



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen
FEKN90, Företagsekonomi
Examensarbete på Civilekonomprogrammet
VT 2014

Ägarstrukturens betydelse vid förvärv

*- en studie om hur ägartyper och ägarkoncentration påverkar
långsiktigt värdeskapande vid förvärv*

Författare

Daniel Eskilsson

Sofia Nyrén

Handledare

Rikard Larsson

Sammanfattning

Titel: Ägarstrukturens betydelse vid förvärv – en studie om hur ägartyper och ägarkoncentration påverkar långsiktigt värdeskapande vid förvärv.

Seminariedatum: 2014-05-22

Kurs: FEKN90, Examenarbete på Civilekonomprogrammet, 30 högskolepoäng

Författare: Daniel Eskilsson & Sofia Nyrén

Handledare: Rikard Larsson

Fem nyckelord: Förvärv, ägartyp, ägarkoncentration, långsiktig onormal avkastning, sfär

Syfte: Syftet med denna studie är att undersöka huruvida svenska förvärvande företags långsiktiga onormala avkastning påverkas av dess ägarkoncentration och/eller ägartyp. Ägartyper i denna studie omfattar familjer, utländska ägare samt sfär-tillhörande ägare. Genom att studera flera ägartyper och ägarkoncentration simultant är förhoppningen att bidra med förståelse kring huruvida det är båda eller endast en av dessa som har betydelse för hur ett företag lyckas skapa värde för sina aktieägare. Genom att undersöka flera aspekter av en ägarstruktur samt studera onormal avkastning på lång sikt, hoppas författarna kunna öka förståelsen kring hur ägarstrukturen i förvärvande företag påverkar dess prestation i samband med förvärv.

Metod: Kvantitativ eventstudie, utfördes med gruppvisa t-tester/Wilcoxon's rank sum test samt multipla linjära regressioner.

Teoretisk referensram: Den teoretiska referensramen täcker motiv till förvärv, hur värde skapas vid förvärv samt tidigare litteratur och forskning gjord i ämnet.

Empiri: Empirin är baserad på 97 företag som förvärvat mellan åren 2001 och 2010. Företagen är noterade på Nasdaq OMX Stockholm (Large-, Mid- och Small Cap), NGM, First North eller Aktietorget.

Slutsats: Studien finner att ägarkoncentration i ett förvärvande företag inte har något samband med den onormala avkastningen efter ett förvärv. Till skillnad från ägarkoncentration existerar det samband för samtliga ägartyper. Familjeägda- och utländskt ägda företag har ett signifikant negativt samband medan sfär-tillhörande företag har ett positivt samband med onormal avkastning på lång sikt efter ett förvärv.

Abstract

- Title:* The importance of the ownership structure in acquisitions – a study of how the type of owner and ownership concentration affects long-term value creation from acquisitions.
- Seminar date:* 2014-05-22
- Course:* FEKN90, Degree Project Master of Science in Business and Economics, 30 ECTS
- Authors:* Daniel Eskilsson & Sofia Nyrén
- Advisor:* Rikard Larsson
- Five key words:* Acquisitions, type of owner, concentration of ownership, long-term abnormal return, conglomerate
- Purpose:* The purpose of this study is to investigate whether Swedish acquirers' long-term abnormal returns are affected by its concentration of ownership and/or its type of owner. Types of owner include family, foreign owners and conglomerate group ownership. By studying the type of owner and ownership concentration simultaneously the authors hope to find whether it is either or both aspects of ownership structure that affects how a company succeeds in creating value for its owners. By studying several aspects of an ownership structure and by applying a long-term perspective of abnormal returns, the authors hope to expand the knowledge within this field of study.
- Methodology:* Quantitative event study, carried out by t-tests and Wilcoxon's rank sum tests and multiple linear regressions.
- Theoretical foundation:* The theoretical frame of reference includes motives for acquisition, value creation in acquisitions and previous literature and studies within this topic.
- Empirical foundation:* The empirical evidence is based on data from 97 acquiring companies between 2001 and 2010. The companies were listed on Nasdaq OMX Stockholm (Large, Mid and Small Cap), NGM, First North or Aktietorget.
- Conclusions:* This thesis finds no significant relation between ownership concentration of an acquiring company and abnormal return after an acquisition. Unlike ownership concentration all different types of owners have significant results. Family owned- and foreign owned companies have a significant negative relation while a company that belongs to a conglomerate has a positive relation with long-term abnormal return after an acquisition.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	6
1.1 Bakgrund.....	6
1.2 Problemdiskussion.....	7
1.3 Problemformulering.....	9
1.4 Syfte.....	9
1.5 Avgränsningar.....	10
1.6 Disposition.....	11
2. Teoretisk referensram.....	12
2.1 Motiv till företagsförvärv.....	12
2.1.1 Värdeskapande för aktieägare.....	12
2.1.2 Främjande av ledningens egna intressen.....	13
2.1.3 Övriga motiv.....	15
2.2 Ägarstruktur & värdeskapande vid förvärv.....	16
2.2.1 Ägarstruktur & prestation.....	16
2.2.2 Tidigare studiers resultat.....	17
2.3 Ägarstruktur: ägarkoncentration & ägartyper.....	21
2.3.1 Ägarkoncentration.....	22
2.3.2 Familjeägande.....	23
2.3.3 Sfar-tillhörighet.....	25
2.3.4 Utländskt ägande.....	26
3. Metod.....	29
3.1 Vetenskapligt angreppssätt.....	29
3.2 Eventstudie.....	29
3.3 Statistiska test.....	30
3.3.1 T-test, Wilcoxon rank sum test & hypotesprövning.....	30
3.3.2 Multipel linjär regression.....	32
3.4 Data.....	33
3.4.1 Insamling av data.....	33
3.4.2 Bearbetning av data.....	34
3.4.3 Urvalskriterium.....	34
3.4.4 Bortfall av data.....	35
3.5 Beroende variabel: BHAR.....	36
3.5.1 Onormal avkastning.....	36
3.5.2 BHAR.....	37
3.5.3 Matchning av kontrollföretag.....	38
3.6 Förklarande variabler: ägarkoncentration & ägartyper.....	40
3.6.1 Ägarkoncentration.....	40
3.6.2 Familjeägande.....	41
3.6.4 Sfar-tillhörighet.....	42

3.6.5 Utländskt ägande	42
3.7 Kontrollvariabler	43
3.7.1 Storlek på förvärvande företag	43
3.7.2 Relativ storlek på förvärvet	43
3.7.3 Finansiering av förvärv	43
3.8 Modellantaganden	43
3.9 Metoddiskussion	46
3.9.2 Reliabilitet	47
3.9.3 Validitet	47
4. Resultat	49
4.1 Beskrivande statistik	49
4.1.1 Fördelning av urvalet	49
4.2 Resultat vid hypotesprövning per ägartyp & ägarkoncentration	50
4.2.1 Koncentration av ägande	51
4.2.2 Familjeägande	52
4.2.3 Sfar-tillhörighet	52
4.2.3 Utländskt ägda företag	53
4.3 Regressionsanalys	55
4.3.1 Ägarkoncentration	55
4.3.2 Familjeägande	55
4.3.3 Sfar-tillhörighet	56
4.3.5 Utländskt ägande	56
4.3.6 Förklaringsgrad - R^2	57
5. Analys	59
5.1 Ägarkoncentration	59
5.2 Familjeägande	61
5.3 Sfar-tillhörighet	64
5.4 Utländskt ägande	67
6. Slutsats	70
6.1 Slutsats	70
6.2 Förslag till framtida studier	72
Referenslista	75
Appendix	80
Bilaga 1 – Sammanställning av data	80
Bilaga 2 – Test av antaganden för regressionsmodellen	83
Bilaga 3 – Artikel	98

1. Inledning

I studiens inledande kapitel presenteras bakgrund och problem som ligger till grund för uppsatsens ämnesområde. Vidare redogörs uppsatsens syfte följt av vilka avgränsningar som har gjorts. Slutligen presenteras en kort beskrivning av dispositionen.

1.1 Bakgrund

Eniro meddelade i september 2005 att de skulle förvärva det norska bolaget Findexa för 10,5 miljarder kronor (Affärsvärlden, 2005). Genom förvärvet skulle Eniro stärka sin position på marknaden och realisera kostnadssynergier (Eniro Group, 2005). Efter en kort period av stigande aktiepris, följde en negativ trend för Eniros aktieprisutveckling som fortsatte att sjunka under mer än tre år efter förvärvet. Nästan sex år efter förvärvet sålde Eniro sina tillgångar i Findexa med syftet att stärka sitt fokus på lönsamma kärnverksamheter och därmed avyttra det ej lönsamma bolaget Findexa (Eniro Group, 2011).

Den 19 augusti 2013 tillkännagavs att Atlas Copco skulle förvärva den brittiska vakumpumptillverkaren Edward Group för 10,6 miljarder kr. Atlas Copcos VD menade att Edward Groups verksamhet var ett attraktivt marknadssegment som karaktäriseras av tillväxtmöjligheter och hög uthållighet. Efter offentliggörandet av förvärvet steg Atlas Copcos aktie med 4,2 procent jämfört med föregående stängningskurs, och fortsatte att stiga under de nästkommande två månaderna (Avanza, 2014). Ökningen i aktiekursen under första dagen var dessutom 1,4 procentenheter högre än Stockholmsbörsens OMXS30 aktiekursutveckling (Shanley & Hellstrom, 2013).

Förvärven ovan skiljer sig från varandra i flera aspekter. En av skillnaderna är ägarstrukturen i de förvärvande företagen. Den största ägaren i Atlas Copco var vid förvärvet Investor AB vars innehav motsvarade 22,3 procent av rösträtterna i företaget. Investor AB ägs i sin tur av Wallenberg familjen, och Atlas Copcos ägarstruktur karaktäriseras således av både familjeäggande och sfär-tillhörighet. Eniros ägarstruktur karaktäriserades av utländskt äggande vid förvärvet, då Fidelity Fonder var den största ägaren vars innehav motsvarade 9,3 procent av rösträtterna i företaget. Ägarstrukturen hos de två förvärvande företaget skilde sig således i termer av både ägartyp och ägarkoncentration.

Att två förvärvande företag med olika ägarstrukturer lyckas olika bra med att skapa värde för sina aktieägare, leder till funderingar över ägarstrukturens inverkan vid företagsförvärv. Flertalet studier har undersökt om framgångsrika företagsförvärv karaktäriseras av gemensamma egenskaper (Seth, 1990; Datta, Pinches & Narayanan, 1992; Healy, Palepu & Ruback, 1992; Hitt, Harrision, Ireland & Best, 1998; King, Dalton, Daily & Covin, 2004) för att förstå om det finns särskilda faktorer som bidrar till ett lyckat företagsförvärv. Eftersom ägarstrukturen i ett förvärvande företag är ett attribut som kan skilja sig mellan olika företagsförvärv, uppstår funderingar kring om ägarstrukturen i det förvärvande företaget kan vara en av de faktorer som påverkar framgången av ett företagsförvärv.

1.2 Problemdiskussion

Det finns en hel del forskning som studerar sambandet mellan ägarstruktur och prestation (bl.a. Bernotas, 2005; Craswell, Taylor & Saywell, 1997; Anderson & Reeb, 2003; Thomsen & Pedersen, 2000). Sambandet mellan ägarstruktur och prestation *vid förvärv* är däremot ett mindre utforskat område, men en del studier finns. I dessa studier är det vanligt att man endast studerar sambandet mellan *en* ägartyp eller ägarkoncentrationen i det förvärvande företaget och dess prestation efter förvärvet.

En del studier undersöker hur koncentrerat ägarskap påverkar resultatet av ett företagsförvärv utan att skilja på typ av ägare. Yen och André (2007) visar t.ex. att förvärv som lyckas skapa värde är förknippade med högre koncentration av ägande, vilket kan förklaras av att dominerande aktieägare har större incitament och resurser att effektivt övervaka och säkerställa värdemaximering i och med att de har en större förmögenhet investerat i företaget. Högre koncentration av ägande är således förknippat med lägre agentkostnaderna mellan ägare och ledning. Även Caprio, Croci och Guidice (2011) visar i sin studie att ju större rösträtt den största ägaren besitter desto högre onormal avkastning efter förvärvet.

Det finns även studier som skiljer på typ av ägare genom att fokusera på en viss ägartyp, där familjeägande är vanligt förekommande. Ben-Amar och André (2006) studerar kanadensiska företag och visar att familjeföretag har en positiv inverkan på värdeskapande, och menar att marknaden inte uppfattar företagsförvärv som ett sätt för familjeföretag att utvinna privata förmåner på bekostnad av minoritetsaktieägare. Basu, Dimitrova och Paeglis (2008) visar, i

sin studie av amerikanska företag, att det finns ett negativt (positivt) samband mellan onormal avkastning och låga (höga) nivåer av familjeäggande för förvärvande företag. Således antyder författarnas resultat att ju större andel familjeäggande desto större genomsnittlig onormal avkastning. Caprio, Croci och Guidice (2011) studerar företag i Kontinentaleuropa men finner inget bevis för att ägarskap och familjekontroll skulle påverka resultatet av ett förvärv. Bauguess and Stegemoller (2008) visar dock att familjeföretag förstör värde när de förvärv vilket kan förklaras av agentkostnader, och menar att agentkostnaden är som högst när familjer har tillgång till mer resurser och när deras handlingar är svårare att observera.

Majoriteten av de ovan nämnda studierna (Caprio, Croci & Guidice, 2011; Ben-Amar & André, 2006; Basu, Dimitrova & Paeglis, 2008; Bauguess and Stegemoller, 2008) mäter värdeskapande genom att studera den kortsiktiga aktiekursutvecklingen några dagar kring offentliggörandet av förvärvet. Forskningen av långsiktigt värdeskapande vid förvärv är dock relativt begränsad, men det finns en del studier som undersöker detta samband. Vid långsiktiga studier mäts värdeskapande vanligtvis med operativa prestationsmått. Shim och Okamuro (2011) studerar exempelvis huruvida familjeäggande påverkar hur japanska företag lyckas skapa långsiktigt värde från fusioner, genom att mäta långsiktigt operativt resultat över tre år. Författarna visar att icke-familjeföretag drar större nytta från fusioner än vad familjeföretag gör. Bouzgarrou & Navattes (2013) studie mäter värdeskapande vid förvärv genom att studera kort- och långsiktig aktieprisutveckling samt långsiktig operativt prestation hos franska företag, och finner att familjekontrollerade företag presterar bättre i alla avseenden. Kortsiktig aktieprisutveckling mäts en dag före och efter tillkännagivandet, medan långsiktigt värdeskapande mäts tre år efter tillkännagivandet av förvärvet. Författarna hävdar att högre prestation hos familjekontrollerade företag kan bero på att familjeföretag ofta har en försiktig förvärvsstrategi eftersom de har en stor del av sin förmögenhet investerat i företaget samt att de vill att sin förmögenhet ska föras vidare till sina ättlingar. Denna förvärvsstrategi gör att de endast genomför förvärv för att skapa värde.

Forskningen om sambandet mellan ägarstruktur och prestation vid förvärv är även relativt begränsat på den svenska marknaden, men det finns en del forskning som behandlar detta forskningsområde på den svenska marknaden. Doukas, Holmén & Travlos (2002) studerar bland annat den långsiktiga effekten av diversifierande förvärv hos företag vars ägare tillhör Wallenberg- eller SHB-sfären. Författarna finner att diversifierande förvärv, utförda av företag tillhörande en av de två sfärerna, inte skapar något operationellt värde. Holmén &

Knopf (2004) undersöker huruvida separationen av ägarskap och kontroll leder till expropriation av minoritetsägare vid sammanslagningar. Författarna finner att när det finns insiders i det förvärvande företaget som äger aktier i både det förvärvande- och målföretaget, leder detta till lägre avkastning för förvärvaren. Sverige är dessutom ett särskilt intressant land för studier av ägarstruktur då ägarstrukturen i svenska bolag karaktäriseras av stor andel familjeäggande och koncentrerat ägande i förhållande till andra länder (Agnblad, Berglöf, Högfeldt & Svancar, 2003). Vidare är hela 72 procent av de noterade bolagen på Stockholmsbörsen kontrollerade av antingen en företagsfär eller en familj/privatpersoner (Agnblad et al., 2003). Dessutom har Sverige den högsta andelen bolag som utfärdar aktieslag av olika röstvärde i Europa (66 procent), vilket kan förbättra kontrollen hos de största aktieägarna genom att deras rättigheter att kontrollera är större än deras rätt till kassaflöden (Faccio & Lang, 2002). Svenska bolag blir därmed särskilt lämpliga och intressanta att studera för att undersöka sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv.

Med utgångspunkt i tidigare studier av sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv, kan det konstateras att detta forskningsområde är relativt fokuserat kring ägarkoncentration och/eller familjeäggande som typ av ägare. Resultaten av dessa studier har inte heller producerat helt överensstämmande resultat. Vidare tycks tidigare forskning inom detta område inte riktigt behandla frågan huruvida det är ägartypen och/eller graden av ägarkoncentration som påverkar värdeskapande vid förvärv. Dessutom har de flesta studierna om ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv fokuserat på kortsiktig prestation. Slutligen är detta forskningsområde även relativt begränsade på den svenska marknaden.

1.3 Problemformulering

Med den ovan förda problemdiskussion så har denna uppsats för avsikt att svara på följande fråga:

- Hur påverkar ägarkoncentrationen samt ägartypen i ett förvärvande företag huruvida det lyckas skapa långsiktigt värde för sina aktieägare?

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka huruvida svenska förvärvande företags långsiktiga onormala avkastning påverkas av dess ägarkoncentration och/eller ägartyp. Ägartyper i denna

studie omfattar familjer, utländska ägare samt sfär-tillhörande ägare. Genom att studera flera ägartyper och ägarkoncentration simultant är förhoppningen att bidra med förståelse kring huruvida det är båda eller endast en av dessa som har betydelse för hur ett företag lyckas skapa värde för sina aktieägare. Genom att undersöka flera aspekter av en ägarstruktur samt studera onormal avkastning på lång sikt, hoppas författarna kunna öka förståelsen kring hur ägarstrukturen i förvärvande företag påverkar dess prestation i samband med förvärv.

1.5 Avgränsningar

Denna studie undersöker företagsförvärv som är gjorda av företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm (Large-, Mid- och Small Cap), NGM, First North eller Aktietorget. Författarna har valt att endast studera företagsförvärv, och inte fusioner, eftersom företagsförvärv generellt leder till lägre utspädning av kontrollen av ett företag än vad en fusion gör. Att endast studera förvärv leder således till att resultatet i mindre utsträckning påverkas av förändringar i ägarstrukturen hos det förvärvande företaget. Genom att utesluta fusioner undviker man dessutom problematiken med att avgöra vilket av de sammanslagna företagens ägarstruktur som ska definieras.

Vidare, undersöker denna studie förvärvande företags onormala avkastning, och inte operativa prestationsmått, eftersom det kan fungera som ett mått på hur mycket värde ett förvärv skapar för förvärvarens aktieägare. Ett högre aktiepris innebär att värdet av ett aktieinnehav stiger och således även en aktieägares förmögenhet. Eftersom denna studie vill undersöka om ägarstrukturen har betydelse för hur ett företag lyckas skapa värde för sina aktieägare, blir därmed onormal avkastning ett lämpligare mått på värde.

Denna studie undersöker inte sambandet mellan institutionellt ägande och långsiktigt värdeskapande vid förvärv. Eftersom institutionella ägare är en omfattande grupp av olika typer av ägare, anser författarna att det därmed blir svårt att behandla institutionella ägare som en enskild ägartyp även om det finns tidigare litteratur som gör det. Vidare inkluderas inte statligt ägande eftersom statligt ägande endast förekommer i två noterade svenska bolag vilket gör det omöjligt att dra resonliga slutsatser gällande statligt ägande.

1.6 Disposition

I kapitel två presenteras och beskrivs den teori och litteratur som denna studie baseras på. Kapitel tre beskriver det metodiska tillvägagångssättet för undersökningen och avslutas med en diskussion för metodens reliabilitet och validitet. Det fjärde kapitlet redovisar de resultat som undersökningen testar. I det femte kapitlet analyseras resultaten med koppling till tidigare teorier och litteratur. Det sjätte och sista kapitlet redovisar slutsatsen och avslutas med förslag på vidare forskning.

2. Teoretisk referensram

I följande kapitel presenteras teori och tidigare litteratur som är relevant för denna studies ämnesområde. Till att börja med, görs en redovisning av motiv för företagsförvärv samt vilka av dessa som potentiellt kan skapa värde för förvärvarens aktieägare. Därefter beskrivs förhållandet mellan ägarstruktur och prestation för att sedan redogöra för tidigare studier som har undersökt sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv. Slutligen presenteras litteratur för de fyra ägarstrukturerna som undersöks i studie vilka leder fram till de hypoteser som testas i studien.

2.1 Motiv till företagsförvärv

2.1.1 Värdeskapande för aktieägare

Synergieffekter är ett motiv till varför företagsförvärv genomförs. Trautwein (1990) kallar detta för *effektivitetsteorin* och menar att företag genomför förvärv för att skapa finansiella-, operationella- och ledarskapssynergier. Synergier innebär att två eller flera företag kan skapa större värde genom att arbeta tillsammans än vad de skulle kunna åstadkomma som enskilda företag (Goold & Campbell, 1998). Goold och Campbell lyfter fram gemensamma kompetenser, strategier och materiella tillgångar samt vertikal integrering, sammanslagen förhandlingskraft och samverkande affärscreation som olika former av synergier. Synergier är därmed ett sätt att uppnå effektiviseringar, i form av kostnadsbesparingar eller intäktsökningar, vilka slutligen leder till att företagets värde ökar. Således kan företagsförvärv som möjliggör realisering av potentiella synergier skapa värde genom att öka värdet på företaget, vilket gynnar förvärvarens aktieägare (Bösecke, 2009).

Att öka sitt marknadsinflytande kan också vara ett motiv till företagsförvärv, vilket Trautwein (1990) kallar för *monopolteorin*. Marknadsinflytande avser förmågan att sätta och upprätthålla priser som ligger över konkurrenternas priser vilket gör det möjligt att tjäna en "economic rent" (Gaughan, 2007). Ökat marknadsinflytande kan bland annat uppnås genom större marknadsandelar, produktdifferentiering och inträdeshinder (Hitt et al. 1998; Gaughan, 2007; Bösecke, 2009), vilka kan åstadkommas av ett företagsförvärv. Ett företagsförvärv som ökar förvärvarens inflytande på marknaden tillåter därmed förvärvaren att skapa förmånliga överenskommelser för inköpsvillkor och insatsvaror eller sälja sina produkter till ett högre pris. Om ett företag lyckas stärka sin position på marknaden genom ett förvärv har de således

möjlighet att sänka sina kostnader eller öka sina intäkter, vilket i sin tur leder till ökat företagsvärde (Bösecke, 2009).

Värderingsteorin är en ytterligare anledning till varför företag genomför förvärv. Denna teori innebär företagsförvärv genomförs för att det förvärvande företags ledning besitter unik information om målföretaget (Trautwein, 1990). Det kan vara information om potentiella fördelar av att förena företagen som ingen utanför det förvärvande företaget är medveten om. Det kan också vara att ledningen har upptäckt ett undervärderat företag som kan säljas i delar. Slutligen kan förvärvaren besitta unik information om hur de bättre kan styra och leda målföretaget (ibid.). Detta gör att det förvärvande företaget kan uppskatta ett annat värde för målföretaget än vad aktiemarknaden gör. Om informationen är korrekt innebär detta att förvärvaren kan förbättra målföretaget över marknadens förväntningar och således öka värdet på företaget.

2.1.2 Främjande av ledningens egna intressen

Enligt *Empire Building-teorin* genomförs företagsförvärv för att maximera ledningens egen nytta istället för aktieägarnas förmögenhet (Trautwein, 1990). Ledningens egen nytta omfattar bland annat lägre risk för att förlora jobbet, höjda lönenivåer, samt ökad makt och arbetsglädje. Dessa egenintressen kan uppnås genom att öka storleken på företaget, vilket i sin tur snabbt kan uppnås genom företagsförvärv (Firth, 1980). Ledningen kan ha incitament att öka företags storlek utöver det som är optimalt, eftersom det ger ledningen kontroll över en större mängd resurser samt att ledningens compensation ofta är kopplad till omsättningen (Jensen, 1986). Ledningen kan även ha incitament att genomföra förvärv för att undvika att förlora sina privata förmåner. Chefer antas ha privata förmåner från att leda företaget och dessa riskerar att förloras om företaget blir förvärvat av ett annat. Därför kan chefer skydda sina förmåner genom företagsförvärv och på så sätt undvika att själva bli förvärvade (Gorton, Kahl & Rosen, 2009).

Roll (1986) beskriver *hybrishypotesen* som en förklaring till varför en företagsledning kan besluta att förvärva ett annat företag. Hybrishypotes kan anses ha ett nära sammanband med empire-building hypotesen, då den grundar sig i att ledningen genomför förvärv för att uppfylla sina egna intressen, och inte för att skapa ekonomiska vinster (Gaughan, 2007). Hyrbishypotesen innebär att ledningen i det förvärvande företaget har en övertro på att deras

värdering av målföretag är korrekt (Roll, 1986) och att deras stolthet gör att de anser att deras värdering av målföretaget är mer korrekt än marknadsvärdet (Gaughan, 2007). Detta gör att de betalar en premie för ett företag som redan är korrekt värderat av markanden. Roll (1986) menar att individer ofta fattar irrationella beslut och eftersom beslut på företagsnivå ofta tas av enskilda individer så präglas även dessa av irrationalitet. Ledningens stolthet och övertro på sin förmåga gör att de kan anses ha hybris, vilket leder till irrationellt beslutsfattande.

Att en företagsledning kan agera för att främja sina egna intressen istället för aktieägarnas, grundar sig i *agentteorin*. Agentteorin främsta antagande baseras på den konflikt som existerar mellan ägare (principal) och företagsledning (agent) samt de åtgärder som utförs för att försöka koppla samman företagsledningens intresse med ägarnas (Jensen & Meckling, 1976). Jensen och Meckling (1976) menar att konflikten grundar sig att ägare alltså oftast inte driver den operativa verksamheten vilket innebär att detta arbete måste delegeras till företagsledare och därmed skapas en separation mellan ägare och företagsledning. Denna separation skapar ett dilemma då ägarna kan ha svårigheter att motivera ledningen i att ta beslut som är av ägarnas största intresse istället för deras egna. De avvikande intressena grundar sig delvis i att risken bärs av ägarna och inte av de som tar besluten, vilka ser på risken på ett annat sätt (Jensen & Meckling, 1976). Vidare menar Nicholson och Kiel (2007) att ledningen en fördelaktig ställning gentemot ägarna vad gäller asymmetriskt informationsflöde. Företagsledningen kan undanhålla information från styrelsen som eventuellt kan skada ledningen vilket följaktligen ger ledningen ett informationsövertag och därmed större handlingsfrihet (Nicholson & Kiel, 2007).

Agentteorin mynnar således ut i ett agentproblem. Agentproblemet avser svårigheterna för ägarna att säkerställa att deras investering i företaget inte används för att finansiera ej lönsamma projekt (Shleifer & Vishny, 1997). Shleifer och Vishny (1997) menar att problemet grundar sig i att ett företags ledning och ägare inte alltid har samma intresse samt att aktieägarna inte direkt kan ta del av ledningens beslut och agerande. Eftersom ledningen har ett informationsövertag, kan de ta beslut som gynnar dem själva på bekostnad av aktieägarna (Shleifer & Vishny, 1997). Således kan agentteorin och agentproblemet förklara hur det är möjligt för en företagsledning att ta ett förvärvsbeslut som inte motiveras av att skapa värde för förvärvarens aktieägare. Agentproblemet kan dock förmildras genom övervakning, vilket kan tillämpas i form av bland annat budgetrestriktioner, ersättningspolicy samt verksamhetsbestämmelser (Jensen & Meckling, 1976). Genom övervakning kan

företagsledningens handlingsfrihet kontrolleras och därigenom begränsa avvikande beslutsfattande (Jensen & Meckling, 1976).

2.1.3 Övriga motiv

Störningsteorin är ett ytterligare motiv för företagsförvärv (Trautwein, 1990). Gort (1969) hävdar att “merger waves” orsakas av ekonomiska störningar, och menar att det är dessa störningar är en bidragande faktor till varför företag genomför förvärv. Ekonomiska störningar är makroekonomiska faktorer eller industriella chocker, i form av t.ex. avregleringar, förändrade kostnader för insatsvaror samt teknologiska och finansiella innovationer, som leder till att industristrukturen förändras (Mitchell & Mulherin, 1996; Gort, 1969). De ekonomiska störningarna leder till att de individuella förväntningarna förändras och att osäkerheten ökas, vilka i sin tur leder till att värderingen av målföretaget, som ligger till grund för förvärvet, förändras (Gort, 1969). Enligt Mitchell och Mulherin (1996) ses företagsförvärv som en respons på dessa förändringar.

Slutligen är *krav på tillväxt* är ett grundläggande motiv till företagsförvärv, som grundar sig i att företagsledare ofta är under ständig press att uppvisa lyckad tillväxt (Gaughan, 2007). Företagsförvärv gör att företag kan få tillgång till bland annat produkter, marknader och teknologi utan att behöva utveckla dessa på egen hand (Olve, 1988). Således kan företag uppnå snabbare tillväxt genom förvärv än genom organisk tillväxt, vilket gör att företagsförvärv blivit ett vanligt sätt för företagsledare att möta kraven på tillväxt (Gaughan, 2007).

Tabell 1. Sammanställning av motiv till förvärv

Effektivitetsteorin	Vinster genom synergier	Värdeskapande för förvärvarens aktieägare
Monopolteorin	Vinster genom marknadsinflytande	
Värderingsteorin	Vinster genom unik information	
Empire-building teorin	Gynnar företagsledningens egen-nytta	
Hybrishypotesen	Förvärv på grund av ledningens övertro på sin förmåga	
Störningsteorin	Förvärv på grund av makroekonomiska faktorer	
Krav på tillväxt	Förvärv på grund av pressen att uppnå tillväxt	

2.2 Ägarstruktur & värdeskapande vid förvärv

Efter föregående avsnitt, antas läsaren nu ha förståelse för hur vissa motiv potentiellt kan skapa värde för förvärvarens aktieägare. Följande avsnitt kommer därför beskriva förhållandet mellan ägarstruktur och prestation samt redogöra för tidigare studier som undersöker sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv. Detta för att bygga upp läsarens förståelse för hur ägarstrukturen i det förvärvande företaget kan påverka förmågan att skapa värde.

2.2.1 Ägarstruktur & prestation

Enligt Douma, George och Kabir (2006) finns det flera anledningar till varför ägarstrukturen i ett företag påverkar dess prestation. Först och främst påverkas ett företags prestation av ägarnas syfte med investeringen, vilken skiljer sig åt mellan ägare, där vissa intresserar sig för kortsiktig avkastning medan andra strävar efter en långsiktig relation. Vidare menar författarna att identiteten, koncentrationen och resurstillgången hos ägarna i ett företag avgör deras makt, incitament och förmåga att övervaka företagsledningen. Övervakning av företagsledningen kan i sin tur se till att ledningen agerar i aktieägarnas intresse och följaktligen minskar agentproblemet som uppstår i och med att ledningen och ägarna kan ha olika intressen (Andres, 2008; Jensen & Meckling, 1976). Ägare som har incitament och förmåga att agera som effektiva övervakare kan dessutom avslöja och avsätta en företagsledning som agerar för att fullfölja sina egna intressen på bekostnad av aktieägarna (Andres, 2008).

Således kan ägarstrukturen indirekt påverka omfattningen av agentproblemet och därigenom möjligheten för ledningen att ta beslut som endast främjar deras egna intressen, vilket även bör kunna relateras till förvärvsbeslut. Ägarstrukturen bör följaktligen ha betydelse för huruvida ägarna kan övervaka ledningen och därigenom förena deras förvärvsintressen samt avslöja och avsätta en ledning som planerar att fullborda ett förvärv för att erhålla personliga förmåner. Genom att undvika förvärv som genomförs för att ledningen ska erhålla privata förmåner, bör förvärv endast kunna fullbordas när syftet är att skapa värde för aktieägarna. Följaktligen bör ägarstrukturen ha betydelse för huruvida förvärv genomförs av rätt orsak och således även betydelse för huruvida förvärvande företag lyckas skapa värde för sina aktieägare.

2.2.2 Tidigare studiers resultat

Enligt Yen och Andrés (2007) studie är värdeskapande företagsförvärv förenat med högre nivåer av koncentrerat ägarskap vilket leder till minskade agentkostnader. Studien gjordes på 287 förvärv i elva anglosaxiska länder mellan 1997-2001 och fokuserade på den långsiktiga operationella prestationsutvecklingen för förvärvande företag. Forskarna visade på att förvärvande företag vars största ägare med rösträtt över tio procent hade lägre genomsnittlig EBITDA-utveckling än de ägare med över 20 respektive 50 procent rösträtt. Följaktligen, menar författarna att företag med lägre koncentration av ägarskap tar sämre förvärvsbeslut.

Under tidsperioden 1998-2008 undersökte Caprio, Croci och Guidice (2011) 777 stora företag i Europa och vad koncentrerat ägande respektive familjekontroll har för påverkan på onormal avkastning på kort sikt efter ett företagsförvärv. Författarnas definition av ett familjekontrollerat företag är ett företag där en familj eller individ äger den största andelen röster, givet att detta är mer än tio procent. Trots att resultatet är statistiskt insignifikant, menar författarna att studien visar att ju större rösträtt den största ägaren besitter desto högre onormal avkastning. Vidare visar författarna att förvärvande företag som kontrolleras av familjer har högre onormal avkastning än icke-familjekontrollerade företag, med signifikanta resultat.

Bouzgarrou och Navatte (2013) undersökte 239 förvärv utförda av franska företag mellan 1997 och 2006. Författarna undersökte om förvärv gjorda av företag som kontrolleras av familjer har en högre onormal avkastning än företag som inte är familjekontrollerade, på både lång och kort sikt. Författarna definierar familjeföretag som företag där en familj eller individ innehar mer än 51 procent av rösträtterna i företaget, eller innehar mer än dubbelt så stor andel rösträtter som den näst största ägaren. På kort sikt hade familjekontrollerade företag en statistiskt signifikant högre onormal avkastning än företag som inte kontrolleras av en familj. Vidare visade studien att företag som var kontrollerade av en familj även på lång sikt (tre år) hade högre onormal avkastning, dock statistiskt insignifikant. Forskarna studerade även operativa prestationer av företagen vilket visade att familjekontrollerade företag presterar bättre än ej familjekontrollerade företag.

Ben-Amar och André (2006) undersökte 327 förvärv utförda av kanadensiska företag mellan 1998 och 2002. I studien undersöktes om familjeföretags onormala avkastning var skild från icke familjeföretag. Författarnas definition av ett familjeföretag är ett företag där en individ

eller familj äger det största kontrollerande blocket. På kort sikt, tre dagar runt förvärvet, visar forskarna att familjeföretag har en genomsnittligt högre onormal avkastning än icke-familjeföretag. Författarna menar att detta kan tyda på att investerare anser att familjeföretag inte använder företagsförvärv för att tillförskaffa sig privata fördelar på bekostnad av andra ägare.

Ytterligare en studie som undersöker den onormala avkastningen vid förvärv av familjeägda företag på kort sikt är Basu, Dimitrova och Paeglis (2008). Författarna definierar familjeföretag som ett företag där grundaren eller dennes ättlingar antingen äger minst fem procent av företaget utestående aktier eller är aktivt involverad i företagsledningen. I studien fann forskarna att de 722 förvärv som genomfördes i USA mellan 1993-2000 visade att ju större andel familjeäggande desto större genomsnittlig onormal avkastning, dock med statistiskt insignifikanta resultat.

I Shim och Okamuros (2011) studie på 253 sammanslagningar mellan japanska företag under perioden 1955-1973 undersöks om familjeföretag har en skild operativ prestation från företag som inte är familjeföretag. Författarnas definition av ett familjeföretag är ett företag där grundaren eller dennes familj är bland de tio största ägarna eller i högsta ledningen. Tre år efter sammanslagningen var industri-justerad ROA (return on assets) i genomsnitt negativ för familjeföretag medan positiv för icke familjeföretag. Vidare var genomsnittligt mått av Tobin's Q oförändrat för icke-familjeföretag i jämförelse med familjeföretag som hade en negativ utveckling. Forskarna fann även att det är lägre sannolikhet att familjeföretag gör sammanslagningar än icke familjeföretag och anledningen till detta kunde bero att familjen har en rädsla att förlora kontrollen över företaget.

En studie vars resultat visar negativ avkastning för familjeägda företag vid tillkännagivandet av företagsförvärv är Bauguess och Stegemollers från 2008. Studien gjordes på 498 förvärv utförda av företag noterade på S&P 500 mellan åren 1994 och 2005. Författarnas definition av ett familjeföretag är ett företag som har en familjemedlem med i ledningen eller har ett ägande som överstiger fem procent. På kort sikt hade familjeföretag en statistiskt signifikant lägre avkastning efter tillkännagivandet av ett förvärv jämfört med icke familjeföretag. Författarna menar att dessa resultat är förenliga med teorin om agentkostnader vid förvärv och kostnaderna blir som högst när familjer har tillgång till större resurser samt att deras beslut är svåra att övervaka.

I Doukas, Holmén och Travlos studie från 2002 studerar de 101 förvärv utförda av 93 svenska företag mellan 1980 och 1995. Författarna studerade bland annat Sveriges två största konglomeratgrupper, Wallenberg- och SHB-sfären, och dess operationella utveckling efter ett förvärv i förhållande till andra företag vilka även utfört förvärv. Förvärv av målföretag, som inte är inom samma bransch som förvärvande företag, visade att förvärvande företag vilka tillhör ett konglomerat inte hade en signifikant utveckling av lönsamheten ett, två respektive tre år efter förvärvstillfället. Förvärv utförda av företag som inte tillhör ett konglomerat, visade dock en signifikant negativ utveckling av sin lönsamhet. Författarna menar att det beror på ökade agentkostnader och operationell ineffektivitet som väger över de fördelarna som uppkommer vid ett förvärv.

Yeh och Hoshino (2002) undersökte 86 sammanslagningar utförda av japanska företag mellan 1970 och 1994. I studien undersökte författarna om det fanns någon skillnad i bland annat ROA (return on assets) och ROE (return on equity) mellan företag som tillhör en Keiretsu och företag som inte tillhör en Keiretsu, på lång sikt efter en sammanslagning. En Keiretsu påminner om en företagssfär, då den består av ett nätverk av företag, ofta med verksamheten centrerad kring en bank. Resultaten i studien visar att företag tillhörande en Keiretsu hade en lägre genomsnittlig utveckling på ROA och ROE än företag inte tillhörande en Keiretsu. Jämförelsen var baserad på en åtta-årsperiod, fyra år innan och fyra år efter sammanslagning. Författarna menar att en anledning till detta är att en Keiretsu fördelar resurserna inom nätverket, från de verksamheter som är "friska" som hjälper de verksamheter som är "svagare". Sådana omfördelningar ökar agentkostnaderna vilket i sin tur sänker företagets värde.

I tabell 2 åskådliggörs en mängd studier med samma ändamål, det vill säga att undersöka om det finns ett samband mellan ägarstrukturen i ett förvärvande företag och hur väl det lyckas skapa värde från förvärvet. Urvalet av de tidigare studierna bör emellertid inte ses som representativt för forskningsområdet. Författarna till denna studie har fokuserat på att hitta studier som kan jämföras med denna studies metod och följaktligen har långsiktiga studier premierats vid detta urval.

Tabell 2. Tidigare studiers resultat

Artikelförfattare	Data	Ägarstruktur som testas	Eventfönster	Mått på värdeskapande	Resultat
Shim & Okamuro (2011)	253 sammanslagningar i Japan mellan 1955-1973	Familjeägda företag	[-3,+3] år	ROA (return on assets) Tobin's Q	Genomsnittlig industri-justerad ROA Familjeägt = -1% Ej familjeägt = 0,6% Genomsnittlig Tobin's Q Familjeägt = -7,1% Ej familjeägt = 0
Yeh & Hoshino (2002)	86 sammanslagningar i Japan mellan 1970-1994	Keiretsu (sfär-tillhörighet)	[-4,+4] år	ROA (return on assets) ROE (return on equity)	Genomsnittlig ROA (år 4 i förhållande till år -4) Sfär-tillhörighet = -1,2% Ej sfär-tillhörighet = -0,5% (insign.) Genomsnittlig ROE (år 4 i förhållande till år -4) Sfär-tillhörighet = -2,9% Ej sfär-tillhörighet = -1,6%
Doukas, Holmén & Travlos (2002)	101 förvärv i Sverige mellan 1980-1995	Sfär-tillhörande företag	[-3,+3] år	EBITD/Sales ROE (return on equity)	Genomsnittlig EBITD/Sales (år 3 i förhållande till år -3) Sfär-tillhörighet = 4,1% (insign.) Ej sfär-tillhörighet = -3,9% Genomsnittlig ROE (år 3 i förhållande till år -3) Sfär-tillhörighet = 4,1% (insign.) Ej sfär-tillhörighet = -1,8% (insign.)
Basu, Dimitrova & Paeglis (2009)	722 förvärv i USA mellan 1993-2000	Familjeägda företag	[0,+2] dagar	CAR	Genomsnittlig onormal avkastning (insign.) Ej familjeägt = -1,3% Familjeägt <50% = 0,1% Familjeägt >50% = 1,1%
Bauguess & Stegemoller (2008)	498 förvärv i USA mellan 1994-2005	Familjeägda företag	[-1,+1] dagar	CAR	Familjeägande Familjeägda företag hade 0,74% lägre genomsnittlig avkastning än ej familjeägda företag
Yen & André (2007)	287 förvärv i elva anglosaxiska länder mellan 1997-2001	Koncentrerat ägarskap	[+1,+3] år	OCF (operating cash flow)	Genomsnittlig justerad kas saflödes-avkastning Ågare >10% rösträtt = 0,49% Ågare >20% rösträtt = 1,12% Ågare >50% rösträtt = 1,70%
Bouzarrou & Navatte (2013)	239 förvärv i Frankrike mellan 1997-2006	Familjeägda företag	[-1,+1] dagar [0,+3] år [-3,+3] år	CAR EBITDA	Genomsnittlig onormal avkastning [-1,+1] dagar Familjeägt = 2,81% Ej familjeägt = 0,08% Genomsnittlig onormal avkastning [0,+3] år Familjeägt = 0,47% (insign.) Ej familjeägt = -9,09% (insign.) Genomsnittlig justerad op. prest. [-3,+3] år Familjeägt = 2,08% (insign.) Ej familjeägt = 0,27% (insign.)
Ben-Amar & André (2006)	327 förvärv i Kanada mellan 1998-2002	Familjeägda företag	[-1,+1] dagar	CAR	Genomsnittlig onormal avkastning Familjeägt = 2,1% Ej familjeägt = 0,2%
Caprio, Croci & Guidice (2011)	777 förvärv av stora företag i Europa mellan 1998-2008	Koncentrerat ägarskap Familjeägda företag	[-30,+30] dagar	CAR	Koncentrerat ägarskap Genomsnittlig onormal avkastning (insign.) Ågare <20% rösträtt = -0,33% Ågare >20%<50% rösträtt = 0,7% Ågare >50% rösträtt = 0,97% Familjeägande Familjeägda företag hade 1,55% högre genomsnittlig onormal avkastning än ej familjeägda företag

Det finns studier som undersöker sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande på lång sikt, men majoriteten av dessa tillämpar operationella prestationsmått. Det finns därmed brist på studier som undersöker onormal avkastning på lång sikt. Vidare varierar tidsperioderna som tidigare studier undersöker, vilka sträcker sig mellan 1950 och 2008. Merparten studerar sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv i slutet av 90-talet till mitten av 00-talet. Studier av hela 00-talet saknas således bland tidigare studier.

Doukas, Holmén och Travlos studie är den enda som undersöker sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv på den svenska marknaden. Den aspekt av ägarstruktur som undersöks i deras studie är i sfär-tillhörighet. Deras studie undersöker dessutom förvärv utförda mellan 1980 och 1995. Svenska studier inom detta forskningsområde är således begränsat gällande både aspekter av ägarstruktur och undersökta tidsperioder.

Familjeäggande är den aspekt av ägarstruktur som dominerar tidigare forskning, medan studier av sambandet mellan utländskt ägande och värdeskapande vid förvärv är, författarna veterligen, begränsad. Tidigare forskning fokuserar dock endast på sambandet mellan *en* ägartyp eller ägarkoncentrationen och värdeskapande vid förvärv. Därmed finns det brist på studier som studerar flera olika aspekter av ägarstruktur samtidigt.

Sammanfattningsvis finns det en lucka i tidigare forskning för studier av sambandet mellan flera aspekter av en ägarstruktur och den långsiktiga onormala avkastningen efter förvärv på den svenska marknaden.

2.3 Ägarstruktur: ägarkoncentration & ägartyper

I denna studie definieras en ägarstruktur av företagets ägarkoncentration och ägartyper. Ägartyperna omfattas av familj, utländsk ägare samt sfär-tillhörighet. Dessa antas ha betydelse för hur förhållandet mellan ledning och ägare ser ut och således omfattningen av agentproblemet. Med bakgrund av föregående avsnitt, blev det tydligt att tidigare studier i stor utsträckning endast undersöker effekten av en ägartyp eller ägarkoncentrationen. För att bidra med förståelse kring huruvida det är ägarkoncentrationen och/eller ägartypen som har betydelse för hur ett företag lyckas skapa värde för sina aktieägare, undersöker denna studie effekten av dessa simultant. I följande avsnitt presenteras därför teori avseende ett företags

ägarkoncentration samt respektive ägartyp, för att redogöra för hur dessa kan påverka ett företags beslutsfattande och därigenom prestation. I samband med dessa redogörelser presenteras även hypoteserna som ämnas testas för att besvara studiens problemformulering. En sammanfattning av hypoteserna finns under del 2.5 *Sammanställning av hypoteser*.

2.3.1 Ägarkoncentration

Koncentration av ägande innebär att en fåtal aktieägare innehar en stor andel av rösträtterna i företaget. Andres (2008) menar att ägare med stora aktieandelar, till skillnad från små ägare, har incitament att själva spendera privata resurser för att övervaka företagsledningen. Koncentration av ägande kan således minska det agentproblem som kan förekomma mellan ägare och företagsledning, vilket diskuteras i avsnitt 2.1.2 *Främjande av ledningens egna intressen*. Dessutom är det lättare för stora aktieägare att via sina rösträtter utöva påtryckningar för att försöka påverka företagsledningen (Andres, 2008). Om ledningen upprepade gånger agerar mot ägarnas intresse kan följaktligen ledningen bli utbytt, vilket ger stora ägare en betydande makt i förhållande till de små (Shleifer & Vishnu, 1997). Incitamentet och förmågan hos stora ägare att övervaka företagsledningen medför således att ledningens handlingsfrihet kan kontrolleras och därigenom begränsa beslutsfattande som inte är i enlighet med aktieägarnas intresse (Jensen & Meckling, 1976). Detta antyder att även *förvärvsbeslut* som inte motiveras av att skapa värde för aktieägarna kan begränsas i företag med hög grad av ägarkoncentration. Således bör företag med hög ägarkoncentration vara bra på att skapa värde för aktieägarna vid förvärv, eftersom förvärv endast bör kunna fullbordas när motivet är att skapa värde för aktieägarna.

Koncentration av ägande öppnar dock upp för en annan typ av agentproblem som grundar sig i konflikter mellan stora kontrollerande ägare och minoritetsägare (Maury & Pajuste, 2005; Villalonga & Amit, 2006). Stora aktieägare representerar huvudsakligen sina egna intressen och inte andra ägares (Andres, 2008). Detta kan ha negativa konsekvenser för övriga ägare, då stora ägarna kan använda sin rösträtt för att maximera sin egen nytta, vilket inte behöver gynna de andra ägarna (Shleifer & Vishnu, 1997). Enligt Faccio, Lang och Young (2001) är sannolikheten för att minoritetsägares intressen förbises i synnerhet högre om stora ägares rösträtter är större än deras rätt till kassaflöden. I dessa fall har storägarna incitament att betala ut en större del av bolagets kassaflöden till sig själva än att sprida detta bland alla ägare. Detta ökar agentkostnaderna och genomförs bland annat genom omdirigering av kassaflöden till

andra bolag som de kontrollerar (Shleifer & Vishnu, 1997; och Andres, 2008). Konflikten mellan stora kontrollerande ägare och minoritetsägare antyder således att stora ägare även kan utnyttja sin makt för att få ledningen att ta förvärvsbeslut som gynnar dem själva men inte de övriga minoritetsägarna. Utifrån denna aspekt, bör företag med hög ägarkoncentration vara dåliga på att skapa värde för aktieägarna vid förvärv, eftersom förvärv kan fullbordas även när motivet inte är att skapa värde för alla aktieägare.

Litteraturen gällande koncentration av ägande indikerar således både ett positivt och negativt samband mellan ägarkoncentration i det förvärvande företaget och värdeskapande vid förvärv. Tidigare studier som undersöker detta samband visar dock att avkastningen efter ett genomfört förvärv stiger med ägarkoncentrationen i det förvärvande företaget (Yen & André, 2007; Caprio, Croci & Guidice, 2011). Detta samband förklaras bland annat med att stora ägare har tillräckliga incitament att övervaka ledningens beslut vilket således bör vara värdeskapande för ägarna. Utifrån denna litteratur om koncentrerat ägande samt tidigare studiers resultat formuleras följande hypotes:

H1: Det finns ett positivt samband mellan graden av ägarkoncentration i ett förvärvande företag och dess onormala avkastning på lång sikt efter förvärvet.

2.3.2 Familjeägande

Investeringsportföljen för stora familjeägare är vanligtvis inte väldiversifierad, eftersom de ofta investerar en stor del av deras förmögenhet i företaget de kontrollerar (Bouzgarrou & Navatte, 2013). Författarna menar att detta ger familjen stora ekonomiska incitament att övervaka ledningen i företaget och att minska agentkostnader. Vidare är det vanligt att familjeägande verkar över långa perioder, vilket ger familjer som ägare incitament att fatta värdeskapande beslut med ett långsiktigt perspektiv (Ben-Amar & André, 2006). I likhet med detta menar James (1999) att bland annat familjebanden leder till att familjer tillämpar ett mer långsiktigt perspektiv. Enligt författaren leder detta i sin tur till att familjer investerar mer effektivt eftersom de är angelägna om att föra förmögenheten vidare till nästa generation. Familjer som stora ägare kan dessutom vara måna om att upprätthålla ett gott rykte för att underlätta/säkerställa framtida anskaffning av kapital med mer fördelaktiga villkor (Holderness & Sheenan, 2000). Författarna menar att detta leder till mer optimala beslut eftersom man undviker att agera opportunistiskt mot minoritetsägare. Eftersom

familjemedlemmar vanligtvis är aktiva i styrelsen och/eller ledning, kan även det traditionella agentproblemet mellan ägare och ledning reduceras i familjeägda företag (Bouzgarrou & Navatte, 2013). Familjeägares incitament att övervaka ledningen medför således att ledningens handlingsfrihet kan kontrolleras och därigenom begränsa beslutsfattande som inte är i enlighet med familjens intresse (Jensen & Meckling, 1976). Det långsiktiga perspektivet hos familjer som medför optimala beslut innebär dessutom att beslut som utgår från familjens intresse även gynnar övriga aktieägarnas intresse. Således bör *förvärvs*beslut som inte motiveras av att skapa värde för familjen, och därigenom övriga aktieägare, kunna begränsas i företag med en privatperson eller familj som stor ägare. Utifrån denna aspekt, bör ett familjeägt företag följaktligen vara bra på att skapa värde för samtliga aktieägarna vid förvärv, eftersom förvärv endast bör fullbordas när motivet är att skapa värde för familjeägarna och därigenom även de övriga aktieägarna.

Villalonga och Amit (2006) menar dock att en stor ägare som är en privatperson eller familj även har större incitament, jämfört med andra stora ägare, att ta beslut som gynnar dem själva på bekostnad av övriga ägare. Författarna menar att detta beror på att nyttan av ett sådant beslut blir större för en privatperson eller familj än för en institution, eftersom de privata förmånerna för en familj inte behöver fördelas på flera oberoende ägare. Således kan agentproblemet mellan kontrollerande ägare och minoritetsägare vara påtagligt i familjeägda företag (Bouzgarrou & Navatte, 2013). Även Bauguess och Stegemoller (2008) berör agentproblemet mellan familj- och övriga ägare, och menar att agentkostnaderna blir högre för ett familjeföretag vid ett förvärv samt att dessa ökar om familjer har tillgång till större resurser eller när deras beslut är svåra att övervaka. Vidare menar Morck och Yeung (2003) att ledningen i familjeägda företagsgrupper tenderar att agera för den kontrollerande familjen och inte de övriga aktieägarna. En företagskultur som grundar sig på starka familjeband, vilket kan förekomma i familjeägda företag, kan dessutom hindra den ekonomiska utvecklingen (Bertrand & Schoar, 2006). Att familjemedlemmar vanligtvis är aktiva i styrelsen och/eller ledningen (Bouzgarrou & Navatte, 2013), kan även leda till negativa effekter. Pérez-González (2001) menar att till skillnad från en ledning som väljs från utomstående kandidater, kan valet av en familjemedlem som VD kan ha negativa effekter om personen saknar talang, expertis eller kompetens att sköta verksamheten. Dessutom menar författaren att en familjemedlem kan sakna incitamenten som professionella företagsledare har att försäkra sig om sitt rykte på arbetsmarknaden.

Konflikten mellan kontrollerande familjeägare och minoritetsägare innebär således att familjeägare kan utnyttja sin makt för att få ledningen att ta förvärvsbeslut som gynnar dem själva men inte de övriga minoritetsägarna. Utifrån denna aspekt, bör familjeägda företag vara dåliga på att skapa värde för de övriga aktieägarna vid förvärv, eftersom förvärv kan fullbordas även när motivet inte är att skapa värde för alla aktieägare.

Litteraturen gällande familjeäggande indikerar således både ett positivt och negativt samband mellan ett familjeägt förvärvande företag och värdeskapande vid förvärv. Majoriteten av de tidigare studierna som undersöker hur familjeföretag presterar efter företagsförvärv visar att familjeföretag presterar bättre än företag som per definition inte är familjeföretag (Caprio, Croci & Guidice, 2011; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Ben-Amar & André, 2006; Basu, Dimitrova & Paeglis, 2008). Det positiva sambandet förklaras bland annat av det långsiktiga värdebevarande perspektivet som en familj besitter. Med bakgrund i litteraturen om familjeföretag samt tidigare studiers resultat, formuleras följande hypotes:

H2: Det finns ett positivt samband mellan familjeäggande i ett förvärvande företag och dess onormala avkastning på lång sikt efter förvärvet.

2.3.3 Sfär-tillhörighet

Företagssfärer är legala självständiga bolag som är sammankopplade av någon mekanism, främst genom aktieäggande och/eller samordnande av en eller flera resurser (Collin, 1998). Konstellationen har ofta ett investeringsbolag som i toppen av ägarpyramiden övervakar och kontrollerar de innehav som sfären består av. Övervakningen av bolagen består vanligtvis i aktivt deltagande i företagsledningarna (Doukas, Holmén & Travlos, 2002). Collin (1998) menar att en underutvecklad och ineffektiv marknad, i form av informationsasymmetri, brist på riskreducerande åtgärder samt kapitalunderskott, var orsaken till företagssfärernas uppkomst. Markandens ineffektivitet skapade ett behov av en ny struktur, och således växte företagssfärerna fram (Collin, 1998).

Khanna och Rivkin (2001) menar att företag som tillhör en sfär kan få tillgång till kapital, arbetskraft och produktmarknader billigare än deras konkurrenter. Vidare menar författarna att utbyte av varor och tjänster, internt inom sfären, kan göras utan risker som uppkommer vid "arm's length"-utbyten, exempelvis överprissättning. Således har företag med sfär-tillhörighet

större tillgång till kapital och kompetens inom sfären. Genom delaktighet i företagsledningar kan även informationsasymmetrin minskas. Yeh och Hoshino (2002) menar i sin studie att Keiretsu, japanska företagsnätverk som liknar företagssfärer, med sina nära relationer till banker, aktieägare och affärspartner blir ett effektivt sätt att övervaka sina företagsledningar och därigenom få dem att utföra aktiviteter som är långsiktiga och lönsamma. Följaktligen skapar detta en effektiv mekanism som jobbar för att minska agentkonflikterna (Ferris, Kumar & Sarin, 1995).

En Keiretsu kan dock leda till att en företagsledning blir "entrenched" (Yeh & Hoshino, 2002). En "entrenched" ledning kan innebära större kostnader för företag, vilket Nakatani (1984), hänvisad till i Yeh och Hoshino (2002), presenterar. Det ömsesidiga ägarskapet som existerar inom en Keiretsu kan medföra "interlocked" ledare och vilket i sig leder till att disciplinen av marknadskrafterna minskar. En "interlocked" ledare är en person som sitter i styrelsen för ett företag och samtidigt är delaktig i ett annat företags styrelse eller ledning. Följaktligen blir det då lättare för ledningen att agera och ta beslut som gynnar deras egna intressen (Nakatani, 1984, hänvisad till i Yeh & Hoshino, 2002).

Tillgång till kapital och kompetens kan i sig anses vara betydelsefullt för ett lyckat företagsförvärv. Om fördelarna med att tillhöra en företagsfär även kan appliceras på ett företags förmåga att skapa värde av ett förvärv, kan ett förvärvande företag som tillhör en företagsfär således anses ha goda förutsättningar för att skapa värde av förvärvet. Med bakgrund i litteraturen om sfär-tillhörighet formuleras följande hypotes:

H3: Det finns ett positivt samband mellan sfär-tillhörighet hos ett förvärvande företag och dess onormala avkastning på lång sikt efter förvärvet.

2.3.4 Utländskt ägande

Företag med en ägarandel i ett utländskt bolag tenderar att investera i de utländska bolag som är relaterade till deras egna inhemska kärnverksamhet (Douma, George & Kabir, 2006). I dessa fall har utländska ägare således relevanta kunskaper och erfarenheter för den branschen de investerar i, vilket möjliggör kunskapsöverföring och rådgivning samt samarbete vad gäller exempelvis teknik. Tendensen att investera i relaterade verksamheter kan således främja möjligheterna för företag med utländska ägare till att skapa värde efter ett förvärv. Kim

(2011) visar att företags risktagande, vilket i sig är förknippat med tillväxt, ökar när det finns utländska ägare och således utgör utländska ägare även en övervakningsfunktion för att uppmuntra värdeskapande risktagande. Således kan utländska ägare uppmuntra och påverka ledningen att genomföra förvärv som är riskfyllda men som på så sätt även har potential för att skapa värde för aktieägarna. Utifrån dessa aspekter av utländskt ägande, kan ett förvärvande företag med utländska ägare således anses ha goda förutsättningar för att skapa värde av förvärvet.

Utländskt ägande kan även ha en negativ effekt på ett företags värde. Även om utländska ägares uppmuntran till risktagande kan vara förknippat med tillväxt (Kim, 2011) kan osäkerheten i risktagandet också innebära potentiella förluster. Eftersom risktagande även är förknippat med potentiella förluster, kan fullbordande av ett riskfyllt förvärv förstöra värde. Att utländska investerare verkar för att ledningen ska fullborda ett riskfyllt förvärv kan således även leda till negativa effekter. Vidare menar Yon och Park (2006), hänvisad till i Choi, Sul och Min (2012), att utländska investerare strävar efter kortsiktiga resultat, i form av hög utdelning istället för att återinvestera dem i företaget, vilket försämrar ett företags tillväxtpotential. Även Choi, Sul och Min (2012) menar att utländskt ägande kan vara skadligt om den utländska ägaren har makt att eftersträva privata förmåner, så som kortsiktig lönsamhet och hög utdelning. I likhet med detta menar Phung och Le (2013) att utländska investerare fokuserar på kortsiktiga mål istället för långsiktigt värde när det utländska ägandet inte är koncentrerat. Författarna finner i sin studie att utländskt ägande har en negativ effekt på värdet av vietnamesiska företag, vilket förklaras av att det utländska ägandet inte är tillräckligt koncentrerat i Vietnam. Det utspridda utländska ägandet i Vietnam förklaras i sin tur av att utländska ägare inte kan äga mer än 49 procent av ett företags aktier (Phung & Le, 2013). Således kan utländska ägare agera för att företagsledningen ska betala hög utdelning och/eller eftersträva kortsiktiga resultat istället för att fullborda ett långsiktigt investeringsbeslut. Det kortsiktiga perspektivet hos utländska investerare kan därmed antas påverka företag vid förvärvssituationer, eftersom ett förvärvsbeslut kan anses vara ett långsiktigt investeringsbeslut. Utländska investerare kan således ha negativ inverkan på ett företags förmåga att fullborda värdeskapande förvärv, eftersom de kan agera för att motverka ett sådant långsiktigt investeringsbeslut. Utifrån dessa perspektiv kan ett utländskt ägt företag anses ha sämre förutsättningar för att skapa långsiktigt värde av ett förvärv.

Litteraturen gällande utländskt ägande indikerar således både ett positivt och negativt samband med långsiktigt värdeskapande vid förvärv. Tidigare studier som undersöker sambandet mellan utländskt ägande och värdeskapande vid förvärv är, författarna veterligen, relativt begränsad. Sambandet mellan utländskt ägande och prestation i allmänhet, alltså inte i samband med förvärv, är dock ett mer utforskat ämnesområde. Choi, Sul och Min (2012) finner att det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande och ett företags värde medan Phung och Le (2013) visar att utländsk ägande har en negativ effekt på företagsvärdet. Enligt litteraturen, som ovan nämnd, så tenderar företag med en ägarandel i ett utländskt bolag att investera i företag vars verksamhet är relaterad till sin egna. Därmed möjliggörs en rådgivning och kunskapsöverföring vid förvärvsbeslut och implementering av en ny verksamhet från de utländska ägarna som kan medföra positiva konsekvenser. Med bakgrund i denna litteratur och med viss stöd från tidigare studier formuleras följande hypotes:

H4: Det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande i ett förvärvande företag och dess onormala avkastning på lång sikt efter förvärvet.

3. Metod

Studiens tredje kapitel motiverar och tillhandahåller en detaljerad beskrivning av tillvägagångssättet som har används i studien. Vetenskapligt angreppssätt, arbetsgång och datainsamling redogörs, följt av en beskrivning av den beroende variabeln, de oberoende variablerna samt kontrollvariabler. Slutligen diskuteras reliabilitet och validitet.

3.1 Vetenskapligt angreppssätt

Förhållandet mellan teori och praktik i denna studie är av en deduktiv ansats, då hypoteser som testas har formulerats utifrån teori från finansteoretisk litteratur samt empiriska studier och insamlingen av data har således styrts av teorin och hypoteserna (Bryman & Bell, 2011). En deduktiv metod kan dock medföra att forskare begränsar sin insamling av data vilket kan leda till att information och data försummas (Jacobsen, 2002). Det är således av stor vikt att ha en god förståelse för tidigare forskning och dess teoretiska referensram samt ha ett stort och komplett urval av data. Vidare kräver denna studies frågeställning en kvantitativ metodinriktning då finansiell sekundärdata kommer att bearbetas och sedan analyseras för att leda till formulering av resultat och slutsatser (Bryman & Bell, 2011).

3.2 Eventstudie

I denna studie undersöks den långsiktiga effekten av ett förvärv, och således är en eventstudie en lämplig metod för att undersöka effekten av denna händelse. En eventstudie är en metod för att utreda huruvida en ekonomisk händelse har en onormal påverkan på aktiepriset (MacKinlay, 1997). Urvalsföretagets aktieavkastning, som har genomgått/påverkats av händelsen, jämförs då med en "normal" aktieavkastning för att undersöka om eventuella skillnader har uppkommit på grund av händelsen. Majoriteten av tidigare studier som undersöker sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv studerar aktieprisutvecklingen några dagar kring offentliggörandet av förvärvet (Caprio, Croci & Guidice, 2011; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Ben-Amar & André, 2006; Basu, Dimitrova & Paeglis, 2008; Bauguess and Stegemoller, 2008). Genom att istället studera aktiepriset flera månader efter förvärvet, kan denna studie bidra med ett långsiktigt perspektiv till ett forskningsområde som har präglats av kortsiktigt fokus. Ett långsiktigt perspektiv på aktieprisutvecklingen efter ett förvärv är dessutom intressant då det kan antas fånga hur ett

företag lyckas upprätthålla effekten av ett förvärv och på så sätt undersöka mer än bara effekten av tillkännagivandet.

MacKinlay (1997) presenterar en generell process för att genomföra en eventstudie, där det första steget är att identifiera händelsen som är av intresse. I detta fall är det datumet för tillkännagivandet, vilket är dagen då företagsförvärvet offentliggörs för allmänheten. Nästa steg är att identifiera händelsefönstret, vilket är den tidsperiod under vilken aktiepriset för de inblandade företagen ska undersökas. Med utgångspunkt i tidigare studier som har undersökt långsiktigt värdeskapande vid förvärv (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Yen & André, 2007; Shim & Okamuro, 2011), kommer händelsefönstret i denna studie vara 36 månader från den dag då förvärvet har tillkännagivits. För att undersöka olika långsiktiga händelsefönster, kommer även händelsefönster på 12 respektive 24 månader tillämpas. Ett längre händelsefönster innebär en större risk för databortfall eftersom det finns mer tid för urvalsföretag att vidta åtgärder som gör att man inte längre uppfyller urvalskriterierna, exempelvis att urvalsföretaget avnoteras. Vidare blir det svårare att dra slutsatser om samband eftersom det finns mer tid för andra händelser att påverka aktiepriset. I denna studie tillämpas därför ett händelsefönster på högst 36 månader, för att begränsa de nackdelar som är förknippade med ett långt händelsefönster.

3.3 Statistiska test

3.3.1 T-test, Wilcoxon rank sum test & hypotesprövning

Till att börja med genomförs test för att undersöka om det finns signifikanta skillnader inom de olika ägartyp-grupperna. Testet genomförs för att undersöka om den onormala avkastningen skiljer sig signifikant mellan urvalsföretag med en viss ägartyp (familj, utländskt eller sfär-tillhörighet) och urvalsföretag utan respektive ägartyp. För att exemplifiera, testas bl.a. om den onormala avkastningen skiljer sig signifikant mellan urvalsföretag som är familjeägda och urvalsföretag som inte ägs av en familj. Vidare, genomförs även test för att undersöka om den onormala avkastningen skiljer sig signifikant mellan urvalsföretag med hög respektive låg ägarkoncentration. Detta görs genom att skapa en dummy-variabel som antar värdet 1 om Herfindahl index är större än medianen 0,093. Denna gräns har valts för att subgrupperna med hög respektive låg ägarkoncentration ska omfatta ett urval av likartad storlek.

Det finns olika test som kan genomföras för att undersöka om det finns signifikanta skillnader inom de olika ägartyp-grupperna samt mellan hög och låg ägarkoncentration. Vid normalfördelade stickprov kan ett parametiskt signifikanstest tillämpas, medan ett icke-parametiskt test kan tillämpas oavsett om stickprovet är normalfördelat eller inte (Körner & Wahgren, 2006). I denna studie används det parametiska t-testet vid normalfördelade stickprov och det icke-parametiska Wilcoxon rank sum test vid ej normalfördelade stickprov, vilka utförs i Eviews genom "Equality test by classification". I ett t-test jämförs medelvärdet i de olika subgrupperna, medan ett Wilcoxon rank sum test istället jämför medianen i de olika subgrupperna.

Urvalets fördelning avgör således vilket signifikanstest som ska användas. I enlighet med den centrala gränsvärdesatsen kan ett urval antas vara approximativt normalfördelat om urvalet består av mer än 30 observationer (Westerlund, 2005). Eftersom urvalet i denna studie är större än 30 kan fördelningen antas vara normalfördelad och således blir t-test ett lämpligt signifikanstest. Dock är detta endast en approximativ metod för att avgöra urvalets fördelning, och därför genomförs även ett Jarque-Bera test på de beroende variablerna av onormal avkastning efter 12, 24 respektive 36 månader efter förvärvstillfället. Jarque-Bera testen indikerar att den onormala avkastningen efter 12 och 24 månader är normalfördelade medan den onormala avkastningen efter 36 månader inte är normalfördelad (se *bilaga B2.7*). Corrado & Zivney (1992) menar dock att ranksumma-test och tecken-test ger mer väl specificerade resultat än det parametiska t-testet, och därför genomförs både ett parametiskt t-test och ett icke-parametiskt Wilcoxon rank sum test för samtliga urval.

Vid genomförande av t-test och Wilcoxon rank sum test formuleras hypoteser som sedan testas. Det förekommer vanligtvis två hypoteser, en nollhypotes och en mothypotes, där nollhypotesen är den statistiska hypotes som faktiskt testas (Brooks, 2006). I detta fall formuleras nollhypoteserna till att det inte finns någon skillnad, och således att den onormala avkastningen är lika för företag med respektive utan en viss ägartyp och lika för företag med låg respektive hög ägarkoncentration. Nollhypoteserna testas på olika signifikansnivåer, vilket representerar sannolikheten att förkasta en sann nollhypotes (Westerlund, 2005). Genom att välja en liten signifikansnivå kan risken för att felaktigt förkasta en nollhypotes således minskas. I denna studie testas nollhypoteserna på 1-, 5-, respektive 10 procent signifikansnivå.

3.3.2 Multipel linjär regression

För att på en djupare nivå undersöka huruvida svenska förvärvande företags långsiktiga onormala avkastning påverkas av dess ägarkoncentration eller ägartyp genomförs en multipel linjär regression för respektive händelsefönster. På så sätt kan man testa hur flera förklarande variabler tillsammans påverkar den beroende variabeln, vilket ger ett mer givande resultat än om man endast skulle testa en förklarande variabel i taget (Brooks, 2006). Den multipla regressionsanalysen genomförs i Eviews där den onormala avkastningen efter 12, 24 respektive 36 månader är beroende variabler för separata regressioner. De olika ägartyperna samt ägarkoncentrationen är de förklarande variablerna för respektive regression, där ägartyperna är dummy-variabler och ägarkoncentrationen är en kontinuerlig variabel. Utöver dessa finns även kontrollvariabler som inkluderas för att bättre kunna testa effekten av de förklarande variablerna. Mer utförlig beskrivning av de olika variablerna presenteras i avsnitt 3.5 till och med 3.7.

Regressionsmodellen för det verkliga men okända förhållandet mellan onormal avkastning och de olika ägartyperna samt ägarkoncentrationen formuleras som följande:

$$Y = c + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \mu$$

Y = onormal avkastning

c = konstant

X₁ = Ägarkoncentration

X₂ = Familjeäggande

X₃ = Sfar-tillhörighet

X₄ = Utländskt äggande

X₅ = Storlek på förvärvande företag

X₆ = Relativ storlek på förvärvet

X₇ = Finansiering av förvärv

μ = slumpterm

Eftersom det verkliga förhållandet mellan den onormala avkastningen och de förklarande variablerna är okänt, används OLS (Ordinary Least Squares) för att skatta förhållandet. OLS är en metod för att estimerar värdet på b_i , som är en skattning av det verkliga värdet β_i . OLS innebär att det kvadrerade avståndet mellan en verklig observation och den skattade regressionslinjen minimeras så att summan av dessa blir så liten som möjligt (Westerlund,

2005). Genom att minimera kvadratsumman av residualerna kan skattningen \mathbf{b} komma så nära det verkliga värdet $\boldsymbol{\beta}$ som möjligt. Regressionsmodellen för det skattade förhållandet mellan den onormala avkastningen och de olika ägartyperna samt ägarkoncentrationen som denna studie ämnar testa, formuleras som följande:

$$\text{Onormal avkastning} = c + b_1\text{ägarkoncentration} + b_2\text{familjeäggande} + b_3\text{sfärtillhörighet} + b_4\text{utländskt} + b_5\text{storlek} + b_6\text{relativ storlek} + b_7\text{finansiering}$$

För att tolka den multipla regressionsanalysen studeras regressionskoefficienterna b_i för respektive förklarande variabel samt determinationskoefficienten \mathbf{R}^2 för regressionsmodellen som helhet. Regressionskoefficienterna b_i är skattade värden av hur mycket respektive förklarande variabel påverkar den onormala avkastningen, kontrollerat för effekterna av alla andra förklarande variabler (Dougherty, 2011). Determinationskoefficienten \mathbf{R}^2 är ett mått på hur mycket de oberoende variablerna tillsammans kan förklara den beroende variabeln. Givet att regressionskoefficienterna b_i och determinationskoefficienten \mathbf{R}^2 är statistiskt signifikanta, kan slutsatser dras om förhållandet mellan onormal avkastning och de olika ägartyperna samt ägarkoncentrationen (Westerlund, 2005). Signifikansnivån för respektive förklarande variabel mäts med ett t-test, medan signifikansnivån för regressionen som helhet mäts med ett F-test.

3.4 Data

3.4.1 Insamling av data

Syftet i denna studie kräver, som tidigare nämnt, en kvantitativ metodinriktning eftersom finansiell data kommer att bearbetas och analyseras. Den finansiella datan hämtas från institutioner samt databaser, och studien utgörs således av en sekundäranalys. Bryman och Bell (2011) framhåller fördelar med denna analys såsom att informationsinsamlingen blir tids- och kostnadseffektiv. Dessutom ger tillgången av högkvalitativ data författarna möjligheten att studera stora urvalsgrupper. Omfattningen av datan kan dock vara komplex att hantera samt kontrollen över dess kvalitet svår.

Den grundläggande information om företagsförvärven har hämtats från *Zephyr*, vilket är en databas som tillhandahåller omfattande information om affärsuppgörelser. Från denna databas har information om när förvärven har genomförts/tillkännagivits samt storlek på

transaktionen, förvärvare och målföretag hämtats. Databasen *SIS Ägarservice* är en internetbaserad tjänst som bland annat erbjuder ägardata för börsnoterade företag på NASDAQ OMX och Nordic Growth Market, och har använts för att hämta information om ägarstrukturen hos de förvärvande företagen. Förvärvande företags aktiekursdata för de olika nedslagspunkterna har hämtats från *Thompson Reuters Datastream*, vilket hävdas vara den mest omfattande databasen för ekonomiska- och finansiella tidsserier. Den information som utgör kriterierna för matchning av kontrollföretag har hämtats ifrån *S&P Capital IQ* och den data som utgör kontrollvariablerna har hämtats ifrån *Thompson Reuters Datastream*.

3.4.2 Bearbetning av data

För att studera den onormala avkastningen på lång sikt beräknas BHAR (se avsnitt 3.5 Beroende variabel: BHAR) vilket utförs i dataprogrammet *Microsoft Excel*. Även beräkningen av Herfindahls index, som används för att mäta ägarkoncentrationen, genomförs i *Microsoft Excel*. *S&P Capital IQ* används för att hämta information för att matcha det förvärvande företaget med ett liknande kontrollföretag, vilket är en väsentlig del för att kunna beräkna BHAR. Slutligen används *Eviews 8* för att genomföra statistiska test på den data som samlas in.

3.4.3 Urvalskriterium

1. Förvärvet är genomfört mellan 1 januari 2001 och 31 december 2010.
2. Det förvärvande företaget är börsnoterat på OMXS, NGM, First North eller Aktietorget under händelsefönster, dvs. tre år efter genomfört förvärv.
3. Målföretaget ägs av förvärvande företag under hela händelsefönstret, dvs. tre år efter genomfört förvärv.
4. Endast händelser kategoriserade som "acquisitions" tas i beaktande.
5. Händelsen innebär ett förvärv av minst 50 % av målföretaget.
6. Finansiella- eller fastighetsföretag utesluts från studien.
7. Transaktionen har ett värde på minst 50 miljoner SEK.
8. Transaktioner som är värde mindre än 5 % av förvärvarens marknadsvärde ett år innan transaktionen utesluts.
9. Om förvärvande företag har genomfört flera förvärv under tidsramen tas endast det största förvärvet med.

Kriteriet att förvärvande företag måste vara börsnoterat beror på att studien testar utvecklingen av aktiekursen efter ett förvärv. Av samma anledning exkluderas företag som avnoteras inom tre år efter genomfört förvärv, då studien fokuserar på lång sikt och därför kräver data som sträcker sig över denna period. Dessutom måste förvärvat företag innehas av förvärvande företaget under hela händelsefönstret för att undvika att aktiekursen påverkas av en eventuell försäljning. Anledningen till varför författarna endast väljer att studera förvärv (acquisitions) diskuteras i avsnitt *1.5 Avgränsningar*.

Kriteriet på att förvärvet ska minst omfatta 50 procent av målföretaget ställs för att överhuvud taget det ska bedömas som ett förvärv och därigenom få kontroll över företaget. Företag verksamma inom finans- och fastighetsbranschen utesluts ur studien då dessa har redovisningsprinciper som skiljer sig från andra branscher, vilket gör det svårt att jämföra företag mellan de olika branscherna. Vidare exkluderas förvärv vars värde understiger 50 miljoner SEK samt är mindre än fem procent av förvärvande företags marknadsvärde. Detta görs för att försäkra att förvärvet är tillräckligt stort för att kunna ha en tillräcklig inverkan på det förvärvande företaget, i likhet med Hitt et al. (1998).

Studien kommer endast att undersöka de transaktioner som är störst för respektive företag då författarna anser att de största transaktionerna sannolikt har större möjlighet att ha en signifikant påverkan på förvärvande företags aktiekurs. Detta kan dock vara problematiskt eftersom det finns urvalsföretag som har gjort flera förvärv inom händelsefönstret som är av likartad storlek. I dessa fall är det alltså flera förvärv som kan påverka utfallet med likartad effekt men där effekten endast antas komma från ett förvärv. Detta kan ge snedvridning i resultatet, men författarna anser att det är den lämpligaste metoden för att inte få ett för stort bortfall, eftersom majoriteten av urvalsföretagen har gjort flera förvärv under urvalsperioden. I de fall där förvärven skiljer sig mycket i storlek, och största förvärvet är mycket större än resten, behöver detta urvalskriterium inte skapa problem.

3.4.4 Bortfall av data

Ett av kriterierna ovan är att förvärvstransaktionens värde ska överstiga 50 miljoner SEK. Detta kräver att ett transaktionspris ska vara offentligt, vilket har bidragit till att ett antal förvärv har fallit bort. Bortfallet kan vara problematiskt om det skulle vara systematiskt, om företag som fallit bort exempelvis skulle tillhöra samma industri och storlek.

3.5 Beroende variabel: BHAR

3.5.1 Onormal avkastning

Ett av de mest förekommande sätten att undersöka huruvida ett förvärv har skapat värde för det förvärvande företags aktieägare är att studera aktiepriset i form av onormal avkastning. Denna studie väjer att undersöka förvärvande företags onormala avkastning eftersom det kan fungera som ett mått på hur mycket värde ett förvärv skapar för förvärvarens aktieägare. Ett högre aktiepris innebär att värdet av ett aktieinnehav stiger och således även en aktieägars förmögenhet. Genom att dessutom studera onormal avkastning på lång sikt kan man undersöka hur ett förvärv skapar värde för förvärvarens aktieägare på lång sikt.

Andrade, Mitchell och Stanford (2001) hävdar att beräkning av onormal avkastning på kort sikt är det mest statistiskt tillförlitliga måttet på huruvida ett företagsförvärv har skapat värde. Författarna menar att aktiepriset snabbt kommer justeras efter tillkännagivandet av ett förvärv så att det innefattar den förväntade värdeförändring, givet en effektiv kapitalmarknad i fråga om offentlig information. Genom att studera kortsiktig onormal avkastning, vanligtvis några dagar runt tillkännagivandet, får man således ett mått på det förväntade värdet vilket inte påverkas av andra variabler såsom efterföljande förvärv eller förändringar av ledningen (Rehm, Uhlener & West, 2012). Vidare menar Fama (1998) att det är större chans att det sker ytterligare händelser som kan påverka den onormala avkastningen vid ett långsiktigt händelsefönster jämfört med några dagar efter tillkännagivandet. Vid tillämpning av långsiktigt händelsefönster kan den onormala avkastningen således påverkas av andra faktorer än den som studien valt att undersöka, vilket försvårar en korrekt uppskattning av den onormala avkastningen. Andrade, Mitchell och Stafford (2001) hävdar däremot att investerare har svårt att snabbt utvärdera och uppskatta hela den förväntade effekten av ett förvärv när detta tillkännages, vilket leder till att slutsatser som baseras på kortsiktiga aktieprisstudier är bristfälliga. Utifrån denna aspekt kan studier av långsiktig onormal avkastning således vara att föredra framför kortsiktig.

Det finns även kritik mot aktieprisstudier i allmänhet, oavsett vilket tidsperspektiv som används. Healy, Palepu och Ruback (1992) menar att studier som undersöker värdeskapande av förvärv genom att studera aktiepriset har svårt att avgöra om en ökning i aktiepriset beror på realekonomiska vinster eller ineffektivitet på marknaden. Om aktiepriset har ökat på grund av realekonomiska vinster, kan denna värdeökning hänföras till flera orsaker (se 2.1.1

Värdeskapande för aktieägare). Dock kan inte aktieprisstudier bevisa vilken av dessa förvärvsrelaterade orsaker som har skapat värde, till skillnad från studier som använder operativa redovisningsmått. Att denna studie tillämpar ett mått som inte kan urskilja var värdet kommer ifrån behöver dock inte vara ett problem för studiens kvalitet, eftersom författarna vill se hur värdet för förvärvarens aktieägare påverkas.

3.5.2 BHAR

I denna studie tillämpas BHAR för att mäta långsiktig onormal avkastning med ett kontrollföretag som benchmark för den normala avkastningen. Eftersom studien behandlar BHAR med tre olika händelsefönster (12, 24 respektive 36 månader) genomförs tre separata regressioner där BHAR12, BHAR24 och BHAR36 är oberoende variabler i respektive regression.

I enlighet med Barber och Lyon (1997) beräknas BHAR som skillnaden i *Holding Period Return* mellan en investering i urvalsföretaget och en investering i kontrollföretaget. Varför BHAR beräknas med ett kontrollföretag istället för en referensportfolio diskuteras och redogörs i avsnitt 3.5.2 *Matchning av kontrollföretag*. *Holding Period Return* (HPR) är avkastningen från att investera i och sedan behålla ett värdepapper under en specifik period, där både aktiekursutveckling samt utdelningar under perioden är inkluderade (Lee & Lee, 2006). HPR och BHAR kan sammanfattas i följande formler, där P_1 är aktiepriset vid tillkännagivandet av förvärvet, P_2 är aktiepriset vid slutet av händelsefönstret och D är utdelningarna som skett under fönstret:

$$HPR = ((P_2 - P_1) + D) / P_1$$

$$BHAR = HPR_{\text{urvalsföretag}} - HPR_{\text{kontrollföretag}}$$

Conrad och Kaul (1993) hävdar att denna metod är att föredra framför Cumulative Abnormal Return (CAR) för att mäta onormal avkastning på lång sikt, då den avsevärt minskar de statistiska snedvridningarna. Även Barber och Lyon (1997) förespråkar BHAR med kontrollföretag som matchningsprincip för att studera onormal avkastning på lång sikt och menar att den är bättre "specificerad".

Fama (1998) hävdar dock att beräkning av långsiktig onormal avkastning är förknippat med “bad-model” problem, och menar att dessa problem är störst när BHAR används som metod. Dessa “bad-model” problem består av två typer av problem (ibid). Det första problemet är att en modell bara är en modell och kan således inte fullständigt beskriva den förväntade avkastningen. Det andra problemet är att även om det är en verklig modell, kommer alla urval producera systematiska avvikelser från modellens prognoser vilka kan antyda ett mönster i urvalet som dock beror på slumpen. Han förespråkar därför CAR som den mest lämpliga modellen. Vidare menar Kothari och Warner (1997) att långsiktiga studier av onormal avkastning inte alltid producerar statistiskt robusta resultat. Även Barber och Lyon (1997) beskriver begränsningar hos BHAR modellen som leder till snedvridningar, i form av “new listing bias”, “skewness bias” samt “rebalancing bias”.

- “New listing bias” är en snedvridning som uppstår i eventstudier av onormal avkastning på lång sikt, eftersom referensportfolion (företagen som utgör ett index) vanligtvis består av nya företag som börjar handlas efter att händelsen har inträffat.
- “Skewness bias” uppstår på grund av att långsiktig onormal avkastning är positivt skeva.
- “Rebalancing bias” är en snedvridning som uppstår vid beräkning av den sammanlagda avkastningen hos en referensportfolio eftersom man vanligtvis ombalanserar vikterna i denna portfolio varje månad. Dessa snedvridningar blir större vid undersökningar på lång sikt.

Användning av en referensportfolio vid beräkning av långsiktig onormal avkastning genom BHAR skapar således snedvridningar. Barber och Lyon (1997) menar dock att dessa snedvridningar kan begränsas genom valet av matchningsprincip. Matchningsprincipen är därför av stor betydelse för hur väl BHAR kan mäta långsiktig onormal avkastning, och kommer därför att diskuteras mer utförligt i följande avsnitt.

3.5.3 Matchning av kontrollföretag

För att kunna beräkna den onormala avkastningen krävs ett mått på “normal” avkastning. Vid beräkning av långsiktig onormal avkastning används vanligen en benchmark för att representera den normala avkastningen, vilken skapas utifrån en matchningsprincip. Lyon, Barber och Tsai (1999) skiljer på två typer av matchningsprinciper som kan användas för att skapa en benchmark för den normala avkastningen. Den ena matchningsprincipen är att man

matchar urvalsföretaget med en referensportfolio, såsom ett marknadsindex. Det andra alternativet är att använda ett kontrollföretag som benchmark, där kontrollföretaget har liknande egenskaper som urvalsföretaget men har inte genomfört ett förvärv. Storlek och book-to-market värde är exempel på egenskaper som ett kontrollföretag kan matchas utifrån (Lyon, Barber & Tsai, 1999; Barber och Lyon, 1997).

Som beskrivet i föregående avsnitt (2.5.1 BHAR) är användningen av en referensportfolio vid beräkning av BHAR förknippat med snedvridningar. Att istället använda ett kontrollföretag som matchningsprincip kan eliminera snedvridningarna som förknippas med BHAR modellen och därigenom frambringa statistiska resultat som är mer väl specificerade (Barber och Lyon, 1997). Användning av ett kontrollföretag kan dessutom kontrollera för effekter från externa faktorer. Externa faktorer är t.ex. konjunktur, lagstiftningar samt industriella chocker som kan förändras och påverka utfallet av ett förvärv. Eftersom dessa externa faktorer påverkar både urvals- och kontrollföretaget kan effekten av dessa kontrolleras vid användning av ett kontrollföretag som matchningsprincip. Fama (1998) hävdar dock att matchningen utifrån storlek och book-to-market värde, vilka är vanliga egenskaper att matcha företag utifrån, inte är tillräckligt för att fånga all relevant tvärsnittsvariation.

I denna studie tillämpas därför kontrollföretag som matchningsprincip vid beräkning av BHAR. Detta innebär att aktieavkastningen jämförs mellan ett urvalsföretag och ett matchningsföretag, där endast urvalsföretaget har genomfört ett förvärv, för att undersöka om eventuella skillnader har uppkommit på grund av händelsen (förvärvet). Kontrollföretaget matchas i denna studie utifrån flera kriterier med hjälp av databasen S&P Capital IQ. De första kriterierna är att kontrollföretaget är börsnoterat i Sverige och inte har genomfört något förvärv (i enlighet med kriterierna i del 3.4.3 *Urvalskriterium*) under händelsefönstrets tre år. Vidare har kontrollföretaget en "market capitalization" mellan 70 och 130 procent i förhållande till förvärvande företags ett år innan förvärvshändelsen, för att urvals- och kontrollföretaget ska vara av likartad storlek. Slutligen tillhör kontrollföretaget samma industri som det förvärvande företaget. För att kategorisera företagen i industrier används Standardized Industrial Classification (SIC) och dess tvåsiffriga kod. Om en matchning inte kan ske inom samma industri, väljs det kontrollföretag vars "market capitalization" ligger närmast det av urvalsföretaget.

I denna studie förekommer det att vissa kontrollföretag matchas ihop med två urvalsföretag. Även om detta inte är optimalt, har författarna accepterat detta för att matchningen som väl görs ska vara så bra som möjligt och följaktligen att beräkning av BHAR ska vara så välspecificerad som möjligt. Riskerna med detta är att om ett kontrollföretag har en extrem aktiekursutveckling påverkar det beräkning av den onormala avkastningen för två urvalsföretag. Tidsperioden för kontrollföretagets aktiepris överlappar dock inte helt i de fall där ett kontrollföretag matchas ihop med två urvalsföretag, vilket minskar risken för extrema BHAR-värden.

3.6 Förklarande variabler: ägarkoncentration & ägartyper

I följande avsnitt presenteras studiens förklarande variabler vars definitioner redogörs nedan. Definitionerna är utformade på ett sätt som möjliggör att en enskild ägare kan klassificeras som flera olika ägartyper samt att ett företags ägartyper kan definieras utifrån flera ägare. Således kan ett företag falla under flera typer av ägande. Klassificeringarna baseras på ägarnas procentsats av rösträtterna och således kontrollen över företaget. Ägarkoncentration presenteras som en kontinuerlig variabel medan ägartyperna representeras av "dummyvariabler" där urvalsföretag med en viss ägartyp antar värdet 1 och urvalsföretag utan respektive ägartyp antar värdet 0.

3.6.1 Ägarkoncentration

Tidigare studier som har undersökt sambandet mellan ägarkoncentration och värdeskapande vid förvärv, har tillämpat olika tillvägagångssätt för att beräkna ett företags ägarkoncentration. Yen & André (2007) studerar ägarkoncentration genom att tillämpa dummyvariabler för olika gränsvärden av den största ägarens andel rösträtter. Caprio, Croci och Guidice (2011) definierar ägarkoncentration som summan av den största ägarens rösträtter.

Ägarkoncentrationen i denna studie kommer att uppskattas med hjälp av Herfindahls index. Detta beräknas genom att addera de kvadrerade röstandelarna för de fem största ägarna, vilket ger ett tal mellan 0 och 1; ju närmare 1 desto mer koncentrerat ägande (Demsetz & Lehn, 1985). Denna proxy av ägarkoncentration skiljer sig från tidigare studier, men är i enlighet med Maury och Pajuste (2005) som också använder denna beräkning av Herfindahl Index för

att studera sambandet mellan ägarkoncentration och företagsvärde. Maury och Pajuste (2005) beräknar dock endast Herfindahl Index för de tre största ägarna. Herfindahls index kan beräknas genom att inkludera samtliga ägare men författarna för denna studie anser att detta är näst intill omöjligt och irrelevant. Då studien fokuserar på ägare med en tillräcklig kontroll för att kunna påverka ledningen används således ett mindre urval, än att inkludera alla ägare, till beräkning av indexet vilket ger en bra uppskattning av ägarkoncentrationen inom respektive företag. Detta tillvägagångssätt ger dessutom ett mått på ägarkoncentration som kan ta hänsyn till om det är en enstaka ägare med en väldigt stor andel eller om det är flera ägare med mindre andelar, till skillnad från om man endast skulle summera andelen rösträtter.

$$\text{Herfindahl index} = Röstandel_a^2 + Röstandel_b^2 + Röstandel_c^2 + Röstandel_d^2 + Röstandel_e^2$$

3.6.2 Familjeäggande

Definitionen av ett familjeföretag skiljer sig bland tidigare studier som har undersökt sambandet mellan familjeäggande och värdeskapande vid förvärv. Caprio, Croci och Guidice (2011) definierar familjekontrollerade företag som företag där en familj eller individ är den största aktieägaren med rösträtter motsvarande minst tio procent. Bouzgarrou och Navattes (2013) definition av ett familjeföretag är däremot ett företag där en familj eller individ innehar mer än 51 procent av rösträtterna i företaget, eller innehar mer än dubbelt så stor andel rösträtter som den näst största ägaren. I likhet med detta klassificerar Ben-Amar och André (2006) familjeföretag som ett företag där en individ eller familj äger det största kontrollerande blocket. Vidare definierar Basu, Dimitrova och Paeglis (2008) familjeföretag som ett företag där grundaren eller dennes ättlingar antingen äger minst fem procent av företagets utestående aktier eller är aktivt involverad i företagsledningen. Shim & Okamuros (2011) definition av ett familjeföretag är ett företag där grundaren eller dennes familj är bland de tio största ägarna eller i högsta ledningen.

Det finns således inget generellt sätt att klassificera ett familjeägt företag. Samtliga av dessa studier tillämpar dock dummy-variabler för att studera sambandet mellan familjeföretag och värdeskapande vid förvärv, förutom Basu, Dimitrova och Paeglis (2008) som använder både kontinuerliga och dummy-variabler. Ett familjeägt företag definieras i denna studie som ett företag vars äggande av en familj eller privatperson uppgår till minst 20 procent av rösterna. Företag som bland annat ägs av en privatperson eller familj vars rösträtter motsvarar minst 20

procent karaktäriseras således som ett familjeägt företag, och dummy-variabeln DV_FAMILJ antar följaktligen värdet 1. Shleifer och Vishny (1997) menar att en ägarandel av denna magnitud ger ägaren incitament att samla information och övervaka företagsledningen, även om det i helhet innebär minoritetsäggande i företaget. Vidare menar författarna att omfattningen av denna ägarandel dessutom ger en tillräcklig röstkontroll för att sätta press på ledningen i deras beslutsfattande (Shleifer & Vishny, 1986). Tillvägagångssättet för hur denna studie definierar familjeägda företag och undersöker dess samband med värdeskapande vid förvärv är inte densamma som i tidigare studier, men likheter finns.

3.6.4 Sfär-tillhörighet

Definitionen av en sfär baseras i denna studie på den sfärbeteckning som SIS Ägarservice, den digitala utvecklingen av Fristedt och Sundqvist (2009), har sammanställt av sfär-tillhörande företag noterade på OMXS, NGM, First North och Aktietorget. Ett sfär-tillhörande företag definieras i denna studie som ett företag vars sfär-tillhörande ägare innehar minst 20 procent av rösterna. En ägare är sfär-tillhörande om denne är en del av en sfär enligt SIS Ägarservices sfärbeteckning. Därmed utgår även definitionen av sfär-tillhörighet från resonemanget gällande att 20 procent av rösträtterna ger både incitament att övervaka och förmågan att påverka ledningen (Shleifer & Vishny, 1997). Företag som bland annat ägs av en ägare som tillhör en sfär vars rösträtter motsvarar minst 20 procent karaktäriseras således som ett företag med sfär-tillhörighet, och dummy-variabeln DV_SFÄR antar följaktligen värdet 1.

3.6.5 Utländskt ägande

För att studera utländskt ägande, tillämpar Phung och Le (2013) en kontinuerlig variabel för andelen aktier som innehas av utländska ägare. Choi, Sul och Min (2012) använder däremot en dummy-variabel som antar värdet ett om utländska ägare innehar fem procent eller mer av totala antal aktier. I denna studie definieras utländskt ägda företag som företag vars utländska ägare innehar minst 20 procent av rösterna. Resonemanget ovan, gällande att en ägare med 20 procent av rösträtterna har incitament att övervaka och förmågan att påverka ledningen (Shleifer & Vishny, 1997), ligger därmed även till grund för definitionen av utländskt ägande. Utländska ägare innefattar i denna studie såväl institutionella som individuella utländska ägare. Företag som bland annat ägs av en utländsk ägare vars rösträtter motsvarar minst 20 procent karaktäriseras således som ett utländskt företag, och dummy-variabeln DV_UTLÄNSKT antar följaktligen värdet 1.

3.7 Kontrollvariabler

3.7.1 Storlek på förvärvande företag

I Moeller, Schlingemann och Stultz (2004) studie visar författarna att stora företag betalar högre förvärvspremier än små företag. Detta sägs vara en av anledningarna till varför stora företag har sämre aktiekursutveckling på både kort och lång sikt efter ett förvärv. Denna studie kontrollerar för detta potentiella samband genom att inkludera den kontinuerliga variabeln LOG_FIRM_SIZE som är företagets logaritmerade “market capitalization”.

3.7.2 Relativ storlek på förvärvet

Moeller, Schlingemann och Stultz (2004) finner i sin studie att den relativa storleken på ett förvärv i förhållande till förvärvande företags storlek har ett negativt samband till förvärvande företags onormala avkastning. För att kontrollera för detta potentiella samband inkluderas även den kontinuerliga variabeln REL_DEAL_SIZE som representerar transaktionens storlek genom förvärvande företags “market capitalization”.

$$\text{Relativ storlek} = \frac{\text{Transaktionens storlek}}{\text{Förvärvande företags market cap}}$$

3.7.3 Finansiering av förvärv

I Dutta och Jogs studie från 2009 finner forskarna att företag som finansierar sitt förvärv med kontant betalning presterar bättre än de företag som finansierar sitt förvärv med aktier. En förklaring till detta kan vara att förvärvande företag använder aktier om de anser att deras aktier är övervärderade medan de använder kontanter om de anser att deras aktier är undervärderade (Shleifer & Vishny, 2003). Denna studie kontrollerar för detta potentiella samband genom att inkludera dummy-variabeln DV_CASHONLY som antar värdet ett när förvärvet endast är finansierade med kontanter och antar värdet noll för resterande finansieringsalternativ.

3.8 Modellantaganden

Den multipla regressionsmodellen som ämnar testa förhållandet mellan långsiktig onormal avkastning och ägarkoncentrationen samt de olika ägartyperna formuleras sammanfattningsvis som följande:

$$BHAR = c + b_1HERF_IND + b_2DV_FAMILJ + b_3DV_SFÄR + b_4DV_UTLÄNDSK \\ + b_5LOG_FIRM_SIZE + b_6REL_DEAL_SIZE + b_7DV_CASHONLY$$

För att den multipla regressionsmodellen med OLS (Ordinary Least Squares) som estimeringsteknik ska vara en effektiv modell, krävs det att vissa antaganden är uppfyllda. Dougherty (2011) presenterar sex antaganden, vilka presenteras nedan, som ska vara uppfyllda för att den multipla regressionsmodellen ska vara lämplig och generera rättvisande resultat. Westerlund (2005) menar dock att det sjätte antagandet (att regressionens residualer är normalfördelade) inte är nödvändigt för att den multipla regressionsmodellen ska vara en effektiv modell. För att avgöra om den multipla regressionsmodellen är en lämplig modell för att undersöka förhållandet mellan ett förvärvande företags ägarstruktur och dess onormala avkastning efter förvärvet, testas därför dessa antaganden. Resultaten av testerna presenteras nedan, och återfinns även i bilaga 2. Eftersom Westerlund (2005) menar att det sjätte antagandet inte behöver vara uppfyllt, hanteras de oberoende variablerna på ett sätt att så många av modellens fem första antagande blir uppfyllda. Således är ingen av de oberoende variablerna logaritmerade, eftersom detta genererade den regressionsmodell, för respektive händelsefönster, som uppfyllde flest av de fem första antaganden.

1. Modellen är linjär i parametrar och korrekt specificerad: $y = \alpha + \mathbf{b}x_i + u_i$

2. $E(u_t) = 0$

Det första antagandet innebär att den beroende variabeln kan skrivas som en linjär funktion av ett antal förklarande variabler x_i , ett intercept α samt en slumpterm u_i . Det andra antagandet innebär att residualernas medelvärde ska vara lika med noll. Om en variabel felaktigt utelämnas blir regressionsfunktionen felaktigt specificerad, vilket innebär att de två första antaganden inte längre håller (Dougherty, 2011). För att undersöka dessa antaganden statistiskt genomförs Ramsey's RESET-test, vilket testar om det finns utelämnade variabler och inkorrekt funktionsform. Nollhypotesen är att modellen är korrekt specificerad. Eftersom p-värdet i respektive regressions Ramsey's RESET-test är större än 0,10 kan nollhypotesen inte förkastas (se bilaga B.2.1), och således är modellen korrekt specificerad för respektive regressionsmodell.

3. $\text{var}(\mathbf{u}_t) = \sigma^2$

Det tredje antagandet innebär att residualerna är homoskedastiska. För att undersöka om detta krav uppfylls, genomförs ett Breusch Pagan Godfrey test (BPG-test) och ett White test. I båda testerna är nollhypotesen att residualerna är homoskedastiska, och om nollhypotesen förkastas innebär det således att residualerna är heteroskedastiska. Samtliga regressioner är homoskedastiska eftersom nollhypotesen i Breusch Pagan Godfrey- samt White testet inte kan förkastas för någon av regressionerna (se bilaga B.2.2 & B.2.3).

4. $\text{cov}(\mathbf{u}_i, \mathbf{u}_j) = 0$

Det fjärde antagandet innebär att residualerna inte är korrelerade med varandra. Om residualerna är korrelerade med varandra kallas detta autokorrelation, och betyder att det kommer finnas ett samband mellan residualerna över tid (Dougherty, 2011). Autokorrelation kan således uppstå i tidsseriedata, vilket inte är fallet i denna studie. Således kommer detta antagande att uppfyllas. Men för att undersöka antagandet statistiskt genomförs ändå ett Breusch-Godfrey test. Nollhypotesen för Breusch-Godfrey testet är att residualerna inte är korrelerade med något av sina föregående värden. P-värdet i respektive regressions Breusch-Godfrey test är större än 0,05 vilket innebär att nollhypotesen inte kan förkastas på en fem procents signifikansnivå (se bilaga B.2.4). P-värdet för regressionen med BHAR36 som beroende variabel är dock 0,0972 vilket innebär att nollhypotesen förkastas på en tio procent signifikansnivå. Eftersom den inte förkastas på fem- eller en procent signifikansnivå, vilket betyder att sannolikheten att förkasta en sann nollhypotes är 5 respektive 1 procent, anser författarna att även BHAR36 regressionen uppfyller detta antagande. Således kan ingen av nollhypoteserna i Breusch-Godfrey testen förkastas för någon av regressionsmodellerna och följaktligen existerar ingen autokorrelation.

5. De förklarande variablerna x_i är inte slumpmässiga och ingen variabel kan skrivas som en exakt linjär kombination av varandra.

Detta antagande innebär att de förklarande variablerna inte är korrelerade med varandra. Om de förklarande variablerna är starkt korrelerade med varandra uppstår multikolinjäritet. För att undersöka om multikolinjäritet förekommer, görs en korrelationsmatris mellan de förklarande variablerna. Tumregeln är att om korrelationen är högre än 0,8 för någon av variablerna förekommer multikolinjäritet (Westerlund, 2005). Enligt korrelationsmatrisen förekommer ingen multikolinjäritet (se bilaga B.2.5).

6. $u_t \sim N(0, \sigma^2)$

Det sjätte antagandet innebär att residualerna ska vara normalfördelade. För att undersöka antagandet statistiskt genomförs ett Jarque-Bera test. Nollhypotesen är att residualerna är normalfördelade och om nollhypotesen förkastas innebär det således att residualerna inte är normalfördelade. Residualerna för BHAR12 respektive BHAR24 regressionerna är normalfördelade eftersom nollhypotesen i Jarque-Bera testet inte kan förkastas (se bilaga B.2.6.1 och B.2.6.2). Regressionen för BHAR36 är dock inte normalfördelad eftersom nollhypotesen i normalitetstestet kan förkastas för dessa regressionsmodeller (se bilaga B.2.6.3). Westerlund (2005) menar dock, som tidigare nämnt, att detta antagande inte nödvändigtvis behöver vara uppfyllt för att den multipla regressionsmodellen ska vara en effektiv modell.

Tabell 3. Sammanställning av uppfyllandet av antagande för den multipla regressionsmodellen.

Antagande	Statistiskt Test	BHAR12	BHAR24	BHAR36
1. Modellen är linjär i parametrar och korrekt specificerad.	Ramsey's RESET	JA	JA	JA
2. $E(u_t) = 0$	Ramsey's RESET	JA	JA	JA
3. $\text{var}(u_t) = \sigma^2$	Breusch Pagan Godfrey & White	JA	JA	JA
4. $\text{cov}(u_i, u_j) = 0$	Breusch-Godfrey & Durbin-Watson	JA	JA	JA
5. x_i är inte slumpmässiga och kan inte skrivas som en exakt linjär kombination av varandra.	Korrelationsmatris	JA	JA	JA
6. $u_t \sim N(0, \sigma^2)$	Jarque-Bera	JA	JA	NEJ

3.9 Metoddiskussion

3.9.2 Reliabilitet

Reliabilitet, eller tillförlitlighet, innebär att resultat från en undersökning ska kunna replikeras och få samma utfall (Bryman & Bell, 2011). Denna tillförlitlighet kan dels påverkas av hur den utförs och dels vem som utför mätningen, då tillfälligheter kan påverka dessa faktorer och därmed det slutliga resultatet. För att undvika dessa avvikelser är det av stor vikt att ha en välstrukturerad arbetsprocess under insamling och analys av data. Till att börja med hämtas all sekundärdata från väl ansedda databaser. Förvärvstransaktioner och dess storlek hämtas från Zephyr, medan aktiepriser samt förklarande variabels data hämtas från Datastream. Från SiS Ägarservice hämtas data gällande förvärvande företags ägarstruktur och S&P Capital IQ används för att para ihop förvärvande företag med respektive kontrollföretag. Vidare används Eviews 8 för att genomföra den statistiska analysen, och eftersom Eviews är ett väl beprövat och ansett statistikprogram försäkras författarna om att korrekta uträkningar görs. När regressionerna genomförs utförs även diagnostiska tester på residulerna. Residualerna testas för heteroskedastisitet, normalfördelning, linjäritet och autokorrelation för garantera studiens resultat.

I denna studie finns det dock risk för att fel uppstår vid behandling av datan. Exempelvis överförs ägarstrukturdatan manuellt från SiS Ägarservice hemsida till ett Excel-ark, vilket innebär att det kan uppstå fel vid den manuella överföringen. Vidare har samtlig data sammanställts och behandlats i Excel vilket också innebär en risk för fel. För att minimera potentiella fel har stickprov och kontroller gjorts flertalet gånger. Vidare har författarna kontinuerligt kritiskt granskat alla resultat. Studien bör därmed anses tillförlitlig och replikerbar.

3.9.3 Validitet

Bryman och Bell (2011) beskriver validitet som den bedömning som görs av de slutsatser som en undersökning genererat och dess riktighet (Bryman & Bell, 2011). Författarna delar in validitet i fyra kategorier: begreppsvaliditet, intern validitet, extern validitet samt ekologisk validitet.

Begreppsvaliditet är ett kriterium som främst gäller kvantitativ forskning och handlar om hur väl begreppen som används i en studie verkligen speglar dess betydelse. Syftet i denna studie är att studera långsiktig onormal avkastning efter ett företagsförvärv, och det är därför av stor

betydelse hur man mäter den långsiktiga avkastningen. BHAR med kontrollföretag som matchningsprincip tillämpas för att beräkna den onormala avkastningen, och valet av denna metod motiveras och diskuterats i avsnitt 3.4.1 BHAR samt 3.8.1 Onormal avkastning. Eftersom denna metod är att föredra för att mäta långsiktig onormal avkastning kan detta metodval anses öka validiteten i denna studie.

Bryman och Bell (2011) förklarar *intern validitet* som en slutsats som innefattar ett kausalt förhållande mellan två eller flera variabler är hållbar eller inte. Ett kausalt förhållande mellan X och Y innebär att det är X som påverkar variationen i Y och inte någon annan faktor. I denna studie avser den interna validiteten om de olika ägartyperna och ägarkoncentration är det som förklarar variationen av den onormala avkastningen för förvärvande företag. Den inre validiteten kan därför vara svår att säkerställa i denna studie, eftersom det med största sannolikhet även är andra faktorer som påverkar den onormala avkastningen under ett långt händelsefönster. Därmed har studien även inkluderat kontrollvariabler i regressionen för att kontrollera för ytterligare faktorerers effekter på den onormala avkastningen.

Extern validitet tar upp frågan om resultatet från en begränsad undersökning kan generaliseras (Bryman & Bell, 2011). I denna studie är det att de förvärv som är med i urvalet och de slutsatser som tas ska representera alla förvärv som gjorts i Sverige under motsvarande tidsperiod. Dock representerar dessa slutsatser endast de företag som faller under de kriterier som är presenterade i 3.4.3 *Urvalskriterium*. Det innebär att en studie, med andra urvalskriterier och under en annan tidsperiod, kan det leda till andra resultat. Därmed kan den externa validiteten för denna studies resultat först bekräftas i framtiden.

Ekologisk validitet appliceras på studier gjorda med enkätundersökningar och diskuteras därför inte i denna studie.

4. Resultat

I följande kapitel redogörs för de resultat som undersökningen har testat. Med hjälp av tabeller och figurer beskrivs först fördelningen av urvalet och sedan resultaten av t-test, Wilcoxons rank sum test samt regressionsanalyser av beroende variabeln BHAR12, BHAR24 och BHAR36.

4.1 Beskrivande statistik

4.1.1 Fördelning av urvalet

Det slutliga urvalet för studien inkluderar 97 genomförda företagsförvärv mellan åren 2001 och 2010. Tabell 4 - Panel A illustrerar en fördelning av när förvärven är genomförda. Det är en relativt jämn fördelning över tidsperioden, dock sker en stor del av urvalet, drygt 42 procent, mellan 2004 och 2007. Som tidigare förklarats är ägarstrukturen hos förvärvande företag bland annat klassificerade utifrån tre ägartyper. Antalet förvärvande företag med respektive ägartyp illustreras i Tabell 4 – Panel B, och visar alltså antalet företag som har definierats som familjeägt, utländskt ägt respektive tillhörande en sfär. Notera att det summerade antalet ägartyper i Panel B inte behöver uppgå till urvalets 97 urvals företag, eftersom ett företag kan falla under flera typer av ägande. Den mest förekommande ägartypen är familjeägda företag medan utländskt ägda företag är den minst förekommande. Eftersom det endast finns åtta utländskt ägda företag, av det totala urvalet på 97 företag, bör resultaten från denna grupp tolkas med viss försiktighet. Vidare visar Tabell 4 - Panel C antalet företag som är klassificerade som mer än en ägartyp. Detta kan antingen bero på att en enskild ägare klassificeras som flera olika ägartyper eller att ett företags ägartyper definieras utifrån flera ägare som har över 20 procent av rösträtterna. Observera att 23 av 25 företag som tillhör en sfär även klassificeras som familjeägt samt att 6 av 8 utländskt ägda företag även är familjeägda.

Tabell 4. Fördelning av genomförda förvärv per år och fördelning av företag för resp. ägartyp

Panel A. Fördelning av genomförda förvärv per år		
Årtal	Antal genomförda förvärv	% av genomförda förvärv
2001	3	3%
2002	5	5%
2003	10	10%
2004	2	2%
2005	14	14%
2006	17	18%
2007	20	21%
2008	10	10%
2009	6	6%
2010	10	10%
Totalt	97	100%

Panel B. Antal förvärvande företag med respektive ägartyp

Fördelning av antal företag med respektive ägartyp. Ett företag kan innefatta flera ägartyper. Antingen kan en enskild ägare falla under flera olika ägartyper eller kan företagets ägartyper definieras utifrån flera ägare som har över 20 procent av rösterna.

Typ av ägare	Antal företag
Familj	48
Sfär	25
Utländsk	8

Panel C. Antal förvärvande företag med minst två ägartyper

Företag med minst två ägartyper. Antingen kan en enskild ägare falla under flera olika ägartyper eller kan företagets ägartyper definieras utifrån flera ägare som har över 20 procent av rösterna.

Typ av ägare	Antal företag
Familj & Sfär	23
Sfär & Utländsk	3
Utländsk & Familj	6
Familj, Sfär & Utländsk	3

4.2 Resultat vid hypotesprövning per ägartyp & ägarkoncentration

I denna del av studien testas och presenteras resultaten från t-testen samt Wilcoxon rank sum testen för ägarkoncentration samt respektive ägartyp. Testernas avsikt är att utreda om den onormala avkastningen för en viss ägartyp skiljer sig från den onormala avkastningen för företag som inte tillhör den ägartypen. Dessa test utförs på alla tre händelsefönster.

4.2.1 Koncentration av ägande

I tabell 5 återfinns resultaten från t-test och Wilcoxon's test för koncentration av ägande. Den onormala avkastningen för företag med hög ägarkoncentration (1), har för samtliga händelsefönster högre medel- och medianvärden än för företag med låg ägarkoncentration (0). Företag med hög ägarkoncentration har medelvärden för onormal avkastning mellan -10,4 och -4,4 procent medan motsvarande värden för gruppen med låg koncentration är mellan -13,0 och -9,2 procent. Jarque-Bera-testet visar att alla händelsefönster förutom BHAR36 är normalfördelade (se *bilaga B2.7*). För att avgöra om nollhypotesen kan förkastas eller inte, används således t-testet för BHAR12 och BHAR24 samt Wilcoxon's rank sum test för BHAR36, i enlighet med diskussionen i *del 3.3.1 T-test, Wilcoxon's rank sum test och hypotesprövning*. Resultaten indikerar således att företag med hög ägarkoncentration har högre onormal avkastning än företag med låg ägarkoncentration. För BHAR36 är skillnaden mellan grupperna mest påtaglig, där medianen för företag med hög ägarkoncentration är 14,5 procent men -15,1 procent för företag med låg ägarkoncentration. Trots detta är inga resultat statistiskt signifikanta, vilket indikerar att det inte finns något samband mellan ägarkoncentration och långsiktig onormal avkastning för förvärvande företag.

Tabell 5. Buy and hold abnormal returns för hög respektive låg ägarkoncentration

Onormal medel- och medianavkastning för 97 förvärvande företag 12, 24 respektive 36 månader efter förvärvstransaktion mellan åren 2001 och 2010. Förvärvande företag noterade på OMXS, NGM, First North eller Aktietorget. Onormal avkastning har beräknats som BHAR med kontrollföretag som har matchas utifrån land, industri och storlek. Dummy (1), hög ägarkoncentration, består av 49 företag med ett Herfindahls index över 0,093 och dummy (0), låg ägarkoncentration, innefattar 48 företag med ett Herfindahls index under 0,093. Symbolerna ***, ** och * symboliserar signifikansen på 1 %-, 5 %- respektive 10 %-nivå.

Händelsefönster	Hög (1)/ Låg (0) Ägarkoncentration		<i>p</i> -värde		<i>p</i> -värde
		Medel	T-test	Median	Wilcoxon
BHAR12	1	-0,104452	0,8251	-0,00363	0,4773
	0	-0,130116		-0,10736	
BHAR24	1	-0,043936	0,7849	0,044225	0,2807
	0	-0,09214		-0,07464	
BHAR36	1	-0,048808	0,8459	0,145415	0,1855
	0	-0,098864		-0,15159	

4.2.2 Familjeägande

Resultaten från t-test och Wilcoxon's rank sum test för familjeägande presenteras i tabell 6. Den onormala avkastningen för familjeägda företag (1), har för samtliga händelsefönster lägre medel- och medianvärden än för företag som inte ägs av en familj (0), förutom vid BHAR36 där medianvärdet för familjeägda företaget är större. Tabellen visar att medelvärden för onormal avkastning under samtliga händelsefönster sträcker sig från -18,2 till -14,5 procent för företag ägda av en familj. Motsvarande medelvärden för företag icke ägda av en familj är -9,0 till 3,2 procent. Eftersom både händelsefönster BHAR12 och BHAR24 är normalfördelade så föredras t-testet medan BHAR36, som inte är normalfördelad, är Wilcoxon's rank sum test mest relevant. Inget av testerna visar dock statistisk signifikanta resultat för något av händelsefönsterna och således kan inte nollhypotesen förkastas. Detta indikerar att det inte finns någon skillnad i långsiktig onormal avkastning mellan familjeägda företag och företag som inte ägs av familjer.

Tabell 6. Buy and hold abnormal returns för familjeägda respektive ej familjeägda företag

Onormal medel- och medianavkastning för 97 förvärvande företag 12, 24 respektive 36 månader efter förvärvstransaktion mellan åren 2001 och 2010. Förvärvande företag noterade på OMXS, NGM, First North eller Aktietorget. Onormal avkastning har beräknats som BHAR med kontrollföretag som har matchas utifrån land, industri och storlek. Dummy (1), familj, består av 48 företag med en familj eller privatperson med minst 20 % rösträtt och dummy (0), ej familj, innefattar resterande 49 företag. Symbolerna ***, ** och * symboliserar signifikansen på 1 %-, 5 %- respektive 10 %-nivå.

Händelsefönster	Familj (1) Ej familj (0)		<i>p</i> -värde		<i>p</i> -värde	
		Medel	T-test	Median	Wilcoxon	
BHAR12	1	-0.145368	0,6336	-0.049590	0,9454	
	0	-0.090035		-0.035080		
BHAR24	1	-0.160899	0,2979	-0.079305	0,5045	
	0	0.022435		-0.014060		
BHAR36	1	-0.182449	0,404	0.034020	0,809	
	0	0.032049		-0.151590		

4.2.3 Sfär-tillhörighet

Resultaten från t-test och Wilcoxon's rank sum test för sfär-tillhörighet återfinns i tabell 7. Den onormala avkastningen för sfär-tillhörande företag (1), har för samtliga händelsefönster högre medel- och medianvärden än för företag som tillhör en sfär (0). Företag som tillhör en sfär har medelvärden för onormal avkastning som sträcker sig mellan 8,6 och 21,9 procent för

de tre händelsefönsterna. För företag som inte tillhör en sfär är motsvarande medelvärden mellan -18,8 och -16,7 procent. Jarque-Bera visar att både BHAR12 och BHAR24 är normalfördelade medan BHAR36 inte är normalfördelad. Följaktligen används t-testet för BHAR12 och BHAR24 samt Wilcoxons rank sum test för BHAR36 för att avgöra om nollhypotesen kan förkastas eller inte. Resultaten för samtliga händelsefönster visar att företag tillhörande en sfär har en statistiskt signifikant högre onormal avkastning än företag som inte tillhör en sfär, på en fem respektive tio procents signifikansnivå. Dessa resultat indikerar att det finns ett positivt samband mellan sfär-tillhörighet och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget.

Tabell 7. Buy and hold abnormal returns för sfär-tillhörande respektive ej sfär-tillhörande företag

Onormal medel- och medianavkastning för 97 förvärvande företag 12, 24 respektive 36 månader efter förvärvstransaktion mellan åren 2001 och 2010. Förvärvande företag noterade på OMXS, NGM, First North eller Aktietorget. Onormal avkastning har beräknats som BHAR med kontrollföretag som har matchas utifrån land, industri och storlek. Dummy (1), sfär, består av 25 företag med en sfärtillhörighet vars rösträtt är minst 20 % och dummy (0), ej sfär, innefattar resterande 72 företag. Symbolerna ***, ** och * symboliserar signifikansen på 1 %, 5 %- respektive 10 %-nivå.

Händelsefönster	Sfär (1)	Medel	<i>p-värde</i>	Median	<i>p-värde</i>
	Ej sfär (0)		T-test		Wilcoxon
BHAR12	1	0.085723	0,0371**	0.138257	0,0257**
	0	-0.187951		-0.154335	
BHAR24	1	0.216031	0,0554*	0.275800	0,0078***
	0	-0.167008		-0.164885	
BHAR36	1	0.219470	0,177	0.223180	0,0117**
	0	-0.176026		-0.185075	

4.2.3 Utländskt ägda företag

Tabell 8 visar resultaten från t-test och Wilcoxons rank sum test för utländskt ägande. Den onormala avkastningen för utländskt ägda företag (1) har för samtliga händelsefönster lägre medel- och medianvärden än för företag som inte ägs av en utländsk ägare (0). Jarque-Bera visar att både BHAR12 och BHAR24 är normalfördelade medan BHAR36 inte är normalfördelad. Följaktligen används t-testet för BHAR12 och BHAR24 samt Wilcoxons rank sum test för BHAR36 för att avgöra om nollhypotesen kan förkastas eller inte. Resultaten efter tolv månader visar att den genomsnittliga onormala avkastningen för företag med utländskt ägande är -51,6 procent. Motsvarande värde för företag som inte ägs av en

utländsk ägare är -8,1 procent. Dessa resultat är signifikanta på en fem procent signifikansnivå vilket indikerar att utländskt ägda företag har lägre genomsnittlig onormal avkastning i förhållande till företag som inte är utländskt ägda. Samma indikation gäller resultaten efter 24 månader, dock är dessa resultat signifikanta på en tio procent signifikansnivå. Vidare visar medianen efter 36 månader att utländskt ägda företag har en lägre negativ onormal avkastning (-8,2 procent) än företag utan utländskt ägande (-11,2 procent). Dessa resultat är inte statistiskt signifikanta, men det bör ändå noteras att de indikerar ett motsatt samband än tidigare händelsefönster eftersom utländska företag har högre BHAR än företag som inte ägs av en utländsk ägare. Resultaten indikerar således att det finns ett negativt samband mellan utländskt ägande och onormal avkastning efter 12 respektive 24 månader för det förvärvande företaget.

Tabell 8. Buy and hold abnormal returns för utländskt ägda respektive ej utländskt ägda företag

Onormal medel- och medianavkastning för 97 förvärvande företag 12, 24 respektive 36 månader efter förvärvstransaktion mellan åren 2001 och 2010. Förvärvande företag noterade på OMXS, NGM, First North eller Aktietorget. Onormal avkastning har beräknats som BHAR med kontrollföretag som har matchas utifrån land, industri och storlek. Dummy (1), utländsk, består av åtta företag med en utländsk ägare med minst 20 % rösträtt och dummy (0), ej utländsk, innefattar resterande 89 företag. Symbolerna ***, ** och * symboliserar signifikansen på 1 %-, 5 %- respektive 10 %-nivå.

Händelsefönster	Utländsk (1) Ej utländsk (0)	Medel	<i>p</i> -värde T-test	Median	<i>p</i> -värde Wilcoxon
BHAR12	1	-0.515557	0,0376**	-0.395280	0,0377**
	0	-0.081628		-0.006390	
BHAR24	1	-0.573549	0,0838*	-0.458620	0,1875
	0	-0.022870		-0.016570	
BHAR36	1	-0.529256	0,2878	-0.082755	0,5953
	0	-0.033180		-0.112360	

4.3 Regressionsanalys

I följande avsnitt presenteras resultatet från regressionsanalysen. Eftersom studien behandlar BHAR med tre olika händelsefönster (12, 24 respektive 36 månader) genomförs tre separata regressioner där BHAR12, BHAR24 och BHAR36 är den oberoende variabeln i respektive regression. Först presenteras resultatet för varje enskild förklarande variabel i respektive regression som ställs i relation till den tidigare formulerade hypotesen. Därefter presenteras resultatet för regressionsmodellerna som helhet, genom att presentera determinationskoefficienten för varje enskild regression.

4.3.1 Ägarkoncentration

Med bakgrund i redogörelsen av teori och litteratur gällande ägarkoncentration i avsnitt 2.3.1 *Koncentration av ägande*, formulerades hypotesen att ägarkoncentrationen i det förvärvande företaget har ett positivt samband med den onormala avkastningen på lång sikt efter förvärvet. Den kontinuerliga variabeln HERF_IND, vilken representerar graden av ägarkoncentration i det förvärvande företaget, har en negativ regressionskoefficient för BHAR12 regressionen (-0,0283) men en positiv regressionskoefficient för BHAR24 respektive BHAR36 regressionerna (0,1746; 0,3074). När Herfindahl Index ökar med en enhet, minskar således BHAR12 i genomsnitt med 0,03, givet att allt annat är konstant. BHAR24 och BHAR36 ökar däremot i genomsnitt med 0,17 respektive 0,31 när Herfindahl Index ökar med en enhet, givet att allt annat är konstant. T-testet för denna variabel ger dock inget signifikant resultat i någon av regressionerna, då p-värdet är betydligt större än 0,10 i respektive regression. Det kan således inte påvisas något statistiskt signifikant samband mellan ägarkoncentration och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget.

4.3.2 Familjeäggande

Med bakgrund i redogörelsen av teori och litteratur gällande familjer som ägare i avsnitt 2.3.2 *Familjeäggande*, formulerades hypotesen att det finns ett positivt samband mellan familjeäggande och den onormala avkastningen på lång sikt efter förvärvet för det förvärvande företaget. Regressionskoefficienten för dummy-variabeln DV_FAMILJ, som antar värdet 1 när det förvärvande företaget har definierats som familjeägt, är negativ för samtliga regressioner (-0,2503; -0,4831; -0,5536). Förvärvande familjeägda företag har således i genomsnitt högre BHAR efter 12, 24 respektive 36 månader jämfört med förvärvande företag som inte är familjeägda, givet att allt annat är konstant. T-testet för denna variabel ger

signifikant resultat i samtliga regressionerna. För BHAR12 och BHAR36 är resultatet signifikant på en tio procents signifikansnivå, medan resultatet för BHAR24 regressionen är signifikant på en fem procents signifikansnivå. Det kan således visas ett statistiskt signifikant negativt samband mellan familjeäggande och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget.

4.3.3 Sfar-tillhörighet

Med bakgrund i redogörelsen av teori och litteratur gällande företag som tillhör en sfär i avsnitt 2.3.3 *Sfar-tillhörighet*, formulerades hypotesen att det finns ett positivt samband mellan sfär-tillhörighet och onormal avkastning på lång sikt efter förvärvet för det förvärvande företaget. Dummy-variabeln DV_SFÄR, som antar värdet 1 när det förvärvande företaget tillhör en sfär, har en positiv regressionskoefficient i samtliga regressioner (0,3877; 0,5935; 0,5899). Förvärvande företag som tillhör en sfär har således i genomsnitt högre BHAR efter 12, 24 respektive 36 månader jämfört med förvärvande företag som inte tillhör en sfär, givet att allt annat är konstant. T-testet för denna variabel ger signifikanta resultat på en fem procents signifikansnivå i regressionerna med BHAR12 och BHAR24, då p-värdet är mindre än 0,05 i dessa regressioner. Resultatet för BHAR36 är dock inte signifikant, eftersom p-värdet för DV_SFÄR i denna regression är 0,1239. Det kan således endast påvisas ett statistiskt signifikant samband mellan sfär-tillhörighet och onormal avkastning efter 12 respektive 24 månader för det förvärvande företaget.

4.3.5 Utländskt ägande

Med bakgrund i redogörelsen av teori och litteratur gällande utländska ägare i avsnitt 2.3.4 *Utländskt ägande*, formulerades hypotesen att det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande och den onormala avkastningen på lång sikt efter förvärvet för det förvärvande företaget. Regressionskoefficienten för dummy-variabeln DV_UTLÄNDSK, som antar värdet 1 när det förvärvande företaget har definierats som utländskt ägt, är negativ i samtliga regressioner (-0,4395; -0,5274; -0,4601). Förvärvande företag med utländska starka ägare har således i genomsnitt lägre BHAR efter 12, 24 respektive 36 månader jämfört med förvärvande företag som inte ägs av utländska ägare. Av totalt 97 förvärvande företag i urvalet har endast åtta definierats som utländskt ägda, och således bör resultatet av regressionsanalysen för denna variabel tolkas med försiktighet. T-testet för denna variabel ger signifikanta resultat på en fem och tio procents signifikansnivå i regressionerna med BHAR12 respektive BHAR24.

Resultatet för BHAR36 är dock inte signifikant, eftersom p-värdet för DV_UTLÄNSK i denna regression är 0,3306. Det kan således endast visas ett statistiskt signifikant samband mellan utländskt ägande och onormal avkastning efter 12 respektive 24 månader för det förvärvande företaget.

4.3.6 Förklaringsgrad - R²

I regressionen med BHAR12 som beroende variabel har determinationskoefficienten R² ett värde på 0,1958. Detta värde indikerar att de oberoende variablerna i regressionsmodellen kan förklara 19,58 procent av variansen i BHAR12. F-testet för denna regression genererar ett p-värde på 0,0057 vilket innebär att resultatet är signifikant på en signifikansnivå av en procent. Eftersom F-testet är signifikant, innebär det att minst en av de oberoende variablerna har ett linjärt samband med BHAR12. Detta stämmer överens med resultatet för BHAR12 eftersom de förklarande variablerna DV_FAMILJ, DV_SFÄR och DV_UTLÄNSK samt kontrollvariabeln DV_CASHONLY var signifikanta.

I regressionen med BHAR24 som beroende variabel har determinationskoefficienten R² ett värde på 0,1413. Således kan de oberoende variablerna i regressionsmodellen förklara 14,13% av variansen i BHAR24, vilket är mindre än vad som kunde förklaras i regressionsmodellen för BHAR12. F-testet för denna regression genererar ett p-värde på 0,0525 vilket innebär att resultatet är statistiskt signifikant på en tio procents signifikansnivå. Det är således minst en av de oberoende variabel som har ett linjärt samband med BHAR24.

I regressionen med BHAR36 som beroende variabel har determinationskoefficienten R² ett värde på 0,0750. Detta värde indikerar att de oberoende variablerna i regressionsmodellen kan förklara 7,5 procent av variansen i BHAR36, vilket är mindre än vad som kunde förklaras i regressionsmodellen med BHAR12 och BHAR24. F-testet för denna regression genererar dock ett p-värde på 0,4154 vilket innebär att resultatet inte är statistiskt signifikant.

Enligt ovan förddiskussion visar determinationskoefficienten en minskad förklaringsgrad för var år som studeras. Detta kan ha sin förklaring i att ju längre tidsperiod som studeras desto större chans är det att det sker händelser som kan påverka (Rehm, Uhlaner & West, 2012; Fama, 1998). Om den onormala avkastningen påverkas av andra faktorer utöver de oberoende

variablerna, vilket med större sannolikhet sker ju längre händelsefönster som tillämpas, blir således förklaringsgraden av den onormala avkastningen lägre.

Tabell 9. Resultat av respektive regressionsmodell

Regressionsresultat för 97 förvärvande företag 12, 24 respektive 36 månader efter förvärvstransaktion mellan åren 2001 och 2010. Förvärvande företag är noterade på OMXS, NGM, First North eller Aktietorget. Onormal avkastning beräknas som BHAR med kontrollföretag som matchas utifrån land, industri och storlek. Symbolerna ***, ** och * betecknar signifikant resultat på 1%-, 5%- respektive 10%-nivå.

		BHAR12	BHAR24	BHAR36
C	<i>koefficient</i>	-0,3918	-0,4521	-0,8795
	<i>p-värde</i>	0,4425	0,5724	0,4683
HERF_IND	<i>koefficient</i>	-0,0283	0,1746	0,3074
	<i>p-värde</i>	0,9541	0,8210	0,7923
DV_FAMILJ	<i>koefficient</i>	-0,2503	-0,4831	-0,5536
	<i>p-värde</i>	0,0762*	0,0301**	0,0985*
DV_SFÄR	<i>koefficient</i>	0,3877	0,5935	0,5899
	<i>p-värde</i>	0,0172**	0,0202**	0,1239
DV_UTLÄNDSKT	<i>koefficient</i>	-0,4395	-0,5274	-0,4601
	<i>p-värde</i>	0,0288**	0,0932*	0,3306
DV_CASHONLY	<i>koefficient</i>	0,3091	0,1808	0,2147
	<i>p-värde</i>	0,0267**	0,4040	0,5122
LOG_FIRM_SIZE	<i>koefficient</i>	0,0210	0,0334	0,0600
	<i>p-värde</i>	0,5674	0,5624	0,4920
REL_DEAL_SIZE	<i>koefficient</i>	-0,0268	-0,0178	0,0505
	<i>p-värde</i>	0,5496	0,7998	0,6349
R ²	<i>koefficient</i>	0,1958	0,1413	0,0750
	<i>p-värde</i>	0,0057***	0,0525*	0,4154

5. Analys

5.1 Ägarkoncentration

För att testa om BHAR skiljer sig för företag med låg respektive hög ägarkoncentration, genomförs ett t-test och Wilcoxon rank sum test. Resultatet från dessa test indikerar att BHAR efter 12, 24 respektive 36 månader inte skiljer sig signifikant mellan företag med låg respektive hög ägarkoncentration. Detta resultat är i enlighet med resultatet från regressionsanalysen. Regressionskoefficienterna för den kontinuerliga variabeln HERF_IND är inte signifikant för någon av regressionerna, och således visar regressionsanalysen att det inte finns något samband mellan ägarkoncentration och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget. Detta resultat är i kontrast till vår initiala hypotes. Teori och tidigare litteratur gällande koncentration av ägande antyder både ett positivt och negativt samband mellan ägarkoncentration och prestation. Detta kan förklara varför resultatet i denna studie visar att det inte finns något samband mellan ägarkoncentration och prestation vid förvärv.

Utifrån det traditionella agentproblemet, har ägare med stora aktieandelar incitament att själva spendera privata resurser för att övervaka företagsledningen samt har makten att utöva påtryckningar för att påverka den (Shleifer & Vishnu, 1997; Andres, 2008). Incitamentet och förmågan hos stora ägare att övervaka företagsledningen medför att ledningens handlingsfrihet kan kontrolleras och därigenom begränsa beslutsfattande som inte är i enlighet med aktieägarnas intresse (Jensen & Meckling, 1976). Om en företagsledning genomför ett förvärv där motivet inte är att skapa värde för aktieägarna, bör stora aktieägare upptäcka detta då de har incitament att övervaka ledningen. Eftersom en stor aktieägare dessutom har makten att påverka ledningen genom sina rösträtter kan de utnyttja sin makt för att avsätta en ledning som genomför ett förvärv för att erhålla personliga förmåner. Ett företag med hög ägarkoncentration, och således stora aktieägare, bör följaktligen kunna övervaka och påverka företagsledningen så att de inte kan fullborda ett förvärv som inte kommer skapa värde för aktieägarna. Om förvärv där motivet är att erhålla privata förmåner kan förhindras, bör de förvärv som faktiskt fullbordas rimligtvis skapa värde för aktieägarna, eftersom motiven bakom dessa förvärv är att skapa värde för förvärvarens aktieägare. Utifrån denna aspekt av koncentrerat ägarskap, kan stora ägare även använda sin makt för att säkerställa att implementering av förvärvet genomförs på ett sätt som ser till aktieägarnas långsiktiga intresse.

Koncentration av ägande kan emellertid leda till en annan typ av agentproblem, som grundar sig i konflikter mellan stora kontrollerande ägare och minoritetsägare. Utifrån denna typ av agentkonflikt kan stora ägare använda sin rösträtt för att ta beslut som maximerar sin egen nytta, vilket nödvändigtvis inte gynnar de andra aktieägarna (Andres, 2008; Shleifer & Vishnu, 1997). Således kan stora aktieägare utnyttja sin makt för att maximera sin egen nytta på bekostnad av mindre aktieägare (Maury & Pajuste, 2004; Villalonga & Amit, 2006). Detta innebär att stora ägare kan använda sin rösträtt för att utöva påtryckningar på företagsledningen för att få igenom ett förvärv som gynnar dem själva men inte övriga aktieägare. Om det bakomliggande motivet för förvärvet inte är potentiella synergieffekter, ökat marknadsinflytande eller unik information, kommer förvärvet därför sannolikt inte skapa värde för övriga aktieägarna. Det kan även innebära att stora ägare utnyttjar sin makt för att få ledningen att implementera förvärvet på ett sätt som gynnar dem själva men inte övriga aktieägare. Ju högre ägarkoncentration det förvärvande företaget har desto mer kontroll har de stora ägarna över företaget och följaktligen mer makt att agera på bekostnad av övriga ägare.

De motstridiga implikationerna av de olika agentkonflikterna indikerar således att koncentration av ägande kan generera både positiva och negativa effekter för hur det förvärvande företag presterar. Urvalet av förvärvande företag med hög ägarkoncentration kan följaktligen uppvisa både ett positivt och negativt samband med onormal avkastning på lång sikt. Detta kan förklara varför det sammantaget inte finns något signifikant samband mellan ägarkoncentration och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget.

I kontrast till resultatet i denna studie, visar Yen & André (2007) att det finns ett positivt samband mellan ägarkoncentration och värdeskapande för det förvärvande företag. Yen och André (2007) studerar utvecklingen av EBITDA ett år innan och tre år efter förvärvet och visar att värdeskapande företagsförvärv är förenat med högre nivåer av ägarkoncentration, där resultatet är statistiskt säkerställt. Yen och André (2007) tillämpar dock EBITDA som mått på värdeskapande, till skillnad från denna studie som studerar onormal avkastning. Dessutom skiljer sig författarnas mått av ägarkoncentration från denna studie, i och med att de tillämpar dummyvariabler för olika gränsvärden av en den största ägarens andel rösträtter. Denna skillnad bör emellertid inte vara avgörande för resultatet. Deras studie är således jämförbar med denna eftersom båda studerar värdeskapande av ett förvärv på lång sikt. Däremot är de inte helt jämförbara eftersom Yen och André (2007) tillämpar ett annat mått på värde. Ett operativt prestationsmått som EBITDA speglar den historiska prestationen medan ett aktiepris

speglar förväntningar på ett företags framtida lönsamhet, och således kan de anses mäta olika typer av värde. Förväntningarna dock påverkas av hur det går för företaget i nuläget, alltså baserat på deras operativa prestationsmått. Skillnaderna i resultaten skulle således kunna förklaras av att studierna tillämpar olika mått och följaktligen mäter olika typer av värde. Skillnaderna skulle emellertid även kunna bero på att beteendet hos ägare till anglosaxiska företag 1997-2001 skiljer sig från beteende hos ägare till svenska företag 2001-2010.

Vidare undersöker Caprio, Croci och Guidice (2011) bland annat hur ägarkoncentrationen påverkar onormal avkastning på kort sikt efter ett företagsförvärv. Författarna visar att ju större rösträtt den största ägaren besitter desto högre onormal avkastning, men utan signifikanta resultatet. Således är resultatet i denna studie i enlighet med Caprio, Croci och Guidice (2011). Författarna tillämpar dock kortsiktigt CAR för att studera värdeskapande av förvärv, medan denna studie tillämpar långsiktig BHAR. Dessutom definierar författarna ägarkoncentration utifrån den största ägaren medan denna studie inkluderar de fem största ägarna (båda i termer av rösträtt). Således studeras onormal avkastning i båda studierna, men tidsaspekten av värdeskapandet samt definitionen av ägarkoncentration skiljer sig mellan studierna.

Sammanfattningsvis visar resultaten att det inte finns något samband mellan ägarkoncentration och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget. Detta resultat kan förklaras av de motstridiga implikationerna av ägarkoncentration. Koncentration av ägande kan dels leda till att den starka ägaren övervakar och kontrollerar företagsledningen och därigenom ser till att förvärv genomförs för att skapa värde för aktieägarna. Den starka ägaren kan dock utnyttja sin makt för att utöva påtryckningar på företagsledningen för att få igenom ett förvärv som gynnar dem själva men inte övriga aktieägare. Således kan de olika effekterna av en stark ägares agerande ta ut varandra, vilket kan förklara varför det inte finns något samband.

5.2 Familjeägande

T-testen och Wilcoxon's rank sum testen för familjeägande, visar inga signifikanta resultat för något händelsefönster. Trots det visar regressionerna på samtliga händelsefönster att det finns ett negativt samband mellan familjeägande och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget, med signifikansnivåer på fem och tio procent. De avvikande resultaten

mellan de gruppvisa testerna och regressionsanalysen kan bero på variansen i residualerna. T-testet och Wilcoxon's rank sum test testar endast medel- och medianvärdesskillnaderna mellan familjeägda och icke familjeägda företag. Existerar det då för mycket oförklarad variation blir resultaten insignifikanta på grund av för hög varians i residualerna. När sedan andra förklarande variabler adderas i regressionen kan variationen i residualerna bli lägre vilket således ger en högre signifikans.

I kontrast till studiens initiala hypotes om familjeäggande, indikerar resultaten från regressionsanalysen på motsatt effekt. Det finns emellertid teori och tidigare litteratur beträffande familjeäggande som kan förklara varför resultatet visar ett negativt samband mellan DV_FAMILJ och BHAR efter ett förvärv. Villalonga och Amit (2006) menar att starka familjeägare har större incitament att fatta beslut som gynnar dem själva på bekostnad av övriga ägare. Detta eftersom de inte behöver fördela nyttan av ett sådant beslut på flera oberoende ägare. Starka familjeägare kan således ha incitament att uppmuntra ledningen till att fullborda ett förvärv och/eller genomföra implementeringsåtgärder som gynnar familjen på bekostnad av övriga aktieägare. Ytterligare en aspekt av familjeäggande är att företagsledningen i familjeägda företag ofta agerar fördelaktigt för den kontrollerande familjen och inte de övriga aktieägarna (Morck & Yeung, 2003). Detta kan i sin tur underlätta för starka familjeägare att påverka ledningen att fullborda ett förvärvsbeslut som maximerar familjens egen nytta, vilket i sin tur inte behöver gynna de andra ägarna. Dessutom blir agentkostnaderna större för ett förvärvande familjeföretag jämfört med företag som inte ägs av en familj (Bauguess & Stegemoller, 2008). Utifrån dessa perspektiv, antyder resultatet i denna studie att starka familjeägare uppmuntrar företagsledningen till beslut och åtgärder som gynnar familjen på bekostnad av övriga aktieägare. Företag med starka familjeägare uppmuntras således till att fullborda förvärv eller implementeringsåtgärder som resulterar i negativa effekter för övriga aktieägare.

I likhet med denna studies resultat finns det studier som finner ett negativt samband mellan familjeäggande och värdeskapande av ett förvärv för det förvärvande företaget. Shim och Okamuros (2011) studie av japanska företagssammanslagningar visar att familjeföretag är sämre på att skapa långsiktigt värde än icke familjeföretag vad gäller operativa prestationsmått. Shim och Okamuro (2011) studerar således långsiktigt värdeskapande, i likhet med denna studie, men tillämpar ett annat mått på värde. Som tidigare nämnt, speglar ett operativt prestationsmått den historiska prestationen medan ett aktiepris speglar

förväntningar på ett företags framtida lönsamhet, vilket gör att de kan anses mäta olika typer av värde. Förväntningarna kan dock påverkas av hur det går för företaget i nuläget, alltså baserat på deras operativa prestationsmått, och således är de olika måtten av värde ändå kopplade till varandra. Detta kan förklara varför resultatet från deras och denna studie överensstämmer, trots att man tillämpar olika mått på värdeskapande vid ett förvärv. En annan studie vars resultat också indikerar ett negativt samband är Bauguess och Stegemoller (2008) som studerar den onormala avkastningen för förvärvande företag, i likhet med denna studie. Författarna studerar dock onormal avkastning dagarna runt ett förvärv, och tillämpar således ett kortsiktigt perspektiv av värdeskapande. Författarnas resultat indikerar att familjeföretag har en statistiskt signifikant lägre avkastning på kort sikt än företag som inte styrs av en familj.

I motsats till denna studies resultat, finns det studier som visar att familjeägda företag är bättre på att skapa värde efter ett förvärv än företag som inte ägs av familjer. Caprio, Croci och Guidice (2011) samt Ben-Amar och André (2006) undersöker den onormala avkastningen efter ett förvärv, i likhet med denna studie, men studerar detta på kort sikt. Båda studiernas resultat visar att familjeägda företag har en högre onormal avkastning i förhållande till de icke familjeägda företagen. Ben-Amar och André menar att en anledning till detta är att marknaden inte uppfattar att familjeföretag använder företagsförvärv för att utvinna privata förmåner på bekostnad av mindre aktieägare. Denna förklaring är baserad på resultaten som är gjorda på kort sikt. Vidare visar Bouzgarrou och Navattes studie från 2013 att familjeägda företag skapar mer värde efter förvärv på både kort och lång sikt, där resultaten endast är signifikanta på kort sikt. Författarna studerar onormal avkastning genom att tillämpa CAR vid både lång och kort sikt. Det insignifikanta resultatet på lång sikt kan bero på att de tillämpar CAR istället för BHAR med kontrollföretag, vilket är den metod som förespråkas av Conrad och Kaul (1993) samt Barber och Lyon (1997) när långsiktig onormal avkastning studeras.

Att merparten av tidigare studiers tidsperspektiv av onormal avkastning skiljer sig från denna studie, bör dock inte betyda att studierna är ojämförbara. Om aktiepriset för ett förvärvande företag stiger på kort sikt efter förvärvet bör denna ökning kunna upprätthållas på lång sikt om företaget lyckas realisera det potentiella värdet av ett förvärv. Om företaget inte lyckas realisera värdet kommer aktiepriset troligen sjunka eftersom aktiemarknaden då inte längre kan motivera de förväntningar man hade vid tillkännagivandet. Således bör studierna vara jämförbara trots att man tillämpar olika tidsperspektiv av onormal avkastning efter ett förvärv.

Att studera aktiekursen på lång sikt efter ett förvärv kan därför vara ett sätt att undersöka hur ett företag lyckas realisera det potentiella värdet, men är även förknippat med en risk att aktiepriset påverkas av andra faktorer och händelser.

Definitionen av familjeägda företag skiljer sig markant mellan olika tidigare studier, så även för denna studie. Detta kan vara en förklaring till varför resultaten från dessa undersökningar avviker från varandra. Bouzgarrou och Navatte (2013) definierar ett familjeägt företag som ett företag där en familj eller individ är den största aktieägaren med minst tio procent rösträtt. För Shim och Okamuro (2011) är det ett familjeföretag om grundaren eller dennes familj är bland de tio största ägarna eller med i högsta ledningen. Pérez-González (2001) menar att familjemedlemmar som är aktiva i ett företags ledning kan påverka företagets värde negativt. Detta förklaras av att valet av en familjemedlem som VD kan ha negativa effekter om personen är inkompetent eller saknar expertis att sköta verksamheten. Att inkludera eller exkludera familjemedlemmars medverkande i definitionen av ett familjeägt företag kan således ha en möjlig påverkan på undersökningars utfall. I denna studie separeras inte familjeledda företag från familjeägda företag. Följaktligen går det inte att avgöra om det negativa sambandet mellan familjeäggande och onormal avkastning efter ett företagsförvärv beror på familjemedlemmars aktiviteter i företagsledningen.

Sammanfattningsvis indikerar resultaten från denna studie att familjeägda företag genererar en lägre onormal avkastning efter ett förvärv än icke familjeägda företag. Att familjeägda företag är sämre på att skapa värde kan dels förklaras av att familjer fattar beslut som gynnar dem själva på bekostnad av de övriga aktieägarna. Detta kan även underlättas av att företagsledningen i familjeägda företag ofta agerar fördelaktigt för den kontrollerande familjen och inte de övriga aktieägarna. Dessutom blir agentkostnaderna högre när ett familjeägt företag förvärvar vilket bidrar till de negativa effekterna.

5.3 Sfär-tillhörighet

T-test, Wilcoxon's rank sum test samt en regressionsanalys genomförs för samtliga händelsefönster för att undersöka om sfär-tillhörande företag har en högre BHAR än de företag som inte tillhör en sfär. Resultaten efter 12 och 24 månader indikerar, för samtliga tester, att det finns ett positivt samband mellan sfär-tillhörighet och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget, med signifikansnivåer på fem och tio procent.

Resultaten efter 36 månader skiljer sig dock mellan testerna vad gäller statistisk signifikans. Wilcoxon's rank sum test visar att BHAR36 för sfär-tillhörande företag är signifikant högre än för företag som inte tillhör en sfär. Regressionen visar däremot inget statistisk signifikant resultat efter 36 månader. De avvikande resultaten mellan de gruppvisa testerna och regressionsanalysen kan bero på att Wilcoxon's rank sum test endast testat om det finns en signifikant skillnad mellan medianvärdet (BHAR) för sfär-tillhörande företag och företag som inte tillhör en sfär. I regressionen tillkommer andra förklarande variabler, vilka ger en bättre förklaring för vilka variabler som förklarar den beroende variabeln, BHAR. Resultaten efter 36 månader visar således att det är andra variabler än just bara sfär-tillhörighet som gör att gruppernas resultat skiljer sig i Wilcoxon's rank sum test.

Resultaten för regressionen efter 12 och 24 månader indikerar, som ovan nämnts, att det finns ett positivt samband mellan sfär-tillhörighet och långsiktig onormal avkastning för förvärvande företag. Att resultaten inte är signifikanta efter 36 månader kan bero på att ett längre händelsefönster innebär att det finns mer tid för andra variabler, såsom efterföljande förvärv eller förändringar av ledningen, att påverka den onormala avkastningen (Rehm, Uhlaner & West, 2012; Fama, 1998). Följaktligen försvåras uppskattningen av sambandet mellan sfär-tillhörighet och BHAR36 eftersom det kan finnas andra faktorer, utöver sfär-tillhörande ägares incitament och beteende relaterat till förvärvet, som påverkar den onormala avkastningen.

Företag som tillhör en sfär har enligt Khanna och Rivkin (2001) billigare tillgång till kapital, arbetskraft och produktmarknader än deras konkurrenter. Dessutom menar författarna att utbyten internt inom sfären, i form av varor och tjänster, kan göras utan risker såsom överprissättning. Vid ett förvärvsbeslut kan således ett företag som tillhör en sfär dels ha tillgång till den kompetens som behövs för att göra ett korrekt beslut och dels ha tillgång till billigare kapital vid finansiering av företagsförvärvet vilket kan skapa värde för aktieägarna. Vidare kan även kompetensen vara betydelsefull vid det långsiktiga implementeringsarbetet efter ett förvärv. Yeh och Hoshino (2002) menar att ett lönsamt och långsiktigt tankesätt existerar i företag som tillhör en Keiretsu, vilket är ett japanskt nätverk av företag som i strukturen påminner om en sfär. Med sina nära relationer till banker, aktieägare och affärspartners blir nätverket ett effektivt sätt att övervaka sina företagsledningar och därigenom få dem att utföra aktiviteter som är långsiktiga och lönsamma. Denna struktur skapar, enligt Ferris, Kumar och Sarin (1995), en effektiv övervakning som jobbar för att

minska agentkonflikterna. Den effektiva övervakningen av ledningen innebär att företag som tillhör en sfär kan övervaka och påverka ledningen så att de agerar i sfärens långsiktiga intresse. Således kan ledningen i sfär-tillhörande företag hindras från att agera i sitt eget intresse, vilket innebär att förvärv eller implementeringsåtgärder för ett förvärv som inte motiveras av att skapa värde för aktieägarna kan undvikas. Dessa aspekter av sfär-tillhörande företag kan förklara det positiva sambandet mellan sfär-tillhörighet och onormal avkastning på lång sikt hos det förvärvande företaget.

Tidigare studier som undersöker sambandet mellan sfär-tillhörighet och värdeskapande efter ett företagsförvärv är, författarna veterligen, relativt begränsad. Doukas, Holmén och Travlos (2002) undersöker emellertid Sveriges två största konglomeratgrupper, Wallenberg- och SHB-sfären, och dess operationella utveckling vid diversifierande förvärv. Trots att författarna menar att företag tillhörande sfärer har billigare tillgång till kapital så visades ingen signifikant skillnad i operationella mått, vilket studerades på lång sikt efter ett förvärv. En annan studie som studerar företagsnätverk, vilket i sig kan liknas med en sfär, är Yeh och Hoshino (2002) som undersöker den operationella prestationen efter en sammanslagning för företag tillhörande en Keiretsu. Författarna finner att företag som tillhör en Keiretsu har sämre genomsnittlig operationell prestation än företag som inte tillhör en Keiretsu. Författarna menar att detta kan förklaras av att en Keiretsu fördelar resurserna inom nätverket, från de verksamheter som är "friska" till de verksamheter som är "svagare". Omfördelningar av resurser ökar således agentkostnaderna vilket i sin tur sänker företagens värde. Yeh och Hoshinos samt Doukas, Holmén och Travlos studier mäter värdeskapande med operationella mått, som lönsamhet och ROE, vilket skiljer sig från denna studie som undersöker onormal avkastning. Som tidigare nämnt, speglar ett operativt prestationsmått den historiska prestationen medan ett aktiepris speglar förväntningar på ett företags framtida lönsamhet, vilket gör att de kan anses mäta olika typer av värde. Förväntningarna kan dock påverkas av hur det går för företaget i nuläget, alltså baserat på deras operativa prestationsmått. Att tidigare studiers resultat skiljer sig från denna studie skulle således kunna förklaras av att studierna tillämpar olika mått och följaktligen mäter olika typer av värde. Dessutom studerar Yeh och Hoshinos sammanslagningar vilket skiljer sig från denna studie som undersöker förvärv.

Sammanfattningsvis indikerar resultaten från denna studie att företag tillhörande en sfär genererar en högre onormal avkastning efter ett förvärv än företag utan sfär-tillhörighet. Sfär-

företagens högre avkastning kan förklaras av att de kan få tillgång till kapital, arbetskraft och produktmarknader som är billigare än deras konkurrenter. Vidare kan det positiva sambandet bero på att sfärens struktur leder till en effektiv övervakning av företagsledningen, vilket i sin tur främjar långsiktiga och värdeskapande beslut

5.4 Utländskt ägande

För att testa om BHAR skiljer sig för företag med respektive utan utländska ägare, genomförs inledningsvis ett t-test och Wilcoxon rank sum test. Resultatet från dessa test indikerar att BHAR efter 12 och 24 månader är signifikant lägre hos utländskt ägda företag än hos företag utan utländska ägare. Efter 36 månader visas dock ingen signifikant skillnad mellan gruppernas BHAR. Detta resultat är i enlighet med resultaten från regressionsanalysen. Regressionskoefficienten för variabeln DV_UTLÄNSK är negativ i samtliga regressioner, där resultatet endast är signifikant för regressionerna med BHAR12 och BHAR24. Således visar regressionsanalysen att det finns ett negativt samband mellan utländskt ägande och onormal avkastning efter 12 respektive 24 månader för det förvärvande företaget.

Att det inte kan visas något samband mellan utländskt ägande och BHAR efter 36 månader kan bero på att vid tillämpning av ett längre händelsefönster finns det mer tid för att ytterligare händelser kan ske och därigenom påverka den onormala avkastningen (Fama, 1998; Rehm, Uhlner & West, 2012). Eftersom BHAR36 beräknas med ett längre händelsefönster finns det mer tid för ytterligare händelser och faktorer att påverka den onormala avkastningen, vilket i sin tur försvårar uppskattningen av hur förvärvshändelsen har påverkat den onormala avkastningen. Följaktligen försvåras även uppskattningen av sambandet mellan utländskt ägande och onormal avkastning 36 månader efter förvärvet, eftersom det kan finnas andra faktorer utöver utländska ägares incitament och beteende relaterat till förvärvet som påverkar den onormala avkastningen.

I kontrast till studiens initiala hypotes om utländskt ägande, indikerar resultaten från regressionsanalysen på motsatt effekt. Det finns emellertid teori och tidigare litteratur gällande utländskt ägande som kan förklara varför det visas ett negativt samband mellan DV_UTLÄNSK och BHAR efter ett förvärv. Kim (2011) visar att utländska ägare är mer benägna att ta risk. Utländska ägares benägenhet att ta risk kan därmed leda till att de uppmuntrar ledningen till att genomföra ett förvärv som är förknippat med hög risk. Det kan

även innebära att utländska investerare verkar för att ledningen ska ta riskfyllda beslut i samband med implementeringen av ett förvärv. Hög risk är i sin tur förknippat med stora positiva effekter men även stora förluster, beroende på utfallet. Att fullborda riskfyllda förvärv eller implementeringsåtgärder kan således potentiellt både skapa och förstöra värde. Utifrån detta perspektiv, antyder resultatet i denna studie att utländska investerares uppmuntran till risktagande leder till förluster istället för vinster. Företag med utländska ägare uppmuntras således till att genomföra riskfyllda förvärv eller implementeringsåtgärder vilka resulterar i negativa effekter på grund av risken.

Ytterligare en aspekt av utländskt ägande är att utländska investerare tenderar att sträva efter kortsiktiga resultat. Yon och Park (2006), hänvisad till i Choi, Sul och Min (2012), menar att utländska investerare föredrar hög utdelning framför att återinvestera dem i företaget, vilket försämrar ett företags tillväxtpotential. Utöver hög utdelning fokuserar utländska investerare på kortsiktig lönsamhet istället för långsiktigt värde när det utländska ägandet inte är koncentrerat (Choi, Sul & Min, 2012; Phung & Le, 2013). Vidare hävdar Phung och Le (2013) att det utländska ägandet inte är koncentrerat i Vietnam eftersom utländska ägare inte kan äga mer än 49 procent av ett företags aktier, vilket i sin tur leder till att de tillämpar ett kortsiktigt investeringsperspektiv. I och med detta påstår författarna att det utländska ägandet inte är koncentrerat när det uppgår till mindre än 49 procent i ett företag. I denna studies urval, äger de utländska ägarna mindre än 49 procent i sju av de åtta utländskt ägda företagen. Utifrån Phung och Le's (2013) resonemang, kan man således anta att det utländska ägandet inte är koncentrerat i denna studies urval, vilket gör att de utländska investerarna strävar efter kortsiktiga resultat och hög utdelning. Utländska investerare kan således ha negativ inverkan på ett företags förmåga att fullborda ett förvärv som kan skapa värde på lång sikt, eftersom de kan agera för att motverka ett sådant långsiktigt investeringsbeslut. Det kan även innebära att utländska investerare verkar för att motarbeta långsiktiga beslut relaterade till implementering av ett förvärv. Utifrån detta perspektiv, antyder resultatet i denna studie att det kortsiktiga investeringsperspektivet hos utländska investerares hämmar företagens möjlighet att skapa värde från förvärven.

Studier som undersöker sambandet mellan utländskt ägande och värdeskapande vid förvärv är, författarna veterligen, relativt begränsad. Därför jämförs denna studies resultat med studier som undersöker sambandet mellan utländskt ägande och prestation i allmänhet, alltså inte i samband med förvärv. Således kommer resultaten inte vara helt jämförbara eftersom man inte

undersöker samma samband. I kontrast till denna studies resultat, visar Choi, Sul och Min (2012) att det finns ett positivt samband mellan utländskt ägande och ett företags värde. Författarna menar att utländskt ägande kan öka värdet på ett företag genom oberoende övervakning av de kontrollerande aktieägarna. Författarnas definition av utländskt ägande skiljer sig dock från denna studies definition. Choi, Sul och Min (2012) inkluderar utländska ägare som äger över fem procent av aktierna, medan denna studie tillämpar 20 procent som gräns. Således skulle denna skillnad kunna förklara varför resultatet från deras och denna studie skiljer sig åt, utöver det faktum att de inte studerar värdeskapande vid förvärv. Phung och Le (2013) finner däremot att utländskt ägande har en negativ effekt på värdet av vietnamesiska företag, vilket är i enlighet med denna studies resultat. Författarna menar att det negativa sambandet beror på att det utländska ägandet inte är koncentrerat i Vietnam, vilket leder till att utländska investerare fokuserar på kortsiktiga mål istället för långsiktigt värde. För att studera utländskt ägande, tillämpar Phung och Le (2013) en kontinuerlig variabel för andelen aktier som innehas av utländska ägare. Därmed finner författarna att ju större den utländska ägaren är desto lägre företagsvärde, vilket innebär att ju mer kontroll den utländska ägaren har desto större negativ effekt. Denna studies definition av utländskt ägande förutsätter att den utländska ägaren är tillräckligt stor för att ha incitament och förmåga att påverka. Detta kan förklara varför resultatet för deras och denna studie överensstämmer, trots att definitionen av utländskt ägande inte är helt samstämmiga.

Sammanfattningsvis visar resultaten att det finns ett negativt samband mellan utländskt ägande och onormal avkastning efter 12 respektive 24 månader för det förvärvande företaget. Att det negativa sambandet inte är signifikant efter 36 månader kan förklaras av att det längre händelsefönstret medför att det finns mer tid för andra faktorer, utöver utländska ägares incitament och beteende relaterat till förvärvet, att påverka den onormala avkastningen. Det negativa sambandet kan dels bero på utländska ägares benägenhet att ta risk. Denna riskbenägenhet kan leda till att företag med utländska ägare uppmuntras till att genomföra riskfyllda förvärv eller implementeringsåtgärder som resulterar i negativa effekter på grund av risken. Dessutom kan det negativa sambandet förklaras av att utländska investerare tenderar att eftersträva kortsiktiga resultat. Detta kan leda till att utländska investerare agerar för att motverka beslut om förvärv och implementeringsåtgärder som kan skapa värde på lång sikt, och därmed hämma företagens möjlighet att skapa långsiktigt värde från förvärvet.

6. Slutsats

I detta kapitel presenteras och diskuteras författarnas slutsatser som är baserade på studiens resultat och analys. Kapitlet avslutas med förslag till framtida studier.

6.1 Slutsats

Syftet med denna studie är att undersöka huruvida svenska företags långsiktiga onormala avkastning efter förvärv påverkas av dess ägarkoncentration och/eller ägartyp. Genom att studera den onormala avkastningen på lång sikt är förhoppningen att utreda om ägarstrukturen i ett förvärvande företag har betydelse för hur det lyckas skapa långsiktigt värde för sina aktieägare.

Resultaten visar, i motsats till vår initiala hypotes, ett negativt samband för familjeäggande, vilket indikerar att starka familjeägare uppmuntrar företagsledningen till beslut och åtgärder som gynnar familjen på bekostnad av övriga aktieägare. Således är familjeägda företag sämre på att skapa värde för sina aktieägare av ett förvärv, än företag som inte karaktäriseras av familjeäggande. Även resultatet för utländskt äggande går emot vår initiala hypotes, då det visar att det finns ett negativt samband. Detta indikerar att det kortsiktiga investeringsperspektivet och riskbenägenheten hos utländska investerare hämmar företags möjlighet att skapa värde från förvärv. Följaktligen är även utländskt ägda företag sämre på att skapa värde för sina aktieägare av ett förvärv, än företag som inte karaktäriseras av utländskt äggande.

Det påvisas ett positivt samband mellan sfär-tillhörighet och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget. Detta samband indikerar dels att företag som tillhör en sfär har god tillgång på kompetens och förmånligt kapital inom sfären, vilket i sin tur kan underlätta värdeskapande från förvärv. Det indikerar även att företag som tillhör en sfär kan övervaka och påverka ledningen så att de agerar i sfärens långsiktiga intresse, och därigenom undvika förvärv som inte motiveras av att skapa värde för aktieägarna. Således är företag som tillhör en sfär bättre på att skapa värde för sina aktieägare av ett förvärv, än företag som inte karaktäriseras av sfär-tillhörighet.

Det visas inget samband mellan ägarkoncentration och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget. Resultatet indikerar att det förekommer agentkonflikter mellan ägare

och ledning samt mellan kontrollerande- och minoritetsägare, vilka innebär positiva respektive negativa effekter för hur ett förvärvande företag lyckas skapa värde för sina ägare. Dessa motstridiga effekter kan förklara det insignifikanta sambandet mellan ägarkoncentration och värdeskapande vid förvärv.

Utifrån denna studies resultat är det således ägartypen och inte ägarkoncentrationen i det förvärvade företaget som påverkar hur det skapar långsiktigt värde för sina aktieägare, på den svenska marknaden. Definitionen av ägartyperna i denna studie baseras dock på att ägaren innehar minst 20 procent av rösträtterna i företaget. Följaktligen är ägarkoncentrationen betydelsefull i det avseende att det är en förutsättning för att ha möjlighet att agera och påverka ledningen i enlighet med sina egna intressen. Därmed kan ägartypen i det förvärvande företaget påverka möjligheten att skapa långsiktigt värde, givet att ägartypen är tillräckligt stor.

Majoriteten av tidigare studier som undersöker sambandet mellan familjeägande och onormal avkastning på kort sikt efter ett förvärv visar på ett positivt samband. Denna långsiktiga studie visar emellertid på ett negativt samband. Att resultatet skiljer sig mellan studier som tillämpar olika tidsperspektiv av onormal avkastning, leder till funderingar kring på vilket sätt förvärvande familjeägda företag är sämre på att skapa värde för sina aktieägare. Handlar det om kompetens för sonderingen och val av förvärvskandidat (förvärvsbeslutet) eller förmågan att implementera förvärvet på längre sikt så att potentialen för värdeskapandet kan realiseras? Resultatet av denna och tidigare studier antyder att familjeägda företag är bra på att skapa värde på kort sikt men sämre på att skapa värde på lång sikt. En förklaring till denna företeelse kan vara att aktiemarknaden inledningsvis anser att familjeägda företag utför förvärv på bra grunder, vilket resulterar i en positiv aktiekursutveckling vid tillkännagivandet av förvärvet. När det på längre sikt blir uppenbart för marknaden att företaget inte lyckas realisera den potential som byggde upp förväntningarna vid tillkännagivandet, leder detta till att aktiepriset sjunker. Utifrån detta resonemang, anser författarna att resultatet för familjeägande i denna och tidigare studier indikerar att familjeägda företag fattar bra förvärvsbeslut men är sämre på att implementera och realisera värdet av förvärvet.

Resultatet från vår studie skiljer sig i stor utsträckning från tidigare studiers resultat som undersöker sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande vid förvärv. Metoden för att undersöka detta samband skiljer sig dock mellan vår och tidigare studier, vilket leder till

funderingar kring huruvida resultatet av denna studie är jämförbart med tidigare studier. Först och främst mäts värde på olika sätt, där somliga studier undersöker onormal avkastning och medan andra tillämpar operativa prestationsmått. Även tidshorisonten av värdeskapande skiljer sig, där olika perioder av kort- och långsiktiga perspektiv tillämpas. Slutligen studeras även olika marknader och tidsperioder. Således blir det svårt att avgöra om skillnaderna i resultaten beror på att beteendet hos ägare i Sverige är annorlunda från andra länder som har studerats, eller om det beror på att metoderna inte är helt samstämmiga. Skulle framtida forskning inom detta område visa på resultat som är i enlighet med denna studie, är det inte otänkbart att det kommer påverka hur investerare värderar sina placeringar. Om ett företag ska genomföra förvärv kan följaktligen befintliga ägare och potentiella investerare komma att överväga sina investeringar. Detta kan i sin tur påverka företagets aktiepris, vilket kan förstärka effekten av sambandet mellan ägarstruktur och värdeskapande efter förvärv.

6.2 Förslag till framtida studier

Ambitionen var initialt att inkludera statligt ägande som en av ägartyper som studien undersöker. Efter insamling av data fann författarna att statligt ägande endast förekom i två noterade bolag, TeliaSonera och SAS. Eftersom det är omöjligt att dra rimliga slutsatser från en analys av ett så litet urval, valde författarna att exkludera statligt ägande som förklarande variabel. Följaktligen kvarstår frågeställningen om det finns något samband mellan statligt ägande och långsiktig onormal avkastning för det förvärvande företaget.

Det finns sfärer som i sig ägs av en familj, och de företag som tillhör dessa familjesfärer bör således ha egenskap av både familjeägande och sfär-tillhörighet. Resultatet i denna studie visar dock att dessa ägartyper i sig visar på motsatta effekter vad gäller förmågan att skapa aktieägarvärde från ett förvärv. I urvalet är 23 av 25 sfär-tillhörande företag även klassificerade som familjeägda, vilket leder till nya frågor eftersom det påvisas ett positivt samband för sfär-tillhörighet men ett negativt samband för familjeägande. Agerar familjeägare annorlunda när de är en del av en sfär eller slår de positiva effekterna av sfär-tillhörighet ut de negativa effekterna av familjeägande? Eftersom det inte görs någon distinktion mellan familjesfärer och andra typer av sfärer, blir det svårt att avgöra hur dessa motsatta effekter samspelar i en familjesfär. En undersökning som delar in företag i olika sfärtyper kan således ge svar på om det finns någon sfär-typ som skapar mer värde än andra efter ett förvärv. Intressanta sfärtyper att studera är exempelvis familjesfärer och sfärer som är

centrerade kring en bank. Detta skulle kunna ge bättre förståelse för hur familjägande och sfär-tillhörighet samspelar, men även huruvida det finns unika ägaregenskaper inom särskilda sfär-typer som är värdefulla för förvärv.

Tidigare litteratur hävdar att familjemedlemmars medverkande i företagsledningen kan ha en negativ påverkan på företagets prestation. Denna studie gör dock ingen distinktion för företag som både är ägs och styrs av en familj. Således går det inte att avgöra om den negativa effekten av familjeäggande beror på familjemedlemmars medverkande i företagsledningen. Familjer som både är starka ägare och är delaktiga i företagsledningen har dessutom större möjlighet att agera för familjens intresse, eftersom familjen även är direkt involverad i beslutsfattandet. Företag som både är familjeägda och -ledda löper således risk för inkompetent ledning men även större risk för att familjen vidtar åtgärder för familjens egna intresse på bekostnad av övriga aktieägare. Det vore därför av intresse att skilja på familjeägda företag som har familjemedlemmar med i företagsledningen och företag som endast är ägda av en familj. På så sätt skulle framtida studier kunna utreda om det negativa sambandet mellan familjeäggande och långsiktig onormal avkastning hos det förvärvande företaget beror på familjemedlemmars delaktighet i företagsledningen eller andra faktorer.

Det finns även olika typer av utländska ägare, som exempelvis utländska familjer, institutioner och stater. I denna studie görs dock ingen distinktion mellan olika typer av utländska ägare. I urvalet är sex av åtta utländskt ägda företag även klassificerade som familjeägda, och således blir det svårt att avgöra om den negativa effekten av utländskt äggande beror på att det i många fall även karaktäriseras av familjeäggande. En annan distinktion som kan göras är att skilja på utländska ägares geografiska läge, för att se om det på grund av avståndet kan vara svårt för utländska ägare att övervaka och påverka företagsledningen. Vidare kan en ytterligare distinktion vara att skilja på utländska ägares strukturella aspekter, för att se hur olika länders syn på exempelvis bolagsstyrning påverkar dessa ägares beteende. Således kan ett förslag för framtida forskning vara att studera sambandet mellan utländskt äggande och värdeskapande vid förvärv genom att göra distinktioner som dessa.

Sammanfattningsvis bör forskning inom detta område tillämpa en annan metod för att klassificera ett företags ägare. En ägare bör endast definieras som en ägartyp samtidigt som man introducerar flera mer detaljerade ägartypvariabler. Exempelvis kan man tillämpa

variabler för familjesfär-tillhörighet, ägarledda-familjeföretag och familje-utländska ägare. Därigenom kan man få bättre förståelse för hur olika ägartyper samverkar och hur olika kombinationer av ägartyper påverkar hur ett företag lyckas skapa långsiktigt värde av ett förvärv.

Referenslista

- Affärsvärlden (2005). Köper Findexa för 10,5 mdr, 26 september, tillgänglig online: <http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article2578453.ece> [18 april 2014]
- Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P. & Svancar, H. (2003). Ownership and control in Sweden: Strong owners, weak minorities, and social control, *Oxford Scholarship Online*, s. 1-41
- Anderson, S. & Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, Vol. 3, s. 1301-1328
- Andrade, G., Mitchell, M. & Stanford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, s. 103-120
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, s. 431-445
- Avanza (2014). Information om aktien Atlas Copco A, tillgänglig online: <https://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5234/atlas-copco-a> [18 april 2014]
- Barber, B. M. & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 3, s. 341-372
- Basu, N., Dimitrova, L. & Paeglis, I. (2008). Family control and dilution in mergers, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, s. 829-841
- Bauguess, S. & Stegemoller, M. (2008). Protective governance choices and the value of acquisition activity, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, s. 550-566
- Ben-Amar, W. & André, P. (2006). Separation of Ownership and Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 3, s. 517-543
- Bernotas, D. (2005). Ownership structure and firm profitability in the Japanese keiretsu, *Journal of Asian Economics*, Vol. 16, s. 533-554
- Bertrand, M. & Schoar, A. (2006). The role family in family firms, *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 20, s. 73-96
- Bouzgarrou, H., & Navatte, P. (2013). Ownership structure and acquirers performance: Family vs. Non-family firms, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 27, s. 123-134
- Brooks, C. (2006), *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge: University Press.
- Bryman, A., & Bell, E. (2011). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Stockholm: Liber AB

- Bösecke, K. (2009). Value Creation in Mergers, Acquisitions, and Alliances, Wiesbaden: Gabler
- Caprio, L., Croci, E. & Giudice, A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, s. 1636-1657
- Choi, H., Sul, W. & Min, S. (2012). Foreign board membership and firm value in Korea, *Management Decision*, Vol. 50, No.2, s. 207-233
- Collin, S. (1998). Why Are These Islands of Consious Power Found in the Ocean of Ownership? Institutional and Governance Hypotheses Explaining the Existence of Business Groups in Sweden, *Journal of Management Studies*, vol, 35, No. 6, s. 719-746
- Conrad, J. & Kaul, G. (1993). Long-term market overreaction of biases in computed returns, *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, s. 39-63
- Corrado, C. & Zivney, T. (1992). The specification and power of the sign test in event study hypothesis test using daily stock returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 3, s. 465-478
- Craswell, A., Taylor, S. & Saywell, R. (1997). Ownership structure and corporate performance: Australian evidence, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 5, s. 301-323
- Datta, D., Pinches, G. & Narayanan, V. (1992). Factors influencing welth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis, *Strategic Management Journal*, Vol. 13, s. 67-84
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No.6, s. 1155-1177
- Dougherty, C. (2011). Introduction to econometrics, Vol. 4, Oxford: Oxford University Press
- Doukas, J. A., Holmén, M. & Travlos, N. G. (2002). Diversification, Ownership and Control of Swedish Corporations, *European Financial Management*, Vol. 8, No. 3, s. 281-314
- Douma, S., George, R. & Kabir, R. (2006). Foregin and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market, *Stratigic Management Journal*, Vol. 27, s. 637-657
- Dutta, S. & Jog, V. (2009). The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 33, s. 1400-1412
- Eniro Group (2005). Eniro Group Annual Report 2004, tillgänglig online: <http://www.enirogroup.com/afw/files/press/eniro/2005032222083en2.pdf> [18 april 2014]
- Eniro Group (2011). Eniro sells its assets in Findexa Førlag, tillgänglig online: <http://www.enirogroup.com/en/press-releases/eniro-sells-its-assets-in-findexa-forlag> [18 april 2014]
- Faccio, M., & Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, s. 365-395

- Faccio, M., Lang, L. & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation, *American Economic Review*, Vol. 91, s. 54-78
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, s. 283-306
- Ferris, S., Kumar, R. & Sarin, A. (1995). The role of corporate groupings in controlling agency conflicts: The case of keiretsu, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 3, s. 319-335
- Firth, M. (1980). Takeovers, Shareholder Returns, and The Theory of The Firm, *Journal of Economics*, Vol. 94, No. 2, s. 235-260
- Fristedt, D. & Sundqvist, S-I. (2009). Ägarna och makten i Sveriges börsföretag, Halmstad: SIS Ägarservice AB
- Gaughan, P. A. (2007). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.
- Goold, M., & Campbell, A. (1998). Desperately Seeking Synergy, *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 5, s. 131-143
- Gort, M. (1969). An Economic Disturbance Theory of Mergers, *Journal of Economics*, Vol. 83, No. 4, s. 624-642
- Gorton, G., Kahl, M. & Rosen, R. (2009). Eat or be eaten: A theory of mergers and firm size, *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 3, s. 1291–1344
- Healy, P. M., Palepu, K. G. & Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, s. 135–175
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D. & Best, A. (1998). Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms, *British Journal of Management*, Vol. 9, s. 91-114
- Holderness, C. & Sheenan, D. (2000). Constraints on large-block shareholders, in R. Morck, *Concentrated Corporate Ownership*, Chicago: University of Chicago Press, s. 139-168
- Holmén, M. & Knopf, J. (2004). Minority shareholder protections and the private benefits of control for Swedish mergers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 1, s. 167-191
- Jacobsen, D-I. (2002). Vad, hur och varför? : Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsekonomiska ämne, Lund: Studentlitteratur
- James, H. (1999). Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 6, No. 1, s. 41-55
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flows, corporate finance and takeover, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, s. 323–329

- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, s. 305-360
- Khanna, T. & Rivkin, J. (2001). Estimating the performance effects of business groups in emerging markets, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, s. 45-74
- Kim, B. (2011). Do foreign investors encourage value-enhancing corporate risk taking? *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 47, No. 3, s. 88-110
- King, D., Dalton, D., Daily, C. & Covin, J. (2004). Meta-analysis of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators, *Strategic Management Journal*, Vol. 25, s. 187-200
- Kothari, S. P & Warner, J. B. (1997). Measuring long-horizon security price performance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 3, s. 301-339
- Körner, S. & Wahlgren, L. (2006). Statistisk dataanalys, Vol. 4, Lund: Studentlitteratur
- Lee, C-F. & Lee A.C. (2006). Encyclopedia of Finance, New York: Springer Science+Business Media, Inc.
- Lyon, J. D., Barber, B. M. & Tsai, C-L. (1999). Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 1, s. 165-201
- MacKinlay, C. (1997). Event studies in economics and finance, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, s. 13-39
- Maury, B. & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 29, s. 1813-1834
- Mitchell, M. L. & Mulherin, J. H. (1996). The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity, Vol. 41, No. 2, s. 193-229
- Morck, R. & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups, *Entrepreneurship Theory and Practise*, Vol. 27, No. 4, s. 367-382
- Nicholson, G. & Kiel, G. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance, *The Authors Journal Compilation*, Vol. 15, No. 4, s. 585-608
- Olve, N-G. (1988). Företag köper företag - en handbok i företagsförvärv, Uppsala: Mekanförbundets Förlag
- Peréz-González, F. (2001). Does Inherited Control Hurt Firm Performance?, *Columbia University Working Paper*
- Phung, D. & Le, T. (2013). Foreign Ownership, Capital Structure and Firm Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms, *IUP Journal of Corporate Governance*. Apr2013, Vol. 12, No. 2, s. 40-58

Rehm, W., Uhlaner, R. & West, A. (2012). Taking a longer-term look at M&A value creation, *McKinsey Quarterly*, Vol. 1, s. 1-7

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

Seth, A. (1990). Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, s. 432-446

Shanley, M. & Hellstrom, J. (2013). Atlas Copco to diversify into pumps with \$1.6 billion Edwards buy, *Reuters*, 19 augusti, tillgänglig online:
<http://www.reuters.com/article/2013/08/19/us-sweden-atlas-copco-idUSBRE97I05120130819>
[18 april 2014]

Shim, J. & Okamuro, H. (2011). Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, No. 1, s. 193-203

Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, s. 461-488

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, s. 737-783

Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, s. 689-705

Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, No. 4, s. 283-295

Villalonga, B. & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, s. 385-417

Westerlund, J. (2005). Introduktion till ekonometri, Lund: Studentlitteratur AB

Yen, T. & André, P. (2007). Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 59, s. 380-405

Yeh, T. & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers, *Japan and the World Economy*, Vol. 14, s. 347-366.

Appendix

Bilaga 1 – Sammanställning av data

Datum = Tillkännagivandedatum av förvärv

Urvals företag	Förklarande variabler				Kontrollvariabler			Målföretag	Datum	Matchningsföretag	BHAR12	BHAR24	BHAR36
	Herf_ind	DV familj	DV sfirm	DV utländskt	DV cashonly	Firm size (tusentals SEK)	Rel real size						
2E Group AB (fd. ZENTERTAIN AB)	0,0150	0	0	0	0	96 543	1,243	WALLMANS NÖJEN AB	12-10-2009	Empire AB	-33,5%	27,4%	-41,3%
Acando AB (fd. ACANDOFRONTEC AB)	0,0499	0	0	0	0	634 510	0,299	RESCO AB	09-01-2006	Connecta AB	-22,2%	-42,5%	-22,1%
ACAP Invest AB (fd. ACTIVE CAPITAL AB)	0,1943	1	0	0	1	449 049	0,136	DISAB VACUUM TECHNOLOGY AB	02-02-2007	Bredband2 i Skandinavien AB	62,2%	22,5%	32,9%
ADDNODE AB (fd. ADERA AB)	0,0119	0	0	0	0	150 994	3,972	MOGUL AB	28-02-2003	Feelgood Svenska AB	-141,9%	-109,9%	-189,7%
ADDTECH AB	0,0467	0	0	0	0	969 047	0,181	BERGMAN & BEVING MEDITECH AB	04-02-2005	I.A.R. Systems Group AB	-26,3%	80,1%	157,5%
ALFA LAVAL AB	0,0412	0	0	0	1	12 004 739	0,096	TRANTER PHE INC.	23-09-2005	Axfood AB	58,8%	177,0%	120,4%
ASPIRO AB	0,0168	0	0	0	0	284 391	0,802	SCHIBSTED MOBILE AS	17-02-2005	Starbreeze AB	-48,8%	-112,7%	-134,7%
ASSA ABLOY AB	0,1034	1	1	0	0	53 416 463	0,057	BESAM AB	29-04-2002	Modern Times Group AB	13,6%	6,3%	-42,5%
Auriant Mining AB (fd. CENTRAL ASIA GOLD AB)	0,4510	1	0	1	0	502 896	1,193	NEW MINING COMPANY LLC	03-11-2008	Nordic Mines AB	-121,8%	-273,0%	-362,0%
B&B TOOLS AB (fd. BERGMAN & BEVING AB)	0,0359	0	0	0	1	1 404 819	0,155	RUUSKA GROUP OY	15-12-2005	Sweco AB	64,9%	8,1%	-46,2%
BE GROUP AB	0,0515	0	0	0	0	974 826	0,160	FERRAM STEEL AS	14-05-2008	Sweco AB	-35,8%	-32,8%	-76,4%
BEIJER ALMA AB	0,3052	1	1	0	0	2 509 946	0,135	BEIJER TECH AB	19-03-2010	Net Entertainment	61,7%	41,7%	22,3%
BEIJER ELECTRONICS AB	0,1105	1	1	0	0	827 458	0,282	QSI CORPORATION	22-10-2010	Nederman Holding AB	-5,7%	-64,5%	-75,5%
BETTING PROMOTION SWEDEN AB (fd. INAC AB)	0,0998	1	0	0	0	19 384	7,738	PERMAC LTD	19-10-2005	Conpharm AB	-121,9%	-110,9%	-105,6%
BILIA AB	0,2313	0	0	0	1	1 986 536	0,053	ROLAC OY AB	11-07-2002	Teleca AB	29,9%	108,0%	215,1%
Biotage AB (fd. PYROSEQUENCING AB)	0,0347	0	0	0	0	274 684	0,987	BIOTAGE LLC	14-10-2003	Boss Media AB	-135,0%	-104,0%	-21,6%
SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM AB (fd. BIOVITRUM AB)	0,0153	0	0	0	0	2 171 924	1,611	SWEDISH ORPHAN INTERNATIONAL AB	05-11-2009	Ore Group AB	17,1%	72,6%	505,0%
BOLIDEN AB	0,1786	1	1	0	0	1 235 688	6,243	OUTOKUMPU'S MINING AND SMELTING OPERATIONS	08-09-2003	ReadSoft AB	-46,6%	-149,7%	-194,3%
BONG AB (fd. BONG LJUNGDAHL AB)	0,0030	0	0	0	0	275 693	2,014	CADIX SAS	09-09-2010	VKG Energy Services AB	85,7%	62,0%	39,9%
BRINGWELL AB	0,2299	1	0	0	0	379 204	0,923	NATURAMED PHARMA AS	06-09-2007	Lappland Goldminers AB	5,4%	1,0%	21,0%
BTS GROUP AB	0,0245	0	0	0	0	725 368	0,229	ADVANTAGE PERFORMANCE GROUP LLC, THE	04-08-2006	Enea AB	21,6%	-6,4%	-61,9%
Cision AB (fd. OBSERVER AB)	0,1905	1	0	0	1	6 106 100	0,157	BACON'S INFORMATION INC.	14-11-2001	ProAct IT Group AB	9,5%	-72,5%	-137,7%
CYBERCOM GROUP AB	0,0694	0	0	0	0	505 192	1,473	AUSYSTEMS' SUBS. IN SWEDEN, DENMARK AND POLAND	02-04-2007	Vitec Software Group AB	-16,0%	-7,5%	-12,1%
DRILLCON AB	0,2580	1	1	0	0	170 170	0,470	SUOMEN MALMI OY	13-02-2007	Hedson Technologies International AB	26,8%	19,5%	34,2%
DUROC AB	0,2121	1	0	0	1	156 670	0,734	SWEDISH TOOL HOLDING AB	12-02-2007	Proffice AB	23,5%	-17,1%	-77,9%
ELANDERS AB	0,1011	1	0	0	1	1 203 188	0,265	SOMMER CORPORATE MEDIA GMBH & CO. KG	31-01-2007	Munters AB	52,6%	52,7%	30,4%
ELEKTA AB	0,1295	1	0	0	0	4 240 544	0,400	IMPAC MEDICAL SYSTEMS INC.	18-01-2005	Artimplant AB	87,0%	183,7%	102,5%
Elos AB (fd. WESTERGYLLEN AB)	0,0207	0	0	0	0	309 680	0,207	PINOLA S	21-11-2005	Axfood AB	-22,5%	-32,3%	-79,0%
ENIRO AB	0,3568	1	1	0	0	10 650 852	0,734	FINDEXA LTD	26-09-2005	Medivir AB	35,2%	73,4%	74,0%
FAGERHULT AB	0,0201	0	0	0	0	1 601 724	0,354	LTS LICHT & LEUCHTEN GMBH	22-10-2010	Starbreeze AB	19,3%	22,3%	52,0%

FORMPIPE SOFTWARE AB	0,1105	1	0	1	0	190 687	0,303	EFS TECHNOLOGY A/S	01-08-2007	Raysearch Laboratories AB	-69,2%	-40,0%	72,7%
G & L BEJER AB	0,2418	1	0	0	1	1 351 532	0,781	PB HOLDINGS LUXEMBOURG SARL	13-01-2009	Boliden AB	-147,7%	-186,9%	-156,2%
GETINGE AB	0,3411	1	1	0	0	35 025 125	0,205	DATASCOPE CORPORATION	16-09-2008	BioInvent International AB	42,0%	61,1%	90,9%
GEVEKO AB	0,0927	1	0	0	0	388 197	0,206	NCC AB'S ROAD MARKING OP IN SWEDEN, NORWAY, DENMARK AND POLAND	12-12-2003	Sensys Traffic AB	-18,2%	-18,0%	2,8%
GLYCOREX TRANSPLANTATION AB	0,0172	0	0	0	0	890 761	0,056	GLYCOPROBE AB	28-11-2007	Vitec Software Group AB	-64,4%	-100,8%	-199,9%
GUIDELINE Geo AB (fd. GUIDELINE TECHNOLOGY AB)	0,0311	0	0	0	0	83 959	1,191	MALÅ GEOSCIENCE FÖRVALTNINGS AB	01-11-2007	Gunnebo AB	2,5%	-1,4%	65,0%
HALDEX AB	0,0564	0	0	0	0	2 487 892	0,428	CONCENTRIC PLC	22-02-2008	Image Systems AB	-78,1%	-34,1%	-32,3%
Hedson Technologies International AB (fd. FORMO SERVICES AB)	0,0213	0	0	0	1	48 256	1,324	HEDSON TECHNOLOGIES AB	10-03-2004	Concordia Maritime AB	31,5%	1,5%	-11,6%
HEMTEX AB	0,2791	1	1	0	0	3 222 001	0,061	24 HEMTEX FRANCHISE STORES	15-08-2006	Munters AB	30,7%	94,2%	125,7%
HEXAGON AB	0,2419	1	1	0	0	5 855 771	1,557	LEICA GEOSYSTEMS HOLDING AG	15-08-2005	Nolato AB	58,0%	150,9%	266,2%
HEXPOL AB	0,2215	1	1	0	0	2 296 746	0,657	EXCEL POLYMERS LLC	18-10-2010	ProAct IT Group AB	-71,2%	-206,9%	-297,1%
Hifab Group AB (fd. THALAMUS NETWORKS AB)	0,0120	0	0	0	0	73 872	2,827	HIFABGRUPPEN AB	23-05-2008	IBS AB	10,3%	7,8%	44,8%
HIQ INTERNATIONAL AB	0,0854	1	1	0	0	1 057 691	0,114	SOFTPLAN OY	10-04-2002	SSAB AB	-21,0%	19,5%	-6,1%
HUSQVARNA AB	0,0852	1	1	0	1	31 699 729	0,215	GARDENA AG	21-12-2006	Telelogic AB	-10,7%	-125,1%	-52,5%
IFS AB - INDUSTRIAL & FINANCIAL SYSTEMS AB	0,0882	0	0	0	0	319 602	0,616	INDUSTRIAL & FINANCIAL SYSTEMS DO BRASIL LTDA	22-05-2003	Panaxia AB	2,7%	27,2%	49,8%
INTELLECTA AB	0,0145	0	0	0	0	259 772	0,235	EKOTRYCK REDNERS AB	26-09-2008	Loomis AB	9,3%	-7,2%	-8,9%
INTRUM JUSTITIA AB	0,1664	0	0	0	0	7 157 114	0,056	AKTIV KAPITAL ASA'S NORDIC CREDIT MANAGEMENT OPERATIONS	03-11-2010	ADDwise Lab Solutions AB	-24,6%	-38,4%	-32,1%
INXL INNOVATION AB (fd. LUVIT AB)	0,0443	0	0	0	0	13 566	4,054	INXL INNOVATION AB	14-02-2007	SAS AB	35,0%	181,4%	427,9%
JM AB	0,2901	1	0	0	0	4 773 105	0,166	VAXHOLMSBOSTÄDER AB	01-07-2003	Conpharm AB	-87,9%	-89,6%	-14,9%
KLICK DATA AB	0,0109	0	0	0	0	8 956	7,582	GAME OUTLET EUROPE AB	31-03-2006	Connecta AB	-8,9%	-20,1%	-11,2%
KNOWIT AB	0,0602	0	0	0	1	733 415	0,239	NET RESULT INTERNATIONAL AB	15-07-2008	Enea AB	88,7%	73,0%	171,3%
LAGERCRANTZ GROUP AB	0,0301	0	0	0	0	516 479	0,235	SWEDWIRE AB	22-06-2010	Acando AB	-80,5%	-54,9%	-100,8%
LAMMHULTS DESIGN GROUP (fd. EXPANDA AB)	0,0295	0	0	0	0	337 079	0,223	BCI A/S	11-06-2002	Svedbergs i Dalstorp AB	-21,5%	-2,5%	-63,0%
LAPPLAND GOLDMINERS AB	0,0813	1	0	1	0	1 088 682	0,058	NORTHERN LION GOLD OY	11-04-2007	SSAB AB	-103,2%	-65,9%	-14,7%
LUNDIN PETROLEUM AB	0,0895	1	1	0	0	21 599 774	0,231	VALKYRIES PETROLEUM CORPORATION	29-05-2006	Rottneros AB	77,5%	214,6%	145,1%
MEDA AB	0,0363	0	0	0	0	2 215 773	3,157	VIATRIS GMBH & CO. KG	08-08-2005	Sensys Traffic AB	86,0%	153,1%	149,7%
MICRONIC MYDATA AB (fd. MICRONIC LASER SYSTEMS AB)	0,1525	1	1	1	0	227 166	1,312	MYDATA AUTOMATION AB	19-05-2009	I A R Systems Group AB	-6,0%	2,9%	-1,8%
Midsona AB (fd. WILH SONESSON AB)	0,5087	1	0	0	1	1 061 769	0,453	MIDELFART AS	15-11-2006	JM AB	-4,2%	-32,2%	-40,0%
MODERN TIMES GROUP MTG AB	0,0997	1	1	0	1	30 190 406	0,206	NOVA TELEVIZIA-PARVI CHASTEN KANAL EAD	31-07-2008	Anoto Group AB	21,9%	32,9%	99,5%
NEDERMAN HOLDING AB	0,6587	1	0	0	1	776 141	0,464	DANTHERM FILTRATION HOLDING A/S	26-03-2010	Gunnebo AB	-26,2%	-15,9%	-15,4%
NEW WAVE GROUP AB	0,2148	1	0	0	1	5 125 039	0,213	CUTTER & BUCK INC.	12-04-2007	Industrial & Financial System AB	11,7%	-1,7%	11,1%
NOLATO AB	0,0375	0	0	0	0	1 867 826	0,234	CERBO GROUP AB	05-03-2007	Modul 1 Data AB	-42,6%	144,1%	-11,7%
Nordic Leisure AB (fd. REDBET HOLDING AB)	0,0604	0	0	0	0	49 047	1,431	EB NORDIC AB	31-08-2006	3L System AB	94,2%	19,1%	-96,1%
NORDIC SERVICE PARTNERS HOLDING AB	0,1806	1	0	0	0	134 210	0,820	7 BURGER KING RESTAURANTS IN DENMARK	08-05-2006	AB Novestra	-14,9%	-6,3%	19,5%

OEM INTERNATIONAL AB	0,0867	1	0	0	0	993 963	0,072	ELEKTRO ELCO AB	13-10-2008	3L System AB	-83,9%	-184,5%	-304,6%
Oniva Online Group Europe AB (fd.GETUPDATED INTERNET MARKETING AB)	0,0728	1	0	0	0	119 996	1,945	JUST SEARCH LTD	11-10-2007	Net Entertainment	-52,7%	-66,5%	-100,5%
OPCON AB	0,0397	0	0	0	0	346 919	0,271	SAXLUND HOLDING AB	03-06-2009	SJR In Scandinavia	-38,3%	-55,4%	-244,4%
OPUS PRODOX AB	0,1454	0	0	0	0	175 216	2,571	SYSTECH INTERNATIONAL LLC	09-04-2008	Studsvik AB	0,4%	18,4%	20,6%
OREXO AB	0,0555	0	0	0	0	1 725 180	0,496	BIOLIPOX AB	15-10-2007	Fenix Outdoor AB	-79,4%	-157,0%	-190,7%
ORTIVUS AB	0,0374	0	0	0	0	340 995	0,224	MEDOS AG	30-05-2005	Net Insight AB	5,1%	15,1%	52,9%
PARTNERTECH AB	0,3949	0	0	0	0	990 491	0,158	VELLINGE ELECTRONICS	09-10-2001	Prevas AB	-27,1%	-34,0%	20,4%
PHONERA AB	0,4230	1	0	0	0	189 344	0,290	RIX TELECOM AB	29-10-2007	Concordia Maritime AB	-46,6%	-71,9%	-85,5%
POOLIA AB	0,0275	0	0	0	0	499 082	0,162	PARKER BRIDGE RECRUITMENT LTD	17-12-2003	AQ Group AB	-71,5%	-28,3%	-15,2%
PRICER AB	0,0196	0	0	0	0	852 395	0,352	ELDAT COMMUNICATION LTD	24-04-2006	Novotek AB	-0,6%	-0,9%	48,8%
PROACT IT GROUP AB	0,1000	1	0	0	0	135 825	0,682	DIMENSION AB	24-11-2003	Ore Group AB	-177,8%	-94,9%	-170,4%
READSOFT AB	0,4083	1	0	0	0	925 265	0,080	EBYDOS AG	02-10-2006	BTS Group AB	10,0%	9,6%	46,8%
REJLERKONCERNEN AB	0,0438	0	0	0	0	589 784	0,123	RÅBE INDUSTRIKONSULT AB	03-09-2010	Raysearch Laboratories AB	6,2%	-3,2%	-23,4%
RNB RETAIL AND BRANDS AB	0,2397	1	1	1	1	1 295 492	1,731	JC AB	09-05-2006	SAS AB	-99,5%	50,0%	11,5%
SAAB AB	0,2216	1	1	1	0	18 555 558	0,205	ERICSSON MICROWAVE SYSTEMS AB	12-06-2006	Swedish Match AB	-9,9%	27,6%	29,7%
SCANIA AB	0,0927	1	0	0	1	40 600 000	0,184	AINAX AB	19-11-2004	Rederi AB TransAtlantic	30,2%	-25,3%	-3,4%
SEMCON AB	0,0609	0	0	1	0	1 210 910	0,277	IVM AUTOMOTIVE BETEILIGUNGS GMBH	12-03-2007	Tethys Oil AB	0,7%	-108,6%	-100,3%
Shelton Petroleum AB (fd.PETROSIBIR AB)	0,0918	1	1	0	1	553 892	0,098	SHELTON CANADA CORPORATION	15-07-2009	Electrolux AB	19,4%	-9,5%	4,0%
SKF AB	0,2587	1	1	0	0	56 281 392	0,119	LINCOLN HOLDINGS ENTERPRISES INC.	19-10-2010	Anoto Group AB	13,8%	76,6%	110,8%
SKISTAR AB	0,0951	1	0	0	0	2 179 880	0,107	TRYSILEJELLET ALPINAS	19-05-2005	Bjorn Borg AB	-45,3%	-41,0%	-71,6%
SOTKAMO SILVER AB (fd.GEXCO AB)	0,0150	0	0	0	0	375 716	0,250	MOMIN AS	29-03-2007	Uniflex AB	-46,0%	-41,5%	-70,9%
Stockwik Förvaltning AB (fd.ONETWOCOM AB)	0,1002	1	0	0	0	187 476	1,595	MOBYSON HOLDING AS	06-11-2006	Proffice AB	-47,2%	-53,2%	-34,6%
STUDSVIK AB	0,2074	1	1	0	0	750 787	0,283	RACE HOLDINGS LLC	18-04-2006	Pergo AB	32,2%	51,3%	4,1%
SWECO AB	0,0981	1	1	0	0	843 805	0,254	PI-MANAGEMENT OY	03-12-2003	B&B Tools AB	-1,1%	-21,9%	58,0%
SVENSKA CELLULOSA AB	0,2768	1	1	0	0	46 195 512	0,174	AWAY FROM HOMES TISSUE OPERATIONS	22-01-2001	Holmen AB	54,6%	66,8%	55,5%
TELE2 AB	0,3934	1	1	0	1	38 513 206	0,063	COMUNITEL GLOBAL SA	15-07-2005	Swedish Match AB	-37,2%	13,9%	17,6%
TELIA AB	0,2083	0	1	0	0	140 000 000	0,483	SONERA OYJ	26-03-2002	H & M Hennes & Mauritz AB	-8,7%	0,2%	-1,7%
TRELLEBORG AB	0,1258	0	0	0	1	5 899 917	1,081	POLYMER SEALING SOLUTIONS LTD	21-07-2003	Seco Tools AB	36,8%	5,9%	-28,7%
VBG GROUP AB	0,4406	0	1	0	1	367 247	0,956	EDSCHA AG'S SLIDING ROOFS FOR TRUCKS AND TRAILERS DIVISION	23-09-2005	Profilgruppen AB	44,2%	114,4%	70,9%
Venue Retail Group AB (fd.WEDINS SKOR & ACCESSOARER AB)	0,0322	0	0	0	0	496 654	0,239	MORRIS AS	07-09-2007	NetOnNet AB	-97,4%	-146,7%	-115,7%
VITROLIFE AB	0,0943	0	0	0	0	496 534	0,184	SWEMED HOLDING AB	26-01-2006	Karo Bio AB	-48,1%	43,5%	-22,7%
VOLVO AB	0,0540	0	0	1	1	191 000 000	0,062	INGERSOLL-RAND COMPANY LTD'S ROAD DEVELOPMENT DIVISION	27-02-2007	H & M Hennes & Mauritz AB	-3,5%	-51,7%	-58,5%
ÅF AB (fd. ÅNGPANNEFÖRENINGEN AB)	0,3067	0	0	0	0	1 404 084	0,374	BENIMA AB	08-05-2006	PartnerTech AB	31,0%	82,6%	69,8%

Bilaga 2 – Test av antaganden för regressionsmodellen

B2.1 Ramsey RESET Test

B2.1.1 BHAR12

Ramsey RESET Test

Equation: EQ12_LOG

Specification: BHAR12 C HERF_IND DV_FAMILJ DV_SFAR

DV_UTLANDSKT DV_CASHONLY LOG_FIRM_SIZE REL_DEAL_SIZE

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.021205	88	0.3100
F-statistic	1.042859	(1, 88)	0.3100
Likelihood ratio	1.142757	1	0.2851

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.291190	1	0.291190
Restricted SSR	24.86283	89	0.279358
Unrestricted SSR	24.57164	88	0.279223
Unrestricted SSR	24.57164	88	0.279223

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-71.61219	89
Unrestricted LogL	-71.04082	88

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: BHAR12

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:57

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.311125	0.513822	-0.605512	0.5464
HERF_IND	0.024499	0.492147	0.049781	0.9604
DV_FAMILJ	-0.202114	0.147188	-1.373167	0.1732
DV_SFAR	0.345864	0.164845	2.098119	0.0388
DV_UTLANDSKT	-0.272929	0.256329	-1.064761	0.2899
DV_CASHONLY	0.289750	0.138462	2.092637	0.0393
LOG_FIRM_SIZE	0.015781	0.036913	0.427528	0.6700
REL_DEAL_SIZE	-0.018825	0.045241	-0.416091	0.6784
FITTED^2	-0.589230	0.576995	-1.021205	0.3100

R-squared	0.205264	Mean dependent var	-0.117416
Adjusted R-squared	0.133016	S.D. dependent var	0.567506
S.E. of regression	0.528416	Akaike info criterion	1.650326
Sum squared resid	24.57164	Schwarz criterion	1.889217
Log likelihood	-71.04082	Hannan-Quinn criter.	1.746922
F-statistic	2.841083	Durbin-Watson stat	2.301798
Prob(F-statistic)	0.007453		

B2.1.2 BHAR24

Ramsey RESET Test

Equation: EQ24_LOG

Specification: BHAR24 C HERF_IND DV_FAMILJ DV_SFAR

DV_UTLANDSKT DV_CASHONLY LOG_FIRM_SIZE REL_DEAL_SIZE

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.658288	88	0.5121
F-statistic	0.433344	(1, 88)	0.5121
Likelihood ratio	0.476491	1	0.4900

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.300853	1	0.300853
Restricted SSR	61.39572	89	0.689840
Unrestricted SSR	61.09487	88	0.694260
Unrestricted SSR	61.09487	88	0.694260

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-115.4546	89
Unrestricted LogL	-115.2163	88

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: BHAR24

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:58

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.421724	0.801909	-0.525900	0.6003
HERF_IND	0.255381	0.781436	0.326810	0.7446
DV_FAMILJ	-0.440914	0.229026	-1.925168	0.0574
DV_SFAR	0.565411	0.255387	2.213938	0.0294
DV_UTLANDSKT	-0.406522	0.361803	-1.123600	0.2642
DV_CASHONLY	0.167107	0.217262	0.769151	0.4439
LOG_FIRM_SIZE	0.031437	0.057725	0.544609	0.5874
REL_DEAL_SIZE	-0.014101	0.070500	-0.200011	0.8419
FITTED^2	-0.348657	0.529641	-0.658288	0.5121

R-squared	0.145461	Mean dependent var	-0.068287
Adjusted R-squared	0.067775	S.D. dependent var	0.862980
S.E. of regression	0.833223	Akaike info criterion	2.561161
Sum squared resid	61.09487	Schwarz criterion	2.800052
Log likelihood	-115.2163	Hannan-Quinn criter.	2.657757
F-statistic	1.872434	Durbin-Watson stat	2.294720
Prob(F-statistic)	0.074416		

B2.1.3 BHAR36

Ramsey RESET Test

Equation: EQ36_LOG

Specification: BHAR36 C HERF_IND DV_FAMILJ DV_SFAR

DV_UTLANDSKT DV_CASHONLY LOG_FIRM_SIZE REL_DEAL_SIZE

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.067553	88	0.9463
F-statistic	0.004563	(1, 88)	0.9463
Likelihood ratio	0.005030	1	0.9435

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.007290	1	0.007290
Restricted SSR	140.5803	89	1.579554
Unrestricted SSR	140.5730	88	1.597421
Unrestricted SSR	140.5730	88	1.597421

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-155.6338	89
Unrestricted LogL	-155.6313	88

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: BHAR36

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:59

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.875237	1.216000	-0.719768	0.4736
HERF_IND	0.318636	1.182419	0.269478	0.7882
DV_FAMILJ	-0.547324	0.346386	-1.580096	0.1177
DV_SFAR	0.585525	0.387512	1.510984	0.1344
DV_UTLANDSKT	-0.445033	0.522633	-0.851521	0.3968
DV_CASHONLY	0.212318	0.329863	0.643656	0.5215
LOG_FIRM_SIZE	0.059802	0.087489	0.683542	0.4961
REL_DEAL_SIZE	0.050299	0.106641	0.471668	0.6383
FITTED^2	-0.046130	0.682874	-0.067553	0.9463

R-squared	0.075045	Mean dependent var	-0.074094
Adjusted R-squared	-0.009042	S.D. dependent var	1.258216
S.E. of regression	1.263891	Akaike info criterion	3.394460
Sum squared resid	140.5730	Schwarz criterion	3.633351
Log likelihood	-155.6313	Hannan-Quinn criter.	3.491056
F-statistic	0.892469	Durbin-Watson stat	2.399716
Prob(F-statistic)	0.526392		

B2.2 Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

B2.2.1 BHAR12

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.661551	Prob. F(7,89)	0.7038
Obs*R-squared	4.797487	Prob. Chi-Square(7)	0.6847
Scaled explained SS	5.015016	Prob. Chi-Square(7)	0.6581

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:57

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.157229	0.395025	0.398023	0.6916
HERF_IND	-0.334255	0.380797	-0.877776	0.3824
DV_FAMILJ	0.112143	0.108488	1.033692	0.3041
DV_SFAR	-0.128990	0.124242	-1.038214	0.3020
DV_UTLANDSKT	-0.074247	0.153838	-0.482629	0.6305
DV_CASHONLY	0.020658	0.106712	0.193586	0.8469
LOG_FIRM_SIZE	0.006301	0.028444	0.221517	0.8252
REL_DEAL_SIZE	0.044991	0.034675	1.297514	0.1978

R-squared	0.049459	Mean dependent var	0.256318
Adjusted R-squared	-0.025303	S.D. dependent var	0.406027
S.E. of regression	0.411132	Akaike info criterion	1.139069
Sum squared resid	15.04362	Schwarz criterion	1.351416
Log likelihood	-47.24483	Hannan-Quinn criter.	1.224931
F-statistic	0.661551	Durbin-Watson stat	2.207462
Prob(F-statistic)	0.703844		

B2.2.2 BHAR24

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.034643	Prob. F(7,89)	0.4129
Obs*R-squared	7.299505	Prob. Chi-Square(7)	0.3984
Scaled explained SS	8.968346	Prob. Chi-Square(7)	0.2549

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:58

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.467976	1.043081	-1.407346	0.1628
HERF_IND	-0.656804	1.005512	-0.653203	0.5153
DV_FAMILJ	0.266329	0.286467	0.929703	0.3550
DV_SFAR	-0.116888	0.328066	-0.356293	0.7225
DV_UTLANDSKT	-0.072465	0.406217	-0.178389	0.8588
DV_CASHONLY	-0.251274	0.281779	-0.891743	0.3749
LOG_FIRM_SIZE	0.144673	0.075108	1.926187	0.0573
REL_DEAL_SIZE	0.178487	0.091561	1.949387	0.0544

R-squared	0.075253	Mean dependent var	0.632946
Adjusted R-squared	0.002520	S.D. dependent var	1.086983
S.E. of regression	1.085613	Akaike info criterion	3.081040
Sum squared resid	104.8914	Schwarz criterion	3.293388
Log likelihood	-141.4305	Hannan-Quinn criter.	3.166903
F-statistic	1.034643	Durbin-Watson stat	2.103356
Prob(F-statistic)	0.412861		

B2.2.3 BHAR36

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.877823	Prob. F(7,89)	0.5274
Obs*R-squared	6.264579	Prob. Chi-Square(7)	0.5092
Scaled explained SS	14.99499	Prob. Chi-Square(7)	0.0361

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:59

Sample: 1 97

Included observations: 97

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.847230	3.352841	-0.252690	0.8011
HERF_IND	-0.476232	3.232083	-0.147345	0.8832
DV_FAMILJ	-0.242291	0.920808	-0.263129	0.7931
DV_SFAR	-0.396579	1.054525	-0.376074	0.7078
DV_UTLANDSKT	0.331818	1.305728	0.254125	0.8000
DV_CASHONLY	-0.881627	0.905741	-0.973377	0.3330
LOG_FIRM_SIZE	0.163564	0.241425	0.677493	0.4999
REL_DEAL_SIZE	0.586237	0.294309	1.991909	0.0494

R-squared	0.064583	Mean dependent var	1.449282
Adjusted R-squared	-0.008989	S.D. dependent var	3.473977
S.E. of regression	3.489555	Akaike info criterion	5.416299
Sum squared resid	1083.753	Schwarz criterion	5.628647
Log likelihood	-254.6905	Hannan-Quinn criter.	5.502162
F-statistic	0.877823	Durbin-Watson stat	2.132366
Prob(F-statistic)	0.527367		

B2.3 Heteroskedasticity Test: White

B2.3.1 BHAR12

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.613719	Prob. F(31,65)	0.9314
Obs*R-squared	21.96307	Prob. Chi-Square(31)	0.8842
Scaled explained SS	22.95892	Prob. Chi-Square(31)	0.8506

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:58

Sample: 1 97

Included observations: 97

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.246110	4.597576	-0.271036	0.7872
HERF_IND^2	-4.200647	3.844364	-1.092677	0.2786
HERF_IND*DV_FAMILJ	0.607601	1.408983	0.431234	0.6677
HERF_IND*DV_SFAR	0.352399	1.491923	0.236205	0.8140
HERF_IND*DV_UTLANDSKT	-1.371326	4.962127	-0.276358	0.7831
HERF_IND*DV_CASHONLY	0.968237	1.227930	0.788511	0.4333
HERF_IND*LOG_FIRM_SIZE	-0.003897	0.408050	-0.009551	0.9924
HERF_IND*REL_DEAL_SIZE	-1.209881	1.380659	-0.876307	0.3841
HERF_IND	1.315571	6.263407	0.210041	0.8343
DV_FAMILJ^2	-0.672161	1.382420	-0.486221	0.6284
DV_FAMILJ*DV_SFAR	-0.421008	0.620138	-0.678895	0.4996
DV_FAMILJ*DV_UTLANDSKT	-0.088561	0.964559	-0.091815	0.9271
DV_FAMILJ*DV_CASHONLY	0.007519	0.308580	0.024366	0.9806
DV_FAMILJ*LOG_FIRM_SIZE	0.055127	0.092910	0.593339	0.5550
DV_FAMILJ*REL_DEAL_SIZE	0.067202	0.164147	0.409399	0.6836
DV_SFAR^2	-0.570412	1.787018	-0.319197	0.7506
DV_SFAR*DV_UTLANDSKT	-0.433534	1.199296	-0.361491	0.7189
DV_SFAR*DV_CASHONLY	0.036800	0.352529	0.104388	0.9172
DV_SFAR*LOG_FIRM_SIZE	0.052632	0.107814	0.488169	0.6271
DV_SFAR*REL_DEAL_SIZE	-0.157293	0.214717	-0.732560	0.4665
DV_UTLANDSKT^2	-2.666556	6.222935	-0.428505	0.6697
DV_UTLANDSKT*DV_CASHONLY	-0.356291	1.557101	-0.228817	0.8197
DV_UTLANDSKT*LOG_FIRM_SIZE	0.186070	0.423644	0.439214	0.6620
DV_UTLANDSKT*REL_DEAL_SIZE	0.963289	1.711593	0.562803	0.5755
DV_CASHONLY^2	-0.279950	1.281297	-0.218489	0.8277
DV_CASHONLY*LOG_FIRM_SIZE	0.009553	0.087452	0.109240	0.9133
DV_CASHONLY*REL_DEAL_SIZE	0.049565	0.341883	0.144976	0.8852
LOG_FIRM_SIZE^2	-0.011387	0.022439	-0.507489	0.6135
LOG_FIRM_SIZE*REL_DEAL_SIZE	0.054557	0.055867	0.976548	0.3324
LOG_FIRM_SIZE	0.253020	0.636342	0.397617	0.6922
REL_DEAL_SIZE^2	-0.005157	0.035025	-0.147247	0.8834
REL_DEAL_SIZE	-0.432301	0.826221	-0.523226	0.6026

R-squared	0.226423	Mean dependent var	0.256318
Adjusted R-squared	-0.142513	S.D. dependent var	0.406027
S.E. of regression	0.433996	Akaike info criterion	1.427907
Sum squared resid	12.24291	Schwarz criterion	2.277296
Log likelihood	-37.25349	Hannan-Quinn criter.	1.771358
F-statistic	0.613719	Durbin-Watson stat	2.292667
Prob(F-statistic)	0.931406		

B2.3.2 BHAR24

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.925625	Prob. F(31,65)	0.5837
Obs*R-squared	29.70675	Prob. Chi-Square(31)	0.5325
Scaled explained SS	36.49842	Prob. Chi-Square(31)	0.2283

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:58

Sample: 1 97

Included observations: 97

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-20.74264	11.65587	-1.779587	0.0798
HERF_IND^2	-7.918727	9.746317	-0.812484	0.4195
HERF_IND*DV_FAMILJ	2.570395	3.572083	0.719579	0.4744
HERF_IND*DV_SFAR	-1.847479	3.782356	-0.488447	0.6269
HERF_IND*DV_UTLANDSKT	11.53885	12.58009	0.917231	0.3624
HERF_IND*DV_CASHONLY	2.159094	3.113076	0.693556	0.4904
HERF_IND*LOG_FIRM_SIZE	-1.432274	1.034498	-1.384512	0.1709
HERF_IND*REL_DEAL_SIZE	-1.057268	3.500276	-0.302053	0.7636
HERF_IND	20.40234	15.87913	1.284853	0.2034
DV_FAMILJ^2	-0.827964	3.504741	-0.236241	0.8140
DV_FAMILJ*DV_SFAR	0.246830	1.572188	0.156998	0.8757
DV_FAMILJ*DV_UTLANDSKT	-0.508877	2.445370	-0.208098	0.8358
DV_FAMILJ*DV_CASHONLY	-0.378303	0.782319	-0.483566	0.6303
DV_FAMILJ*LOG_FIRM_SIZE	0.046072	0.235549	0.195596	0.8455
DV_FAMILJ*REL_DEAL_SIZE	0.101264	0.416150	0.243336	0.8085
DV_SFAR^2	-0.432495	4.530488	-0.095463	0.9242
DV_SFAR*DV_UTLANDSKT	-1.062291	3.040482	-0.349383	0.7279
DV_SFAR*DV_CASHONLY	0.471708	0.893740	0.527791	0.5994
DV_SFAR*LOG_FIRM_SIZE	0.008647	0.273333	0.031636	0.9749
DV_SFAR*REL_DEAL_SIZE	1.032778	0.544354	1.897254	0.0622
DV_UTLANDSKT^2	3.986034	15.77652	0.252656	0.8013
DV_UTLANDSKT*DV_CASHONLY	0.546919	3.947597	0.138545	0.8902
DV_UTLANDSKT*LOG_FIRM_SIZE	-0.327591	1.074031	-0.305010	0.7613
DV_UTLANDSKT*REL_DEAL_SIZE	-1.568787	4.339268	-0.361533	0.7189
DV_CASHONLY^2	1.903597	3.248372	0.586016	0.5599
DV_CASHONLY*LOG_FIRM_SIZE	-0.158303	0.221709	-0.714013	0.4778
DV_CASHONLY*REL_DEAL_SIZE	-0.274680	0.866750	-0.316908	0.7523
LOG_FIRM_SIZE^2	-0.059996	0.056887	-1.054649	0.2955
LOG_FIRM_SIZE*REL_DEAL_SIZE	-0.307185	0.141635	-2.168845	0.0338
LOG_FIRM_SIZE	2.368674	1.613269	1.468244	0.1469
REL_DEAL_SIZE^2	-0.223037	0.088796	-2.511782	0.0145
REL_DEAL_SIZE	5.108999	2.094654	2.439066	0.0175

R-squared	0.306255	Mean dependent var	0.632946
Adjusted R-squared	-0.024608	S.D. dependent var	1.086983
S.E. of regression	1.100276	Akaike info criterion	3.288469
Sum squared resid	78.68948	Schwarz criterion	4.137859
Log likelihood	-127.4908	Hannan-Quinn criter.	3.631921
F-statistic	0.925625	Durbin-Watson stat	2.161902
Prob(F-statistic)	0.583663		

B2.3.3 BHAR36

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.793406	Prob. F(31,65)	0.7575
Obs*R-squared	26.62822	Prob. Chi-Square(31)	0.6907
Scaled explained SS	63.73770	Prob. Chi-Square(31)	0.0005

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:59

Sample: 1 97

Included observations: 97

Collinear test regressors dropped from specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-37.40945	38.09452	-0.982017	0.3297
HERF_IND^2	-14.18218	31.85357	-0.445230	0.6576
HERF_IND*DV_FAMILJ	7.516073	11.67452	0.643801	0.5220
HERF_IND*DV_SFAR	4.871338	12.36175	0.394065	0.6948
HERF_IND*DV_UTLANDSKT	52.41126	41.11511	1.274744	0.2069
HERF_IND*DV_CASHONLY	7.873825	10.17437	0.773889	0.4418
HERF_IND*LOG_FIRM_SIZE	-3.928770	3.381015	-1.162009	0.2495
HERF_IND*REL_DEAL_SIZE	-7.548376	11.43984	-0.659832	0.5117
HERF_IND	52.97134	51.89723	1.020697	0.3112
DV_FAMILJ^2	4.242147	11.45443	0.370350	0.7123
DV_FAMILJ*DV_SFAR	4.059126	5.138329	0.789970	0.4324
DV_FAMILJ*DV_UTLANDSKT	-1.561410	7.992125	-0.195369	0.8457
DV_FAMILJ*DV_CASHONLY	-0.328598	2.556827	-0.128518	0.8981
DV_FAMILJ*LOG_FIRM_SIZE	-0.437218	0.769836	-0.567936	0.5720
DV_FAMILJ*REL_DEAL_SIZE	0.480986	1.360090	0.353643	0.7248
DV_SFAR^2	-1.060209	14.80685	-0.071603	0.9431
DV_SFAR*DV_UTLANDSKT	0.493925	9.937109	0.049705	0.9605
DV_SFAR*DV_CASHONLY	1.351592	2.920982	0.462718	0.6451
DV_SFAR*LOG_FIRM_SIZE	-0.331504	0.893325	-0.371089	0.7118
DV_SFAR*REL_DEAL_SIZE	3.613481	1.779095	2.031079	0.0463
DV_UTLANDSKT^2	38.77087	51.56189	0.751929	0.4548
DV_UTLANDSKT*DV_CASHONLY	8.360339	12.90180	0.647998	0.5193
DV_UTLANDSKT*LOG_FIRM_SIZE	-2.860543	3.510221	-0.814918	0.4181
DV_UTLANDSKT*REL_DEAL_SIZE	-13.19479	14.18189	-0.930397	0.3556
DV_CASHONLY^2	11.18177	10.61655	1.053240	0.2961
DV_CASHONLY*LOG_FIRM_SIZE	-0.846141	0.724605	-1.167727	0.2472
DV_CASHONLY*REL_DEAL_SIZE	-2.743376	2.832771	-0.968443	0.3364
LOG_FIRM_SIZE^2	-0.041274	0.185923	-0.221994	0.8250
LOG_FIRM_SIZE*REL_DEAL_SIZE	-0.945836	0.462902	-2.043272	0.0451
LOG_FIRM_SIZE	3.361181	5.272596	0.637481	0.5261
REL_DEAL_SIZE^2	-0.846592	0.290210	-2.917166	0.0048
REL_DEAL_SIZE	16.81466	6.845889	2.456170	0.0167

R-squared	0.274518	Mean dependent var	1.449282
Adjusted R-squared	-0.071482	S.D. dependent var	3.473977
S.E. of regression	3.595996	Akaike info criterion	5.656989
Sum squared resid	840.5273	Schwarz criterion	6.506379
Log likelihood	-242.3640	Hannan-Quinn criter.	6.000441
F-statistic	0.793406	Durbin-Watson stat	2.409860
Prob(F-statistic)	0.757503		

B2.4 Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

B2.4.1 BHAR12

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.844860	Prob. F(2,87)	0.4331
Obs*R-squared	1.848048	Prob. Chi-Square(2)	0.3969

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:58

Sample: 1 97

Included observations: 97

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.071191	0.514881	0.138267	0.8903
HERF_IND	-0.069499	0.493312	-0.140882	0.8883
DV_FAMILJ	0.037506	0.143694	0.261016	0.7947
DV_SFAR	-0.004985	0.161023	-0.030958	0.9754
DV_UTLANDSKT	0.004329	0.198145	0.021845	0.9826
DV_CASHONLY	0.005654	0.137557	0.041105	0.9673
LOG_FIRM_SIZE	-0.005459	0.037217	-0.146693	0.8837
REL_DEAL_SIZE	-0.006170	0.044907	-0.137393	0.8910
RESID(-1)	-0.135533	0.112166	-1.208328	0.2302
RESID(-2)	0.030697	0.110134	0.278720	0.7811

R-squared	0.019052	Mean dependent var	-2.92E-17
Adjusted R-squared	-0.082425	S.D. dependent var	0.508908
S.E. of regression	0.529467	Akaike info criterion	1.663490
Sum squared resid	24.38914	Schwarz criterion	1.928924
Log likelihood	-70.67925	Hannan-Quinn criter.	1.770818
F-statistic	0.187747	Durbin-Watson stat	1.986966
Prob(F-statistic)	0.994944		

B2.4.2 BHAR24

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.053846	Prob. F(2,87)	0.3530
Obs*R-squared	2.294371	Prob. Chi-Square(2)	0.3175

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:59

Sample: 1 97

Included observations: 97

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.065094	0.800436	-0.081323	0.9354
HERF_IND	-0.030479	0.770684	-0.039548	0.9685
DV_FAMILJ	0.025054	0.222058	0.112828	0.9104
DV_SFAR	-0.025448	0.251458	-0.101200	0.9196
DV_UTLANDSKT	0.034788	0.312232	0.111419	0.9115
DV_CASHONLY	-0.017477	0.216035	-0.080901	0.9357
LOG_FIRM_SIZE	0.005323	0.057600	0.092406	0.9266
REL_DEAL_SIZE	-0.011747	0.071005	-0.165442	0.8690
RESID(-1)	-0.130743	0.110070	-1.187820	0.2381
RESID(-2)	0.073564	0.110124	0.668010	0.5059

R-squared	0.023653	Mean dependent var	-6.87E-18
Adjusted R-squared	-0.077348	S.D. dependent var	0.799712
S.E. of regression	0.830064	Akaike info criterion	2.562754
Sum squared resid	59.94351	Schwarz criterion	2.828188
Log likelihood	-114.2936	Hannan-Quinn criter.	2.670083
F-statistic	0.234188	Durbin-Watson stat	1.994606
Prob(F-statistic)	0.988575		

B2.4.3 BHAR36

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.394984	Prob. F(2,87)	0.0972
Obs*R-squared	5.061849	Prob. Chi-Square(2)	0.0796

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: Least Squares

Date: 04/23/14 Time: 10:59

Sample: 1 97

Included observations: 97

Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.403529	1.217873	-0.331339	0.7412
HERF_IND	0.038398	1.147422	0.033464	0.9734
DV_FAMILJ	0.103685	0.331611	0.312672	0.7553
DV_SFAR	-0.055136	0.374830	-0.147095	0.8834
DV_UTLANDSKT	-0.018355	0.463161	-0.039629	0.9685
DV_CASHONLY	-0.084342	0.323537	-0.260687	0.7949
LOG_FIRM_SIZE	0.027703	0.087173	0.317794	0.7514
REL_DEAL_SIZE	-0.004001	0.111883	-0.035763	0.9716
RESID(-1)	-0.194322	0.112297	-1.730434	0.0871
RESID(-2)	0.102335	0.114678	0.892365	0.3747

R-squared	0.052184	Mean dependent var	-2.29E-18
Adjusted R-squared	-0.045866	S.D. dependent var	1.210115
S.E. of regression	1.237555	Akaike info criterion	3.361536
Sum squared resid	133.2443	Schwarz criterion	3.626970
Log likelihood	-153.0345	Hannan-Quinn criter.	3.468864
F-statistic	0.532219	Durbin-Watson stat	2.008053
Prob(F-statistic)	0.847386		

B2.5 Korrelationsmatrix

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 04/23/14 Time: 11:01

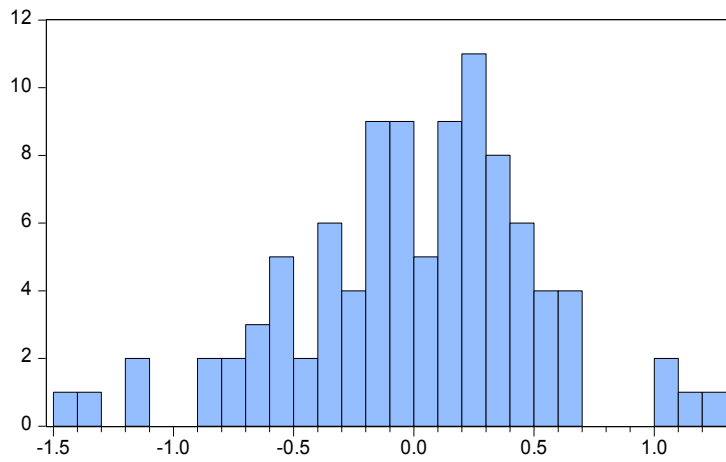
Sample: 1 97

Included observations: 97

Correlation Probability	DV_CASHONLY	DV_FAMILJ	DV_SFAR	DV_UTLANDSKT	LOG_FIRM_SIZE	HERF_IND	REL_DEAL_SIZE
DV_CASHONLY	1,000000 -----						
DV_FAMILJ	0,153301 0,1338	1,000000 -----					
DV_SFAR	0,018568 0,8567	0,501076 0,0000	1,000000 -----				
DV_UTLANDSKT	0,016607 0,8717	0,153005 0,1346	0,080383 0,4338	1,000000 -----			
LOG_FIRM_SIZE	0,255819 0,0114	0,253548 0,0122	0,457915 0,0000	0,087629 0,3934	1,000000 -----		
HERF_IND	0,234207 0,0209	0,522348 0,0000	0,329549 0,0010	0,071581 0,4860	0,252651 0,0125	1,000000 -----	
REL_DEAL_SIZE	-0,155650 0,1279	-0,072512 0,4803	-0,069963 0,4959	-0,042292 0,6808	-0,467725 0,0000	-0,142711 0,1632	1,000000 -----

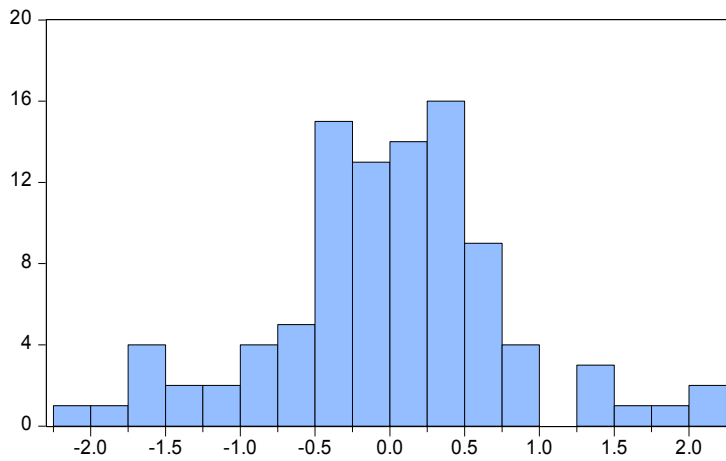
B2.6 Histogram och Jarque-Bera normalitetstest på residualer

B2.6.1 BHAR12



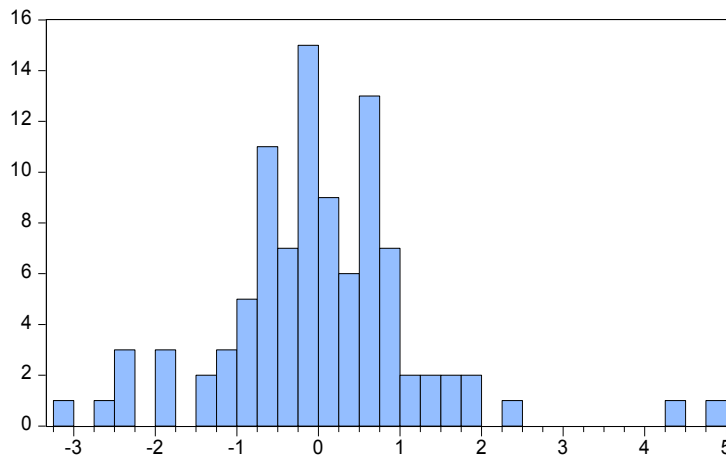
Series: Residuals	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	-2.92e-17
Median	0.028515
Maximum	1.206282
Minimum	-1.412897
Std. Dev.	0.508908
Skewness	-0.370204
Kurtosis	3.483430
Jarque-Bera	3.160217
Probability	0.205953

B2.6.2 BHAR24



Series: Residuals	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	-6.87e-18
Median	0.008388
Maximum	2.246900
Minimum	-2.243363
Std. Dev.	0.799712
Skewness	-0.043578
Kurtosis	3.918854
Jarque-Bera	3.443051
Probability	0.178793

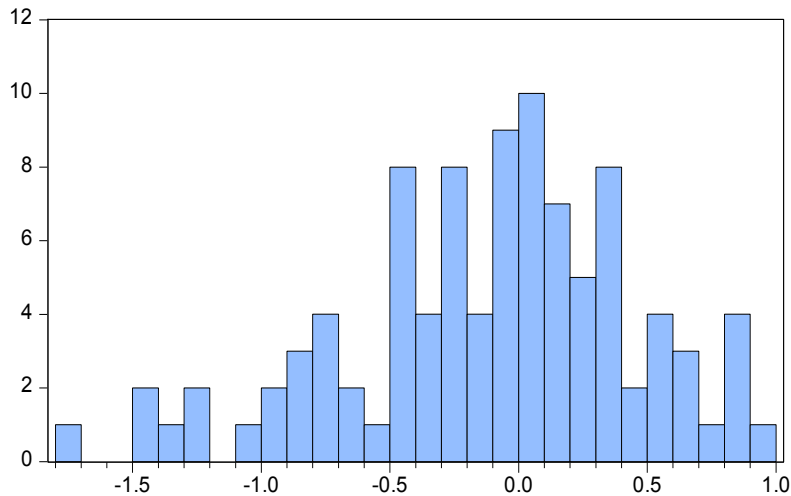
B2.6.3 BHAR36



Series: Residuals	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	-2.29e-18
Median	-0.081795
Maximum	4.967533
Minimum	-3.107673
Std. Dev.	1.210115
Skewness	0.764231
Kurtosis	6.686535
Jarque-Bera	64.37054
Probability	0.000000

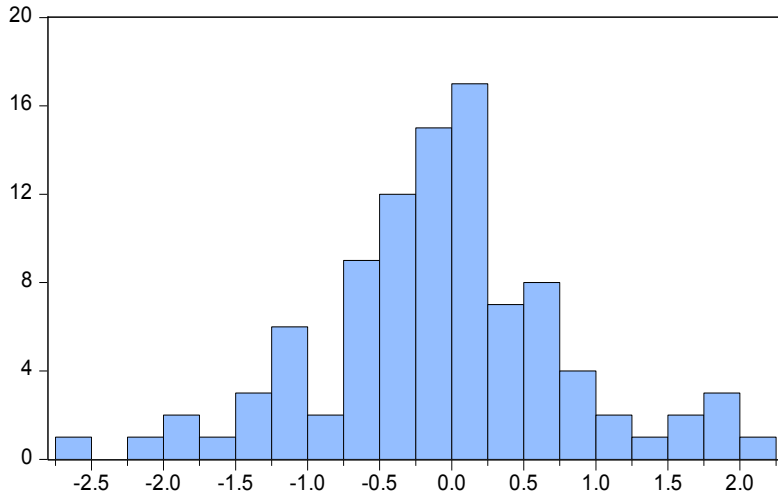
B2.7 Histogram och Jargue-Bera normalitetstest på beroende variabel

B2.7.1 BHAR12



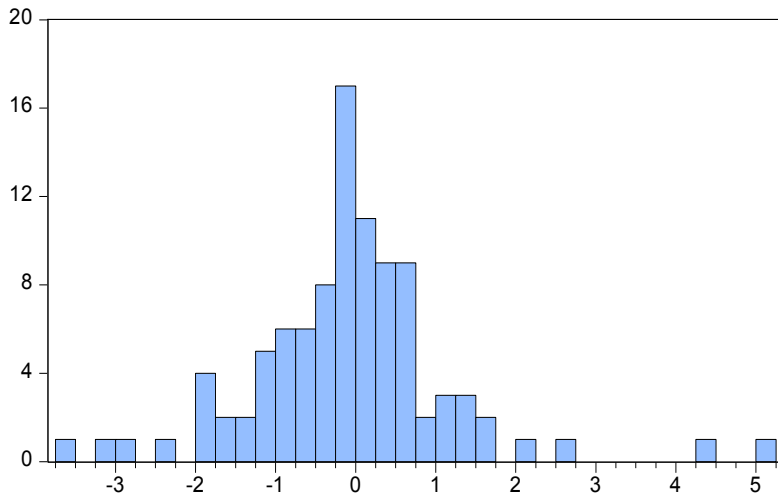
Series: BHAR12	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	-0.117416
Median	-0.042050
Maximum	0.942220
Minimum	-1.777950
Std. Dev.	0.567506
Skewness	-0.525086
Kurtosis	3.137404
Jarque-Bera	4.533708
Probability	0.103638

B2.7.2 BHAR24



Series: BHAR24	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	-0.068287
Median	-0.024620
Maximum	2.146300
Minimum	-2.730050
Std. Dev.	0.862980
Skewness	-0.101647
Kurtosis	3.764719
Jarque-Bera	2.530586
Probability	0.282157

B2.7.3 BHAR36



Series: BHAR36	
Sample 1 97	
Observations 97	
Mean	-0.074094
Median	-0.112360
Maximum	5.049540
Minimum	-3.619960
Std. Dev.	1.258216
Skewness	0.659770
Kurtosis	6.649304
Jarque-Bera	60.86188
Probability	0.000000

Bilaga 3 – Artikel

Låt ägartypen styra din investering

Ny studie från Lunds Universitet visar att ägartyperna i ett företag kan avgöra hur det lyckas prestera i samband med ett förvärv. Och det finns vissa ägartyper du som investerare bör vara extra vaksam på.

Studien undersöker företagsförvärv som gjordes mellan 2001-2010 av svenska noterade bolag, som inte är finansiella- eller fastighetsbolag. De köpande företagen har sedan kategoriserats utifrån vem företagets stora ägare är, vilka kan vara en familj, en utländsk ägare eller en ägare som tillhör en sfär.

Företag som tillhör en sfär, alltså som till stor del ägs av ägare som tillhör en sfär, är de företag som presterar bäst efter ett förvärv. Företag som ägs av familjer presterar däremot sämre, vilket var förvånande för författarna.

- Majoriteten av tidigare studier har visat att familjeägda företag genererar högre avkastning på kort sikt efter ett uppköp, vilket är tvärtemot vad vi kom fram till. Eftersom vi studerar avkastning på längre sikt, tror vi de olika resultaten kan förklaras av att marknaden tycker familjeägda företag är bra på att ta förvärvsbeslut men är sämre på att implementera förvärvet, säger Daniel Eskilsson som är en av författarna till studien.

Studien undersökte även hur ägarkoncentrationen i det köpande företaget påverkade dess prestation, men fann inget samband. Författarna menar därför att det är ägartypen och inte ägarkoncentrationen som påverkar prestationen för ett förvärvande företag. Detta kan i sig ge investerare ett nytt värdefullt perspektiv för deras placeringar.

- Om ett företag ska genomföra förvärv kan investerare överväga sin placering beroende på vilka ägartyper som kontrollerar företaget, förklarar studiens andra författare Sofia Nyrén.

Om det rör sig om ett förvärv där köpande företag tillhör en sfär bör investerare välja att placera i företaget, eftersom detta historiskt sett har gett högre avkastning enligt studien. Investerare bör däremot undvika att placera i familjeägda eller utländskt ägda företag som ska genomföra ett förvärv, eftersom dessa historiskt sett har gett lägre avkastning enligt studien.

Så nästa gång det är dags investera, uppmärksamma vilken ägartyp som kontrollerar företaget och låt det påverka ditt beslut.

*Daniel Eskilsson & Sofia Nyrén
Magisterstudenter inom Corporate Finance, Lunds Universitet*