



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

Kurskod: FEKH89

Kursens titel: Kandidatkurs i finansiering

Termin: VT 2014

# Amerikanska och brittiska uppköp i Sverige

En kvantitativ studie om den initiala reaktionen på marknaden

Författare:

Adam Bremholm, Magnus Damberg & Rasmus Ilestedt

## **Förord**

Det här är den avslutande uppsatsen för kandidatkursen i finansiering på ekonomihögskolan i Lund. Det har varit en intressant och lärorik tid för oss alla i gruppen.

Vi vill tacka vår handledare Rikard Larson som har inspirerat och väglett oss genom arbetets gång, samt Naciye Sekerci som understött oss vid författandet av metodkapitel.

Adam Bremholm, Magnus Damberg & Rasmus Ilestedt

Lund 2014-06-01

## Sammanfattning

<b>Titel:</b>	Amerikanska och brittiska uppköp i Sverige - En kvantitativ studie om den initiala reaktionen på marknaden
<b>Seminariedatum:</b>	4 juni 2014
<b>Kurs:</b>	FEKH89, Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå 15hp
<b>Författare:</b>	Adam Bremholm, Magnus Damberg & Rasmus Ilestedt
<b>Handledare:</b>	Rikard Larsson
<b>Nyckelord:</b>	Gränsöverskridande förvärv, abnorm avkastning, eventstudie
<b>Syfte:</b>	Syftet med studien är att undersöka om företagsgrupper från USA, Storbritannien och Sverige lyckas skapa abnorm avkastning samt vilken grupp som lyckas skapa högst abnorm avkastning vid förvärv på den svenska marknaden.
<b>Metod:</b>	Studien är en kvantitativ undersökning där vi använder en eventstudie för att undersöka ett tidsfönster runt ett uppköps tillkännagivande.
<b>Teoretiska perspektiv:</b>	Teoriavsnittet utgörs av tidigare forskning inom gränsöverskridande förvärv och fusioner.
<b>Empiri:</b>	Empirin är baserad på data från 35 amerikanska, 32 brittiska och 34 svenska företag som alla genomförde förvärv i Sverige mellan 2003 och 2008.
<b>Slutsats:</b>	Studien har funnit att företagsgruppen från Storbritannien är den enda av grupperna som lyckas skapa signifikant abnorm avkastning över hela eventfönstret. Den här gruppen lyckas således också skapa en högre abnorm avkastning än de andra grupperna.

## **Abstract**

- Title:** American and British M&A's in Sweden  
- A quantitative study on the initial reaction on the market
- Seminar date:** June 4, 2014
- Course:** FEKH89, Graduation Thesis, Undergraduate level in Corporate Finance, 15 ECTS
- Authors:** Adam Bremholm, Magnus Damberg, Rasmus Ilestedt
- Advisor:** Rikard Larsson
- Key words:** Cross-border M&A's, Abnormal Return, Event Study
- Purpose:** The purpose with this study is to see if acquirers from the US, UK and Sweden manages to create and who is able to create the highest abnormal return when acquiring companies in the Swedish market.
- Methodology:** A quantitative study with an event study where the time window is set around the date when companies announce M&A's is applied.
- Theoretical perspectives:** The theory section is comprised of earlier research in cross-border M&A's.
- Empiric foundation:** The study's empirical evidence is based on data from 35 American, 32 British and 34 Swedish acquiring firm between 2003 and 2008 in the Swedish market.
- Conclusion:** This study has showed that the UK acquirers are the only one of the groups in the study who manages to create significant abnormal return for the whole time window. Therefore the UK acquirers manage to also create the highest abnormal return, compared to the other acquiring nations.

## Innehållsförteckning

<b>Kapitel 1 - Inledning</b> .....	8
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problemdiskussion .....	9
1.3 Problemformulering.....	11
1.4 Syfte .....	11
1.5 Avgränsningar.....	12
<b>Kapitel 2 - Historien bakom sammanslagningar</b> .....	13
2.1 Generellt.....	13
2.2 Den första vågen (1893 till 1904).....	14
2.3 Den andra vågen (1919 till 1929), .....	15
2.4 Den tredje vågen (1955 till 1969).....	16
2.5 Den fjärde vågen (1974-80 till 1989) .....	16
2.6 Den femte vågen (1993 till 2000).....	17
2.7 Den sjätte vågen (2003-2008).....	18
2.8 Utländska uppköp och ägarandelar i Sverige .....	19
<b>Kapitel 3 - Teoretisk bakgrund</b> .....	22
3.1 Den effektiva marknadshypotesen.....	22
3.2 Teorier om motiv bakom sammanslagningar & förvärv .....	24
3.3 Tidigare studier .....	25
3.4 Övriga studier inom området .....	33
3.5 Hypotesformulering .....	34
<b>Kapitel 4 - Metod</b> .....	35

4.1 Forskningsansats .....	35
<b>4.1.1 Deduktiv ansats</b> .....	35
<b>4.1.2 Kvantitativ forskning</b> .....	36
4.2 Data och urval .....	36
<b>4.2.1 Datakällor</b> .....	36
<b>4.2.2 Urvalsprocess och avgränsningar</b> .....	37
<b>4.2.3 Bortfallsanalys</b> .....	38
<b>4.2.4 Kritik mot datakällor</b> .....	38
4.3 Eventstudie.....	39
<b>4.3.1 Teoretisk bakgrund till eventstudiemetodik</b> .....	39
<b>4.3.2 Val av händelse och eventfönster</b> .....	39
<b>4.3.3 Urval</b> .....	40
<b>4.3.4 Estimatperiod</b> .....	40
4.4 Beräkning av abnorm avkastning.....	40
<b>4.4.1 Förväntad och abnorm avkastning</b> .....	40
<b>4.4.2 Val av uppskattningsmodell</b> .....	40
<b>4.4.3 Beräkningar enligt marknadsmodellen (MacKinlay, 1997)</b> .....	42
<b>4.4.4 Framställning av abnorm avkastning (AR) (MacKinlay, 1997)</b> .....	43
<b>4.4.5 Genomsnittlig abnorm avkastning (AAR) (MacKinlay, 1997)</b> .....	43
<b>4.4.6 Kumulerad genomsnittlig abnorm avkastning (CAAR) (MacKinlay, 1997)</b> 44	
<b>4.4.7 Statistiska test för abnorm avkastning (AAR) (MacKinlay, 1997)</b> .....	44
4.5 Hypotesprövning.....	45
<b>4.5.1 Formulering</b> .....	45
<b>4.5.2 Feltyper (Körner &amp; Wahlgren, 2006)</b> .....	46

<b>4.5.3 Normalfördelning</b> .....	46
4.6 Metodkritik .....	46
4.7 Reliabilitet och validitet.....	48
<b>4.7.1 Studiens reliabilitet</b> .....	48
<b>4.7.2 Studiens validitet</b> .....	48
<b>Kapitel 5 - Resultat</b> .....	49
<b>Kapitel 6 - Analys</b> .....	53
<b>Kapitel 7 - Slutsats</b> .....	58
7.1 Slutsatser och kunskapsbidrag .....	58
7.2 Förslag till vidare forskning.....	60
Litteraturförteckning.....	62
Bilagor .....	66
1: Observerade bortfall .....	66
2. Företagen .....	69
<b>USA</b> .....	69
<b>Storbritannien</b> .....	70
<b>Sverige</b> .....	71

## Kapitel 1 - Inledning

*I det här avsnittet presenteras bakgrunden och problemdiskussionen som ligger till grund för arbetet och studiens utformning. Vidare ställs en problemformulering upp och avslutningsvis behandlar vi även syftet med studien samt dess avgränsningar.*

### 1.1 Bakgrund

Globalisering är en väldigt omfattande process som resulterat i kraftigt ökad integration över gränserna under modern tid. Processen omfattar inte bara ekonomiska aspekter, utan även kultur, politik och kanske inte minst sociala medier. Utvecklingen inom tekniken under det senaste decenniet, främst inom kommunikationsmedel, har resulterat i en stor ökning av informationsutbyte och samarbete över gränserna (Hollendsen, 2004).

Inom affärsvärlden innebär globaliseringen mer än bara ökad gränsöverskridande integration. Moderna studier lägger fram starka bevis för att globaliseringen i en stat speglas direkt i landets ekonomiska förhållande till världsekonomin – alltså en synkronisering av konjunkturläget. Det innebär att globaliserade länder tenderar att följa samma konjunkturcykel (Lee, 2010).

Samtidigt som de ekonomiska staterna synkroniseras över cyklerna går det också att se trender som orsakas av den allt mer tillgängliga informationen över gränserna. Det finns bland annat forskning som hävdar att det nya informationsflödet inneburit minskade skillnader i affärsintegration och strategi över gränserna, främst hos globaliserade västländer som USA, Storbritannien och övriga Västeuropa (Geogr, 2011), (Krugman & Venables, 1995). Samma studier pekar även på en stark ökning av internationell företagsexpansion. Frekvensen av internationella uppköp och fusioner har tenderat att följa konjunkturläget sedan första intåget vilket resulterat i att mängden gränsöverskridande sammanslagningar, historiskt sett, formats i så kallade vågor (Gaughan, 2011). Den senaste vågen och den sjätte i turordningen var den som genererade flest uppköp och



sammanslagningar relativt tiden den pågick (2003-2008). Det är information som ytterligare stärker vad tidigare ovan nämnd forskning hävdar och det väcker ett intresse till att vidare studera utfallen som präglats av globalisering, minskade skillnader, ökad information och allt mer jämlik företagsverksamhet över gränserna.

## 1.2 Problemdiskussion

Antalet gränsöverskridande företagsförvärv har stigit från 23 % år 1998 till 45 % år 2007 av det totala antalet företagsköp världen över (ISIL EREL, 2012). Med hänsyn till globaliseringen finns det ingen anledning att tro att siffran ska minska framöver. I Sverige var under perioden 1990 till 2001 så mycket som 35,48 % gränsöverskridande uppköp och sammanslagningar av den totala mängden (Stefano Rossi, 2004).

Det finns många anledningar till varför företag väljer att göra gränsöverskridande förvärv eller sammanslagningar. Tidigare forskning visar på fördelar inom internationalisering, synergieffekter och riskdiversifiering vilket i sin tur skapar värde för både för köpare och säljare. Säljaren får ett premium vid försäljningen och köparen hoppas att effekterna skall vara mer värda än den premium man betalar (Shimizu, et al., 2004).

Samtidigt har tidigare etablerad forskning gjort det känt att förvärv och fusioner mellan företag överlag inte är värdeskapande - så mycket som 80 % av fallen sägs vara värdeförstörande för det uppköpande företaget (Datta & Puia, 1995). Andra forskare har dock tagit en annan vinkel på analysen och menar att just gränsöverskridande uppköp skulle vara värdeskapande. Hur som helst menar även forskarna att USA tillhör kategorin av länder som generellt är sämre på att skapa värde över gränserna på kort sikt genom företagsförvärv (Errunza & Senbet, 1981; Kang, 1993; Eun, et al., 1996; Cakici, et al., 1996).

I kontrast till forskningen om USA:s misslyckande inom internationella förvärv så finns det forskning som visar på signifikant positiv avkastning för brittiska aktieägare som gör gränsöverskridande förvärv (Danbolt & MacIver, 2012). Annan forskning beskriver också situationen där brittiska företag värvar privata företag över gränserna som ett historiskt lyckosamt koncept (Conn, et al., 2005).

Som vi nämnde tidigare anses både USA, Storbritannien och Sverige vara nationer som delar egenskaperna av att vara globaliserade länder. Dessutom är just USA och Storbritannien de länder som representerar störst andel utländskt ägande i Sverige under perioden 1996-2009 med ett snitt på ca 20 respektive 11 procent av totalt utländskt ägande (Heyman & Norbäck, 2013).

Det här väcker frågan kring hur vida den svenska marknaden reagerar olika beroende på om ett förvärv på den svenska företaget är av amerikansk eller brittisk härkomst. Vad kan aktieägare förvänta sig i ett sådant händelseförlopp där en annonsering om uppköp görs av ett företag från något av dessa länder? I enlighet med den effektiva marknadshypotesen, utformad av Eugene Fama i *The Journal of Finance* (1970), så skall marknaden reagera omedelbart och all tillgänglig information skall återspegla värdet på marknaden. Därför, med ytterligare hänsyn till det globaliserade informationsflödet, bör ett sådant extraordinärt tillkännagivande som av ett förvärv eller en sammanslagning direkt återspeglas i värdet på det förvärvande företags aktiepris (Fama, 1970). I så fall – innebär det att den svenska marknaden initialt bör reagera mer positivt till brittiska tillkännagivanden av förvärv än till de amerikanska?

Vidare går det att ställa sig frågor kring Sveriges roll vid tillkännagivanden av förvärv från utlandet, i det här fallet från USA och Storbritannien. Som vi tidigare nämnde är det känt att förvärv och fusioner sällan är värdeskapande för det köpande företaget, men att just gränsöverskridande affärer har större möjligheter för att skapa värde. Med utgångspunkt i globaliseringsteorin blir det därför intressant att pröva om Sverige själva lyckas bättre med

inhemska förvärv & fusioner jämfört med de som kommer in från utlandet. Särskilt intressant med anledning av tidigare studiers syn på hur gränsöverskridande förvärv i de allra flesta fallen är mer värdeskapande än de inhemska (Cakici, et al., 1996; Datta & Puia, 1995; Errunza & Senbet, 1981; Eun, et al., 1996). Det väcker funderingar kring om svenska aktieägare på kort sikt kan förvänta sig sämre avkastning vid annonseringen av ett inhemskt förvärv i jämförelse med de utländska ägarna. I synnerhet är det intressant att jämföra det med de två största grupperna av utländskt ägande i Sverige som enligt forskning lyckas väldigt olika vid förvärv av utländska företag, nämligen USA och Storbritannien.

### 1.3 Problemformulering

Med utgångspunkt i diskussionen ovanför har författarna valt följande övergripande frågeställningar:

- 1. Genererar företagen från de olika länderna högre avkastning på aktien än förväntat på kort sikt när det tillkännager ett förvärv på den svenska marknaden?*
- 2. Lyckas brittiska företag bättre än amerikanska med att på kort sikt generera högre avkastning än förväntat vid tillkännagivandet av förvärv i Sverige?*
- 3. Hur väl lyckas svenska företag i förhållande till de två största utländska ägargrupperna med att på kort sikt generera högre avkastning än förväntat vid tillkännagivandet av inhemska förvärv?*

### 1.4 Syfte

Syftet med studien är att undersöka om företagsgrupper från USA, Storbritannien och Sverige lyckas skapa *abnorm avkastning\** samt vilken grupp som lyckas skapa högst abnorm avkastning vid förvärv på den svenska marknaden.

Vi vill också öka vår förståelse kring förvärv av företag och hoppas att studien kan addera en dimension till ett relativt utforskat område genom att fokusera på två stora utrikesmarknaders prestationer på en tämligen mindre studerad marknad.

*\*Definition för begreppet "abnorm avkastning" finns i del 4.4.4 "Abnorm Avkastning"*

## 1.5 Avgränsningar

Studien ämnar att enbart studera aktieförändringen hos förvärvande börsnoterade bolag från USA, Storbritannien och Sverige som tillkännager förvärv av svenska företag. Anledningen till att vi valt dessa två utländska grupper är för att de under tidsfönstret representerar de två största grupperna av utländskt ägande på den svenska marknaden. Storbritannien och USA är även ofta förekommande i relaterade studier vilket gör att författarna kan bättre analysera studiens resultat i förhållande till tidigare forskning. Vidare gör studien också en tidsavgränsning för att enbart omfatta annonseringsdatum mellan 1 januari 2003 och 14 september 2008. Anledningen till tidsavgränsningen är att de specifika datumen anses representera den så kallade sjätte vågen av uppköp och sammanslagningar. Enligt teorin tenderar en given våg att omfatta uppköp och förvärv av liknande karaktär som sker under någorlunda liknande förutsättningar (Gaughan, 2011), vilket innebär mer trovärdiga och jämförbara resultat för studien. Vidare föredrar författarna att se på den senaste av vågorna med anledning av att i en analys kunna dra paralleller till teorin om modern globalisering.

Vidare har vi valt att inte ta ställning till varför aktievärde skapas i samband med annonsering. Vi anser att undersökningens utformning inte kan spegla ett företags skicklighet i ämnet, utan enbart marknadens initiala reaktion. Hur som helst kan en sådan reaktion ses som en indikator på hur marknaden förhåller sig till de olika gruppernas prestationer ur ett historiskt perspektiv, men det är ett ansvar vi frånsäger oss. Vidare väljer vi också att inte ta ställning i frågan kring om marknadens psykologi och eventuell upphaussning har någon inverkan på prisförändringen. Det skulle innebära en helt annan

typ av utformning på studien där en djupare analys av de enskilda börserna skulle krävas. Vi kan inte heller dra några slutsatser om värdeskapande genom gränsöverskridande förvärvs vara eller icke vara generellt, utan vi begränsar oss till tre stycken förvärvande länder. Dock är det viktigt att poängtera att de två största grupperna av utländska ägare i Sverige delvis representerar hela gruppen, men enbart som indikatorer med hänsyn till att resultaten annars hade varit annorlunda. Därför drar författarna inga generella slutsatser om gränsöverskridande uppköp utan avgränsar sig till att visa på skillnaderna mellan våra tre aktörer för att bekräfta eller motsäga tidigare forskning.

*(För fullständiga metodavgränsningar, se urvalsprocess under kapitel 4).*

## Kapitel 2 - Historien bakom sammanslagningar

*I följande avsnitt presenterar författarna historien bakom sammanslagningar och förvärv. Först behandlas den generella historiska bakgrunden innan varje tidsperiod presenteras för sig. Avslutningsvis presenteras och analyseras historien bakom förvärv och utländskt ägande på den svenska marknaden.*

### 2.1 Generellt

Historien brukar tala om sex tidsperioder eller ”vågor” som speglar tider då förvärv och sammanslagningar var mycket frekvent. Dessa perioder kan karaktäriseras som en typ av konjunktur, där perioder av många sammanslagningar följs av tider med lägre aktivitet (Gaughan, 2011). Vågorna ägde rum mellan 1893-1904, 1919-1929, 1955-1969, 1974-1980, 1993-2000 och 2003-2008, där var och en av vågorna har sin unika struktur och sina särskilda drag. Tack vare vågorna föddes ett nytt koncept i stora multinationella företag som tidigare bara bestod av små självständiga bolag. Det ledde även till att nya lagar och ramar kom till kring rättvis företagssed och gemensamma miljöstrukturer (Gaughan, 2011).

Det var i USA som konceptet av sammanslagningar och förvärv först började och blomstrade innan det spreds sig vidare till andra marknader. Först i den femte vågen (1993-2000) kunde man se Europa som en stor aktör på marknaden av sammanslagningar. Förvärv visade sig då vara ett globalt fenomen och dess volymförändringar i Europa var då väldigt lika de i USA.

Frekvensen av förvärv och sammanslagningar påverkas i högsta grad av den samhällsekonomiska aktiviteten. Konjunkturläget och investerares optimism är faktorer som är korrelerade med volymen av sammanslagningar, både i Europa och i USA. Generellt upphörde de flesta vågorna vid utbrytandet av en ekonomisk kris eller ett krig. Den femte vågen avslutades i och med att internetbubblan sprack och den senaste vågen upphörde när den nuvarande finanskrisen slog in 2008 (Gaughan, 2011).

Vi kan också säga att överlag tycks vågorna orsakas av en kombination av ekonomiska, regelmässiga och teknologiska chockar. Det kan tyckas naturligt att med en ekonomisk chock följer en ekonomisk expansion – företagen vill växa för att möta en snabbt växande efterfrågan. Regelmässiga chockar innebär i praktiken avregleringar inom vissa branscher och industrier och teknologiska sker i form av genombrott i tekniken som dramatiskt kan ändra förutsättningar för en viss industri eller rent av skapa en helt ny. Dessa chockar garanterar dock inte början av en ny våg utan de måste vara korrelerade med marknadens felaktiga antaganden och framtidsutsikter (Gaughan, 2011).

Vi ska nu närmare presentera vad som karaktäriserar varje enskild tidsperiod eftersom de alla har påverkat hur läget ser ut i modern tid. De första tre vågorna är av mindre relevans för vår studie, men författarna har ändå valt att kortare förklara deras bakgrund för att kunna förhålla de tre senare vågorna till det historiska förloppet.

## 2.2 Den första vågen (1893 till 1904)

Efter depressionen 1893 tog den första vågen fart och den bestod främst av horisontella sammanslagningar (företag inom samma bransch eller industri). Det ledde till att åtta stora industrier formades: råa metaller, livsmedel, bränsle, kemikalier, transportutrustning, producerad metall, maskinerier och kolindustrin (Gaughan, 2011).

Den drivande faktorn i att företag började slås samman var utvecklingen av transportsystem. Nu kunde företagen tävla mot varandra och försöka slå ut olika lokala konkurrenter, vilket i slutändan även drev upp effektiviteten på marknaden.

På den tiden fanns väldigt få och ineffektiva regelverk kring uppköp av företag vilket ledde till stora ”uppköpskrig” mellan företagen och bara muntliga överenskommelser stod mellan framgångsrika företag och total marknadsdominans.

De nya företagen var i stort behov av nytt ledarskap och organisering för att kunna bedriva effektiva verksamheter. De flesta sammanslagningar misslyckades med att uppnå förbättrad effektivitet och det svaga banksystemet i kombination med börskraschen 1904 innebar slutet på den första vågen.

### 2.3 Den andra vågen (1919 till 1929), (Gaughan, 2011)

I jämförelse med den första vågen som resulterade i monopolistiska strukturer, så skapade den andra vågen oligopol. Bristen på nya ramverk för sammanslagningar i kombination med att företagen blivit bättre organiserade under första världskrigets gång ledde till ytterligare uppköp och förvärv i industrierna. Värt att nämna är dock att konkurrensen samtidigt blev stimulerad i och med utvecklingen av radiostationer över USA.

Den andra vågen avslutades i och med börskraschen 29 oktober 1929. Kollapsen ledde till minskad självsäkerhet hos företag och investerare och den följande finanskrisen innebar ett dramatiskt konsumtionsfall som tvingade företag att undvika ytterligare risker.

## 2.4 Den tredje vågen (1955 till 1969)

Ett stort ekonomiskt uppsving i mitten på 50-talet innebar början på en ny våg. Nu var lagarna mycket striktare och sammanslagningar som skulle innebära signifikant minskad konkurrens var helt olagliga. Det innebar att företagen som sökte ytterligare tillväxtmöjligheter nu fick använda sig av en mer diversifierande strategi. Dessutom blev det även vanligt att mindre företag värvade större bolag till skillnad från under tidigare perioder (Gaughan, 2011).

Den här trenden slutade vid det första misslyckandet av en sådan komplex sammanslagning. Vågen tog snabbt slut som följd av skattereformerna som behandlade bokföringsmissbrukandet och begränsade värderingen av tillgångar vid förvärv. Företagen lyckades inte uppnå de fördelar de hoppats på genom diversifiering. De flesta sammanslagningar misslyckades och de avdelningarna som inte tillhörde företagets kärnverksamhet avyttrades till stor del åren efter börskraschen 1969 (Servaes, 1991).

## 2.5 Den fjärde vågen (1974-80 till 1989)

Den fjärde sammanslagningsvågen brukar ofta refereras till som vågen av ”mega-mergers” eller 80-talets fientliga förvärv (även om den startade med Incos försök med att fientligt värva ESB redan 1974). När det lyckades innebar det grönt ljus för investmentbankerna att lägga fientliga bud åt sina klienter som var s.k. företagsanfallare (”corporate raiders”). Dessa anfallare sökte företag med undervärderade tillgångar och ville köpa tillräckligt många aktier för att ta kontroll över en betydande del, eller som i många fall, tjäna pengar på att sälja vidare aktierna till högre bjudande. Arbitragörer, som Ivan Boesky, la grunden till en strategi som innebar att de köpte aktier i ett företag där de förutspådde att ett fientligt anbud var på väg att ske (Gaughan, 2011).



Utöver de fientliga anbuden så karaktäriserades den fjärde vågen av belånade uppköp och den aggressiva rollen hos investmentbankerna. Samtidigt under den här tidsperioden började företag som låg under fientliga anbud att använda politiska och regelmässiga åtgärder för att skydda sig mot oönskade säljerbjudanden.

Slutet på den fjärde vågen orsakades dock inte av att s.k. poison pills introducerades och inte heller på grund av börskraschen 1987. Det var istället, förvånansvärt nog, den milda finanskrisen i USA mellan 1989-1990 som gjorde att vågen upphörde.

## 2.6 Den femte vågen (1993 till 2000)

Om vi kan kalla de fyra första vågorna för huvudsakligen amerikanska, så karaktäriseras den femte vågen för första gången till största delen av internationella förvärv (Black, 2000). 1999 hade värdet av alla sådana transaktioner i Europa nästan uppnått samma värde som de i USA. Den femte vågen startade i samband med 90-talets ekonomiska uppsving i USA och fortsatte som en rekyl av ökande efterfrågan och global konkurrens (Gaughan, 2011).

I övrigt skedde stora sammanslagningar på ungefär samma nivå som under den fjärde vågen, med skillnaden att de fientliga uppköpen minskade en aning. Nu inleddes istället en förvärvsförhandling med orden ”skulle ni vara intresserade av en sammanslagning mellan två lika parter?”. Det här ledde till några av de största sammanslagningarna genom tiderna och mycket värde skapades för genom sådana internationella affärer.

Ytterligare drag som karaktäriserar den femte vågen är att de sammanslagningar som skedde till stor del hade långsiktiga bakgrundsmål, till skillnad från den fjärde vågens mer kortsiktiga och finansiella mål. Det finns empirisk forskning som visar på att den femte vågen innebar en positiv förändring för aktieägarna (Moeller, et al., 2005). Mellan 1998 och 2001 inträffade flera misslyckanden på marknaden, dels på grund av chefer som trodde att de själva var anledningen till det ökade aktiepriserna istället för den s.k.

milleniumbubblan på börsen. Den innebar också slutet på den femte vågen tillsammans med stora förvärvsmislyckanden och enorma skandaler som exempelvis Enron, vilket innebar mycket striktare ramverk för kreditinstituten och därmed en ökad försiktighet hos företagen.

## 2.7 Den sjätte vågen (2003-2008)

Den sjätte och till nutid den sista vågen är den tidsperiod där författarna valt att lägga sin undersökning. Faktorer som globalisering, starka regeringar och prishöjningar låg till grund för att en ny våg tog plats mindre än tre år efter sin föregångares slut.

Man kan säga att den sjätte vågen var helt och hållet global, även om den slog kraftigast i Europa. I motsats till den femte vågen så minskade belöningarna till företagsledningarna i form av optioner och stamaktier, vilket innebar en minskad frestelse till att gå igenom med kortsiktiga affärer som skulle innebära snabb avkastning. De nya EU-reformerna innebar också förenklad handel och det triggade företagen att inta en starkare europeisk position, vilket också ledde till fler sammanslagningar och förvärv (Gaughan, 2011).

Samtidigt visade den sjätte vågen på en ökning av s.k. finansiella köpare, dvs. investerare som var ute efter att trycka upp priserna hos ett företag genom att gå in med kapital och därefter hoppas på en strategisk sammanslagning. Det i sin tur ledde till flera sammanslagningar av orimligt höga priser där motiv till viss del bara var ryktesmässiga, dvs. att det såg bra ut för två företag att gå ihop, vilket till stor del påminde om de misslyckanden som karaktäriserade den femte vågen (Gaughan, 2011). Dock får vi inte glömma att finansiella köpare även kunde ha ett positivt inflytande eftersom deras prestationer inom företagen kunde vara direkt värdehöjande, även inom företag som inga andra köpare var intresserade av och det ledde till en ökad likviditet på världsmarknaden (Moeller & Brady, 2007).

De företag som under den här tiden förhandlade om sammanslagningar tenderade ofta att se sina aktiepriser falla eller stiga väldigt dramatiskt. Det här var en konsekvens av marknadens reaktioner till de pågående förhandlingarna, vilket är vad vår undersökning kommer studera närmare. De tillfälliga aktiepriserna reflekterade alltså inte alltid företagets verkliga värde, utan snarare marknadens syn på de potentiella investerarna.

Precis som vid flera av sina föregångare avslutades den sjätte vågen när världsekonomin gick ner i en finanskris under hösten 2008 (Gaughan, 2011).

## 2.8 Utländska uppköp och ägarandelar i Sverige

Det är främst under de senaste decennierna som inflödet av utländska direktinvesteringar ökat markant i Sverige. Multinationella företag med svenskt ursprung har visserligen spelat en betydande roll under en ännu längre tid, men Sveriges växande betydelse i utrikeshandeln har resulterat i att fler internationella investerare riktar sig mot den svenska marknaden. Under perioden 2000 till 2010 ökade Sveriges gränsöverskridande handel med ca 8 procent och direktinvesteringarna till och från Sverige steg med sammanlagt 62 procent under samma tidsperiod (Ketels, 2012).

Det här innebär också att fler företag i Sverige blir utlandsägda och att allt fler anställda arbetar i utlandsägda företag. Tillväxtanalys berättar att 2010 fanns det mer än 13 500 företag med utländskt ägande och över 590 000 anställda i Sverige. Det går att jämföra med motsvarande statistik 2000 då det enbart fanns 5 500 företag med 450 000 anställda (Tillväxtanalys, 2011).

I en rapport av Heyman & Norbäck (2013) beskrivs det utländska ägandet i Sverige under åren 1996 till 2009. Där presenteras data bestående av utlandsägda företag som kontrollerar företag i Sverige och där nationaliteten bestäms av den yttersta ägarens hemvist. Ett

utländskt uppköp definieras som ”att ett företag övergår från att vara svenskägt till att vara utlandsägt” (Heyman & Norbäck, 2013).

Under mitten av 1990-talet fanns ungefär 1,3 miljoner anställda i Sverige i företag med minst 20 anställda och den totala sysselsättningen ökade stabilt fram tills millenniumskiftet då en mild avtagning tog plats i och med IT-krisen. Efter det återhämtade sig sysselsättningen något men övergick sedan i en avmattning 2009, något som speglar finanskrisen som då tog sin början.

**Tabell 1:** Andel av total sysselsättning fördelat på svenska och utländska företag under tiden 1997-2009 med minst 20 anställda

År	1997	1999	2001	2003	2005	2007	2009
Sverige	0,81	0,76	0,70	0,68	0,67	0,67	0,67
Utlandet	0,19	0,24	0,30	0,32	0,33	0,33	0,33

(Källa: Heyman & Norbäck, 2013, [http://www.ifn.se/publikationer/policy\\_papers/2013/61](http://www.ifn.se/publikationer/policy_papers/2013/61))

Tabell 1 ovan visar tydligt att svenska företag med tidens utveckling står för en mindre och mindre del av den totala sysselsättningen. Mot slutet av tidsperioden är en tredjedel av den totala sysselsättningen av utländskt ägande. Enligt Heyman & Norbäck (2013) ökade antalet utlandsägda företag med 120 procent under perioden 1996-2009, samtidigt som ökningen av antalet svenska företag endast var 28 procent.

Det är främst utländska uppköp som är anledningen till att det utländska ägandet har ökat. Dessutom har gränsöverskridande uppköp visat sig betydelsefullt för att göra direktinvesteringar (Heyman & Norbäck, 2013). Låt oss nu se närmare på vilka länder som är mest aktiva uppköpare på den svenska marknaden.

I tabell 2 nedanför ser vi andelen av sysselsättning i Sverige med huvudkontor i olika länder ordnade efter andelsstorleken. Tabellen visas som årliga genomsnitt över tre stycken delperioder: 1996-2000, 2001-2005 och 2006-2009.

**Tabell 2:** Genomsnittlig andel av sysselsättning i utlandsägda företag sorterat på total andel utländskt ägande i Sverige under tidsperioden 2006-2009

<b>Utländsk ägare</b>	<b>1996-2000</b>	<b>2001-2005</b>	<b>2006-2009</b>	<b>Genomsnitt 1996-2009</b>
<b>USA</b>	0,194	0,218	0,186	0,199
<b>Storbritannien</b>	0,102	0,106	0,121	0,110
<b>Finland</b>	0,115	0,106	0,103	0,108
<b>Tyskland</b>	0,078	0,081	0,096	0,085
<b>Norge</b>	0,073	0,074	0,080	0,076
<b>Holland</b>	0,097	0,098	0,077	0,091
<b>Danmark</b>	0,093	0,092	0,076	0,087

(Källa: Heyman & Norbäck, 2013, [http://www.ifn.se/publikationer/policy\\_papers/2013/61](http://www.ifn.se/publikationer/policy_papers/2013/61))

Vi ser att oavsett vilken av tidsperioderna som vi studerar är det bolag från USA som dominerar andelen utländskt ägande i Sverige. Ungefär var femte person som arbetar i ett företag med utländskt ägande har ett amerikanskt moderbolag. Det tycks också troligt att USA:s dominerande ekonomiska ställning leder till inträdande av amerikanska företag på internationell nivå (Heyman & Norbäck, 2013).

Vi ser även att bland de andra länderna med störst andel av utländskt ägande i Sverige återfinns bland annat Storbritannien, Finland och Tyskland. På de stora marknaderna i Storbritannien och Tyskland finns många företag och det är rimligt att flera av dessa kommer att etablera utländska dotterbolag. Att en hög andel av de sysselsatta var av finskt ägande kan ses som en konsekvens av att företag naturligt söker sig till att expandera sin verksamhet i länder som ligger nära geografiskt. Det mönstret återfinns även när vi ser andelen ägande från Danmark och Norge (Heyman & Norbäck, 2013).

## Kapitel 3 - Teoretisk bakgrund

*I det här avsnittet presenteras teorier som är relevanta för studiens utformning.*

*Författarna presenterar bakgrunden till teorierna och deras relevans till undersökningen, samt hur tidigare forskning varit vägledande vid utförandet av den här studien.*

### 3.1 Den effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen togs fram av Eugene Fama i en rapport från 1970. Teorin går ut på att priset på en tillgång på marknaden skall speglas av all tillgänglig information. En marknad där priset alltid speglas tillfullo utav all tillgänglig information kan således kallas effektiv.

Det innebär att på en effektiv marknad kommer priset på en aktie ändras direkt när ny information tillkännages, justeringen kommer vara positiv eller negativ beroende på hur marknaden bedömer nyheten som helhet. Enligt teorin så kan inga investerare slå marknaden och därmed kontinuerligt ta ut överavkastning då marknaden reagerar så snabbt att ingen hinner före någon annan. Fama (1970) menar också att all historisk prisinformation är även den återspeglad i en tillgångs värde och man kan därmed inte dra fördel av den för att räkna framtida priser på tillgången. Således är all information på tillgången inräknad för att ge ett korrekt värde på tillgången (Fama, 1970).

Fama menar att det finns tre olika attribut en marknad måste ha för att kallas effektiv:

1. Det finns inga transaktionskostnader i handel av tillgångar.
2. All information är kostnadsfritt tillgänglig för alla aktörer på marknaden.
3. Alla aktörer skall vara eniga om hur den nuvarande informationen sätter det nuvarande priset och det framtida priset på varje tillgång.

Dessa tre kriterier stämmer dock inte särskilt bra överens med verklighetens marknader. Transaktionskostnader existerar i väldigt stor utsträckning och all information på marknaden kan inte heller fås av alla aktörer kostnadsfritt. Dessutom är sällan alla aktörer eniga om hur den nya informationen om en tillgång skall värderas. Fama menar dock på att detta inte nödvändigtvis gör marknader ineffektiva utan snarare att problemen existerar och att de kan bidra till att göra marknaden ineffektiv i framtiden.

Här finns ett uppenbart problem i att om marknaden är helt effektiv så skulle en oförutsedd händelse, som i vår studies fall ett förvärv eller en fusion, redan vara avspeglad i aktiepriset. Därmed skulle inte någon onormal avkastning vara möjlig. Det ligger inte heller i linje med vad majoriteten av tidigare rapporter inom gränsöverskridande förvärv och fusioner kommit fram till.

Fama (1970) förklarar detta genom att det finns olika typer av marknader beroende på hur effektiv den är på att delge ny information till aktörerna.

Den effektiva marknadsmodellen delas här in i tre olika former av effektivitet. Skillnaden mellan formerna beror på hur man bör definiera "all tillgänglig information" på en marknad. De tre olika formerna kallas **svag form**, **halvstark** och **stark form**.

**Svag form** - Priset på tillgångar bestäms enligt svag form bara utav historiska priser och historisk avkastning. På denna typ av marknad tas alltså inget nytt informationsflöde med i beräkningen av priset på en tillgång.

**Halvstark form** - I denna definition så tas även information som ges till allmänheten med prissättningen av tillgångar, till exempel aktiesplits och årsrapporter. Alltså skulle det vara möjligt för aktörer med insider information att slå marknaden.

**Stark form** - När marknaden präglas av starkform är all information tillgänglig för alla aktörer. Således är det omöjligt att slå marknaden med någon form av onormal avkastning.

Malkiel (2003) menar att marknaden inte kan vara helt effektiv då investerare och aktörer på marknaden kollektivt kommer att göra misstag i värderingen av information, vilket leder till en felaktig värdering av tillgången i fråga. Han poängterar även att marknaden inte kan vara helt effektiv då det annars inte hade funnits några incitament för professionella investerare att hitta information innan den reflekteras i marknadspriset. Vidare säger han att det kan behövas mer forskning allt eftersom informationstekniken blir mer sofistikerad. (Malkiel, 2003)

Som tidigare nämnt så kan ingen marknad vara helt effektiv men det finns inget som tyder på att den svenska aktiemarknaden heller skulle vara ineffektiv. Detta anser författarna då den uppfyller de krav som Fama (1990) listat i den mån som anses vara möjlig. Vi kommer i studien att utgå från att effektivitet i det här fallet kan klassas som *halvstark*, alltså att allmänheten har tillgång till offentlig information i form utav pressmeddelanden och årsredovisningar. Dock kan den inte sägas vara *stark* då det inte kan bevisas att all information nås av alla aktörer. Med hjälp av den effektiva marknadshypotesen kan författarna dra slutsatsen att all historisk information kommer vara reflekterad i aktiepriset och eventuell abnorm avkastning kommer bero på oförutsedd information. I denna studie syftar oförutsedd information till tillkännagivandet av ett förvärv eller en fusion.

### 3.2 Teorier om motiv bakom sammanslagningar & förvärv

För att kunna förklara varför marknaden reagerar på ett visst sätt vid tillkännagivandet av förvärv eller fusioner är det viktigt att veta vad tidigare forskning har för teorier kring dess effekter. Trautwien (1990) skriver att det finns tre olika typer av synergieffekter som kan urskiljas:

- 1) **Minska den finansiella risken.** Förvärv eller sammanslagning kan minska risken på flera sätt. Målet kan vara att differentiera sin bolagsportfölj genom att investera i



orelaterade verksamheter. Ett annat sätt är att göra företaget större för att få tillgång till billigare kapital. Ett tredje är att skapa en intern kapitalmarknad som har tillgång till bättre information och därmed kan agera mer effektivt.

- 2) **Operativa synergier** kan skapas genom sammanslagning av två företags liknande avdelningar (t.ex. sammanslagning av försäljningsavdelningar) eller kunskapsutbyten företagen i mellan. Båda dessa typer av operativa synergier kan skapa värde i form utav minskade kostnader för involverade affärsenheter eller ge företaget möjligheten att erbjuda unika produkter och tjänster. Dock måste dessa vägas emot kostnaden av eventuella sammanslagningar eller utbyteskostnader.
- 3) **Organisatoriska fördelar** kan uppkomma om det förvärvande företaget har överlägsna kunskaper i planering och övervakning vilket är till det uppköpta företags fördel i form av prestationsmaximering. (Trautwein, 1990)

Givetvis finns det också anledning att diskutera hur en gränsöverskridande expansion kan tyckas mer lukrativ då dessa synergier kan tänkas komma att ha ytterligare verkan på en global nivå. Förutsatt att branscher och marknader över gränserna inte är direkt korrelerade kan man förutsätta att incitament i form av riskdiversifiering ligger till grund för sådana beslut (Shimizu, et al., 2004).

### 3.3 Tidigare studier

I följande avsnitt behandlas tidigare studier i ämnet som varit vägledande för författarna i utformningen av studien. Samtliga referensstudier behandlar abnorm avkastning vid tillkännagivande av företagsförvärv, både gränsöverskridande och inhemska. Forskningen ligger till grund för rapportens syfte och de slutsatser författarna kommer fram till.

**Cakici, Hessel & Tandon (1996)**

I den här rapporten undersöks huruvida det skapas onormal avkastning vid gränsöverskridande förvärv på den amerikanska marknaden. Studien använder sig av 195 utländska företag från olika länder världen över som köper amerikanska företag mellan åren 1983-92. De använder sig också av en kontrollgrupp bestående utav 112 amerikanska förvärv utanför den amerikanska marknaden under samma period. Kontrollgruppens syfte är att jämföra om amerikanska gränsöverskridande förvärv och fusioner ger lägre onormal avkastning än vad de utländska gör. Författarna använder här en estimeringsperiod för att beräkna förväntad avkastning mellan -140 dagar till -21 dagar innan tillkännagivandedagen. Eventfönstret som har använts är -10 till +10 dagar där (0) är tillkännagivandesdagen. Studien försöker även förklara eventuell onormal avkastning genom förklarande variabler så som; relativ storlek mellan förvärvare och mål, ration mellan ett företags försäljning utomlands i förhållande till inhemsk försäljning och konkurrensnivå för målföretaget.

Studien kommer fram till att icke inhemska företag lyckas med skapa signifikant onormal avkastning medan inhemska företag inte gör det på den amerikanska marknaden. De amerikanska företagen lyckas inte skapa värde genom sina förvärv utomlands. Vidare finner författarna ingen signifikans i de tidigare nämnda förklarande variablerna (Cakici, et al., 1996).

### **Conn, Cosh, Guest & Hughes (2005)**

Conn *et al* undersöker i en rapport från 2005 om förvärv av brittiska ägare skapar värde i form utav ökat aktievärde. De tittar på inhemska, gränsöverskridande, publika bolag och privat ägda bolag. Perioden som undersöks är 1984 till 1998. De väljer att enbart ha med företag där förvärvaren tar över mer än 50 %. Urvalsgruppen består utav totalt 4344 förvärv, varav 131 är gränsöverskridande publika förvärv, 1009 är förvärv av gränsöverskridande privata bolag, 576 är förvärv av inhemska publika bolag och 2628 är inhemska förvärv utav privata bolag. Metoden är som vedertaget en eventstudie där

författarna tittar på den kumulativa abnormala avkastningen (CAR) under ett tre dagar långt eventfönster. I detta fall är dag 0 tillkännagivandedagen för förvärvet och således studerar de även en dag innan och en dag efter.

Författarna kommer fram till att förvärv av inhemska publika bolag ger signifikant negativ avkastning kring tillkännagivandet. Tillkännagivandet av gränsöverskridande publika målföretag gav avkastning nära noll. Däremot ger förvärv av privata bolag signifikant positiv avkastning vid tillkännagivandet, oavsett om det är inhemskt eller gränsöverskridande (Conn, et al., 2005).

### **Datta och Puia (1995)**

Datta och Puia undersöker i sin artikel 112 stycken gränsöverskridande förvärv som är genomförda av amerikanska företag mellan 1978 och 1990. De kommer fram till att det inte skapas något värde för de uppköpande amerikanska företagen. De har också kommit fram till att kulturskillnader och kulturlikheter mellan de förvärvande och uppköpta företagen inte har en stor påverkan på de gränsöverskridande förvärvens värde. (Datta & Puia, 1995)

### **Danbolt och Maciver (2012)**

Danbolt & Macivers rapport undersöker gränsöverskridande och inhemska förvärv på Storbritanniens marknad. Perioden som behandlas är 1 januari 1980 till 31 december 2008. Undersökningsgruppen består utav 174 inhemska förvärv, 77 utländska företag köpta av företag från Storbritannien, 81 inhemska och 65 stycken som lagt bud av gränsöverskridande typ. Alla företag i studien som förvärvades i studien måste ha blivit köpta till över 50 % för att ingå i urvalsgruppen. Metoden som används är den vedertagna marknadsmodellen där en estimeringsperiod på -260 dagar till -41 dagar från tillkännagivandedagen utav det första budet. Eventfönstret är på elva dagar, alltså -5 till +5 där (0) är tillkännagivandedagen utav budet.

Det intressanta här är att Danbolt & Maciver har använt sig av en betydligt längre tidsperiod, alltså 1980-2008. Det är betydligt längre än någon av de tidigare nämnda studierna. Även i denna rapport finner författarna att den onormala avkastningen är betydligt högre vid gränsöverskridande förvärv än vid inhemska. Budande företag får ingen större effekt på sitt aktiepris när budet är gränsöverskridande i jämförelse med inhemska bud som ger en negativ avspegling i det budande företagens aktiepris (Danbolt & Maciver, 2012).

### **Eun, Kolodny & Scheraga (1996)**

I den här studien så undersöks huruvida det stämmer att gränsöverskridande förvärv leder till internationalisering och synergieffekter. De använder sig av 225 utländska förvärvare av amerikanska företag. De har avgränsat sig till att endast ha med förvärv där förvärvssumman översteg 10 miljoner dollar. Tidsspannet ligger mellan 1979-1990. Denna studie täcker därmed vad som kallas den fjärde vågen (Gaughan, 2011).

Det som är intressant för vår studie är att Eun *et. al* mäter den onormala avkastningen som skapas vid tillkännagivandet utav ett förvärv eller en sammanslagning. De har använt sig av en estimeringsperiod på 200 dagar som startar 261 dagar före tillkännagivandedagen för det lyckade förvärvet. Eventfönstret skapas därefter mellan -61 dagar till +20 dagar där (0) är tillkännagivandedagen.

Deras resultat visar på att det fanns signifikant kumulativ onormal avkastning (CAR, se kapitel 4 metod för mer detaljerad förklaring) för gränsöverskridande förvärv oavsett vilket land förvärvaren tillhör, med undantag för Storbritannien som genererade en negativ CAR, vilket innebar en premium till de amerikanska aktieägarna. Rapporten slår däremot fast att det här fenomenet inte verkar vanligt bland andra EEC länder.

Dock finner de stora skillnad i CAR beroende på olika länder, där Japan verkar vara det land som är bäst på att skapa kortsiktigt värde (Eun, et al., 1996).

### **Goergen och Renneboog (2004)**

I den här studien undersöker författarna den abnormal avkastningen i samband med förvärvs- eller fusionsbud inom Europa. Rapporten täcker tidsspannet 1993 till 2000. Urvalsgruppen består utav 228 förvärvs- eller fusionstillkännagivanden och inkluderar även bud som bara omfattar en del utav målföretaget. I de sist nämnda fallen så tittar författarna på det säljande företags aktiepris. Metoden som används är en eventstudie (som är utarbetad på samma sätt som tidigare nämnda studier) där författarna tittar på den genomsnittliga ackumulerade abnormal avkastningen (CAAR) under eventfönstret, som är sex månader långt. Orsaken till det långa eventfönstret beror på att författarna vill vara säkra på att eventuell insider information som kan ha läckt ut i för tid skall speglas i resultatet. Eventfönstret delas dock in i mindre bitar vilket gör att man kan se onormal avkastning på kort sikt. Resultaten som denna uppsats tar del av kommer bara omfatta just resultaten på kort sikt.

Studien kommer fram till att premien som betalas beror på vilket land bud- eller målföretaget tillhör. Målföretag från Storbritannien genererade högre abnormal avkastning än andra europeiska länder. Detta förklarar författarna genom att det fanns fler fientliga övertagningar av brittiska företag och en mer utvecklad marknad. Ett intressant resultat för vår studie är att Goergen och Renneboog inte hittar något samband mellan värdeskapande och gränsöverskridande förvärv. Tvärt emot tidigare forskning kommer författarna fram till att inhemska förvärv och fusioner är mer värdeskapande än gränsöverskridande. Dock finns det ett samband i värdeskapande och brittiska målföretag, effekten är annars väldigt liten i andra europeiska länder (Goergen & Renneboog, 2004).

### **Kang (1993)**

Kang (1993) undersöker om japanska och amerikanska företag skapar värde genom japanska förvärv eller fusioner på den amerikanska marknaden. Studien består utav ett urval av 102 amerikanska företag som på något vis köpts av japanska företag mellan 1975-1988. Vidare delas företagen upp i grupper beroende på hur stor del av målföretagen som tagits över. Noterbart är att Kang har tagit med företag där förvärven understiger 50 %.

Metoden som används är en eventstudie enligt marknadsmodellen. Estimeringsperioden är -220 till -20 dagar innan tillkännagivandet av det första budet. Eventfönstrets längd är -20 till +20 dagar där (0) är tillkännagivandedagen för det första budet. Vidare delar Kang upp eventfönstret för att sätta amerikanska CAR i kontrast till japanska CAR under tidsfönstret.

Kang kommer fram till att det finns signifikant abnorm avkastning både för de japanska och amerikanska ägarna. Han kommer även fram till att de företag som sålts till japanska ägare har betydligt högre abnorm avkastning än de som sålts inhemskt mellan amerikanska aktörer (Kang, 1993).

*Sammanfattning av tidigare studier*

<b>Artikelförfattare</b>	<b>År för undersökning</b>	<b>Urval för undersökning</b>	<b>Resultat</b>
Cakici, Hessel & Tandon	1983-1992	195 utländska förvärv på den amerikanska marknaden och 112 amerikanska förvärv utanför USA.	Utländska företag erfar positiv abnorm avkastning på amerikanska marknaden. Gränsöverskridande lyckas bättre än inhemska. Amerikanska företag lyckas skapa värde genom förvärv utomlands.
Conn, Cosh, Guest & Hughes	1984-1998	4344 förvärv där det köpande företaget tillhör Storbritannien.	Förvärv som genomförs av inhemska publika bolag ger negativ abnorm avkastning. Förvärv som genomförs av gränsöverskridande publika bolag ger ingen abnorm avkastning. Privata bolag ger positiv abnorm avkastning oavsett.

Datta & Puia	1978-1990	112 stora gränsöverskridande förvärv med amerikanska köpare.	De amerikanska uppköparna lyckas inte skapa värde genom uppköpen i andra länder. Kulturskillnader och likheter har ingen stor påverkan på värdeskapandet.
Danbolt & Maciver	1980-2008	175 inhemska förvärv i Storbritannien, 77 utländska företag köpta av brittiska ägare, 81 inhemska och 65 stycken utländska som lagt bud på gränsöverskridande företag.	Den abnorma avkastningen är högre vid gränsöverskridande förvärv än inhemska. Budande företag erfar ingen abnorm avkastning vid gränsöverskridande medan inhemska bud ger negativ onormal avkastning.
Eun, Kolodny & Scheraga	1979-1990	225 utländska förvärv på den amerikanska marknaden.	Abnormavkastning är starkt korrelerad med vilket land som målföretaget tillhörde. Japan och Kanada lyckas skapa kumulativ abnorm avkastning men inte



			Storbritannien.
Georgen & Renneboog	1993-2000	228 förvärv- eller fusionsbud på företag inom Europa	Abnormavkastning är starkt korrelerad med vilket land som målföretaget tillhörde. Inhemska förvärv och fusioner är mer värdeskapande än gränsöverskridande.
Kang	1975-1988	102 japanska förvärv eller fusioner på den amerikanska marknaden.	Signifikant abnorm avkastning skapas för både de japanska förvärvarna och för amerikanska målföretagen.

### 3.4 Övriga studier inom området

Det finns fler artiklar som författarna tagit del utav under arbetsgång vars upplägg eller undersökningsmetod inte varit lika signifikant som tidigare nämnda studier. Vi gör nedan en kortare förklaring av dessa och de resultat som är relaterade till vår studie.

Moeller *et al* visade i en studie från 2005 att inhemska förvärv och fusioner förstör värde för de övertagande aktieägarna under perioden 1998 till 2001. Helhetsmässigt ansågs dock den abnorma avkastningen som svagt positiv. Moeller *et al* är dock mer intresserade av de förklarande variablerna företagen i mellan bakom den abnorma avkastningen så som industritillhörighet och olika nyckeltal.

(Kaplan & Weisbach, 1992) visade även att inhemska förvärv och fusioner förstörde värde för de övertagande aktieägarna under perioden 1971 till 1982 på den amerikanska marknaden.

En något föråldrad artikel av (Fatemi, 1984) kom fram till att avkastningen hos multinationella företag och inhemska företag var nästan helt identiska, vilket vidare kan visa att utländska övertagande företags aktieägare inte har en premie i jämförelse med inhemska företag.

Till sist pekar också en del av (Harris & Ravenscraft, 1991)s artikel på att de uppköpta ägarnas rikedomar ökar mer om det uppköpande företaget är internationellt i jämförelse med vad det gör om företaget blir uppköpt av ett inhemskt företag.

### 3.5 Hypotesformulering

I (Cakici, et al., 1996) , (Kaplan & Weisbach, 1992) och (Kang, 1993)s forskning skapar gränsöverskridande förvärv sägs skapa högre *abnorm avkastning* än inhemska och vi ställer således upp följande hypotes till vår studie:

#### ***Hypotes 1:***

*Utländska företag lyckas skapa högre abnorm avkastning över tidsfönstret än inhemska företag vid uppköp på det inhemska företagets marknad.*

Amerikanska företag verkar inte heller vara lika bra på att skapa värde som andra grupper med länder är (Datta & Puia, 1995; Cakici, et al., 1996). Nästa hypotes blir då således:

#### ***Hypotes 2:***

*Amerikanska företag skapar mindre abnorm avkastning över tidsfönstret vid gränsöverskridande förvärv än andra länders företag som genomför gränsöverskridande förvärv.*

## Kapitel 4 - Metod

*I det här avsnittet presenteras hur vi genomfört vår undersökning. Valet av metod går tillbaka till tidigare forskning som vi anpassat till vår studies syfte. Vi kommer först att presentera ansatsen till vår forskning, datainsamlingen och den teoretiska bakgrunden till vår metodik. Därefter diskuterar vi urvalsprocess och bortfallsanalys innan vi slutligen beskriver det praktiska tillvägagångssättet.*

### 4.1 Forskningsansats

#### 4.1.1 Deduktiv ansats

Inom samhällsvetenskapen påvisar deduktiv teori det mest förekommande förhållandet mellan empiri och teori. En så kallad deduktiv ansats innebär att forskaren genom en empirisk granskning deducerar en eller ett flertal hypoteser som grundar sig i redan befintlig kunskap och teori inom ett visst område (Bryman & Bell, 2011). Hypotesen kommer senare att översättas till operationella termer och det är då viktigt att den insamlade informationen kan specificeras så att hypotesen grundas på rätt data.

Vår studie utgår ifrån teori och tidigare gjord forskning där vi sedan undersöker hur väl vår empiri överensstämmer med dessa vilket innebär att vår studie grundar sig i en deduktiv ansats. För att kunna undersöka företags abnorma avkastning vid annonsering av uppköp eller förvärv har vi använt oss av eventstudiemetodik, en metod som MacKinlay (1997) beskriver som ett traditionellt sätt att mäta effekterna av hur en ekonomisk händelse påverkar ett företags marknadsvärde.

Med anledning av den deduktiva ansatsen i vår studie kommer datainsamlingsprocessen härledas av hypoteser med utgångspunkt i våra teorier och utifrån de resultat vi får ska vi kunna verifiera, förkasta eller vidareutveckla dessa teorier i vår analys.

### 4.1.2 Kvantitativ forskning

Kvantitativ forskningsmetod innebär i praktiken insamling och analys av numerisk data där man sedan deduktivt ser på förhållandet mellan metoden och teorin. Ett noggrant definierat område används sedan för att beskriva ett faktiskt förhållande (Lindblad, 1998).

Vår undersökning har för avsikt att pröva hypotesen kring abnorm avkastnings vara eller icke vara vid annonsering av amerikanska, brittiska och svenska uppköp på den svenska marknaden. Det insamlade materialet består av numerisk data i form av justerade stängningskurser hos de förvärvande företagen, en prisenhet som tar hänsyn till både utdelning, aktiesplits och emissioner. Vi anser att det ger en mer rättvisande bild att använda justerad kursdata eftersom vi befarar att beräkningen av abnorm avkastning kan bli missvisande om exempelvis en aktiesplit resulterat i halverat aktievärde under estimeringsperioden eller eventfönstret. Det är också den vanligast förekommande prisenheten vid insamling av historisk prisdata (Thomson Reuters, 2009). Vi har använt ett relativt stort urval för området och noga definierat de kriterier som varje köpande företag måste uppfylla för att kunna räknas i studien (se urvalsprocess och avgränsningar). På ovanstående grunder har en kvantitativ ansats blivit lämplig för vår studie. Vidare har författarna använt sig av sekundärdata genom två väl etablerade databaser med mycket begränsad möjlighet att inverka på presenterad data vilket stärker reliabiliteten för studien ytterligare.

## 4.2 Data och urval

### 4.2.1 Datakällor

Som verktyg för insamling av data till studien har vi använt oss av databaserna *Thomson Reuters Eikon* och *Thomson Reuters Datastream*. I det först nämnda programmet, Eikon, fann vi samtliga historiska uppköp och förvärv som vi sökte för perioden med tillhörande information om varje enskilt bud. I det andra programmet, Datastream, fann vi information om de köpande företagens historiska justerade aktiekurser, samt marknadsindex för OMXS

(Stockholm), S & P 500 (USA) och FTSE All Share (United Kingdom) för att senare kunna genomföra våra beräkningar för varje enskild pool.

#### 4.2.2 Urvalsprocess och avgränsningar

Först av allt valde författarna att undersöka tre olika grupper, s.k. ”pooler”. De delade vi in i amerikanska, brittiska och svenska företag som annonserar uppköp av företag i Sverige. Vi ville specificera tidsfönstret till att endast omfatta den sjätte och senaste vågen av uppköp, som började år 2003 och avslutades vid början av finanskrisen hösten 2008 (Gaughan, 2011). Av den anledningen begränsade vi tidsfönstret till att enbart omfatta annonseringsdagar mellan 1 januari 2003 till och med 14 september 2008 (dagen före konkursen av Lehman Brothers som anses vara starten på finanskrisen). Vid det här stadiet fick vi 129 amerikanska träffar, 167 brittiska och 2410 svenska. Vid nästa steg valde vi att ta bort de bud som senare aldrig blev genomförda affärer, vilket resulterade i 122 amerikanska, 149 brittiska och 2066 svenska. Eftersom att vår studie till stor del består i uträkningar av olika sorters avkastning på det köpande företaget så var vår nästa avgränsning att det köpande företagen skulle vara publika börsnoterade bolag. Det minskade urvalet till 51 amerikanska, 56 brittiska och 631 svenska företag. Tillslut ville vi även göra en avgränsning om procentandelen som blir förvärvad och den ställde vi till att omfatta hundra procent. Anledningen till det är att vi anser att förändringarna i den abnorma avkastningen går att mäta på ett mer rättvist sätt om alla uppköp är av liknande karaktär och på så vis även går att jämföra med varandra. Då landade våra urvalsgrupper tillslut på 40 amerikanska företag, 43 brittiska och 480 svenska.

På grund av det omfattande arbetet med att analysera varje företag och för att kunna göra jämförelser mellan poolerna valde vi att skära ner på antalet i Sveriges grupp. Vi ville dock ha kvar samma urvalskriterier för att kunna ställa upp jämförbara resultat och valde därför att med hjälp av en slumpgenerator att välja ut 50 stycken företag till Sveriges grupp, vilket dessutom innebär en viss marginal för eventuella bortfall. Anledningen till att vi kunde göra det var för att Sverige, i den här studien, representerar ett stickprov vi använder som

kontrollgrupp i vår delhypotes. För att på ett så slumpmässigt vis som möjligt få ut vilka svenska företag som skulle hamna i stickprovet använde vi funktionen RAND i Microsoft Excel som tillät oss att ställa upp samtliga 480 observationer och sedan slumpmässigt välja 50 av dessa.

#### 4.2.3 Bortfallsanalys

Under arbetets gång föll ett antal observationer bort från de ursprungliga poolerna. I de allra flesta fallen berodde bortfallen på att företagen inte hade aktiedata tillgänglig för hela estimeringsfönstret vi behövde för att räkna ut den förväntade avkastningen. Det kan bero på att det förvärvande företaget inte var börsnoterat under hela perioden, dvs. ungefär ett år före annonseringsdatumet. I enstaka andra fall var vi tvungna att räkna bort företag som gjorde mer än ett förvärv under kortare tid och på så vis påverkade sina egna eventfönster med två eller flera uppköp. Antalet observationer i poolerna efter samtliga bortfall blev tillslut 35 amerikanska företag, 32 brittiska företag och 34 svenska företag.

*(Fullständig tabell med bortfall återfinnes bland bilagorna längst bak i studien.)*

#### 4.2.4 Kritik mot datakällor

Den sekundärdata för samtliga priser och index som vi samlat in från Thomson Reuters Datastream är mycket trovärdig. Validiteten av den här databasen kan bevisas genom det faktum att Datastream används för studier och forskning över hela världen för att samla information. Även Thomson Reuters Eikon, som vi använt för att identifiera samtliga förvärv, är en väldigt respekterad källa för företagsdata internationellt ([www.thomsonreuterseikon.com](http://www.thomsonreuterseikon.com); Duguleana & Dumitrache, 2009).

## 4.3 Eventstudie

### 4.3.1 Teoretisk bakgrund till eventstudiemetodik

En eventstudie förutsätter att marknaden är effektiv och att alla aktörer handlar på rationellt vis. På så vis kan effekten av en enskild händelse, i det här fallet annonseringen av ett uppköp, reflekteras omedelbart i tillgångens pris och på så vis kunna undersökas (Campbell, et al., 1997). Vi kommer nu ta oss igenom de steg som blivit utgångspunkt för vår studie, med utgångspunkt från MacKinlays modell för eventstudier (1997).

Efter att ha observerat tidigare studier diskuterade också författarna möjligheten till att utföra en eventstudie med en regressionsanalys där vi kontrollerar för diverse faktorer som tros påverka resultatet. Som skrivet i tidigare teoridel utförde (Cakici, et al., 1996) en djupgående regressionsanalys där det inte kan fastställas något samband mellan faktorer såsom storleken på köparen, hur aktiva de är utomlands, andelen som målföretaget satsar på forskning och utveckling, vilken industri företagen befinner sig i eller hur mycket den utländska valutan är värderad. Vi anser således att en regressionsanalys där vi letar efter just samband skulle bli för omfattande och möjligtvis onödig..

### 4.3.2 Val av händelse och eventfönster

Definitionen av händelse i vår studie är när ett företag annonserar att de lagt bud på ett svenskt företag och har för avsikt att förvärva det i sin helhet. Vidare fastställer vi ett eventfönster, vilket avser den tidsperiod där forskaren avser att undersöka om abnorm avkastning har förekommit eller ej. Eventfönstret kan omfatta enbart dagen för händelsen och inte sällan en period både före och efter. I vår studie har författarna definierat dagen för händelsen som  $t = 0$  och dagarna dessförinnan och efteråt sträcker sig mellan  $t-10$  och  $t+10$ , vilket ger oss ett eventfönster på totalt 21 dagar.

I vår studie är samtliga helger borträknade per automatik i Datastream vid insamlingen av index och priser. Dock har vi inte tagit hänsyn eventuella helgdagar som enbart infaller en gång årligen, till exempel nationaldagar eller tacksägelsedagen då börserna är stängd.

Anledningen till det är att vi anser att vårt urval fortfarande är tillräckligt stort för att sådana enskilda dagar inte kommer påverka resultaten nämnvärt. Ifall en annonsering sker på en helg eller helgdag då börsen är stängd har vi flyttat fram  $t=0$  till nästkommande bankdag.

#### 4.3.3 Urval

Nästa steg är att fastställa studiens urval som ska ligga till grund för våra beräkningar. Det gjordes i det tidigare steget ”urvalsprocess och avgränsningar”.

#### 4.3.4 Estimatperiod

Det första steget för att kunna beräkna abnorm avkastning under eventfönstret är att först kunna beräkna normal eller förväntad avkastning. För att i sin tur kunna göra det behöver vi mäta aktiens prisförändring över en längre tid tillbaka. Den perioden brukar kallas för estimeringsfönster eller estimatperiod och bör gå tillbaka åtminstone ett helt år utanför eventfönstret (MacKinlay, 1997). I vår studie har vi samlat priser som går 265 handelsdagar tillbaka före eventfönstrets första dag för att i samtliga fall undvika att estimatperioden infaller inom tidsramen av ett år före själva eventfönstret.

### 4.4 Beräkning av abnorm avkastning

#### 4.4.1 Förväntad och abnorm avkastning

Det första steget i beräkningen är att fastställa den förväntade avkastningen (också kallad normal avkastning, vilket avser den avkastning som tillgången hade genererat ifall händelsen aldrig ägt rum). Den ska sedan ställas i förhållande till den faktiska avkastningen och på så vis beräknas abnorm avkastning (MacKinlay, 1997).

#### 4.4.2 Val av uppskattningsmodell

Att beräkna den faktiska avkastningen behöver ingen närmare förklaring, då det enbart består av förändringen i den faktiska aktiekursen. Vad som är svårare är att uppskatta den



förväntade avkastningen och enligt MacKinlay (1997) och Campbell et al (1997) finns det främst två modeller för det ändamålet. Dessa är ”the market model” (hädanefter ”marknadsmodellen”) och ”the constant mean return model”. Den sistnämnda av modellerna antar att en given tillgångs genomsnittliga avkastning är konstant över tiden. Marknadsmodellen förutsätter dock, till skillnad från the constant mean return model, ett linjärt förhållande i avkastning mellan marknaden och tillgången.

$$Ri_t = \alpha + \beta i Rm_t + \varepsilon i_t$$

*Formel 1 – Marknadsmodellen (MacKinlay, 1997)*

Utöver dessa två metoder finns även en kompletterande metod, nämligen ”the adjusted market return model” (Weston, et al., 2004). Det är en betydligt enklare approximation av den ursprungliga marknadsmodellen, där ett företags förväntade avkastning för en dag motsvarar avkastningen för marknadsindex för den enskilda dagen.

$$Ri_t = Rm_t$$

*Formel 2 – Den justerade marknadsmodellen (Weston, et al., 2004)*

Weston et al (2004) beskriver modellen som ett enklare alternativ till marknadsmodellen som än dock brukar ge liknande resultat. Mackinlay (1997) menar dock på att en sådan approximation endast bör användas då inget annat alternativ finns, som till exempel vid stor brist på information.

Vi har valt att använda oss av den vanliga marknadsmodellen för att beräkna förväntad avkastning.

#### 4.4.3 Beräkningar enligt marknadsmodellen (MacKinlay, 1997)

För varje enskilt företag har vi samlat justerade stängningspriser och ställt dessa mot förändringen i marknadsindex i de olika länderna. Efter att ha räknat ut den procentuella förändringen för varje börsdag har vi sedan ställt upp nyckeltal.

$$Ri_t = \alpha + \beta Rm_t$$

*Formel 3 – Förväntad avkastning enligt marknadsmodellen*

I formel 3 ovanför ser vi  $Ri_t$  som avkastningen för aktie  $i$  vid tidpunkt  $t$ ,  $Rm_t$  är avkastningen för marknadsportföljen vid tidpunkt  $t$  och alfavärdet och betavärdet är modellens parametrar. MacKinlay eliminerar också feltermen  $\epsilon i_t$  genom att estimerar dess medelvärde till noll.

Alfa- och betavärde beräknas under hela estimeringsperioden, dvs. 265 bankdagar före eventfönstret genom en OLS-regression och på så vis kan värden för  $\alpha$  och  $\beta$  beräknas.

$$\beta = \frac{\sum(Ri_t - \bar{R}i)(Ri_t - \bar{R}m)}{\sum(Ri_t - \bar{R}m)^2}$$

*Formel 4 – Betaberäkning*

$$\alpha = \bar{R}i - \beta \bar{R}m$$

*Formel 5 – Alfaberäkning*

#### 4.4.4 Framställning av abnorm avkastning (AR) (MacKinlay, 1997)

När väl en akties faktiska och förväntade avkastning har fastställts är det enkelt att beräkna den abnorma avkastningen för eventfönstret. Abnorm avkastning för aktie  $i$  vid tidpunkt  $t$  beräknas genom att subtrahera den faktiska avkastningen för aktie  $i$  vid tidpunkt  $t$  från den förväntade avkastningen för aktie  $i$  vid tidpunkt  $t$ .

$$AR_{i_t} = R_{i_t} - E(R_{i_t})$$

*Formel 6 – Abnorm avkastning*

$AR_{i_t}$  är aktiens abnorma avkastning,  $R_{i_t}$  är aktiens faktiska avkastning och  $E(R_{i_t})$  är aktiens förväntade avkastning.

#### 4.4.5 Genomsnittlig abnorm avkastning (AAR) (MacKinlay, 1997)

Nästa steg är att beräkna den genomsnittliga abnorma avkastningen för eventfönstret (average abnormal return). Resultatet kommer att visa om eventfönstret i genomsnitt genererar avkastning som skiljer sig från den normala, eller förväntade, avkastningen.

$$AAR_t = \left(\frac{1}{N}\right) \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

*Formel 7 – Genomsnittlig abnorm avkastning*

Där  $N$  är antalet dagar i eventfönstret.

#### 4.4.6 Kumulerad genomsnittlig abnorm avkastning (CAAR) (MacKinlay, 1997)

Kumulerad genomsnittlig abnorm avkastning (hädanefter CAAR) innefattar den totala summan av all abnorm avkastning under eventfönstret för varje pool. CAAR beräknas genom att summera AAR. Vi skiljer dock på kumulerad genomsnittlig abnorm avkastning (CAAR) och kumulerad abnorm avkastning (CAR), då den sistnämnda i vår studie bara omfattar enskilda observationer.

$$CAAR_{(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} (AAR_t)$$

*Formel 8 – Kumulerad genomsnittlig abnorm avkastning*

#### 4.4.7 Statistiska test för abnorm avkastning (AAR) (MacKinlay, 1997)

Man kan tolka abnorm avkastning som en störning i marknadsmodellen. En sådan tolkning föreslår, genom fastställandet av en nollhypotes, att den abnorma avkastningen kommer att vara normalfördelad. Med ett stort antal företag kan man räkna ut variansen för den genomsnittliga abnorma avkastningen med följande uträkning:

$$var(AAR_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

*Formel 9: Variansen för genomsnittlig abnorm avkastning*

(N = Antal företag,  $\sigma_{\varepsilon_i}^2$  = residualvariansen från OLS-uträkningen av marknadsmodellen för företag i)

Efter det kan ett Z-värde för varje enskild dag i eventfönstret beräknas.

$$\theta = \frac{AAR_t}{\sqrt{\text{var}(AAR_t)}}$$

*Formel 10: Beräkning av Z-värde för enskild dag i tidsfönstret.*

För att kunna testa CAAR på samma sätt måste först variansen för CAAR beräknas:

$$\text{var}(CAAR(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t_2} (\text{var}(AAR_t))$$

*Formel 11: Variansen för CAAR*

Z-värdet kan sedan tas fram för CAAR under hela eventfönstret:

$$\theta = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\text{var}(CAAR(t_1, t_2))}}$$

*Formel 12: Z-värde för CAAR*

## 4.5 Hypotesprövning

### 4.5.1 Formulering

Författarna till studien ämnar som bekant att undersöka om ett tillkännagivande av ett förvärv eller fusion genererar abnorm avkastning för det förvärvande företaget. För att testa om den abnorma avkastningen är positivt skiljt från noll har följande hypoteser formulerats för de enskilda poolerna:

*H<sub>0</sub>: Tillkännagivandet av uppköp genererar abnorm avkastning*

*H<sub>1</sub>: Tillkännagivandet av uppköp genererar inte abnorm avkastning*

För att stödja argumentet för att studiens empiri inte uppkommit av slumpen kommer hypoteserna testas på en femprocentig signifikansnivå, vilket enligt Bryman & Bell (2011) är den vanligast förekommande signifikansnivån vid samhällsvetenskapliga studier.

#### 4.5.2 Feltyper (Körner & Wahlgren, 2006)

Vid hypotestest finns risken att två typer av fel begås. Typ 1-fel innebär att nollhypotesen förkastas fast den är riktig. Typ 2-fel är tvärtom det samma som att nollhypotesen accepteras trots att den är felaktig. Således, vid en femprocentig signifikansnivå är risken för att förkasta en korrekt nollhypotes fem procent.

#### 4.5.3 Normalfördelning

Våra hypoteser kommer att prövas i form av z-test som vi genomför i Microsoft Excel. Ett av kriterierna för att kunna genomföra ett z-test är att stickprovet är normalfördelat, vilket innebär att de flesta värden inte avviker avsevärt mycket ifrån medelvärdet. Enligt den centrala gränsvärdesatsen tenderar ett stickprov, förutsatt att det innehåller ett stort antal slumpmässiga värden, att per automatik bli normalfördelat (Galini L, 2004).

För att nollhypotesen skall förkastas till förmån för alternativhypotesen på en femprocentig signifikansnivå krävs att testets z-värde överstiger 1,645 på ett ensidigt test, vilket är det kritiska z-värdet i vår studie.

#### 4.6 Metodkritik

Det tillvägagångssätt vi använt för att räkna ut abnorm avkastning är givetvis inte helt utan brister. Även om marknadsmodellen är den mest trovärdiga av de allmänt kända modellerna så finns det brister i eventstudiemetodiken som helhet. En viktig kritik att ta

hänsyn till är om undersökningen lyckats mäta abnorm avkastning som enbart är relaterad till tillkännagivandet av företagsbud eller om andra eventuella händelser var aktuella under tidsfönstret och på så vis påverkat resultatet. Eftersom att vår studie har ett eventfönster som omfattar 21 dagar så går det inte att bortse från det faktum att andra eventuella händelser kan inträffa som skulle kunna ha en påverkan på de enskilda företagens resultat. Dock vore det orimligt för vår studies omfattning att gå in djupare på varje enskild observation med en sådan analys för att sedan även justera beräkningarna. Det går att argumentera för ett kortare eventfönster som ett sätt att minimera risken för störningar under eventet, men författarna har här gjort bedömningen att ett längre eventfönster trots allt ger en rättvisare bild på hur marknaden anpassar sig till den information som når ut.

Det är av stor vikt att författaren mäter och preciserar rätt event. Det kan tyckas väldigt enkelt, men svårigheten ligger i att precisera rätt tidpunkt, dvs. då informationen når ut till marknaden vilket ska representera eventfönstret på ett exakt vis. När sedan investerare och aktieanalytiker tagit del av informationen går de ut med rekommendationer eller information kring genomförandet och på grund av asymmetrisk information på marknaden är det stor risk att information läcker ut och påverkar eventfönstret (Peterson, 1989).

Vidare har det historiskt riktats viss kritik mot marknadsmodellen, som i den här studien använts för att beräkna förväntad avkastning. Även om mycket av tidigare väletablerad forskning hävdar att marknadsmodellen är den mest pålitliga av de tre kända modellerna (Campbell, et al., 1997; MacKinlay, 1997), så finns det forskare som menar annorlunda. Bland annat menar man att marknadsmodellens parametrar är instabila och opålitliga, vilket föreslår en simplificering i form av den justerade marknadsmodellen (Coutts, et al., 1997). Andra hävdar att betavärdets betydelse i alla former av marknadsmodeller är av mindre betydelsefull karaktär så länge det inte kan relateras till företagets storlek i ett givet marknadsindex (Fama & French, 1992). Författarna har övervägt den bifogade kritiken vid valet av modell, men ansåg att den inte var tillräcklig för att motsäga de tidigare etablerade studierna som låg till grund för valet av marknadsmodellen.

## 4.7 Reliabilitet och validitet

### 4.7.1 Studiens reliabilitet

Bryman & Bell (2011) är reliabilitet ett mått på hur pålitlig en studie är, något som varje undersökning bör reflektera över. Det i sin tur är helt avgörande för om studiens resultat hade blivit detsamma om den genomfördes på nytt av en annan oberoende forskare.

Vår studie har utgått från lättillgänglig sekundärdata från Thomson Reuters två etablerade databaser: Eikon & Datastream. Insamlad data har sedan bearbetats med erkända metoder som utgjort grunderna kring eventstudier för i många år. All empirisk data är även historisk och vi anser att risken för att den kan tänkas förändras är låg.

Vid behandling av såhär stora datamängder är risken för mänskliga misstag alltid befintlig. För att hålla en god reliabilitet har data hanterats med extrem varsamhet och vi har minimerat risken för misstag genom att kontinuerligt genomföra slumpmässiga kontroller av uträkningar och sammanställningar.

### 4.7.2 Studiens validitet

Validitet avser hur vida forskarna mäter det som de avses mäta. Slutsatserna man lyckas komma fram till är ett bra mått på en studies validitet, då dessa ska vara sammankopplade till frågeställningen. Mätningens validiteten påvisar den utsträckning till om ett mått på ett begrepp representerar en verklig bild av det begreppet (Bryman & Bell, 2011).

I studien har erkända teorier och modeller legat som grund till arbetet och de är starka stöd för undersökningens validitet. Viktiga komponenter, så som längden på eventfönster och estimatperiod har noggrant valts ut med hänsyn till tidigare respekterad forskning.

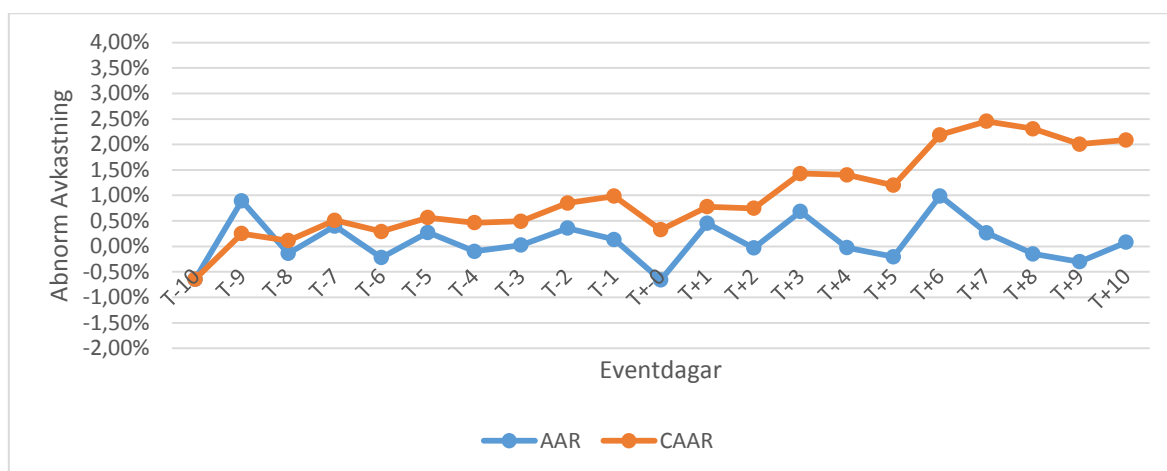


## Kapitel 5 - Resultat

Här presenteras resultaten från den genomförda eventstudien. Författarna visar också på vilka resultat som är statistiskt signifikanta.

Författarna börjar med att presentera resultat från respektive land i tabellformat. Generellt ställer vi nollhypotesen som föreslår att den dagligen genomsnittliga abnormal avkastningen (AAR) är 0 mot alternativhypotesen att AAR är positiv. För USA får författarna fram tre stycken dagar under fönstret som är statistisk säkerställda på 5 % nivån för de amerikanska företagen: T-9, T+3 och T+6 där t+-0 är dagen då förvärvet eller fusionen tillkännagavs. Den kumulativa genomsnittliga abnormal avkastningen (CAAR) på 2.1% under tidsfönstret lyckas enbart säkerhetsställas på 10 % signifikansnivå.

Graf 1: Amerikanska förvärv i Sverige



Tabell 1: Amerikanska förvärv i Sverige, N=35 Företag

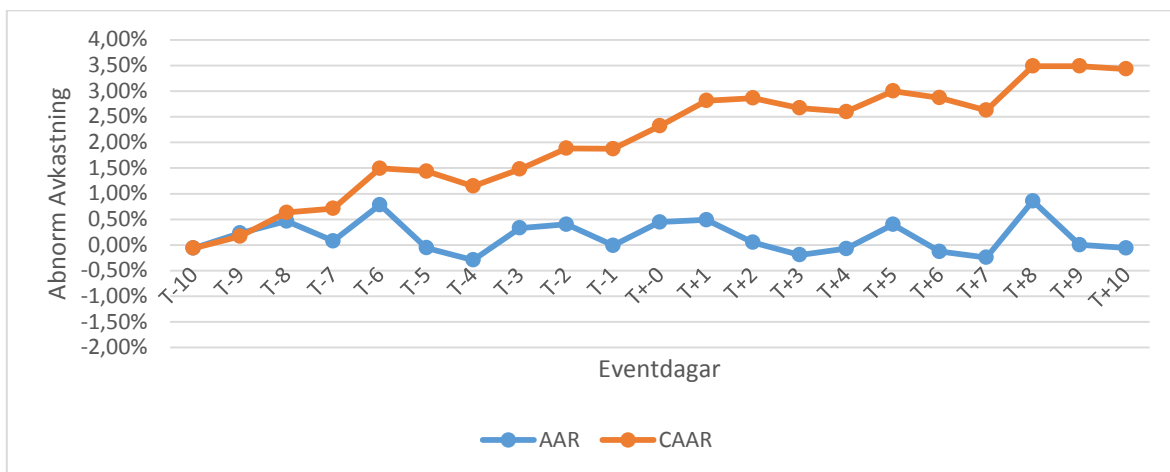
Event dagar	AAR	Z-tal AAR	CAAR	Z-tal CAAR
T-10	-0,65%	-1,65	-0,65%	-
T-9	<b>0,90%*</b>	<b>2,30</b>	0,25%	-

T-8	-0,14%	-0,36	0,11%	-
T-7	0,40%	1,02	0,51%	-
T-6	-0,22%	-0,56	0,29%	-
T-5	0,27%	0,70	0,56%	-
T-4	-0,10%	-0,25	0,47%	-
T-3	0,03%	0,07	0,49%	-
T-2	0,36%	0,91	0,85%	-
T-1	0,14%	0,35	0,98%	-
T+0	-0,66%	-1,69	0,33%	-
T+1	0,45%	1,16	0,78%	-
T+2	-0,03%	-0,08	0,75%	-
<b>T+3</b>	<b>0,68%*</b>	<b>1,75</b>	1,43%	-
T+4	-0,02%	-0,06	1,40%	-
T+5	-0,20%	-0,52	1,20%	-
<b>T+6</b>	<b>0,99%*</b>	<b>2,53</b>	2,19%	-
T+7	0,27%	0,69	2,46%	-
T+8	-0,15%	-0,38	2,31%	-
T+9	-0,30%	-0,78	2,01%	-
T+10	0,08%	0,21	<b>2,09%**</b>	<b>1,61</b>

\*:signifikant på 5 % nivån. \*\*:Signifikant på 10 % nivån

För Storbritannien framgick det en statistiskt signifikant ökning i AAR på dag T-6 och T+8. Observera att Storbritannien till skillnad från USA visar på en signifikant CAAR på 3,4 % under eventfönstret.

Graf 2: Brittiska förvärv i Sverige



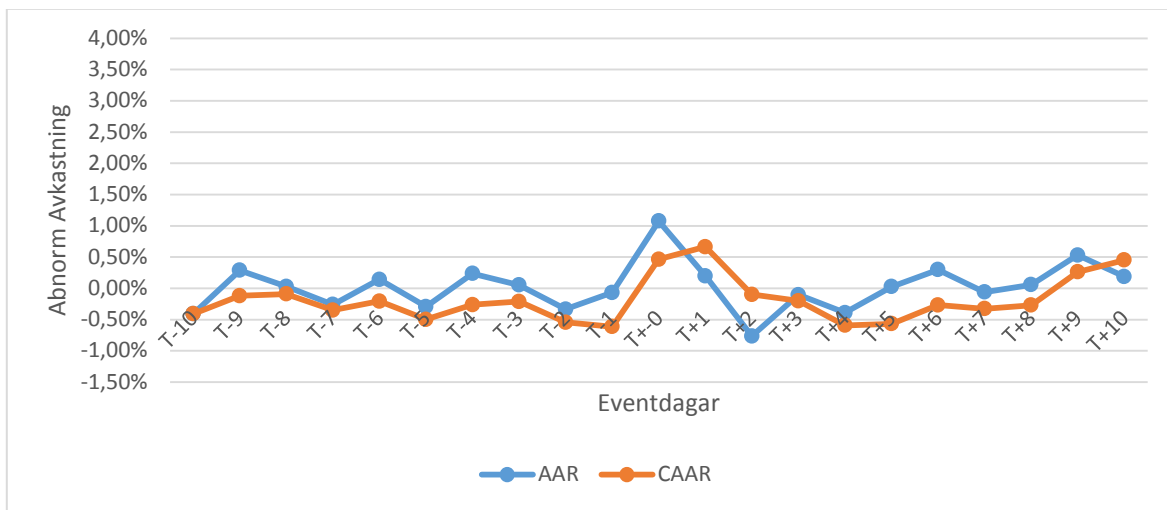
Tabell 2: Brittiska förvärv i Sverige N=32 Företag

Event dagar	AAR	Z-tal AAR	CAAR	Z-tal CAAR
T-10	-0,06%	-0,18	-0,06%	-
T-9	0,23%	0,66	0,17%	-
T-8	0,47%	1,33	0,63%	-
T-7	0,08%	0,22	0,71%	-
<b>T-6</b>	<b>0,78%*</b>	<b>2,25</b>	1,50%	-
T-5	-0,06%	-0,16	1,44%	-
T-4	-0,29%	-0,84	1,15%	-
T-3	0,33%	0,95	1,48%	-
T-2	0,40%	1,16	1,88%	-
T-1	-0,01%	-0,03	1,87%	-
T+-0	0,45%	1,28	2,32%	-
T+1	0,49%	1,41	2,81%	-
T+2	0,05%	0,14	2,86%	-
T+3	-0,19%	-0,55	2,67%	-
T+4	-0,07%	-0,20	2,60%	-
T+5	0,40%	1,15	3,00%	-
T+6	-0,13%	-0,37	2,87%	-
T+7	-0,24%	-0,70	2,63%	-
<b>T+8</b>	<b>0,86%*</b>	<b>2,46</b>	3,49%	-
T+9	0,00%	0,01	3,49%	-
T+10	-0,06%	-0,17	<b>3,43%*</b>	<b>2,15</b>

\*:signifikant på 5 % nivån.

Till sist ser vi på vår kontrollgrupp, Sverige. Här lyckas de förvärvande företagen skapa abnorm avkastning endast under T+-0. Den positiva kumulativa genomsnittliga abnorma avkastningen på 0,45 % kan inte säkerhetsställas. Något som ligger utanför vår frågeställning men ändå är anmärkningsvärt vore att genomföra ett dubbelsidigt hypotestest där nollhypotesen är att AAR är 0 och mothypotesen är att AAR inte är 0. På så vis kan vi även observera statistiskt signifikanta negativa AAR på 10 % nivån. Det hittar vi för Sverige på dag T+2 där AAR minskar med -0,76 %.

Graf 3: Svenska uppköp i Sverige



Tabell 3: Svenska företag förvärvar i Sverige, N = 34 Företag

Event dagar	AAR	Z-tal AAR	CAAR	Z-tal CAAR
T-10	-0,41%	-0,89	-0,41%	-
T-9	0,29%	0,63	-0,12%	-
T-8	0,03%	0,06	-0,09%	-
T-7	-0,26%	-0,57	-0,35%	-
T-6	0,14%	0,31	-0,21%	-
T-5	-0,29%	-0,64	-0,50%	-
T-4	0,24%	0,52	-0,26%	-
T-3	0,05%	0,11	-0,21%	-
T-2	-0,33%	-0,73	-0,54%	-
T-1	-0,07%	-0,15	-0,61%	-
<b>T+0</b>	<b>1,08%*</b>	<b>2,36</b>	0,47%	-
T+1	0,20%	0,44	0,66%	-
T+2	<b>-0,76%**</b>	<b>-1,67</b>	-0,10%	-
T+3	-0,10%	-0,23	-0,20%	-
T+4	-0,39%	-0,85	-0,59%	-
T+5	0,03%	0,06	-0,57%	-
T+6	0,30%	0,65	-0,27%	-
T+7	-0,06%	-0,13	-0,33%	-
T+8	0,06%	0,13	-0,27%	-
T+9	0,53%	1,16	0,26%	-

T+10	0,19%	0,41	0,45%	0,22
------	-------	------	-------	------

\*:Signifikant på 5 % nivån \*\*Signifikant på 10 % nivån vid tvåsidigt test

(Data från OLS-uträkningen som vi har använt för att framställa resultaten finns i avsnittet Bilaga 2: Företagen)

## Kapitel 6 - Analys

I analysen kommer resultaten från vår eventstudie att jämföras och tolkas utifrån vårt syfte och vår frågeställning. Jämförelse med tidigare forskningsresultat kommer också att presenteras.

Inledningsvis börjar vi med att diskutera kring författarnas första fråga:

*”Genererar företagen från de olika länderna högre avkastning på aktien än förväntat på kort sikt när det tillkännager ett förvärv på den svenska marknaden?”*

Efter att ha utfört vår studie kan vi endast komma fram till att brittiska företag lyckas skapa abnorm avkastning över hela eventfönstret. Tidigare forskning har till stor del kommit fram till att gränsöverskridande förvärv och fusioner genererar abnorm avkastning samtidigt som de genererar mer abnorm avkastning än inhemska uppköp på samma marknad (Cakici, et al., 1996; Kang, 1993; Eun, et al., 1996). Detta stämmer till viss del överens med vår studie eftersom företagsgruppen från Storbritannien lyckas generera abnorm avkastning medan den svenska företagsgruppen inte lyckas. Dock lyckas inte gruppen från USA med detta men om USA:s kumulativa genomsnittliga abnorma avkastning istället skulle ha testats på 10 % nivån skulle vi ha kunnat säkerställa resultatet. De tidigare nämnda studierna har dock utförts på den amerikanska marknaden där huvudsakligen uppköpare är från Europa eller Japan. Studierna är också utförda på data som till största del är insamlat på 80-talet. Dessa två faktorer är något som skiljer sig från vår undersökning som fokuserar på tidsperioden 2003 – 2008 samt enbart inriktar sig på den svenska marknaden. (Fatemi, 1984) menar att

det inte finns någon skillnad i kumulativ genomsnittlig abnorm avkastning på multinationella företag, vilka anses göra mer gränsöverskridande förvärv och för nationella företag. Även (Goergen & Renneboog, 2004) anser att det inte finns något samband mellan gränsöverskridande förvärv och abnorm avkastning. De menar istället att inhemska förvärv skulle generera mer abnorm avkastning förutom i fallen där Storbritannien är förvärvare.

Även om Goergen & Renneboogs resultat om Storbritannien stämmer överens med våra resultat kan vi inte finna något bevis för att inhemska förvärv skulle lyckas bättre eller oförändrat mot utländska förvärv i vår studie.

Vidare fortsätter vi med att analysera nästa fråga:

*“Lyckas brittiska företag bättre än amerikanska med att på kort sikt generera högre avkastning än förväntat vid tillkännagivandet av förvärv i Sverige?”*

Ifrån resultat från studien får vi fram en statistiskt säkerställd ökning av kumulativ genomsnittlig abnorm avkastning enbart för de brittiska företagen vilket är tämligen intressant. Ser vi på resultatet är den abnorma avkastningen visserligen inte lika stor under specifika dagar som för USA men helhetsmässigt är det den brittiska gruppen som skapar högst abnorm avkastning under tidsfönstret. I tidigare forskning har det nämnts att USA skulle vara sämre på att skapa abnorm avkastning vid uppköp utomlands i jämförelse med vad andra länder lyckas åstadkomma genom gränsöverskridande förvärv och fusioner i USA (Cakici, et al., 1996; Datta & Puia, 1995). Samtidigt som vår studie har kommit med resultat som indikerar att USA skulle vara sämre än Storbritannien måste man ta i åtanke att dessa undersökningar har varit relativa mot hur väl utländska företag lyckas på den amerikanska marknaden. Detta är en begränsning för vår studie eftersom det i tidigare studier likväl kan ha varit så att USA var sämre än den andra gruppen med länder eftersom de andra länderna gjorde bra ifrån sig när de agerade på just den amerikanska marknaden.

Det skulle också kunna vara möjligt att USA skulle vara sämre än andra länder på gränsöverskridande företagsförvärv något som författarna diskuterar vidare i slutsatskapitlet.

(Danbolt & MacIver, 2012) har i sin studie kommit fram till att Storbritannien är bra på att skapa abnorm avkastning vid gränsöverskridande förvärv och fusioner. Tidsfönstret som används är längre än vårt men vi anser ändå att resultatet är av intresse för vår studie. Dessa resultat stämmer med vad vi kommit fram till och bekräftar således till en viss del teorin att Storbritannien är bra på att skapa värde genom gränsöverskridande förvärv och fusioner. En förklaring till varför Storbritannien lyckas bättre än USA kan ligga i att både Storbritannien och Sverige är EU-medlemmar. Med gemensamma lagar och fri handel inom unionen kan man argumentera för att större synergieffekter uppstår för ett brittiskt bolag jämfört med ett amerikanskt bolag.

En annan intressant infallsvinkel att analysera uppsatsens resultat ifrån är kulturen. Eftersom de båda utomstående länderna är relativt lika kulturellt samt talar engelska som förstaspråk avfärdar nog flera aspekten av kulturskillnad vid första tanken. Man får dock inte glömma att det inte bara är den nationella kulturen som spelar roll utan även företagskulturen. Det är möjligt att Storbritanniens företagskultur ligger närmare den svenska än vad den amerikanska gör och på så vis bidrar till ökade synergieffekter. Eftersom den svenska företagsgruppen har en matchande företagskultur med företagen de köper borde det leda till ytterligare synergieffekter och således ett ökat värdeskapande för det förvärvande företagen. Det är dock inget som återspeglas i våra resultat och vi kan således inte dra någon slutsats kring huruvida företagskulturen skulle vara avgörande för hur mycket värde man skapar på kort sikt vid uppköp.

Vidare ansåg även författarna att det geografiska avståndet är något som skulle kunna påverka resultat. När ett företag står inför en budgivningsprocess är det givetvis enklare att kunna ge sig in i en sådan affär om resan dit inte innebär en omfattande flygtur över Atlanten. Om vi enbart skulle haft med Storbritannien och USA i vår jämförelse är detta en

möjlig slutsats att dra. Eftersom vi även har med Sverige i urvalet kompliceras den här tesen genom att Sverige borde ha det kortaste geografiska avståndet men ändå inte lyckas bättre än USA. Vi kan således inte heller dra några slutsatser här utan lämnar detta område till vidare forskning.

Författarna jämför vidare om resultaten går i linje med vad (Conn, et al., 2005) kom fram till i sin studie. Här var det visserligen bara när publika brittiska bolag köpte upp privata utländska bolag som de lyckades skapa abnorm avkastning och inte när publika köpte publika. Skulle man slå ihop dessa båda grupper skulle det leda till en svag positiv abnorm avkastning vilket är något som ligger i linje med våra resultat.

(Goergen & Renneboog, 2004) Visar på att det finns stora skillnader mellan vilka länder som genomför förvärv och på vilken marknad de blir förvärvade i. Storbritannien lyckas som enda land i studien dock skapa hög abnorm avkastning både som förvärvare och mål, något som delvis förklaras med att de hade en utvecklad marknad för sammanslagningar och förvärv samt genom att det utförts en större andel fientliga förvärv på den brittiska marknaden. Varför de lyckas bra som förvärvare förklaras inte av studien. Dessa slutsatser stämmer bra överens med vår bekräftade abnorma avkastning för Storbritannien.

Avslutningsvis analyserar vi resultatet till den sista frågan och diskuterar kring resultaten från studien mer överskådligt:

*”Hur väl lyckas svenska företag i förhållande till de två största utländska ägargrupperna med att på kort sikt generera högre avkastning än förväntat vid tillkännagivandet av inhemska förvärv?”*

I vår studie kom vi fram till att den svenska ägargruppen inte lyckades skapa någon statistisk säkerhetsställd kumulativ genomsnittlig abnorm avkastning över tidsfönstret. Det innebär att Sverige får se sig slagna av både den brittiska och även den amerikanska (om



man mäter på signifikans på 10 % nivån). Sveriges abnorma avkastning ligger väldigt högt just på tillkännagivandedatumet (t-0). Detta skulle kunna bero på att den svenska marknaden kan ha en stark marknadsinformation för alla parter och att ingen information om förvärven läcker ut innan själva annonseringsdatumet. Vidare sker det en nedgång i abnorm avkastning för Sverige, två dagar efter tillkännagivandedatumet om man gör ett tvåsidigt hypotestest på 10 % nivån såsom beskrivet i resultatdelen. Om detta är någon form av statistik anomali eller tecken på en form av upphaussad aktie som sedan straffas hittar vi inget svar på i den här studien.

(Kaplan & Weisbach, 1992) och (Kang, 1993) visar även på att hemlandet skulle generera mindre värde än andra länder på kort sikt. Våra resultat visar inte på någon säkerhetsställd kumulativ genomsnittlig abnorm avkastning och ligger i således i linje med dessa undersökningar. Dessa artiklar inriktar sig också på att undersöka den amerikanska marknaden samt en betydligt tidigare period. På grund av dessa omständigheter blir det även svårt att dra paralleller till vår studies resultat.

Vi vill också än en gång påpeka att man måste vara försiktig vid jämförelser med tidigare studier. Forskningsrapporterna som visar på dessa resultat har ofta med den amerikanska marknaden och utländska företag som kontrollinstans medan vår studie använder sig av svenska och brittiska uppköp med den svenska marknaden. Resultaten från tidigare forskning kan således bero både på att USA var ”sämre” på att skapa värde utomlands men även på att utländska bolag lyckades ”bra” på den amerikanska marknaden där just den amerikanska marknaden kan ha varit avgörande i studien. Det vi ville genomföra huvudsakligen med vår studie var dock att ställa upp två utländska grupper och på så lika förutsättningar som möjligt se vilken av dem som presterade bäst på den svenska marknaden. I just det här fallet visar våra resultat på att Storbritannien lyckades bättre än USA på kort sikt.

Författarna anser vidare att resultaten som (Moeller, et al., 2005) får fram om att man kan tjäna mer på att genomföra förvärv och fusioner i vissa perioder har viss koppling till vår studie i den aspekten att tidsperioden vi har valt att analysera kan vara annorlunda i jämförelse med tidigare vågor då exempelvis kännedomen om gränsöverskridande företagsförvärv bör vara mer utvecklat hos både köpare och målföretag. Det är också något som kan dras i parallell till (Fama, 1970) som med sin effektiva marknadshypotes visar att varor och tjänster är prissatta till rätt värde när det råder ett högt informationsutbyte på marknaden. Det skulle då kunna leda till att ju mer information man har om gränsöverskridande uppköps effekter och värdeskapande, desto större chans är det att aktien inte skulle generera någon abnorm avkastning. Det eftersom att marknaden sedan innan vet ungefär hur mycket värde som skulle skapas vid ett uppköp eller fusion och prissätter således aktien bättre, både före och efter att uppköpet tillkännages. Dessa teorier tyder också på det mönster av växande globalisering som diskuterades initialt i den här rapporten, där minskade skillnader mellan nationerna kan vara en anledning till att det blir svårare att skapa värde över gränserna. Författarna vill också tillägga att den genomförda studien inriktar sig på en hel våg och bör således fånga upp vågspecifika karaktärsdrag på hur företagsförvärv värdesattes under tidsperioden.

## Kapitel 7 - Slutsats

*I detta kapitel knyter vi samman problem, syfte, tidigare teori, metod, resultat och analysen och diskuterar kring dessa. Vi kommer också diskutera vad våra resultat betyder i ett vidare sammanhang samt presentera vårt kunskapsbidrag och förslag till vidare forskning.*

### 7.1 Slutsatser och kunskapsbidrag

Syftet med den här studien var att undersöka om företagsgrupper från USA, Sverige och Storbritannien skapar abnorm avkastning och hur väl de lyckas med det i förhållande till varandra. Resultatet visade på att det finns en positiv abnorm avkastning för alla länder under enskilda dagar i tidsfönstret men helhetsmässigt var det enbart Storbritannien som

lyckades skapa abnorm avkastning över hela tidsfönstret. Vad det har för konsekvenser för fortsatt förvärv- och fusionsverksamhet är visserligen väldigt begränsat till de förutsättningar vi har valt, men vi tror att ju mer forskning som fortsätter visa på att Storbritannien är bra uppköpare, desto fler personer kommer att investera i brittiska bolag som gör uppköp utomlands. Det skulle i sin tur leda till ett högre aktiepris för dessa företag och en mindre premie vid nästa tillkännagivandedatum för en fusion eller ett förvärv.

För de amerikanska företagens är våra resultat mer oklara och det blir svårare att diskutera kring. Vi kom fram till att även om den amerikanska företagsgruppen fick se sig slagen av Storbritannien så finns det inget som indikerar att USA skulle vara sämre på den svenska marknaden än vad svenska företag är på att skapa abnorm avkastning genom inhemska förvärv på kort sikt. Författarna kan konstatera att amerikanska bolag hur som helst presterar sämre än vad de brittiska gör i vår studie. För att abstrahera våra resultat skulle detta i framtiden kunna leda till att USA förlorar sin ledande sits på mest genomförda uppköp i Sverige i framtiden för att ersättas av Storbritannien som nummer ett. Det eftersom styrelser i USA i framtiden inte kommer gå lika hårt fram med gränsöverskridande förvärv i Sverige då man ser att man inte lyckas skapa lika mycket värde på kort sikt som exempelvis Storbritannien. Efter att ha gjort den här studien kommer författarna komma med intresse följa hur de amerikanska aktieägarna agerar när de exempelvis förbereder sig för uppföljande bud på Astra Zeneca.

Vidare fortsätter vi med att undersöka om vi kan bekräfta våra tidigare uppställda hypoteser.

*Hypotes 1:*

*Utländska företag lyckas skapa högre abnorm avkastning än inhemska företag med uppköp över tidsfönstret på det inhemska företagens marknad.*

Vi kan inte fastställa att våra utländska företagsgrupper (USA och Storbritannien) lyckas

bättre än den inhemska gruppen (Sverige) eftersom vi inte har någon signifikant kumulativ genomsnittligt abnorm avkastning för USA.

*Hypotes 2:*

*Amerikanska företag skapar mindre abnorm avkastning över tidsfönstret vid gränsöverskridande förvärv än andra länders företag som genomför gränsöverskridande förvärv.*

Som tidigare nämnts blev den genomsnittliga kumulativa abnormal avkastningen signifikant lägre för USA om man jämför med Storbritannien. Det är dock svårt att koppla våra slutsatser till andra omständigheter som har rått vid tidigare forskning. Här jämförs amerikanska företag mot utländska företag som köper upp i USA och inte i samma land som de amerikanska.

För Sveriges del går vår forskning emot den allmänna uppfattningen att inhemska förvärv skulle vara värdeförstörande. Vi hittar inget positivt resultat men samtidigt inget negativt resultat när man ser över hela eventfönstret. Författarna anser att dessa siffror ska begrundas med stor försiktighet då vår urvalsgrupp kan ha varit för liten för att representera helheten hos svenska bolag. Om man antar att studiens resultat stämmer på den här punkten skulle det möjligtvis kunna leda till att svenska företag börjar förhålla sig mer positivt till förvärv och fusioner då de inte framställs som värdeförstörande.

## 7.2 Förslag till vidare forskning

Som tidigare nämnt är vår studie utförd under en väldigt kort period. Något som skulle kunna vara intressant är att se hur de tre grupperna förhåller sig på längre perspektiv efter de genomförda förvärven och fusionerna.

Vidare, vad skillnaderna vi har kommit fram till mellan länderna beror på hade varit en intressant infallsvinkel. Förslag till en mer utökad analys vore exempelvis att observera

valutaeffekter, ränteläget, företagens storlek, vilka branscher de verkade i samt kulturskillnader mellan länderna som gör förvärv. Ytterligare förslag hade varit att göra en liknande studie fast med andra länder som ställs mot varandra i undersökningen.

## Litteraturförteckning

- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F. & Travlos, N. G., 2010. *How Have M&As Changed? Evidence from the Sixth Merger Wave.*, u.o.: u.n.
- Benninga, S., 2008. *Financial Modeling*. 3:e red. u.o.:MIT Press.
- Black, B., 2000. Is This The First International Merger Wave?. *M&A Lawyer*, Issue July/August, pp. 20-26.
- Bryman, A. & Bell, E., 2011. *Business Research Methods*. 3:e red. Oxford: Oxford University.
- Cakici, N., Hessel, C. & Tandon, K., 1996. Foreign acquisitions in the United States: Effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms. *Journal of Banking & Finance*, Issue 20, pp. 307-329.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. & MacKinlay, C. A., 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. 2:a red. New Jersey: Princeton University Press.
- Conn, R., Cosh, A., Guest, P. M. & Hughes, A., 2005. The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5-6), pp. 815-870.
- Coutts, J. A., Roberts, J. & Mills, T. C., 1997. Parameter stability in the market model: tests and time varying parameter estimation with UK data. *The Statistician*, 46(1), pp. 57-70.
- Danbolt, J. & Maciver, G., 2012. Cross-Border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(7), pp. 1028-1067.
- Datta, D. K. & Puia, G., 1995. Cross-Border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms. *Management International Review*, 35(4), pp. 337-359.
- Duguleana, L. & Dumitrache, L. I., 2009. *Value Creation through Cross-Border Mergers and Acquisitions: An Empirical Study on European Acquirers of US Targets*, Lund: Lund University.
- Errunza, V. & Senbet, L. W., 1981. The Effects of International Operations on the Market Value of the Firm: Theory & Evidence. *The Journal of Finance*, 36(2), pp. 401-417.

- Eun, C. S., Kolodny, R. & Scheraga, C., 1996. Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses. *Journal of Banking & Finance*, Issue 20, pp. 1559-1582.
- Fama, E. F., 1970. EFFICIENT CAPITAL MARKETS: A REVIEW OF THEORY AND EMPIRICAL WORK. *The Journal of Finance*.
- Fama, E. F. & French, K. R., 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, 47(2), pp. 427-465.
- Fatemi, A. M., 1984. Shareholder Benefits from Corporate International Diversification. *The Journal of Finance*, 39(5), pp. 1325-1343.
- Galin L, J., 2004. On the Markov Chain Central Limit Theorem. *Probability Surveys*, pp. 299-320.
- Gaughan, P., 2011. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 5:e red. New Jersey: Wiley.
- Geogr, J., 2011. Economists as geographers and geographers as something else: on the changing conception of distance in geography and economics. *Journal of Economic Geography*, 11(2), pp. 347-356.
- Goergen, M. & Renneboog, L., 2004. Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management* , 10(1), pp. 9-45.
- Harris, R. S. & Ravenscraft, D., 1991. The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market. *The Journal of Finance*, 46(3), pp. 825-843.
- Heyman, F. & Norbäck, P.-J., 2013. *Utlandsägande och utländska uppköp: Vilken betydelse har huvudägarens hemvist?*, Stockholm: Institutet för Näringslivsforskning.
- Hollendsen, S., 2004. *Global Marketing: A decision oriented approach*. 3:e red. Madrid: Pearson Education Limited.
- ISIL EREL, R. C. L. a. M. S. W., 2012. Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*.
- Kang, J.-K., 1993. The international market for corporate control, Mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms. *Journal of Financial Economics*, Issue 34, pp. 345-371.

- Kaplan, S. N. & Weisbach, M. S., 1992. The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures. *The Journal of Finance*, 47(1), pp. 107-137.
- Ketels, C., 2012. Sweden's Position In The Global Economy. *Globaliseringsforum*, Volym 2.
- Krugman, P. & Venables, A. J., 1995. Globalization and the Inequality of Nations. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(4), pp. 857-880.
- Körner, S. & Wahlgren, L., 2006. *Statistisk Dataanalys*. 4:e red. u.o.:Studentlitteratur AB.
- Lee, J., 2010. Globalization and Business Cycle Synchronization: Evidence From the United States. *Journal of International and Global Economic Studies*, 3(1), pp. 41-59.
- Lindblad, I.-B., 1998. *Uppsatsarbete: En kreativ process*. 1:a red. u.o.:Studentlitteratur AB.
- MacKinlay, C. A., 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), pp. 13-39.
- Malkiel, B. G., 2003. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal Of Economic Perspectives*, 17(1), pp. 59-82.
- Moeller, S. & Brady, C., 2007. *Intelligent M & A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M., 2005. Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*, 60(2), pp. 757-782.
- Nusret, C., Chris, H. & Kishure, T., 1996. Foreign acquisitions in the United States: effect on shareholder wealth of foreign acquiring firms. *Journal od Banking & Finance*, pp. 308 - 328.
- Peterson, P. P., 1989. Event Studies: A Review of Issues and Methodology. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3), pp. 36-66.
- Servaes, H., 1991. Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance*, 1016(1), pp. 409-419.
- Shimizu, K., Hitt, M. A., Vaidyanath, D. & Pisano, V., 2004. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of international Management*, pp. 307-353.



Stefano Rossi, P. F. V., 2004. Cross-country determinants of mergers and acquisitions.

*Journal of Financial Economics*, pp. 277-304.

Thomson Reuters, 2009. *European University Institute*. [Online]

Available at:

<http://www.eui.eu/Documents/Research/Library/ResearchGuides/Economics/PDFs/Datastream50GettingStarted.pdf>

[Använd 21 Maj 2014].

Tillväxtanalys, 2011. *www.tillvaxtanalys.se*. [Online]

Available at:

<http://www.tillvaxtanalys.se/sv/publikationer/statistikserien/statistikserien/2011-06-30-utlandska-foretag-2010.html>

[Använd 5 Maj 2014].

Trautwein, F., 1990. Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, Volym 11, pp. 283-295.

Weston, J., Mitchell, M. & Mulherin, J., 2004. *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*. 4:e red. u.o.:Pearson.

Wong, A., 2009. The Effects of Merger and Acquisition Announcements. *International Journal of Economics and Finance*, I(2), pp. 274-283.

## Bilagor

### 1: Observerade bortfall

<u>Land</u>	<u>Datum t+-0</u>	<u>Företag</u>	<u>Orsak</u>
USA	2004-08-03	Value Click Inc	Databrist
USA	2006-04-27	American Resource Technology	Stora fluktuationer i aktievärde skulle leda till abnorm avkastning som förstörde för resten av stickprovet. (900 %) Borttagen som outliner.
USA	2007-01-22	SBE INC	Databrist
USA	2008-06-24	Invesco LTD	Data inte tillgänglig ett år bakåt från t-10
USA	2008-07-14	Aeroflex Inc	Databrist
Storbritannien	2003-11-27	Virtue Broadcasting	Databrist
Storbritannien	2005-02-09	Insignia Solutions	Databrist
Storbritannien	2005-02-09	Insignia Solutions	Databrist
Storbritannien	2005-04-05	3i	Eventfönsterkrock

Storbritannien	2005-04-22	3i	Eventfönsterkrock
Storbritannien	2005-06-14	First Choice	Databrist
Storbritannien	2005-10-06	Reuters	Databrist
Storbritannien	2006-07-25	Bombshell	Databrost
Storbritannien	2006-07-31	Cozart Inc	Data inte tillgänglig ett år bakåt från t-10
Storbritannien	2006-08-21	LogicaCMG	Databrist
Storbritannien	2006-08-22	Delling Group	Eventfönsterkrock
Storbritannien	2006-08-31	Delling Group	Eventfönsterkrock
Sverige	2008-03-12	Nederman Holding	Data inte tillgänglig ett år bakåt från t-10
Sverige	2007-11-08	Peab Industri	Data inte tillgänglig ett år bakåt från t-10
Sverige	2007-07-10	Gymgrossisten	Data inte tillgänglig ett år bakåt från t-10
Sverige	2007-06-20	MyScoop International	Databrist
Sverige	2007-01-10	Eastpoint	Databrist
Sverige	2007-02-20	Garpcó	Databrist
Sverige	2006-12-04	Panaxia Security	Data inte tillgänglig ett år bakåt från t-10
Sverige	2006-11-23	Curera Sverige AB	Databrist
Sverige	2006-10-10	Bure Equity	Annonserade två uppköp på samma dag vilket konverterades till ett enkelt eventfönster istället för två

Sverige	2006-04-05	Tivox AB	Databrist
Sverige	2006-04-06	Bergman & Beving	Databrist
Sverige	2006-03-31	Enlight International	Data inte tillgänglig ett år bakåt från t-10
Sverige	2005-06-22	Hagstromer & Qviberg AB	Eventfönsterkrock
Sverige	2005-06-20	Hagstromer & Qviberg AB	Eventfönsterkrock
Sverige	2004-05-24	Zip Structure AB	Databrist

## 2. Företagen

### USA

Datum	Företagsnamn	$\beta$ -värde	$\alpha$ -värde	Residualvarians	CAR
2003/06/25	Fisher	0,69	0,0006	0,00037	0,17
2003/07/24	Hewlett Packard	1,44	0,0017	0,00057	-0,16
2003/07/31	Thomas Industries	0,03	0,0003	0,00038	0,01
2003/10/28	Actavis	0,74	0,0016	0,00036	0,00
2003/12/01	Powerwave Technologies	2,14	0,0007	0,00162	0,06
2003/12/09	White Mountains Inc	0,37	0,0009	0,00012	0,04
2004/01/12	3M CO	0,44	0,0003	0,00026	-0,06
2004/05/14	MSA Safety	0,92	0,0025	0,00058	0,02
2004/12/28	Bea Systems Inc	1,69	-0,0015	0,00057	-0,01
2005/02/09	Interchange Corp	1,25	-0,0002	0,00021	-0,02
2005/04/19	Medtronic Inc	0,64	0,0002	0,00012	0,02
2005/07/06	Milipore	0,80	0,0000	0,00020	0,15
2005/12/15	MKS Instruments	1,88	0,0002	0,00031	-0,04
2006/01/17	Motorola Solutions	1,22	0,0010	0,00017	-0,04
2006/01/20	Scientific Games	1,49	0,0005	0,00028	0,14
2006/02/14	Oracle Corp	0,97	-0,0006	0,00016	0,00
2006/03/03	Boeing Co	0,90	0,0009	0,00014	0,04
2006/04/07	Brady Corp	1,94	0,0000	0,00038	-0,02
2006/04/24	eBay Inc	1,30	-0,0002	0,00044	-0,22
2006/05/18	Procera Networks Inc.	-1,04	-0,0006	0,00474	0,05
2006/06/07	Water Watts Tech.	2,01	0,0000	0,00043	-0,11
2006/08/28	Water Corp	0,89	-0,0003	0,00028	0,02
2006/11/08	SPX Corp	1,17	0,0004	0,00010	0,05
2006/11/17	YaHoo	1,15	-0,0014	0,00055	0,01
2007/02/01	Quest Diagnostics	0,38	-0,0002	0,00024	0,09
2007/02/14	Cepheid	2,36	-0,0012	0,00065	0,01
2007/05/24	Datascope Corp	1,14	-0,0007	0,00023	0,03
2007/05/25	Nasdaq Stock Market	2,03	-0,0012	0,00054	0,04
2007/06/01	Synplicity	0,02	-0,0004	0,00027	0,11
2007/06/11	IBM	0,83	0,0005	0,00006	0,00
2007/10/12	Watson Wyatt Worldwide	0,68	0,0002	0,00021	0,04
2007/11/08	Dolby Laboratories	1,14	0,0026	0,00085	0,15
2008/01/16	Sun Microsystems	0,80	-0,0007	0,00036	0,05
2008/02/11	EMS Technologies	1,24	0,0020	0,00052	-0,07
2008/08/29	Office Depot	1,49	-0,0031	0,00137	0,17

## Storbritannien

Datum	Företagsnamn	$\beta$ -värde	$\alpha$ -värde	Residualvarians	CAR
2003/05/07	Royal Bank of Scotland	1,46	0,0013	0,00021	-0,08
2004/04/21	Aveva Group	0,15	0,0016	0,00011	-0,01
2004/08/23	3i Group	1,17	-0,0008	0,00012	0,04
2004/10/13	James Halesstead	0,12	0,0018	0,00013	-0,01
2005/02/15	Future Media	0,30	0,0003	0,00028	0,06
2005/05/13	Old Mutual	1,16	0,0007	0,00010	-0,09
2005/05/20	Bodycote International	0,79	-0,0001	0,00026	0,10
2005/07/21	CodaScySis	0,08	0,0006	0,00013	-0,01
2005/09/02	Old Mutual	0,97	0,0004	0,00010	0,00
2005/11/28	3i Group	1,02	0,0005	0,00006	0,03
2005/12/14	Aegis Group	0,46	0,0005	0,00044	-0,01
2006/01/11	Delling Group	-0,12	-0,0007	0,00120	0,23
2006/03/27	Bodycote International	1,21	0,0008	0,00030	-0,01
2006/07/31	Cozart Inc	-0,01	-0,0002	0,00058	-0,08
2006/10/03	Rentokil Initial	0,79	-0,0007	0,00013	-0,02
2006/10/16	Delling Group	-0,01	-0,0020	0,00180	0,31
2006/10/26	Candovers Investment	0,95	0,0004	0,00017	0,01
2006/12/06	Laired PLC	1,18	-0,0002	0,00019	0,04
2006/12/14	Delling Group	0,00	0,0002	0,00180	0,12
2007/01/15	CSR	2,34	-0,0017	0,00116	0,09
2007/01/22	Ladbrokes	0,81	-0,0001	0,00008	0,03
2007/02/01	Balfour Beatty	1,24	0,0002	0,00012	0,06
2007/02/22	3i Group	1,32	0,0003	0,00009	0,04
2007/05/22	Concateno	0,29	0,0034	0,00026	-0,06
2007/07/30	Deeling Group	0,39	-0,0004	0,00113	-0,11
2007/08/24	DTZ Holdings	0,59	-0,0009	0,00028	0,11
2008/01/31	Rotork	1,06	0,0004	0,00024	0,08
2008/02/15	Taylor Nelson Sofres TNS	0,89	-0,0004	0,00018	0,06
2008/02/28	British American Tobacco	0,56	0,0008	0,00012	0,06
2008/04/03	Aegis Group	0,72	-0,0004	0,00021	0,06
2008/04/16	Global Health Partners	-0,01	-0,0020	0,00016	-0,07
2008/05/28	Oxford Instrumentals	0,21	-0,0007	0,00034	0,13

## Sverige

Datum	Företagsnamn	$\beta$ -värde	$\alpha$ -värde	Residualvarians	CAR
2003/06/16	All Cards Service	0,43	-0,0009	0,00100	-0,05
2003/09/19	Elektronikgruppen BK AB	1,06	0,0012	0,00189	0,12
2003/11/04	Kungsleden Ab	0,15	0,0011	0,00019	0,14
2004/03/17	WM-Data	1,28	0,0022	0,00059	-0,05
2004/04/21	Klovern AB	0,20	0,0016	0,00018	-0,09
2004/06/02	Wedins Skor & Acc AB	0,37	0,0022	0,00122	-0,28
2004/07/16	Rejlers AB	0,27	0,0015	0,00083	-0,03
2004/09/15	Bergman & Beving	0,20	0,0003	0,00018	0,10
2005/03/15	Rejlers AB	0,52	0,0022	0,00052	-0,05
2005/05/23	Peab AB	0,54	0,0018	0,00014	-0,07
2005/08/15	LightLab AB	0,43	-0,0012	0,00730	0,03
2005/10/03	Midway Holdings AB	0,05	0,0019	0,00039	-0,05
2005/10/24	Biblia AB	0,48	0,0006	0,00022	-0,03
2006/03/06	Daydream Software	1,48	-0,0002	0,00024	0,15
2006/05/17	Skanska AB	1,12	0,0002	0,00013	-0,02
2006/05/30	Lagercrantz Group	0,79	0,0009	0,00034	0,07
2006/07/05	Wise Group	1,03	-0,0023	0,00090	-0,07
2006/07/13	Atlas Coco	1,53	0,0008	0,00015	-0,08
2006/10/10	Bure Equity	0,80	0,0007	0,00011	0,03
2006/11/03	Kungsleden AB	1,05	0,0004	0,00041	0,02
2006/12/21	Ratos	0,79	0,0018	0,00025	-0,05
2007/01/08	Castellum	0,75	0,0005	0,00034	0,06
2007/03/29	Enea	1,12	-0,0017	0,00063	-0,01
2007/05/14	Hufvudstaden	0,75	0,0008	0,00032	-0,04
2007/06/15	HiQ International	0,84	-0,0008	0,00022	0,07
2007/07/19	Sigma B	0,72	-0,0008	0,00028	-0,09
2007/08/13	Roxi Stenhus	0,02	-0,0005	0,00128	-0,01
2007/11/08	Din Bostad Sverige	0,29	-0,0011	0,00040	0,08
2007/11/26	Kungsleden	1,19	-0,0004	0,00033	0,09
2008/01/30	Rasta Group	0,15	-0,0005	0,00166	0,31
2008/05/29	Kappahl	0,76	0,0003	0,00043	-0,05
2008/06/04	Peab	1,29	0,0004	0,00055	-0,04
2008/07/02	Nederman Holding	0,35	0,0003	0,00021	0,01
2008/07/15	Know It	0,64	0,0005	0,00035	0,05