



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp

Vårterminen 2014

Personalintensitetens påverkan på företagsprestation efter förvärv

Författare:

Joel Hansson, Sebastian Kräbring, Sofia Kratz

Handledare:

Rikard Larsson

SAMMANFATTNING

Titel: Personalintensitetens påverkan på företags prestation efter förvärv

Seminariedatum: 2014-06-04

Ämne/kurs: FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

Författare: Joel Hansson, Sebastian Kräbring, Sofia Kratz

Handledare: Rikard Larsson

Fem nyckelord: Eventstudie, personalintensitet, förvärv, onormal avkastning, integration

Syfte: Undersöka om och hur personalintensiteten påverkar ett företags aktieprestation efter ett förvärv.

Metod: Kvantitativ eventstudie över 90 amerikanska företag som 2007 gjort uppköp värda över \$100 MUSD. Ett eventfönster på fem dagar har använts, och jämförelser mellan branscher görs för att försöka hitta några samband mellan personalintensitet och prestation.

Teoretiska perspektiv: Utgår från tidigare forskning och teorier utifrån olika perspektiv, som organisation, strategi, och nationalekonomi och finans. Sammanställningar av studier samt definition av begrepp.

Empiri: Kvantitativ data över 90 publika, amerikanska företag insamlad med hjälp av Thomson Reuters Eikon för användning i statistisk analys med SPSS.

Resultat: Uppköp av ett tillverkningsföretag har större chans att ge ett positivt CAR, medan sannolikheten är större att ett uppköp av ett serviceföretag leder till negativt CAR. 60,6 % av uppköpen mellan tillverkningsföretag, och samtliga uppköp där ett servicebolag köper upp ett tillverkningsbolag, har positiv kumulativ onormal avkastning. Uppköp av serviceföretag verkar däremot ha en negativ effekt på aktiepriset då det i 68,1 % av fallen går ner vid uppköp mellan servicebolag och i 42,9 % går ner när ett tillverkningsbolag köper ett servicebolag.

Målföretagets branschtillhörighet visar sig spela roll för den kumulativa onormala avkastningen, då de uppköp som gjorts med serviceföretag som målföretag har resulterat i positiv CAR i 35,2 % av fallen. Motsvarande siffra för tillverkningsföretag som målföretag är 63,9 %. Dessa resultat är statistiskt signifikanta på nivån 5 %. Gällande uppköparens branschtillhörighet kunde ingen statistisk signifikans påvisas.

Avslutningsvis gjordes även en multipel linjär regression utan signifikanta resultat.

ABSTRACT

Title: Personnel-intensity and its effect on post acquisition performance

Seminar date: 2014-06-04

Course: FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

Authors: Joel Hansson, Sebastian Kräbring, Sofia Kratz

Supervisor: Rikard Larsson

Key Words: Event study, personnel-intensity, acquisitions, abnormal return, integration

Purpose: Study if and how personnel-intensity affects companies' post acquisition stock performance

Methodology: Quantitative study of 90 american companies that in 2007 made acquisition deals worth over \$100 MUSD. An event window of five days was used, and comparisons between industries were done to find correlation between personnel-intensity and performance.

Theoretical Perspectives: Based on previous research and theories, from different perspectives like organization, strategy, and economics and finance. Summary of studies and definitions and concepts.

Empirical Foundation: Quantitative data of 90 public, american companies, collected using Thomson Reuters Eikon for statistical analysis in SPSS.

Conclusions: Acquisitions of manufacturing companies had a larger probability of a positive CAR, while acquisitions of service companies had a larger probability of a negative CAR. 60,6 % of all acquisitions between manufacturing companies, and all acquisitions where service companies acquired manufacturing companies, lead to a positive cumulative abnormal return. Acquisitions of service companies, on the other hand, tend to have a negative effect on the stock prices, as it fell in 68,1 % of cases of acquisitions between service companies, and 42,9 % of acquisitions where manufacturing companies acquired service companies.

Target companies' industry proved to have an effect on CAR, as 35,2 % of acquisitions of service companies resulted in positive CAR. For acquisition of manufacturing companies, this number was 63,9 %. These results are all statistically significant on the level 5 %. Nothing statistically significant could be determined in regard to the acquiring companies' industry.

Last, a multiple linear regression was conducted, but without any significant results.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION	8
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	9
1.4 SYFTE	9
1.5 AVGRÄNSNINGAR	9
1.6 DISPOSITION	10
2. TEORI	11
2.1 Begrepp	11
2.1.1 PERSONALINTENSITET	11
2.1.2 IMPLICIT KUNSKAP	11
2.2 TIDIGARE FORSKNING	12
2.2.1 CASE SURVEYS.....	12
2.2.2 FALLSTUDIER.....	13
2.2.3 SURVEYUNDERSÖKNING.....	16
2.3 SAMMANSTÄLLNING AV TIDIGARE FORSKNING	17
2.3.1 ORGANISATION	17
2.3.2 STRATEGI.....	17
2.3.3 NATIONALEKONOMI OCH FINANSIERING.....	18
3. METOD	18
3.1 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	18
3.2 MODELLVAL	20
3.3 EVENTFÖNSTER	21
3.4 ONORMAL AVKASTNING	21
3.4.1 SUMMERING AV ONORMAL AVKASTNING	22
3.5 TESTPROCEDUR	22
3.5.1 SIGNIFIKANSTEST OCH HYPOTESPRÖVNINGAR.....	Error! Bookmark not defined.
3.5.2 MULTIPEL LINJÄR REGRESSIONSANALYS	Error! Bookmark not defined.
3.6 METODKRITIK	24
3.6.1 RELIABILITET	24
3.6.2 VALIDITET.....	25
4 RESULTAT	25
4.1 UPPKÖP MELLAN BRANSCHER	25
TABELL 1	26
TABELL 2	26
4.2 UPPKÖPARENS BRANSCHTILLHÖRIGHET	26
TABELL 3	27
TABELL 4	27
4.3 MÅLFÖRETAGENS BRANSCHTILLHÖRIGHET	27
TABELL 5	28

TABELL 6	28
4.4 MULTIPLE LINJÄR REGRESSIONSANALYS	28
TABELL 7	29
TABELL 8	29
TABELL 9	29
5. ANALYS	29
5.1 ANALYS AV UPPKÖP I RELATION TILL BRANSCH	29
5.2 MULTIPLE LINJÄR REGRESSIONSANALYS	31
6. SLUTSATS	31
6.1 SLUTSATSER.....	31
6.2 FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING	33
KÄLLFÖRTECKNING.....	35

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Det finns två sätt för ett företag att uppnå tillväxt – antingen genom nyinvesteringar som hjälper företaget att växa organiskt, eller genom att förvärva andra företag. Rent intuitivt är det föga förvånande att antalet företag som väljer den sistnämnda, snabbare vägen till tillväxt har ökat med åren, mycket på grund av en ökande globalisering. Dock visar studier inom området att majoriteten av alla fusioner och förvärv rent av är värdeförstörande för uppköparens aktiägare (Christophe 1997, Denis, Denis and Yost 2002) och därmed misslyckas i sitt mer grundläggande syfte, nämligen att skapa värde. Det är bland annat vetenskapen om just detta som har gjort att det under de senaste decennierna producerats en ansevärd mängd forskning på ämnet, men tyvärr har teorin inte utvecklats i samma takt som forskningen ökat (Larsson & Finkelstein, 1999). En orsak till detta skulle kunna vara att fusioner och förvärv är ett tvärvetenskapligt ämne med intressen från finans, nationalekonomi, organisation, Human Resource Management (hanteringen av företagets mänskliga resurser, betecknas här efter som HRM), strategi och handelsrätt. Varje fält fokuserar på hur fusioner och förvärv kan ses ur deras perspektiv.

1.2 Problemdiskussion

Vad är det då som gör att många fusioner och förvärv inte har en positiv påverkan på resultatet? Svaret verkar ligga i att de synergieffekter som företaget hoppats uppnå aldrig uppkommer. Vad detta i sin tur beror på är omdiskuterat, men något som det oftast tas förhållandevis lite hänsyn till när fusioner och förvärv studeras ur ett finansiellt perspektiv är hur exempelvis integrationen i den nya organisationen påverkar realiseringen av önskade synergieffekter. Trots detta kan det vara så att mycket av det värde företaget försöker skapa genom förvärvet faktiskt skapas under själva integrationsprocessen (Larsson & Finkelstein, 1999). Således skulle brister i denna process efter ett förvärv kunna leda till finansiella misslyckanden.

Ett företags personal och den kunskap de besitter kan ses som en tillgång för företaget. En del förvärv, särskilt inom högteknologiska branscher, har till och med som övervägande syfte att genom förvärvet överta personal med en viss typ av kunskap och färdigheter från det uppköpta företaget (Ranft & Lord, 2000). Personaltillgångar skiljer sig dock åt från materiella och finansiella tillgångar på en rad viktiga punkter. Personalen kan exempelvis inte ägas och är inte alltid passiv vid stora förändringar i organisationen, vilket gör att det vid ett förvärv alltid kommer att finnas en viss grad av motstånd, särskilt hos personalen i det förvärvade företaget (Empson, 2000). Dessutom kan uppbyggda sociala strukturer och organisationskultur spela roll för hur integrationen i det nya företaget lyckas (Ranft & Lord, 2000). På grund av detta skulle förvärv av serviceföretag där man förlitar sig mycket på personalen kunna te sig något mer komplicerade än förvärv av företag med fokus på produktion. Detta är dock något som det för det mesta inte tas någon som helst hänsyn till inom finansieringsforskningen.

1.3 Problemformulering

Utifrån ovanstående problemdiskussion har vi kommit fram till följande grundläggande frågeställning:

Går det att påvisa något samband mellan hur företag presterar efter ett förvärv och företagets personalintensitet?

För att kunna göra jämförelser ur ett bredare perspektiv vill vi även ha svar på frågeställningen:

Går det att påvisa några skillnader mellan hur företag presterar efter förvärv i branscher som generellt är att definiera som personalintensiva, jämfört med förvärv i mindre personalintensiva branscher?

1.4 Syfte

Som tidigare nämnts är fusioner och förvärv mångfacetterade fenomen vilket har lett till att forskning på ämnet är fragmenterad. Med denna studie ämnar vi överbrygga det gap som existerar mellan finansperspektivets fokus på hårdare variabler och HRM-, strategi och organisationsforskningens mjukare variabler. Med hjälp av vissa personalekonomiska nyckeltal vill vi undersöka om och hur personalintensiteten hos ett företag, samt branschtillhörighet hos det uppköpande respektive uppköpta företaget, påverkar den kortsiktiga prestationen hos det förvärvande företags aktie efter ett tillkännagivande.

1.5 Avgränsningar

Vi har avgränsat studien till att omfatta fusioner och förvärv mellan amerikanska företag till ett värde av \$100 MUSD som tillkännagivits under 2007, samt har genomförts till dags dato. Då denna uppsats ämnar studera personalintensitetens effekter på den kortsiktiga prestationen hos förvärvande företags aktie måste det förvärvande företaget även varit registrerad på en amerikansk börs vid tiden för tillkännagivandet. Inga avgränsningar avseende börsregistreringar dock gjorts för de uppköpta företagen då vi inte tar hänsyn till de finansiella effekter som skapas för dessa.

1.6 Disposition

2. Teori

Kapitlet innehåller förklaringar av för uppsatsen relevanta begrepp, samt presentation av tidigare forskning i form av case surveys, fallstudier och surveyundersökningar. Vidare presenteras även olika perspektiv utifrån vilka man kan se på företagsförvärv, och för studien relevanta teoribildningar.

3. Metod

Kapitlet innehåller en genomgång av arbetsmetodik, insamling av data, utförligare beskrivning av avgränsningar och dess syften, samt motiv till dessa. I detta kapitel beskrivs även val av modeller, eventfönster och beräkningar, samt avslutningsvis kritik till metoden.

4. Resultat

Här presenteras de resultat som erhållits i form av grafer och tabeller.

5. Analys

I detta kapitel görs en genomgång och tolkning av resultatet i ljuset av valt teoretiskt ramverk, samt återkoppling till problemformulering och frågeställningar.

6. Slutsats

Här diskuteras resultatet och analysens innebörd, samt vilka slutsatser som kan dras. Avslutningsvis presenteras förslag på vidare forskning.

2. Teoretisk referensram

I detta kapitel kommer vi att gå igenom för uppsatsen relevanta begrepp, samt presentera tidigare forskning. Vidare presenteras även olika perspektiv utifrån vilka man kan se på företagsförvärv, samt för studien relevanta teoribildningar.

2.1 Begrepp

2.1.1 Personalintensitet

Personalintensitet är ett begrepp som potentiellt skulle kunna användas på flera olika sätt. Då begreppet är så pass centralt för uppsatsen känner vi därför att en definition är på sin plats. I denna uppsats definieras begreppet personalintensitet som storleken på ett företags personalstyrka relativt till andra tillgångar. Personalintensiteten kommer att mätas på två olika sätt; genom att jämföra företagens anläggningstillgångar i utgången av räkenskapsåret med genomsnittligt antal anställda under räkenskapsåret, samt genom att jämföra den totala omsättningen med genomsnittligt antal anställda. En hög personalintensitet innebär alltså att ett företag har en jämförelsevis lägre omsättning per anställd eller mindre anläggningstillgångar per anställd.

2.1.2 Implicit kunskap

Implicit kunskap, eller tyst kunskap som den ibland även kallas (*eng. tacit knowledge*), är ett uttryck för kunskap som inte går att överföra från en person till en annan genom tal eller skrift. Den implicita kunskapen är baserad på den icke-kodifierbara expertis som besitts av en individ, och som i många fall bara kan åstadkommas genom långvarig praktisk erfarenhet. Begreppet kan även användas för att beteckna uppfattningar och sociala regler och värderingar som tas för givet i mänskligt handlande (Polanyi, 1962).

Teorin om implicit kunskap förklarar varför erfaren personal ofta inte är fullt ersättbar även om den nya personalen skulle ha samma utbildning och teoretiska kompetens. Den förklarar därmed även varför vissa företag finner det lättare att köpa till sig personalresurser än att satsa på mångårig utbildning och utveckling av personal.

2.2 Tidigare forskning

Vad författarna känner till finns det inga tidigare studier där det analyserats hur skillnader i aktiepriset vid ett förvärv påverkas av företags känslighet för personalmotstånd, det vill säga företagets utsatthet vid ett eventuellt motstånd mot organisatoriska förändringar. Vi har inte heller hittat någon studie som med hjälp av finansiella mått studerat hur skillnader i personalintensitet påverkar uppköp mellan eller inom olika branscher.

De studier som utgör den teoretiska grunden till denna uppsats härstammar därför ifrån olika områden inom förvärvsforskningen, och har valts med syfte att knytas samman för att ge läsaren en helhetsbild över tillgänglig forskning samt för att erbjuda en förklaring till de slutsatser som i slutändan har dragits. De flesta av dessa studier tillhör andra företagsekonomiska områden än finansiering. De använder därmed andra metoder än de som anses vara typiska för finansieringsforskning, vars analyser inom förvärvsteorin i hög grad utgår ifrån förändringar i aktiepris. Därför kommer läsaren att ges en kort beskrivning av dessa olika typer av studier nedan, följt av en beskrivning av varje enskild studie.

2.2.1 Case surveys

Ett problem som tagits upp i inledningen till denna uppsats är att forskning inom företagsförvärv har blivit fragmenterad eftersom den lätt blir uppdelad i så många olika ämnesområden. Inom de olika områdena ligger forskarnas huvudsakliga fokus på helt olika, för deras egna ämnesområden relevanta, fenomen inom förvärvsteori, och även vilken typ av studier som utförs skiljer sig i hög grad åt. Ett sätt att överbrygga gapet mellan kvantitativ och kvalitativ forskning är att göra en så kallad case survey (Jick 1979). Det ger forskaren möjlighet att ta hänsyn till flera av ämnesområdenas perspektiv i en och samma studie (Larsson, 1993), och därför har just en sådan varit den viktigaste tidigare studien att utgå från i detta arbete ur ett teoretiskt perspektiv.

“Case Survey” är, som begreppet kommer att användas i denna uppsats, ett samlingsnamn på den typ av studier där kvalitativa och kvantitativa forskningsmetoder integreras med varandra. Detta görs genom att aggregera tidigare forskning av mer kvalitativ art, och genom att koda den information som kan utläsas utifrån denna sedan skapa kvantifierbara variabler med vilka även kvalitativa studier, exempelvis fallstudier, kan användas för att åstadkomma kvantitativa resultat (Larsson, 1993). Den som använder sig av tidigare studier kan även

överkomma problemet med de stora resurser som krävs för att utföra en stor mängd fallstudier (Lee, 1991).

Larsson & Finkelstein (1999)

Genom denna case survey-studie skapar Larsson och Finkelstein en testmodell som för ihop de teoretiska perspektiven inom förvärvsstrategi, organisatorisk integration, HRM, och gör därtill mätningar av finansiella resultat, för att studera hur alla olika delar påverkar prestationen efter förvärvet. I studien ingår 112 tidigare fallstudier, som efter en utrensning av de som inte uppfyller vissa kriterier ger ett slutgiltigt urval på 61 vetenskapliga studier och artiklar av såväl internationella som inhemska förvärv i fler än tio länder, under en tidsperiod på över 30 år.

Författarna ställer upp åtta olika hypoteser för att testa samband mellan ett flertal olika faktorer inom förvärvsteorin, och hur dessa påverkar realiseringen av synergier vid förvärv. Några av faktorerna innefattar kombinationspotential, integration i den nya organisationen, huruvida uppköpet sker över nationsgränser, samt personalmotstånd. De fann med flera av sina modeller att både kombinationspotential och organisatorisk integration hade ett positivt signifikant samband med realiseringen av synergier, medan personalmotstånd hade ett negativt signifikant samband med synergirealiseringen. Värt att nämna är även att de fann att det fanns en större risk för personalmotstånd om företagen hade många likheter än om det fanns stora skillnader mellan dem, vilket skulle kunna bero på att det sker en större överlappning mellan lika företag som leder till att man avskedar fler anställda. Detta kan i sin tur leda till en nervositet hos personalen. Inget av dessa samband uppnådde dock statistisk signifikans (Larsson & Finkelstein, 1999).

För studien tycks författarna ha fått fram ett urval som speglar hela populationen av företagsförvärv, något som talar för studiens generaliserbarhet, vilket även styrks av de t-tester som görs för att kontrollera så att det inte finns några uppenbara biaser i urvalet.

2.2.2 Fallstudier

Som tidigare nämnts är ett vanligt sätt att analysera fenomen inom organisations- och strategiforskningen på att genomföra fallstudier på enstaka företag. Fallstudier har precis som övriga typer av empiriska studier både för- och nackdelar. Det som särskiljer en fallstudie från andra tillvägagångssätt är att forskaren oftast är intresserad av att belysa unika drag hos ett specifikt fall (Bryman & Bell 2011). Trots detta verkar båda de fallstudier som

legat till grund för denna uppsats ha haft som syfte att uppnå en teoretisk generaliserbarhet angående en viss typ av företagsförvärv, en tolkning som gjorts delvis utifrån de slutsatser författarna i slutändan dragit, men även det faktum att författarna i båda fall valt att undersöka flera företag samtidigt.

Empson (2000)

Empson har gjort en fallstudie på den brittiska marknaden med utgångspunkt i organisations- och strategiforskningen, där hon följer sex företag under de tre första åren efter att beslut om förvärvet eller fusionen har trätt i kraft. Företagen som studerats ingår alla i den så kallade "Professional Service"-sektorn, vilken innefattar tjänsteföretag inom områden där det krävs en särskild utbildning, så som juridik eller redovisning. I det här fallet har Empson valt att undersöka en sammanslagning av två managementkonsultföretag, ett med strategi som huvudområde och ett inom Operations Consulting, ett förvärv där ett litet managementkonsultföretag köps upp av ett stort International Consulting företag, samt ett stort (Big Six) redovisningsföretags förvärv av ett mellanstort företag med liknande typ av verksamhet inom redovisningsbranschen. Syftet är att undersöka integrationen i den nya organisationen, med särskilt fokus på personalen (Empson, 2000).

I studien kommer Empson fram till att integrationsprocessen för företagen i alla tre fallen följer ett visst mönster där i stort sett ingen integration sker under de första 18 månaderna. Därefter, under det andra och tredje året, börjar professionella band mellan personer från de olika organisationerna att formas, medan de som inte känner sig bekväma i den nya organisationen säger upp sig från arbetsplatsen. Inte förrän efter ungefär tre år efter det att förvärven ägt rum börjar gränserna att suddas ut mellan de förvärvande företagen och de företag som blivit uppköpta. Hon belyser problemet med att takten i vilken förändringar i arbetsmiljön sker har accelererat, medan människors förmåga att hantera dessa omställningar inte nödvändigtvis har följt med i utvecklingen. Empson hävdar även att personalen i hög grad identifierar sig med sitt eget företag och dess kultur, vilket leder till en misstro för personalen i det andra företaget (Empson, 2000).

Studien är relevant eftersom den visar komplexiteten hos de beslut som ledningen ställs inför, och hur svårt det är att hitta effektiva sätt att realisera synergier efter förvärv samtidigt som de negativa reaktioner som kan uppstå från personalen måste hanteras. Den process i vilken personalen från de båda företagen integreras i den nya organisationen tar i regel lång tid och innan den är genomförd går det att anta att själva värdeskapandet i sig blir lidande.

Vi anser därför att resultatet av denna studie är en indikation på att företag med en högre andel personal relativt till sina tillgångar kan ha svårare att realisera synergier. Med detta sagt, så bör det dock påpekas att studien utförts i en väldigt specifik bransch och inte nödvändigtvis är representativ för alla branscher. Då de företag som studerats är kunskapsintensiva med en relativt hög grad av inflytande från personalen finns det anledning att tro att faktorer så som prestige och förändringar i företagshierarkin påverkar mer än i vissa andra branscher, och skulle kunna vara en förklaring till den starka företagsidentitet som personalen känner.

Schriber (2009)

I denna fallstudie studerar Schriber två olika förvärv gjorda under år 2003 av två Sverigebaserade företag verksamma inom vitt skilda branscher, det ena Skogaholms sammanslagning med danska Schulstad inom bageribranschen, och det andra medicinteknikföretaget Elektas uppköp av finska Neuromag. Syftet är att undersöka om de lyckats ta vara på möjliga synergier mellan företagen och hur dessa i så fall har lösgjorts. För att förtydliga så innebär detta alla typer av synergieffekter och inte specifikt synergier som härrör från personalen. Datainsamlingen bestod av 57 semistrukturerade intervjuer där personer på alla nivåer inom de fyra inblandade företagen intervjuades. (Schriber 2009)

Schriber pekar ut ledningen som den viktigaste faktorn för ett lyckat förvärvsarbete, vilket dessutom styrks av en tidigare studie (Nupponen, 1995) som visat att byten av högt uppsatta personer inom företaget har en negativ påverkan på resultatet efter ett förvärv. Han konstaterar även att förvärven skapar en oro hos de anställda, vilket framför allt orsakas av den ökade risken att förlora arbetet, och menar att en god kommunikation från ledningen är viktig för att de inte ska börja se sig om efter andra alternativ (Schriber 2009).

Gällande identitetsfrågor har Schriber i denna studie dock fått motsatta resultat mot Empson, som i ovan behandlade studie hävdade att den starka identitet som många individer skapar sig i sitt yrkesliv skulle ha en negativ påverkan på integrationen när två företag väljer att gå samman, vilket även indikerats av tidigare forskning (Cartwright & Cooper, 1990). Schriber konstaterar itsället att den starka professionella identiteten hos personalen snarare har lett till en ömsesidig respekt för varandras kunskaper, och på så sätt varit en förenande faktor i de företag som studerats.

Schriber har medvetet valt två väldigt olika fall. Studien härstammar ifrån ett intresse för synergirealisering på en generell nivå, och innefattar därmed jämförelser av de två förvärven som sedan ligger till grund för generella slutsatser avseende just synergirealisering.

Författarna till denna uppsats bedömer att studien trots att den bara baserats på två förvärv ändå uppvisar en tillräcklig grad av tillförlitlighet. Detta eftersom vi finner det anmärkningsvärt att två så pass olika förvärv ändå gett väldigt liknande resultat i fråga om synergirealisering, vilket gör att det verkar finnas visst utrymme för generaliseringar, samt att studien har formulerats i löpande växelverkan med tidigare forskning som ger stöd åt de resultat som har gjorts.

2.2.3 Surveyundersökning

En surveyundersökning är en tvärsnittsundersökning där data i huvudsak samlas in om fler än ett fall, med hjälp av enkäter eller strukturerade intervjuer vid ett enda tillfälle. Denna typ av undersökning används för att få fram kvantitativ data som rör ett flertal variabler, och som sedan granskas med syfte att hitta samvariationsmönster (Bryman & Bell, 2005).

Ranft & Lord (2000)

Ranft och Lord har med hjälp av en surveyundersökning studerat företag inom teknologibranschen, med syfte att undersöka hur humankapitalet påverkar fusioner och förvärv. Studien bygger mycket på teorin om implicit kunskap, och en av författarnas grundläggande hypoteser är att företag inom vad de kallar "högteknologiska" branscher ofta köper upp andra företag för att förvärva kunskaperna som återfinns hos det förvärvade företagets personal. Författarnas syfte med studien är att försöka hitta olika sätt på vilka risken att nyckelpersoner på företaget slutar till följd av förvärvet går att minimera, för att förvärvande företag ska kunna behålla så mycket som möjligt av denna kunskap. I studien ingår alla fusioner och förvärv mellan två amerikanska högteknologi-företag under åren 1994–1995 som värderadats till mellan tio och 250 miljoner amerikanska dollar. Efter en del bortfall har detta gett ett slutgiltigt urval på 187 stycken förvärv (Ranft & Lord, 2000).

Enligt studien har hela 84% av företagen angett att anledningen till förvärvet är att man vill komma åt resurser hos det andra företaget som annars skulle ta lång tid att utveckla. Resultat av studien indikerar även att 40% av den kunskap som krävs för att erhålla dessa resurser finns hos personalen, medan 32% finns i den större sociala kontexten, alltså i professionella

relationer mellan personal eller med andra intressenter, samt i organisationens visioner och värderingar. De finner även, till skillnad från Schriber, att det inte är ledningens roll som påverkar utgången mest vid förvärv, utan snarare ett stort antal nyckelpersoner längre ner i personalkedjan som sitter inne på stora mängder implicit kunskap. Vidare hävdar de att anledningen till att tidigare undersökningar visat motsatsen skulle kunna vara att det är vanligt att även viktiga personer i resten av personalen lämnar företaget när ledningen byts ut, vilket kan förklara en del av den negativa korrelationen till synergirealisering (Ranft & Lord, 2000).

2.3 Sammanställning av tidigare forskning

2.3.1 Organisation

Empson (2000) och Schriber (2009) tar båda upp organisatorisk integration som en viktig del av förvärvsprocessen, medan Larsson och Finkelstein (1999) hävdar att detta är den absolut viktigaste faktorn för att ett företag ska lyckas med sitt förvärv. En av de vanligaste svårigheterna som integrationsforskningen framhäver handlar om hur integrationen påverkar de anställda, hur de reagerar och hur detta i sin tur kan hindra realiseringen (Schweiger & Goulet 2000). Organisationsforskningen har även identifierat problemet med att det uppstår en slags "vi mot dem"-mentalitet mellan de sammangående företagen (Astrachan 1990, Empson 2000), samt ett antal övriga negativa psykologiska effekter som uppstår hos personalen vid ett förvärv (Schriber, 2009).

2.3.2 Strategi

Studier inom strategiforskningen har främst fokuserat på vilka typer av förvärv som leder till det största värdeskapandet. De försöker ofta återspegla synergipotentialen som bestämd av de likheter som finns mellan de två sammangående företagen (Caves 1981, Hitt *et al.* 1998), men då forskningen har visat sig peka åt olika håll kan det tyda på att likheter såväl som skillnader mellan företagen kanske inte alls påverkar. Även förvärv som utifrån detta synsätt verkar ha goda förutsättningar för att lyckas, det vill säga de som har stora likheter, har en tendens att misslyckas. Detta tyder på att det inte är potentialen för synergier som utgör själva värdeskapandet, utan i hur hög grad dessa realiserar (Schriber, 2000). Även Larsson och Finkelstein (1999) poängterar detta och menar att också strategiska skillnader kan skapa möjligheter för synergier, då komplementära synergier kan uppstå genom att man

kombinerar olika verksamheter för att förstärka sin konkurrenskraft, något som de flesta tidigare studier inte tagit hänsyn till.

2.3.3 Nationalekonomi och finansiering

Inom nationalekonomisk forskning på förvärv fokuseras det allt som oftast på skalfördelar, effektivisering och konkurrenskraft på marknaden vilket man mäter med hjälp av redovisningsmetoder. Gugler *et al.* (2002) utgår till exempel i sin artikel med att konstatera att det finns tre typer av förvärv; de som ger ökade vinster genom att öka konkurrenskraften, de som ökar vinsterna genom att öka effektiviteten, och de som minskar både vinsterna och effektiviteten, för att sedan dela in de förvärv som studerats i dessa tre grupper. Sådana breda kategoriseringar är inte ovanliga och gör att lite hänsyn tas till faktorer som integration och personal. Detsamma gäller inom finansieringsforskning där ofta fokuserar på generella frågor som huruvida olika typer av förvärv skapar värde för aktieägarna (Asquith 1983, Eckbo 1983), samt vilket som är det bästa sättet att finansiera ett förvärv (Rappaport & Sirower, 1998). Dock har fenomenet med “cross border”-förvärv, det vill säga uppköp över nationsgränser, gjort att även finansieringsforskningen i vissa fall börjat ta hänsyn till kulturella aspekter.

3. Metod

Detta kapitel av uppsatsen tar uppförfattarnas metodik för arbetet, tillvägagångsätt vid insamling av data samt förtydligande av resonemang angående de avgränsningar som valts för uppsatsen.

3.1 Tillvägagångssätt

De mått som kommer att studeras för personalintensitet och företagens prestation är av finansiell karaktär, och för att bäst lyckas besvara frågeställningarna kommer därför en kvantitativ metod med deduktiv ansats att användas. En deduktiv ansats innebär att man utgår från befintliga teoribildningar och modeller, formulerar hypoteser och sedan testar dem mot verkligheten. Mer djupgående, kvalitativa studier skulle säkert också kunna användas inom forskning som berör både områden som finans och HRM, men hade lämpat sig bättre för andra frågeställningar och mått än de som denna studie fokuserar på (Bryman & Bell, 2013).

Med hjälp av databasen Thomson Reuters Eikon samlades data in över alla de uppköp som gjorts i USA under år 2007 som uppgick till ett värde av \$100 MUSD eller mer. Att endast amerikanska uppköp valdes som avgränsning beror på mängden tillgänglig data, för att försäkra att urvalet blir tillräckligt stort. Värdet på \$100 MUSD är även det valt i syfte att få ett stort men hanterbart dataurval. Vidare valdes endast uppköp som helt gått igenom i skrivande stund, och för att kunna studera påverkan på aktiekurserna valdes endast förvärv där uppköparen var ett publikt bolag noterat på en amerikansk börs. Dessa avgränsningar gav totalt 212 uppköp. Det uppstod dock ett bortfall på 122 st, vilket på grund av att datan kring dessa förvärv var otillräcklig. Slutligen användes alltså 90 uppköp i studien.

Den data som samlades in för varje uppköp var målföretagets anläggningstillgångar, omsättning, antal anställda samt anläggningstillgångar och omsättning, per anställd. I studien används tillkännagivandedatum som eventdag, och ett eventfönster på 5 dagar. Därför har data samlats in över det köpande företagets aktiekurs två dagar innan tillkännagivandet, en dag innan, på dagen av tillkännagivandet, en dag efter samt två dagar efter. I de fall då börsen var stängd valdes istället närmast närliggande dag. Vilka branscher både det köpande och det uppköpta bolaget opererade i noterades även. Det har även noterats mellan vilka branscher som uppköpen gjorts, om det varit inom tillverknings eller servicebranschen, eller mellan dem.

Ett problem uppstår vid klassificeringen av de företag som ingår i studien. Då företag idag är så pass komplexa att det finns få renodlade service- eller tillverkningsföretag kan vi anta att även de som finns med i urvalet till viss del sysslar med både det ena och det andra. Eftersom tidsfristen för denna uppsats är begränsad, vilket innebär att det inte funnits tid att i detalj gå igenom varje företags verksamhet för att göra individuella bedömningar, använde vi oss av en relativt simpel uppdelning. I den förvärvsdata som vi använt oss av finns det kartlagt vilken branschkategori företagen delats in i när de registrerats på börsen. Genom att sedan utgå ifrån inom vilka branscher företagen typiskt är mer service eller tillverkningsinriktade i sina verksamheter har vi kommit fram till att 54 av våra företag är aktiva inom servicebranschen, och 36 inom tillverkningsbranschen.

3.2 Modellval

Det finns två sätt att beräkna den normala avkastningen, nämligen med hjälp av ekonomiska modeller eller med hjälp av statistiska modeller. Statistiska modeller antar att avkastning inte beror på ekonomiska argument. Ekonomiska modeller tar hänsyn till investerares köpbeteende men behöver statistiska antaganden för att bli kompletta modeller. Författarna till denna uppsats har valt att använda statistiska modeller för att räkna ut normal avkastning. Statistiska modeller har två beräkningsätt; *constant mean return-modellen* och *marknadsmodellen*. Skillnaden är att marknadsmodellen utgår från ett linjärt samband mellan marknadens avkastning och aktiens avkastning, medan constant mean return-modellen förutsätter att den genomsnittliga avkastningen för aktien är konstant. Uppsatsens författare har valt att använda marknadsmodellen då det med hjälp av denna modell är lättare att identifiera onormal avkastning. (MacKinlay, 1997)

Kritik har riktats mot marknadsmodellen då konstant beta förutsätts under estimeringsperioden, vilket skulle påverka den förväntade avkastningen (Dimson, 1979). Då det saknas data för ett par företag innan eventfönstret har vi valt att använda oss av en marknadsjusterad avkastningsmodell. Det är en mer restriktiv modell som antar att marknaden är effektiv vilket sätter aktiens α till 0 och som antar att aktien har β på 1. Då vi tittar på tillverkning kontra service finns en risk att detta antagande är mer felaktigt när det kommer till en av grupperna. Efter att ha studerat ett antal företag inom båda branscherna på Avanza kommer vi fram till att båda grupperna har variation i sina β -värden (MacKinlay, 1997). Då vi har valt att endast undersöka företagsuppköp 2007 har vi fått ett homogent aktieår under en rådande högkonjunktur och volatiliteten på marknaden är därför relativt stabil. I en artikel tar Schwert (1989) upp det faktum att marknadsmodellen påverkas om förändring sker i volatiliteten under en studie. Vi har inte noterat någon större volatilitetsförändring under 2007 vilket betyder att vi kan bortse från problemet. Standard and Poor 500 används som marknadsmått då detta är en vanligt accepterad marknadsränta. Formlen för marknadsmodellen är:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

R_{it} = Avkastning på aktien i dagen t

α_i = icke-systematisk risk, alphavärde på aktien i, sätts till 0

β_i = systematisk risk, betavärde för aktien i, sätts till 1

R_{mt} = Avkastning på marknadsportföljen S&P 500
 ϵ_{it} = slumpfelets medelvärde, förväntat värde på noll
 t = dag för eventet

Beräkning av daglig avkastning för aktien beräknas:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

R_{it} = Avkastning på aktien i dagen t

P_{it} = Stängningskurs för aktien i dagen t

$P_{i,t-1}$ = Stängningskurs för aktien i dagen $t-1$

Beräkning av daglig avkastning på marknaden beräknas

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}}$$

R_{mt} = Avkastning på S&P 500 dagen t

P_{mt} = Stängningskurs på S&P 500 dagen t

$P_{m,t-1}$ = Stängningskurs på S&P 500 dagen $t-1$

3.3 Eventfönster

Då vi inte har data på vissa företag innan eventfönstret har vi valt att använda oss av marknadsjusterad avkastningsmodell, vilket sätter α till 0 och β till 1. Vi använder oss av ett eventfönster på 5 dagar 2 dagar innan och 2 dagar efter att ett företag tillkännager ett företagsförvärv.

3.4 Onormal avkastning

Vi beräknar därefter onormal avkastning, AR (abnormal return), vilket görs genom att ta aktiens avkastning under eventfönstret och subtrahera den normala avkastningen under eventfönstret. Den normala avkastningen under eventfönstret är den avkastning en marknadsportfölj i S&P 500 skulle gett. Detta ger oss avvikelser från vad som skulle varit normal avkastning och vilket gör att vi kan dra slutsatser om marknadens reaktion.

(MacKinlay, 1997)

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

AR_{it} = onormal avkastning på i i dagen t

R_{it} = avkastning på i i dagen t

R_{mt} = avkastning på S&P 500 dagen t

3.5 Summering av onormal avkastning

Vi beräknar den kumulativa onormala avkastningen (CAR) för varje företag med hjälp av följande formel.

$$CAR_{it} = (R_{it-2} - R_{mt-2}) + (R_{it-1} - R_{mt-1}) + (R_{it} - R_{mt}) + (R_{it+1} - R_{mt+1}) + (R_{it+2} - R_{mt+2})$$

CAR_{it} = kumulativ onormal avkastning för företag i som tillkännager uppköp på dagen t

R_{it} = Avkastning på aktie i dagen t

R_{mt} = Avkastning på S&P 500 på dagen t

3.6 Testprocedur

3.6.1 Signifikanstest och hypotesprövningar

Ett signifikanstest görs för att pröva om det finns statistiskt signifikanta samband mellan variabler samt trovärdighet i hypoteser. Först formuleras nollhypotesen, H_0 , vilken innebär att det inte finns något samband mellan variablerna. Givet en bestämd signifikansnivå kommer testet antingen leda till att H_0 förkastas, vilket betyder att det finns ett signifikant samband, eller att man ej kan förkasta H_0 , och därför heller ej påvisa något sådant samband (Körner och Wahlgren, 2006).

Genom logaritmering omvandlas en skevt fördelad variabel till en approximativt normalfördelad sådan. Detta görs för att möjliggöra ett t-test, då ett sådant kräver normalfördelad data. Det påverkar inte resultatet, utan görs endast för att göra datan hanterbar. (Kenneth Benoit, 2011).

Hypoteser:

H_0 : Personalintensitet påverkar ej kumulativ onormal avkastning

H_1 : Personalintensitet påverkar kumulativ onormal avkastning

3.7.2 Multipel, linjär regressionsanalys

Slutligen görs en multipel linjär regressionsanalys för att undersöka sambandet mellan en beroende och ett flertal oberoende variabler.

Ett F-test görs för att bestämma regressionsmodellens signifikans, och ett t-test för att testa de respektive variablernas signifikans var för sig. Determinationskoefficienten R² beskriver hur stor del av den beroende variabeln som kan förklaras av de oberoende variablerna. Författarna av denna uppsats har valt att använda statistikprogrammet SPSS. Vår beroende variabel är CAR och våra förklaringsvariabler beskrivs nedan.

Log A är logaritmen av anläggningstillgångar per anställd i miljoner USD. Detta ser vi som ett mått på personalintensitet då höga värden ger stor kapitalintensitet och låga värden ger stor personalintensitet. Författarna har valt att logaritmera A för att variabeln ska bli approximativt normalfördelad.

Log O är logaritmen av omsättning per anställd i miljoner USD. Även denna variabel är ett mått på personalintensitet då höga värden ger stor kapitalintensitet och låga värden ger stor personalintensitet. Författarna har valt att logaritmera O för att variabeln ska bli approximativt normalfördelad.

Uppköpande bolag är en tvådelad variabel som förklarar branschtillhörighet hos uppköpande bolag.

Målföretag är en tvådelad variabel som förklarar branschtillhörighet hos målföretaget vid ett företagsförvärv.

Formel för multipel linjär regressionsmodell:

$$Y=k+B_1X_1+B_2X_2+B_3X_3+B_4X_4$$

$$Y=CAR$$

k=konstant

B_x=koefficientvariabler från SPSS

$$B_1=\text{Log A}$$

$$B_2=\text{Log O}$$

$$B_3=\text{Uppköpande Bolag}$$

B_4 =Målföretag

För att göra en multipel linjär regressionsanalys krävs att vissa antaganden stämmer om materialet. Materialet måste vara tillräckligt stort, vilket vi anser att det är då hela 90 företag ingår i studien. Materialet ska vara normalfördelat, vilket det är när vi har logaritmerat personalintensitetsvariablerna. Variablerna ska vara linjärt korrelerande mellan Y och B_x , vilket de antas vara. Homoskedasticitet testas genom att studera ZRESID värdena. Multikollinearitet kommer att testas genom en korrelationsmatris. Residualerna ska vara normalfördelade vilket vi testat genom att göra en q-q plot på residualerna.

3.8 Metodkritik

I detta avsnitt lägger vi fram kritik samt bedömer reliabiliteten och validiteten hos de valda metoderna.

3.8.1 Reliabilitet

Metodens tillförlitlighet bör bedömas utifrån huruvida studiens resultat skulle bli desamma om den gjordes om på nytt, eller om det finns slumpmässiga fel (Bryman & Bell, 2013).

Datan som använts som underlag för studien kommer som tidigare nämnts från Thomson Reuters Eikon, och är att betrakta som tillförlitlig. Används samma rådata och avgränsningar för att göra en ny, identisk studie finns det ingen anledning att tro att resultatet skulle bli annorlunda och är således att anses som replikerbart. All data härstammar från uppköp gjorda 2007, och så länge denna data inte försvinner lär inte heller resultat förändras. Resultatet från den här studien beskriver dock endast eventuella samband från uppköp under år 2007, och det är fullt möjligt att få ett annat resultat med en iövrigt identisk studie, baserad på data från en annan period.

Slumpmässiga fel kan eventuellt ha uppstått om behandling av rådata har varit felaktig. Det är tänkbart att små, slumpmässiga fel har uppstått när datan behandlats och därför påverkat resultatet. För att förhindra detta har författarna iakttagit stor försiktighet och noggrannhet, men det har dessvärre inte funnits möjlighet att dubbelkolla all data efter bearbetningen.

3.8.2 Validitet

Frågan om validitet är en bedömning av om det man mäter är vad man avser mäta, det vill säga en uppskattning av frånvaron av systematiska fel (Bryman & Bell, 2013).

Det kan tänkas finnas många sätt att undersöka hur personalintensitet hänger samman med ett företags prestationer efter uppköp, och den här studien studerar ett möjligt sätt. Självklart bör detta tas i åtanke vid analys av resultatet, och när man drar slutsatser utifrån det. Sättet på vilken den här studien studerar personalintensitetens påverkan bör ses i ljuset av hur författarna valt att definiera de begreppen.

Självklart finns det begränsningar i studiens sätt att mäta personalintensitetens påverkan, eftersom det är ett tämligen komplext område som inte enbart bör studeras och beskrivas i finansiella termer. Det finns även anledningen att vara kritisk till studiens generaliserbarhet på grund av de snäva avgränsningarna. Dessa är gjorda för att kunna leva upp till de krav som ställts på uppsatsen i form av tids- och innehållsbegränsningar.

4. Resultat

I det här kapitlet redogör författarna det resultat vi har fått av beräkningarna vi har gjort. Detta görs i form av grafer och tabeller.

4.1 Uppköp mellan branscher

Av de 90 uppköp som gjordes skedde 10 mellan olika branscher. Generellt sett kan man se att uppköp av tillverkningsföretag har en bättre utgång på aktiemarknaden. 60,6 % av uppköpen mellan tillverkningsföretag, och samtliga uppköp där ett servicebolag köper upp ett tillverkningsbolag, har positiv kumulativ onormal avkastning. Uppköp av serviceföretag verkar däremot ha en negativ effekt på aktiepriset då det i 68,1 % av fallen går ner vid uppköp mellan servicebolag och i 42,9 % går ner när ett tillverkningsbolag köper ett servicebolag. I tabell 2 återges χ^2 -värdet 0,026 vilket innebär signifikans på signifikansnivån 5 %.

TABELL 1:**Uppköp ^ CARUN4 Crosstabulation**

			CARUN4				Total
			Nedgång med mer än 5%	Nedgång med mindre än 5%	Uppgång med mindre än 5%	Uppgång med mer än 5%	
Uppköp	Service -> Service	Count	9	23	11	4	47
		% within Uppköp	19,1%	48,9%	23,4%	8,5%	100,0%
		% of Total	10,0%	25,6%	12,2%	4,4%	52,2%
Tillverkning -> Tillverkning	Tillverkning -> Tillverkning	Count	6	7	16	4	33
		% within Uppköp	18,2%	21,2%	48,5%	12,1%	100,0%
		% of Total	6,7%	7,8%	17,8%	4,4%	36,7%
Service -> Tillverkning	Service -> Tillverkning	Count	0	0	2	1	3
		% within Uppköp	0,0%	0,0%	66,7%	33,3%	100,0%
		% of Total	0,0%	0,0%	2,2%	1,1%	3,3%
Tillverkning -> Service	Tillverkning -> Service	Count	0	3	1	3	7
		% within Uppköp	0,0%	42,9%	14,3%	42,9%	100,0%
		% of Total	0,0%	3,3%	1,1%	3,3%	7,8%
Total	Total	Count	15	33	30	12	90
		% within Uppköp	16,7%	36,7%	33,3%	13,3%	100,0%
		% of Total	16,7%	36,7%	33,3%	13,3%	100,0%

TABELL 2:**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	18,895 ^a	9	,026
Likelihood Ratio	19,867	9	,019
Linear-by-Linear Association	7,585	1	,006
N of Valid Cases	90		

a. 9 cells (56,2%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,40.

4.2 Uppköparens utfall

Samma typ av analys av uppköparens branschtillhörighet ges av tabell 3. Bland serviceföretagen är det 36 % av uppköpen som leder till en uppgång, medan motsvarande siffra för tillverkningsföretagen är 60 %. I tabell 4 återges chi²-värdet 0,136 vilket innebär att signifikans saknas på signifikansnivån 5 %.

TABELL 3:**Uppköpare * CARUN4 Crosstabulation**

			CARUN4				Total
			Nedgång med mer än 5%	Nedgång med mindre än 5%	Uppgång med mindre än 5%	Uppgång med mer än 5%	
Uppköpare	Tillverkning	Count	6	10	17	7	40
		% within Uppköpare	15,0%	25,0%	42,5%	17,5%	100,0%
		% of Total	6,7%	11,1%	18,9%	7,8%	44,4%
Service	Service	Count	9	23	13	5	50
		% within Uppköpare	18,0%	46,0%	26,0%	10,0%	100,0%
		% of Total	10,0%	25,6%	14,4%	5,6%	55,6%
Total	Total	Count	15	33	30	12	90
		% within Uppköpare	16,7%	36,7%	33,3%	13,3%	100,0%
		% of Total	16,7%	36,7%	33,3%	13,3%	100,0%

TABELL 4:**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,545 ^a	3	,136
Likelihood Ratio	5,623	3	,131
Linear-by-Linear Association	3,093	1	,079
N of Valid Cases	90		

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 5,33.

4.3 Målföretagens utfall

De uppköp som gjorts med serviceföretag som målföretag har resulterat i positiv CAR i 35,2 % av fallen. Motsvarande siffra för tillverkningsföretag som målföretag är 63,9 %. I tabell 6 återges chi²-värdet 0,020 vilket innebär signifikans på signifikansnivån 5 %.

TABELL 5:**Målföretag * CARUN4 Crosstabulation**

			CARUN4				Total
			Nedgång med mer än 5%	Nedgång med mindre än 5%	Uppgång med mindre än 5%	Uppgång med mer än 5%	
Målföretag	Tillverkning	Count	6	7	18	5	36
		% within Målföretag	16,7%	19,4%	50,0%	13,9%	100,0%
		% of Total	6,7%	7,8%	20,0%	5,6%	40,0%
	Service	Count	9	26	12	7	54
		% within Målföretag	16,7%	48,1%	22,2%	13,0%	100,0%
		% of Total	10,0%	28,9%	13,3%	7,8%	60,0%
Total	Count	15	33	30	12	90	
	% within Målföretag	16,7%	36,7%	33,3%	13,3%	100,0%	
	% of Total	16,7%	36,7%	33,3%	13,3%	100,0%	

TABELL 6:**Chi-Square Tests**

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	9,867 ^a	3	,020
Likelihood Ratio	10,165	3	,017
Linear-by-Linear Association	2,218	1	,136
N of Valid Cases	90		

a. 1 cells (12,5%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 4,80.

4.4 Multipel linjär regressionsanalys

R² ges av tabell 7 och anger att endast 2,6% av CAR under ett uppköp kan förklaras av vår modell, som innehåller variablerna Log(Anläggningstillgångar per anställd), Log(Omsättning per anställd) samt en konstant. Tabell 8 visar att det inte finns signifikans på nivån 5 % (p=0,324). Tabell 9 visar att ingen signifikans kan hittas med hjälp av multipel linjär regression.

TABELL 7:**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,160 ^a	,026	,003	5,79041

a. Predictors: (Constant), Omsättning_Log, Anläggningstillgångar_Log

TABELL 8:**ANOVA^a**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	76,642	2	38,321	1,143	,324 ^b
	Residual	2917,013	87	33,529		
	Total	2993,656	89			

a. Dependent Variable: CAR

b. Predictors: (Constant), Omsättning_Log, Anläggningstillgångar_Log

TABELL 9:**Coefficients^a**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,572	11,003		,234	,816
	Anläggningstillgångar_Log	-2,017	1,389	-,187	-1,452	,150
	Omsättning_Log	1,202	2,480	,063	,485	,629

a. Dependent Variable: CAR

5 Analys

5.1 Analys av uppköp i relation till bransch

Resultaten visar att uppköp av tillverkningsföretag har större chans att ge ett positivt CAR, medan sannolikheten är större att ett uppköp av ett serviceföretag leder till negativt CAR.

Detta går delvis i linje med det Empson (2000) och Schriber (2009) beskriver i sina fallstudier.

Empson visade att personalen i serviceföretagen hon studerat knyter an till sin företagskultur vilket bidrar till att motstånd bildas mot det andra företaget i förvärvet; de som inte klarar förändringen i företagskultur lämnar företaget. Vid ett uppköp börjar band mellan personer i företagen knytas, och först efter tre år börjar företagsgränserna försvinna. Under dessa tre år antas värdeskapandet bli lidande. Detta betyder att ett företag som gör ett förvärv i en mer personalintensiv bransch skulle kunna ha svårare att snabbt realisera synergier, och CAR därför påverkas annorlunda än vid ett uppköp av ett tillverkningsföretag.

Schriber studerade tillverkningsföretag och konstaterar att den starka yrkesidentiten hos personalen förenade företagen han studerade genom att de anställda respekterade varandras kunskaper. Kontrasten mellan Schribers förenande tillverkningsföretag och Empsons kulturkrockande serviceföretag är stor, och kanske kan just personalmotstånd vara en del i förklaringen av varför uppköp av tillverkningsföretag är att föredra framför serviceföretag.

Dessutom verkar krockar mellan företagskulturerna vid de olika förvärven i Empsons artikel leda till att delar av personalen väljer att lämna sina företag. Detta skulle kunna vara en annan anledning till att uppköp av tillverkningsföretag då skapar mer värde, då det mesta av integrationen bör beröra produktionen snarare än personalen. När en kompetent anställd lämnar målföretaget kan detta ha konsekvenser för framtida kassaflöden som uppköpande bolag har räknat med och därmed betalat för i förvärvspremien. I servicebranchen kan man anta att personalen är en relativt viktigare tillgång än hos tillverkningsbolag där anläggningstillgångar har ett betydligt högre värde.

Det skulle kunna vara så att företagskulturen är det som är det intressanta för avkastningen, och det verkar också som att serviceföretag har en mer motståndig företagskultur.

Tillverkningsföretag är kanske just lättare att införa till ett företag just på grund av företagskulturen. Kanske kan just personalmotstånd vara en förklaring till varför så många företagsförvärv misslyckas. I artiklen av Ranft & Lord (2000) visas att förvärv av personalkompetens är en viktig anledning för företagsförvärv. Osäkerheten om personalen stannar kan vara en anledning till att personalintensiva branscher underpresterar på börsen.

5.2 Multipel linjär regressionsanalys

I vår multipla linjära regressionsanalys har vi endast lyckats förklara 2,6% av variationen i CAR. Dessutom får vi inte fram någon signifikans. Man kan se tendenser till att anläggningstillgångar per anställd är mer relevant annars finns inte mycket man kan hämta ut från regressionsanalysen.

6. Slutsats

6.1 Slutsatser

Syftet med denna uppsats var att försöka brygga över gapet som finns i M&A forskning mellan finans och HR, organisation och strategi. Finansområdets fokus är mer på hårda värden och aktieutveckling medan HR, organisation och strategi studerar vad som gör så att ett förvärv blir bra eller dåligt. Genom att skapa mjuka variabler som kan appliceras på finansiella modeller har vi fått in HR, organisation och strategisk syn på M&A och lyckats kvantifiera personalintensitet som variablerna anläggningstillgångar per anställd och omsättning per anställd. Vi undersöker också hur branchtillhörighet påverkar dessa modeller, då vi antar att serviceföretag är mer personalintensiva än tillverkningsföretag som är mer kapitalintensiva.

Resultatet vi får fram är tillräckligt för att få fram ett generellt bidrag till M&A forskning angående branchtillhörigheten för målföretaget och hur den påverkar post performance. Tyvärr lyckas vi inte hitta ett samband mellan våra mjuka variabler som mäter personalintensitet och kumulativ onormal avkastning när vi gör en multipel regressionsanalys. Detta beror med stor sannolikhet på att endast en väldigt liten del i kumulativ onormal avkastning kan förklaras av personalintensiteten. Ljuspunkten i vårt resultat hittas i diagram 5 och 6 där vi kan se tydliga tendenser till att tillverkningsföretag presterar bättre. Detta kan ses som ett bevis på att företag som är kapitalintensiva presterar bättre än personalintensiva. Uppköp av tillverkningsföretag är en bättre investering än att investera i köpa upp ett serviceföretag vad gäller kortsiktig avkastning.

Vad gör då tillverkningsföretag till en bättre investering jämfört med serviceföretag? Våra variabler kan inte förklara varför, men en anledning som kan ses som trolig är att personalintensiva branscher upplever mer motstånd från personalen. Motståndet kan leda till en osäkerhet om huruvida målföretagen i branschen kommer ge de kassaflöden uppköparen är ute efter. Anledningen till detta kan tänkas vara att personalen är mer företagskulturellt assimilerad och är mer benägen att lämna när det plötsligt uppstår stora förändringar. I kontrast verkar företag med hög kapitalintensitet vara bättre på att skapa avkastning. Detta kan tänkas bero på att marknaden oroar sig mindre för det personalmotstånd som skulle kunna uppstå i samband med förvärvet. Detta skapar tankar kring vad som skapar värde i ett målföretag vid ett företagsförvärv.

Marknaden anser att kapitalintensiva företag kommer att prestera bättre efter de köpt upp ett företag än personalintensiva företag. Marknaden kanske ser personal som en osäker tillgång och därför drar ner på företagets framtida kassaflöden utifall ett stort bortfall av målföretagets personal skulle ske. Svagheterna i vår studie är att vi ej tar ett längre tidsperspektiv vilket skulle ge bättre förståelse hur företagen presterar på längre sikt, samt göra det lättare att ta ställning till hur bra marknaden egentligen är på att uppskatta de framtida värdena av förvärvet. På lång sikt blir det lättare att avgöra om aktiepriset visar någorlunda rätt från början eller justeras allt eftersom svårigheterna med integrationen blir uppenbara.

Personalintensitet påverkar marknads värdering av framtida kassaflöden. Hög personalintensitet innebär att företaget har mer osäkra kassaflöden. Tillverkningsföretag har i regel lägre personalintensitet vilket resulterar i att marknaden värderar köp av tillverkningsföretag högre vilket skapar en kumulativ abnormal avkastning.

Men vad är det då uppsatsen har kommit fram till? Vi kan se att uppköp av tillverkningsbolag är bättre än uppköp av servicebolag. Flera anledningar till detta kan framhållas, den mest troliga är att tillverkningsbolag har färre osäkra tillgångar till skillnad från serviceföretagen som har personal som kan lämna bolaget vid ett uppköp. Denna osäkerhet kan skapa oro om uppköpande bolag kan behålla kompetensen i företaget och leda till att tillverkningsbolag presterar bättre.

6.2 Förslag till vidare forskning

Det kan finnas många anledningar att undersöka detta forskningsområde vidare, gärna i större utsträckning och omfattning än vad denna studie gjorde. Som nämnts genomgående är det ett mycket komplext ämne som kan betraktas utifrån flera olika perspektiv och forskningsområden, och kanske kan övergripande studier som tar hänsyn till och kopplar samman flera av dessa skänka ny kunskap till förvärvsforskningen.

Det kan finnas många finansiella mått att undersöka och sätta i relation till andra variabler som traditionellt sett inte undersökts i finansforskningen, varav personalintensitet är en. På grund av tämligen strikta avgränsningar i den här studien lämnas mycket frågor kring hur det ser ut i andra länder, samt under andra tidsperioder och förutsättningar. Även uppköp till lägre värden kan tänkas vara av intresse att studera.

Vi kan tänka oss att en djupare studie på hur personalintensiteten ur ett längre perspektiv kan ge intressanta resultat för hur personalintensiva branscher bör göra för att klara av att integrera det uppköpta företags personal. Vidare skulle en studie i ett annat land än USA kanske ge anorlunda resultat och ny insikt på området. Även intressant skulle en studie inom servicesektorn där man undersöker uppköp av icke konkurrerande företag. Detta för att se personalmotståndets påverkan och hur finansmarknaden ser på personalmotstånd vid uppköp.

KÄLLFÖRTECKNING

Publicerade källor

Larsson, R., Finkelstein, S. Integrating Strategic, Organizational and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization, Department of Business Administration, *School of Economics and Management, Lund University, Lund, Sweden, Amos Tuck School, Dartmouth College, Hanover, New Hampshire*

Empson, L. (2000). Merging professional service firms. *Business Strategy Review*, 11(2), 39-46.

Schriber, S. (2009). Att realisera synergier - Ledning av värdeskapande vid företagsköp, *Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm*

Gugler, K., Mueller, D.C., Yurtoglu, B.B., Zulehner, C. (2002). The effects of mergers: an international comparison, *Department of Economics, University of Vienna*
Eugene F. Fa, *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417

A. Bryman, E. Bell (2005). *Företagsekonomiska forskningsmetoder 201*, Upplaga 2

Dimson, E. (1979), Risk measurement when shares are subject to infrequent trading, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, s. 197-226.

MacKinlay, G. (1997), Event studies in economic and finance, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, s. 13-39.

Schwert, G.W. (1989), Why does stock market volatility change over time?, *The Journal of Finance*, Vol. 44, s. 1115-1153.

Lee, A. S. 1991. Integrating positivist and interpretive approaches to organizational research. *Organization Science*, 2: 342-365.

Hitt, M., J. Harrison, D.R Ireland, A. Best (1998) Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms, *British Journal of Management*, vol.9, nr 2, ss. 91-114.

Richard E. Caves (1981) Diversification and Seller Concentration: Evidence From Changes, 1963-72. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 63, No. 2 (May, 1981), pp. 289-293

Nupponen, P. (1995). Post-acquisition performance: combination, management, and performance measurement in horizontal integration. *Helsinki School of Economics and Business Administration*

Schweiger, D. M., & Goulet, P. K. (2005). Facilitating acquisition integration through deep-level cultural learning interventions: A longitudinal field experiment. *Organization Studies*, 26(10), 1477-1499.

Denis, Denis & Yost (2002). Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value, *The Journal of Finance*, volym 57, utgåva 5, ss. 1951–1979

Cartwright, S., & Cooper, C. L. (1990). The impact of mergers and acquisitions on people at work: Existing research and issues. *British Journal of Management*, 1(2), 65-76.

R. Larsson (1993). Case Survey Methodology: Quantitative Analysis of Patterns across Case Studies

Astrachan, J. H. (1990). Mergers, acquisitions, and employee anxiety: A study of separation anxiety in a corporate context. New York: Praeger.

Rappaport, A., & Sirower, M. L. (1998). Stock or cash? The trade-offs for buyers and sellers in mergers and acquisitions. *Harvard Business Review*, 77(6), 147-58.

Benoit, K. (2011). Linear Regression Models with Logarithmic Transformations. *London School of Economics*, 1-8.

Elektroniska källor

Avanza (2014) “Vinnare & Förlorare (Elektronisk)

https://www.avanza.se/aktier/vinnare-forlorare.html?countryCode=SE&marketPlaceCodes=XSTO&timeUnit=ONE_MONTH