre andel koncentrerat ägande” har högre aggregerade onormala avkastningar än gruppen ”lägre andel av koncentrerat ägande”. Wilcoxons rank-test visar detta genom att ta gruppen HAKÄ minus gruppen LAKÄ och att det då finns 17 positiva ranker.

Testet visar även att gruppen ”lägre andel av utländskt ägande” har högre aggregerade onormala avkastningar än gruppen ”högre andel av utländskt ägande. Här visas det genom att ta gruppen HAUÄ minus gruppen LAUÄ och att de negativa rankerna då är 17.

Wilcoxons rank-test ger även p-värdena för grupperna mot varandra och vi kan se att p-värdet för testet är under det kritiska värdet (0,05) för båda testerna dvs. det finns signifikanta skillnader.

4.2.3 Wilcoxon's rank test för de fyra grupperna mot hela urvalet

I denna del testas de aggregerade onormala avkastningarna för de fyra respektive grupperna mot de aggregerade onormala avkastningarna för hela urvalet med hjälp av Wilcoxon's rank-test för perioden (t_{-10}) till (t_{10}) dagar.

Tabell 3 – Wilcoxon's rank- test för de fyra grupperna mot hela urvalet

Grupper	Positiv rank, antal	Negativ rank, antal	Z-värde	P-värde
AOAU-LAKÄ	13	8	-1,130	0,259
AOAU-HAKÄ	14	7	-0,156	0,876
AOAU-LAUÄ	6	15	-2,624*	0,009*
AOAU-HAUÄ	21	0	-4,015*	0,000*

*Signifikant

Detta test visar att de aggregerade onormala avkastningarna för hela urvalet är högre än den AOA för alla grupper förutom gruppen LAUÄ Detta visas genom att de positiva rankerna är högre för alla grupper utom LAUÄ.

Vi ser att p-värdena ej är statistiskt signifikanta då båda grupperna för koncentrerat ägande jämförs med hela urvalet. Detta visas genom att Z-värdena ej är över det kritiska värdet på (1,96) samt att p-värden är över den kritiska nivån (0,05).

Båda grupperna med utländskt ägande är statistiskt signifikanta med p-värden under det kritiska värdet (0,05) och Z-värden över det kritiska värdet (1,96). Skillnaden är att gruppen HAUÄ har lägre aggregerade onormala avkastningar än hela urvalet samtidigt som gruppen LAUÄ har högre aggregerade onormala avkastningar än hela urvalet.

5. Tolkning och analys av empiriskt material

5.1 Analys av Lägre samt Högre Andel av Koncentrerat Ägande

Vid jämförande av *graf 2 och graf 3* kan man se att våra resultat indikerar på att ett mer koncentrerat ägande i bolaget genererar en högre genomsnittlig AOA för de olika perioderna runt offentliggörande av bud på annat aktiebolag än vad aktiebolag som har ett mindre koncentrerat ägande gör. Vi tittar på både perioden före offentliggörande ((t_{-10}) till (t_{-1})), dag för offentliggörandet (t_0), samt perioden efter; ((t_1) till (t_{10})) och kan se att en högre andel av koncentrerat ägande genererar en bättre genomsnittlig AOA över dessa perioder. Det övergripande resultatet stämmer väl överens med vad Ben-Amar och André (2005) också kommer fram till i sin tidigare undersökning; att mer koncentrerat ägande ger en bättre avkastning vid förvärv.

Vid ett jämförande av *graferna 2 och 3* kan man se, precis som Coates (2010) antyder, att aktieägarspridningen spelar en betydande roll för aktieutvecklingen i samband med företagsförvärv. Coates menade i princip att man inte kan dra alla företagstransaktioner över en kam, utan att det är viktigt att skilja mellan äpple och päron när man jämför. I detta fall menar han skillnader på aktiebolag som förvärvar som har ett koncentrerat ägande kontra ett mer spritt ägande, vilket vi anser också är tydligt i resultatet av vår undersökning. Detta förtydligas av resultatet från Wilcoxons rank test som statistiskt bevisar att gruppen HAKÄ har högre AOA än gruppen LAKÖ.

I den omedelbara närheten av perioden kring offentliggörande av bud på annat företag genereras en genomsnittlig AOA från det budgivande bolaget på mer än 3 % för ett bolag med ett mer koncentrerat ägande vid tidpunkten runt (t_2).

Tittar man längre fram, perioden strax före (t_{10}) så ser man att återigen är de AOA högre för det mer koncentrerade ägandet (i *graf 2* för LAKÄ är de AOA ca 1 % vid (t_9) och i *graf 3* för HAKÄ är de AOA ca 1,5% vid (t_8)). En trolig anledning till att aktiekursen sjunker strax vid (t_1) och fram till runt (t_{10}) kan tyda på ”vinsthemtagningar”, dvs. investerare säljer av för att säkra den kortsiktiga vinsten som genererats. En förklaring kan vara att de inte långsiktigt tror på förvärvet, eller bara är ute efter kortsiktig spekulation. Att AOA dock är högre för mer koncentrerat

aktieägande kan möjligtvis ha sin förklaring i att denna typ av bolag har en högre trovärdighet på marknaden att långsiktigt lyckas med förvärvet. Vilket var just vad Yen och André (2010) drog som slutsats i sin undersökning.

Intressant är också att titta på de AOA perioden före offentliggörande, (t_{-10}) till (t_{-1}), här ser man att den genomsnittliga AOA för HAKÄ (*graf 3*) kulminerar runt 2 % medan den genomsnittliga AOA för LAKÄ (*graf 2*) kulminerar i perioden på något mer än 1,5 %. Detta kan tyda på att det finns en skillnad i informationsflödet mellan mer och mindre koncentrerat ägande i samband med företagsförvärv, att investerare i mer koncentrerade bolag har tillgång till mer information (t.ex. insiderinformation) än investerare i mindre koncentrerade bolag har. För att dra paralleller till EHM skulle det kunna antydast att fler investerare i mer koncentrerade bolag verkar inom den starka formen av marknadseffektivitet, medan investerare i mindre koncentrerade bolag verkar inom den mellanstarka formen där insiderinformation inte ska finnas tillgänglig (Bodie et al, 2009).

Ali et al's (2008) undersökning och slutsats om att en högre koncentration av aktieägare hos ett företag typiskt sett erlagger en lägre premie vid företagsförvärv. Detta kan vara en förklaring att de genomsnittliga AOA är betydligt högre för mer koncentrerade bolag i vår undersökning. Dvs. aktiemarknaden anser att det erbjudna priset är bättre korrelerat med målbolagets värde än vad det tenderar vara för bolag med mindre koncentrerat ägande.

Värt att notera är att inget av Wilcoxon rank-testerna som jämförde grupperna HAKÄ och LAKÄ var statistiskt signifikanta. Detta innebär att vi ej kan skilja dessa grupper från urvalet, även om det inom grupperna finns skillnader. Således anser vi att det finns skillnader mellan grupperna för koncentrerat ägande som vi kan se från graferna. Dessa skillnader är dock inte tillräckligt stora i förhållande till urvalet för att kunna dra andra slutsatser än att grupperna och urvalet är relativt lika.

5.2 Analys av Lägre samt Högre Andel av Utländskt Ägande

När man jämför *graf 4* och *graf 5* förefaller det som att utfallet motsäger antagande 2 om att ett bolag skulle leverera en bättre aktieutveckling i samband med ett förvärv ju större andel utländskt ägande det fanns i aktieägarstrukturen.

Graf 4 visar utfallet för bolagen inom gruppen LAUÄ. Här visas en samlad bild om en genomsnittlig AOA på lite över 4 % som högst och runt 0 % som lägst, medan *graf 5*, som visar utfallet för bolagen inom gruppen HAUÄ, där den genomsnittliga AOA vid (t_{10}) faktiskt visar på nära (-1,7 %).

Vid dagen för offentliggörande av bud på annat företag (t_0) kan man också skönja stora skillnader i de båda kategorierna. LAUÄ *graf 4* har en genomsnittlig AOA på ca 2,5 % som stiger efter (t_0), medan bolagen inom gruppen HAUÄ *graf 5* endast har en genomsnittlig AOA på ca 0,5 % vid t_0 .

Enligt exempelvis Douma et al (2002) så torde det utländska ägandet vara en stabil grund för företagets resultat. Dvs. att mer utländskt ägande är bättre för företaget. Detta stämmer inte med vårt resultat, vilket kan ha sin grund i att Douma et als undersökning (2002) är gjord på den Indiska marknaden, där det bör råda skillnad mot den svenska marknadens förhållanden. I Indien kan det mycket väl vara så att en större andel utländskt ägande är bättre för företagen. Då denna typ av ägare enligt Douma et al (2002) ofta har en anmärkningsvärd del av aktierna, vilket då ska leda till ett större engagemang i företaget som ägare, samt att denna typ av ägare ofta har långsiktiga mål. Eftersom det handlar om en tillväxtmarknad som Indien kan denna typ av ägande sörja som en kvalitetsstämpel på företaget i landet. Då Sverige är en mogen och välutvecklad marknad kan det vara så att dessa förhållanden inte gäller, t.ex att det är lättare för utländska företag att investera kortsiktigt i Sverige (jämfört med Indien), samt att de utländska ägarna troligtvis har en mindre andel av total aktiemängd i förhållande till vad de har i företag i Indien. Då vi inte har undersökt detta närmare kan vi endast anta att detta kan vara en delförklaring till varför våra resultat skiljer sig åt.

I samband med detta är det också intressant att kommentera Ferreira et al's (2007) påstående om att utländska institutionella investerare kan fungera som övervakare och

styra bolagets internationella verksamhet ifråga. Om detta skulle vara sant så är det inte något som reflekteras i vår undersökning, om man då utgår ifrån att om det Ferreira et al påstår skulle stämma, torde det reflekteras i aktiekurs-utvecklingen (i utgångspunkt i så fall att större andel utländskt ägande bringar bättre kursutveckling). Vi har inte gjort några närmare undersökningar om de bolag som ingår i våra observationer faktiskt har internationell verksamhet (utanför Sverige), vilket skulle kunna vara en förklaring till skillnaderna mellan artikeln och resultatet i vår undersökning.

Ferreria et als (2006) påståenden om att utländska institutionella investerare i sig hjälper till att skapa högre företagsvärderingar (vad vi tolkar som börsvärde), som förklaras med att det utländska intresset driver upp aktiekursen (åtminstone temporärt), är inte heller något som vi kan se när det gäller perioden kring ett bud-dagen. Det i sig kan vara förklaringen, att vi i vår undersökning tittar på perioden kring bud-dagen medan Ferreira et al har undersökt en annan tidsperiod (samt givetvis att Ferreria et al har undersökt en annan marknad än svenska).

Oavsett anledning är det dock statistiskt säkerställt att gruppen LAUÄ har bättre AOA än både gruppen HAUÄ och än urvalet. Samtidigt har gruppen HAUÄ lägre AOA än urvalet. Det finns således signifikanta skillnader för båda grupperna som inte stämmer överens med antagande 2 om hur vi trodde gruppernas AOA skulle uppträda.

6. Slutsatser

I denna avslutning av vår uppsats lägger fram våra egna slutsatser gällande undersökningen, hur man som intressent skulle kunna nyttja vår undersökning samt föreslår intressanta områden för fortsatta studier.

Kärnfrågan: *Finns det ett samband mellan kompositionen av aktieägare och aktiekursutvecklingen i ett företag vid ett företagsförvärv?*

I vår undersökning har vi kunnat skönja att vissa av de kategorier och grupperingar av aktieägare som vi har faktiskt visar tendenser att ha samband med hur väl aktiekursen utvecklas i samband med förvärv.

Första delfrågan: *Finns det ett samband mellan ett bolags aktiekursutveckling i samband med ett företagsvärv och hur pass koncentrerat aktieägandet är? (huruvida en större del av aktierösterna ägs av ett färre antal ägare).*

Ett mer eller mindre koncentrerat ägande förefaller inte ha någon signifikant betydelse enligt våra statistiska tester gällande aktiekursutvecklingen vid ett förvärv, men vid jämförelse mellan de båda grupperna (högre eller lägre koncentration) indikeras det att en högre koncentration av aktieägare (dvs. färre antal aktieägare som äger majoriteten av aktierösterna) ger en högre AOA på kort sikt vid nyhet om förvärv.

Andra delfrågan: *Finns det ett samband mellan ett bolags aktiekursutveckling i samband med ett företagsvärv och hur pass stor andel utländskt aktieägandet bolaget har?*

Gällande kategorin högre eller lägre andel utländskt aktieägande kan vi utifrån vår resultatet av vår undersökning se att vår teori inte stämmer med utfallet, om att en högre andel utländskt ägande skulle ge en högre AOA. Förmodligen kan detta bero på att den svenska börsen har ett mer transparent informationsflöde än de marknader som tas upp i våra jämförelsestudier. Detta kan tyda på att eftersom att en lägre andel utländskt ägande således ger en högre AOA, så implikerar det att ett högt svenskt aktieägande alltså skulle ge en högre AOA, vilket kan bero på att svenska aktieägare är mer aktiva ägare samt har högre krav på transparens i företagen de är ägare i.

Till investerare skulle man då kunna rekommendera att investera i svenska aktier som har en lägre andel utländskt ägande om man tror att företaget i fråga inom kort kommer att offentliggöra ett bud på annat företag.

Aktieägarna har onekligen en stor makt över företagen, och det borde också borga för att större (eller många) engagerade aktieägare i ett företag kan vara en faktor att räkna med då det gäller företagsförvärv.

Så visst finns det tendenser till att aktieägarkompositionen faktiskt spelar roll för aktiekursutvecklingen i samband med förvärv. Men för att verkligen fastställa sambandet behövs ett större urval av data samt mer tid och resurser för att gå mer på djupet.

Istället för att dela in urvalet i de grupper som vi valde skulle man kunna tänka sig att dela upp urvalet för olika år. Detta skulle ge en jämförbarhet mellan olika tidsperioder och på så vis se om nyheten om förvärv uppfattas på samma vis över tid.

Vidare kan vi föreslå studier där man undersöker hur aktieägarstrukturen påverkar bud-formen, dvs. om bud-paketet innehåller mer kontanter eller finansierat via nyemission etc , och då jämföra detta mot rådande aktieägarstruktur för att se om det finns något mönster.

I vår undersökning undersökte vi endast förvärv som slutfördes, men det kan också vara intressant att även titta på antalet bud som faktiskt blir till en slutlig affär och då jämföra det med aktieägarstrukturen för att finna samband mellan slutförande-frekvens kontra aktieägarstruktur. Detta kanske skulle vara mer intressant att se ur målföretagets perspektiv.

För vidare studier rekommenderar vi också att en undersökning kan genomföras för att se utfallet på en längre sikt. Vi kan också rekommendera att genomföra studier på olika grader av effektiva marknader för att se om det finns skillnader i AOA för dessa.

Vi anser att denna undersökning lämnar ett bidrag om hur eventstudier kan användas i en svensk kontext, både teoretiskt bidrag och som kunskapsbidrag. Vi anser även att det teoretiska bidraget borde kunna bidra till en ökad förståelse om vilken påverkan utländskt aktieägande har på kort sikt på svenska bolag vid förvärv

7. Källförteckning

Tryckt material:

Ali, Ruhani och Pillay, Subramaniam (2008). "Effects of Take-over Motives and Ownership Structure on Premiums Paid: Evidence from Malaysia". *International Journal of Business and Management*, June 2008, s. 75 – 88

Asgharian, Hossein och Nordèn, Lars (2007) "Räntebärande instrument värdering och riskhantering", Studenlitteratur, Lund,

Ben-Amar, Walid och André, Paul (2005), Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: *The Case of Family Ownership in Canada*, Social Sciences and Humanities Research Council of Canada (SSHRC)

Berk, Jonathan och DeMarzo, Peter (2011) "Corporate Finance", Second edition, Pearson, England

Bodie, Zvi; Kane, Alex och Marcus, Alan J. (2009) "Investments", upplaga 8, McGraw-Hill/Irwin, New York

Bryman, Alan och Bell, Emma (2005) "Företagsekonomiska forskningsmetoder", upplaga 1:1, Liber, Malmö

Capron, Laurence och Pistre, Nathalie (2002), "WHEN DO ACQUIRES EARN ABNORMAL RETURNS", *Strategic Management Journal* 23: s. 781-794

Chatterjee, Sayan (1986) "Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms", *Strategic Management Journal*, 7, s. 119-139.

Christophe, Stephen (1997), "Hysteresis and the Value of the U.S. Multinational Corporation", *Journal of Business*, 70, s. 435-462.

Coates, John (2010). “*The powerful and pervasive effects of ownership on M&A*”. Harvard University

Denis, David, Diane Denis, and Keven Yost (2002), “Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value”, *Journal of Finance*, 57, s. 1951-1979.

Douma, Sytse, George, Reije och Kabir, Rezaul (2002). “*Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: evidence from a large emerging market*”. Tilburg University

Ferreira, Miguel och Matos, Pedro (2006), “*The Colors of Investors’ Money: Which Firms Attract Institutional Investors From Around the World?**”, ISCTE Business School-Lisbon

Ferreira, Miguel, Massa, Massimo och Matos, Pedro (2007), The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world? *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

Ferreira, Miguel, Massa, Massimo och Matos, Pedro (2007). “*Shareholders at the Gate? Cross-Country Evidence on the Role of Institutional Investors in Mergers and Acquisitions*”. University of Southern California

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan (2003) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2003*”, SIS Ägarservice AB , Stockholm

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan (2004) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2004*”, SIS Ägarservice AB , Stockholm

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan (2005) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2005*”, SIS Ägarservice AB, Stockholm

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan (2006) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2006*”, SIS Ägarservice AB, Stockholm

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan, (2007) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2007*”, SIS Ägarservice AB, Stockholm

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan, (2008) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2008*”, SIS Ägarservice AB, Stockholm

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan, (2009) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2009*”, SIS Ägarservice AB, Stockholm

Frosteby, Martin och Jakobsson, Erik (2012). ”*Påverkande faktorer vid valet av betalningsmedel i en svensk M&A - En köparens perspektiv*”, Uppsala Universitet

Gillan, Stuart, and Laura Starks (2007), “The evolution of shareholder activism in the United States”, *Journal of Applied Corporate Finance* 19, s. 55 - 73.

Goedhart, Marc, Koller, Tim och Wessels, David (2010). “The five types of a successful Acquisition”, *McKinsey & Co*, Sommar 2010, nr 36

Keown , Arthur J. och Pinkerton, John M. (1981), “Merger Announcement and insider trading Activity: An empirical Investigation”, *The Journal of Finance*, Vol XXXVI NO, 4 September

Körner, Svante och Wahlgren, Lars (2006) “*Statistisk dataanalys*”, fjärde upplagan, Studentlitteratur, Sverige

MacKinlay, A. Craig (1997), ”Event studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV March, s. 13-39

Malkiel, Burton G. (2003) “The efficient market hypotheses and its critics” *The Journal of Economic Perspectives*. Vol. 17, No. 1, winter, s. 59-82

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (1994) ”*Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 1994*”, DN Ägarservice AB, Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (1995) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 1995*”, DN Ägarservice AB, Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (1996) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 1996*”, DN Ägarservice AB, Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (1997) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 1997*”, DN Ägarservice AB, Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (1998) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 1998*”, DN Ägarservice AB, Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (1999) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 1999*”, DN Ägarservice AB, Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (2000) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2000*”, DN Ägarservice AB , Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan (2001) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2001*”, SIS Ägarservice AB , Stockholm

Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan, (2002) ” *Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag 2002*”, SIS Ägarservice AB , Stockholm

Yen, Tze-Yu and André, Paul (2010), “The Effects of Ownership Structure on Operating Performance of Acquiring Firms in Emerging Markets”, *Journal of Business and Policy Research*, Volym 5. Nummer 2. December 2010 s. 217 – 236.

Internetkällor:

Internet: Blackden, Richard. “Glencore-Xstrata tie-up attacked by advisory group”.
2012-08-22.

<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/industry/mining/9493681/Glencore-Xstrata-tie-up-attacked-by-advisory-group.html>. (2012-12-02).

Internet: Blas, Javier. ” Boost for \$80bn Glencore-Xstrata merger”. 2012-11-02.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/63e46e54-2514-11e2-a6aa-00144feabdc0.html#axzz2DYV0IfL>. (2012-12-02).

Internet: Ferreira-Marques, Clara. ” Glencore shareholders back Xstrata takeover”.
2012-11-20. <http://www.reuters.com/article/2012/11/20/us-glencore-xstrata-vote-idUSBRE8AJ0FJ20121120>. (2012-12-02).

Internet: <https://indexes.nasdaqomx.com/Index/Overview/OMXSPI>
(2012-12-05).

Internet: Thomas, Helen. ” Glencore and Xstrata pass key hurdles”. 2012-11-23.
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ce1de798-3570-11e2-bf77-00144feabdc0.html#axzz2Ham9M2TH>. (2012-12-02).

Elektroniska källor (databaser)

- Datastream
- Reuters (<http://www.reuters.com>)
- Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com>) (*Aktiekurser för företagen som nämns i bakgrunden*)

Appendix 1: Allmän information

datum	Förvärvande bolag	Förvärvat bolag	Lista	Källa förvärsdatum
1994-01-04	Klövern	Bastionen Syd	A	Reuters
1994-01-26	Celsius	Enator	A	Reuters
1994-02-04	Marieberg	Sydsvenska Dagbladet	A	Reuters
1994-05-20	Investor	Export-Invest	A	http://ir.investorab.com/files/press/investor/investor-report-1994-11-22-sv.pdf
1994-06-01	Volvo	BCP	A	Reuters
1994-11-09	Sifab	Andersons	A	Reuters
1994-12-01	Proventus	Aritmos	A	Reuters
1994-12-21	Stena AB (Stena Line)	Räckstahus	A	http://up.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1344445&fileId=2433143
1995-01-03	Latour	Swegon	A	Reuters
1995-03-31	Atle	KapN	A	http://uu.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:130991
1995-07-08	WM-data	Owell	A	Reuters
1995-07-14	Getinge Industrier	Arijo	A	Reuters
1995-09-04	Åsji Domän	Hasselfors	A	Reuters
1995-12-28	Prifast	Stancia	A	http://up.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1561061&fileId=1565513
1996-04-01	Sandvik	Kanthal	A	Reuters
1996-04-01	Skanska	Skåne-Gripen	A	Reuters
1996-08-27	Hexagon	Swepart	A	https://web-retriever-info-com.ludwig.lub.lu.se:2443/services/archive.html
1996-10-06	Trelleborg	Horda	A	Reuters
1996-12-12	Svenska Handels Banken	Stadshypoteket	A	Reuters
1997-01-08	OEM International	CynCrona	OTC	Reuters
1997-02-18	NCC	SIAB	A	Reuters
1997-08-25	Trelleborg	Skoogs	A	http://up.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1342358&fileId=2434796
1997-10-01	S-E Banken	Trygg Hansa	A	Reuters
1998-03-01	Hufvudstaden	NK Cityfastigheter	A	Reuters
1998-11-10	Finnsveden	LPI Precision	A	http://trove.nla.gov.au/work/103214499?q=ipi&c=article&versionId=116619982
1998-12-01	WM-data	Caran	A	Reuters
2004-04-26	Öresund	Custos	O	Reuters
2004-11-19	Scania	Aimax	A	Reuters
2005-04-13	Telelogic	Focal Point	O	http://www.skatteverket.se/rattsinformation/meddelanden/arkiv/2005/2005/skvm200541.4.dfe345a107ebcc9ba80005888.html
2005-06-20	Hagströmer och Qviberg	HQ Fonder	O	Reuters
2006-02-08	Teligent	Trio	SC	Reuters
2006-05-09	Retail and brands	J & C Group	MC	Reuters
2007-09-24	Xponcard group	ACSC	SC	Reuters
2008-10-15	Peab AB	Peab industri	MC	Reuters
2008-10-21	Panaxia security AB	PanAlarm	NGM	Reuters

Appendix 1 visar datumen då nyheten om förvärv blev offentlig, det förvärvande samt förvärvade företagen, vilken lista de befann sig på samt källa för datumen då nyheten om förvärv blev offentlig. I de fall då datumen ej fanns i Reuters har vi här endast hänvisat till internetsidorna där de finns tillgängliga. Detta för att inte röra till i källförteckningen.

Appendix 2: Uppdelning av grupper

Lägre Andel av Utländskt Ägande		Högre Andel av Utländskt Ägande	
Företag	Kontroll av röster, %	Företag	Kontroll av röster %
Klövern	2,3	Celsius	13,4
Marieberg	7	Volvo	21,8
Investor	5,8	Atle	14,9
Sifab	0,3	Getinge Industrier	34,1
Proventus	1,8	Trelleborg	12,5
Stena AB (Stena Line)	7,5	Svenska Handels Banken	23,2
Latour	1,3	OEM International	31,3
WM-data	9,7	S-E Banken	16,7
AssiDomän	9,4	Finnveden	15,4
Prifast	2,2	Öresund	13
Skanska	5,7	Scania	35,2
Sandvik	9,6	Telelogic	28,5
Hexagon	5,9	Hagströmer och Qviberg	10,6
NCC	1,7	Teligent	22,6
Trelleborg	9,8	Retail and brands	39,2
Hufvudstaden	1	Xponcard group	21,8
WM-data	8,8	Panaxia security AB	38,3
Peab AB	6,2		
Lägre Andel av Koncentrerat Ägande		Högre Andel av Koncentrerat Ägande	
Företag	Kontroll av röster 25 största ägarna, %	Företag	Kontroll av röster 25 största ägarna, %
Klövern	67,7	Celsius	92,5
Investor	78	Marieberg	93,1
Volvo	64,9	Proventus	90,4
Sifab	65,3	Stena AB (Stena Line)	91,3
Atle	79,7	Latour	92,1
AssiDomän	69	WM-data	95,3
Skanska	77,9	Getinge Industrier	90,4
Sandvik	81,8	Prifast	86,6
Hexagon	75,3	OEM International	89,7
Trelleborg	78,2	NCC	93,3
Svenska Handels Banken	74,8	Hufvudstaden	97,3
Trelleborg	78,9	Finnveden	83,4
S-E Banken	64,9	WM-data	94,3
Öresund	63,4	Scania	92,3
Telelogic	70,5	Xponcard group	82,6
Hagströmer och Qviberg	58,6	Peab AB	84,4
Teligent	60,9	Panaxia security AB	82
Retail and brands	70,3		