



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp

VT 2015

# **Påverkansfaktorer för budpremien**

En studie av den svenska marknaden 2003-2013

## **Författare:**

Rikard Edvardsson  
Joel Johannesson  
Carl Johansson  
Hampus Rynebrant

## **Handledare:**

Maria Gårdängen

## Sammanfattning

<i>Titel:</i>	<i>Påverkansfaktorer för budpremiem – En studie av den svenska marknaden 2003-2013</i>
<i>Seminariedatum:</i>	2015-06-04 eller 2015-06-05
<i>Ämne/kurs:</i>	FEKH89 Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng
<i>Författare:</i>	Rikard Edvardsson, Joel Johannesson, Carl Johansson, Hampus Rynebrant
<i>Handledare:</i>	Maria Gårdängen
<i>Nyckelord:</i>	Budpremie; Synergier; Förvärv; Värdeförstörelse; Multipel regression
<i>Syfte:</i>	Syftet med denna studie är att förklara vilka faktorer som påverkar budpremiens storlek i publika företagsförvärv. Målet är, genom att undersöka ett antal utvalda variabler, att skapa förståelse för vad som avgör premien, samt vilka variabler som har störst och tydligast samband med dess storlek.
<i>Metod:</i>	Studien har en deduktiv ansats och en kvantitativ karaktär. Med hjälp av multipel regressionsanalys har studiens sekundärdata tolkats och jämförts med tidigare studier.
<i>Teoretiskt ramverk:</i>	Studien utgår från tidigare forskning om enskilda variabelers påverkan på budpremiem samt beteendevetenskaplig och neoklassisk ekonomisk teori.
<i>Empiri:</i>	Empirin är baserad på 85 publika förvärv av svenska målföretag 2003-2013.
<i>Slutsats:</i>	Studien kommer fram till ett signifikant samband mellan budpremiem och ett tidigare ägande i målföretaget, ett blandat betalningssätt samt om målföretaget verkar inom den finansiella sektorn. För övriga av studiens variabler finns inget signifikant samband. En statistisk modell med alla variabler som ingår i studien har en förklaringsgrad på 23 %.

## **Abstract**

- Title:* *Determinants of the Bid Premium – A Study of the Swedish Market 2003-2013*
- Seminar date:* 2015-06-04 or 2015-06-05
- Course:* FEKH89 Degree Project in Finance, Undergraduate level, 15 ECTS credits
- Authors:* Rikard Edvardsson, Joel Johannesson, Carl Johansson, Hampus Rynebrant
- Supervisor:* Maria Gårdängen
- Key words:* Bid premium; Synergies; Public takeovers; Value destruction; Multiple regression
- Purpose:* The purpose of the thesis is to explain which factors that determine the size of bid premiums in public takeovers. The aim of the study is, through statistical analysis of selected variables, to provide insight into what determines bid premiums and which variables that have the largest and strongest association with its size.
- Methodology:* The study is quantitative and has a deductive approach. By multiple regression analysis, secondary data have been interpreted and compared with previous studies.
- Theoretical perspective:* The study is based on previous research on the impact of individual variables on the bid premium, as well as behavioural and neoclassical economic theory.
- Empirical foundation:* The study has its empirical foundation in a data set of 85 public takeovers of a Swedish target firm 2003-2013.
- Conclusions:* The study finds a significant relationship between the bid premium and a previous ownership in the target firm, a mixed method of payment and target firms in the financial sector. No such relationship exists for the rest of the variables. A statistical model with all variables that are included in the study have a determination coefficient of 23%.

# Förord

Vi vill tacka alla berörda parter, särskilt vår handledare Maria Gårdängen som varit till stor hjälp med ovärderliga råd under studiens gång.

Lund den 1 juni 2015

*Rikard Edvardsson*

*Carl Johansson*

*Joel Johannesson*

*Hampus Rynebrant*

# Innehållsförteckning

<b>1 Inledning .....</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion .....	2
1.3 Syfte .....	4
1.4 Frågeställningar.....	4
1.5 Avgränsningar .....	4
1.6 Disposition .....	4
<b>2 Teoretisk referensram.....</b>	<b>5</b>
2.1 Förvärv .....	5
2.2 Budpremien.....	6
2.2.1 Varför budpremie?.....	6
2.2.2 Effektiva marknadshypotesen.....	8
2.3 Beteendeteoretiskt synsätt på förvärv .....	9
2.3.1 Agentteori .....	10
2.3.2 Empire Building-teorin .....	11
2.3.3 Hybrishypotesen .....	11
2.4 Tidigare forskning för budpremiens förklaringsvariabler.....	12
2.4.1 Målföretagets branschtillhörighet.....	13
2.4.2 Målföretagets storlek .....	14
2.4.3 Målföretagets market-to-book-kvot.....	16
2.4.4 Målföretagets skuldsättningsgrad .....	17
2.4.5 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv .....	18
2.4.6 Tidigare ägande i målföretaget .....	19
2.4.7 Betalningssätt.....	20
2.4.8 Förvärvsaktivitet.....	22
<b>3 Metod.....</b>	<b>25</b>
3.1 Forskningsstrategi .....	25
3.2 Urval .....	25
3.3 Statistisk undersökningsmetodik.....	28
3.3.1 Multipel regression .....	28
3.3.2 Regressionsdiagnostik .....	29
3.3.3 Stegvisa regressioner .....	31
3.3 Hantering av den beroende variabeln.....	31
3.4 Hantering av de förklarande variablerna.....	33
3.4.1 Målföretagets branschtillhörighet.....	33
3.4.2 Målföretagets storlek .....	33
3.4.3 Målföretagets market-to-book-kvot.....	34
3.4.4 Målföretagets skuldsättningsgrad .....	34
3.4.5 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv .....	34
3.4.6 Tidigare ägande i målföretaget .....	34
3.4.7 Betalningssätt.....	34
3.4.8 Förvärvsaktivitet.....	35
3.5 Metoddiskussion .....	35
3.5.1 Reliabilitet .....	35
3.5.2 Validitet .....	35
3.5.3 Databortfall .....	36
<b>4 Resultat.....</b>	<b>38</b>
4.1 Beskrivande statistik .....	38
4.2 Modell med samtliga undersökta variabler .....	41
4.3 Reducerade modeller.....	42
4.4 Modeller med enskilda variabler.....	43

<b>5 Diskussion .....</b>	<b>44</b>
5.1 Budpremie och förklaringsgrad.....	44
5.2 Variabler med statistiskt signifikanta samband.....	45
5.3 Enskilda variabler utan signifikans .....	47
5.4 Beteendeteoretiskt synsätt.....	50
<b>6 Slutsats.....</b>	<b>53</b>
6.1 Slutsatser och kunskapsbidrag .....	53
6.2 Förslag till vidare forskning.....	54
<b>Källförteckning.....</b>	<b>55</b>

# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

En kilometer från Ekonomihögskolan vid Lunds universitet ligger säkerhetsföretaget Axis Communications AB:s huvudkontor. Den 10 februari 2015 tillkännagavs att Axis blivit föremål för ett uppköpsbud om 340 kr per aktie från det multinationella foto- och optikföretaget Canon Inc. Jämfört med Axis aktiekurs dagen innan tillkännagivandet motsvarade budet en premie på närmare 50 %, eller 7,85 miljarder kronor, vilket nära på exakt motsvarar den årliga budgeten för hela Lunds universitet. Canon motiverade sitt bud på Axis med att affären skulle medföra stora teknologiska synergier, stärka den gemensamma immateriella tillgångsportföljen och förbättra distributionsnätverken (Axis, 2015; LU, 2015; Canon, 2015).

En ännu större affär var sammanslagningen mellan Vodafone AirTouch och den tyska mobiloperatören Mannesmann AG 1999. Efter en tre veckor lång process med flera fientliga bud kunde affären dras i hamn till den astronomiska summan 203 miljarder dollar, vilket gör det till världens hittills största företagsförvärv. Transaktionen genomfördes genom ett utbyte av aktier och motsvarade en premie på 75 % jämfört med det ursprungliga budet. För Vodafone var det stora marknadsandelar, kostnadssparande synergier och möjligheten att utveckla en överlägsen teknisk plattform för framtida tillväxt som lockade (Gaughan, 2011:8; Vodafone, 1999; London Business School, 2009).

När man betraktar förvärv som dessa från ett utomstående perspektiv väcks oundvikligen frågan – går det egentligen att avgöra vad det är som ligger bakom dessa premier?

Precis som för Canon och Vodafone används ofta synergier när två organisationer slås samman som anledning till varför ett företag förvärvar ett annat, men även tillväxt, etablering på nya marknader och möjligheten att få tillgång till immateriella tillgångar kan ligga bakom ett uppköpsbeslut. I andra fall är förvärvet mer ett försök att rädda ett sjunkande skepp än en jakt på positiva nuvärden. Andra förklaringar fokuserar på agentproblematik när ledningen sätter egna intressen, t.ex. att bygga imperier, framför företagets och aktieägarnas.

Under de senaste decennierna har företagsförvärv blivit allt vanligare även i Sverige, efter att under lång tid varit centrerat till Storbritannien och USA. Statistik från 2014 tyder dessutom på att vi i dagsläget rör oss mot, eller kanske rentav befinner oss i, en ny våg med ökad aktivitet av uppköp.

## 1.2 Problemdiskussion

Att företagsförvärv tenderar att förstöra snarare än skapa värde för aktieägare är återkommande genom samtliga vågor av M&A-aktivitet (Gaughan, 2011:73). Agrawal *et al.* (1992) studerar förvärv gjorda i USA under perioden 1955-1987 och finner att aktieägare hos det förvärvande företaget i genomsnitt upplever cirka 10 % lägre avkastning än ett matchningsföretag under den femårsperiod som följer förvärvet. Andra studier har funnit att 80 % av företagsförvärv har haft värdeförstörande effekter för det förvärvande företags aktieägare (Christophe, 1997; Denis, Denis och Yost, 2002).

Att förvärv misslyckas med att skapa värde kan bero på att oförutsedda problem uppstår vid införlivandet i koncernen, men roten till värdeförstörandet kan ofta på ett eller annat sätt kopplas till ett för högt pris på köpdagen. I vissa fall är det marknaden som övervärderar företaget, men många gånger är det förvärvaren själv som betalar en för stor premie. En studie av Moeller *et al.* (2004) kommer fram till att den genomsnittliga premien, räknat som pris betalat över företagets marknadsvärde, som amerikanska uppköpare under perioden 1980-2001 betalade var 68 % för stora företag respektive 62 % för mindre bolag. En annan undersökning, av samtliga amerikanska förvärv mellan 1978-2009, beräknar den genomsnittliga premien till 43,3 % (Mergerstat Review 2010, refererad till i Gaughan, 2011:572). Med så höga premier krävs väldigt stora vinster från synergier för att rättfärdiga förvärvet.

Diaz *et al.* (2009) undersöker 49 företagsförvärv och sammanslagningar på den europeiska bankmarknaden under perioden 1995-2004. De finner ett kvadratisk samband mellan budpremier och överavkastningen vid uppköp. Om premien är låg, ökar sannolikheten för att affären ska skapa värde. Är den hög minskar sannolikheten för en lyckad affär. Gränsen för en lyckad affär går i deras urval vid en budpremie vid 21 %; om ett företag har betalat mer än detta börjar de negativa effekterna bli tydliga. Något samband mellan budpremiens storlek och aktiens utveckling kunde däremot inte Antoniou *et al.* (2008) hitta i sin undersökning av brittiska förvärv 1985-2004 på tre års sikt efter transaktionen. Även om sambandet därför inte



helt kunnat säkerställas, är det ett rimligt antagande att budpremien spelar en viss roll för affärens resultat.

Budpremier som fenomen är problematiskt då det per definition innebär att en förvärvare betalar ett högre pris än vad marknaden värderar företaget till. Möjliga synergier brukar användas för att förklara dessa höga värderingar, men med tanke på företagsförvärvs historiskt värdeförstörande resultat kan frågetecken resas kring vad som egentligen styr beräkningen av dessa synergier. I det inledande exemplet är Canon beredda att betala 50 % över marknadsvärdet för Axis. Då transaktionen vid tidpunkten för denna studie ännu inte genomförts går det inte att uppskatta huruvida det är en korrekt bedömning av Axis värde. Men utifrån detta resonemang är det ändå intressant att betrakta vilka faktorer som får förvärvande företag att betala budpremier som motsvarar halva börsvärdet hos målföretaget.

Trots att företagsförvärv numera är ett naturligt inslag på de flesta marknader världen över, har forskningen inte lyckats presentera någon tydlig förklaringsmodell för vad som bestämmer budpremiens storlek. Tidigare studier har framförallt undersökt enstaka variabelers inverkan, inte sällan med resultat som motsäger varandra. Få studier har försökt inkorporera flera variabler i sina analyser, trots att ett förvärv kan antas bero på fler än en enstaka variabel. Dessutom väljer de flesta studier att fokusera på amerikanska företagsförvärv, medan det finns få undersökningar av svenska dito. Då den svenska marknaden har en betydligt kortare historia av förvärv går det att argumentera för att resultaten av dessa studier inte är helt generaliserbara.

En av få studier som analyserat den svenska marknaden är en kandidatuppsats av Elger *et al.* (2013) från Lunds universitet. Studien undersöker ett flertal variabelers påverkan på budpremien, men undersöker dem enskilt och inte med hjälp av en regressionsanalys. Även om studien finner ett samband, kan man därför inte säga hur stor del av budpremien som förklaras med hjälp av den specifika variabeln. Om man utgår ifrån att mer än en variabel är inblandad vid ett förvärv finns det en poäng att undersöka hur flera variabler tillsammans kan tänkas förklara budpremien.

Den här studien har möjlighet att fylla ett tillvägagångsmässigt gap genom att använda en metod som inkluderar flera variabler vilket kan bidra till att ge en mer helhetsvisande bild över de bakomliggande faktorerna till budpremiens storlek. Den har dessutom möjlighet att

fylla ett geografiskt gap, genom att fokusera på den svenska marknaden som i hög grad är outforskad.

### **1.3 Syfte**

Syftet med denna studie är att förklara vilka faktorer som påverkar budpremiens storlek i publika företagsförvärv. Målet är att, genom att undersöka ett antal utvalda variabler, skapa förståelse för vad som avgör premien, samt vilka variabler som har störst och tydligast samband med dess storlek.

### **1.4 Frågeställningar**

1. Går det att förklara budpremiens storlek med hjälp av variablerna (1) målföretagets branschtillhörighet, (2) målföretagets storlek, (3) målföretagets market-to-book-kvot, (4) målföretagets skuldsättningsgrad, (5) inhemskt/gränsöverskridande förvärv, (6) förekomsten av en *toehold*, (7) betalningssätt, och (8) förvärvsaktivitet?
2. Vilken av variablerna har mest signifikant påverkan på budpremien?

### **1.5 Avgränsningar**

Studien är gjord med vissa avgränsningar. Först och främst beaktas endast publika förvärv av svenska företag, det vill säga målföretag som före tillkännagivet förvärv har varit noterad på någon lista i Sverige. Förvärvet måste vara avslutat, med tillkännagivande under tidsperioden 2003-01-01 till 2013-12-31. Vidare fokuserar studien endast på kontrollpremier, vilket innebär att det förvärvande företaget före tillkännagivandet ej får inneha 50 % eller mer av aktierna i målföretaget.

### **1.6 Disposition**

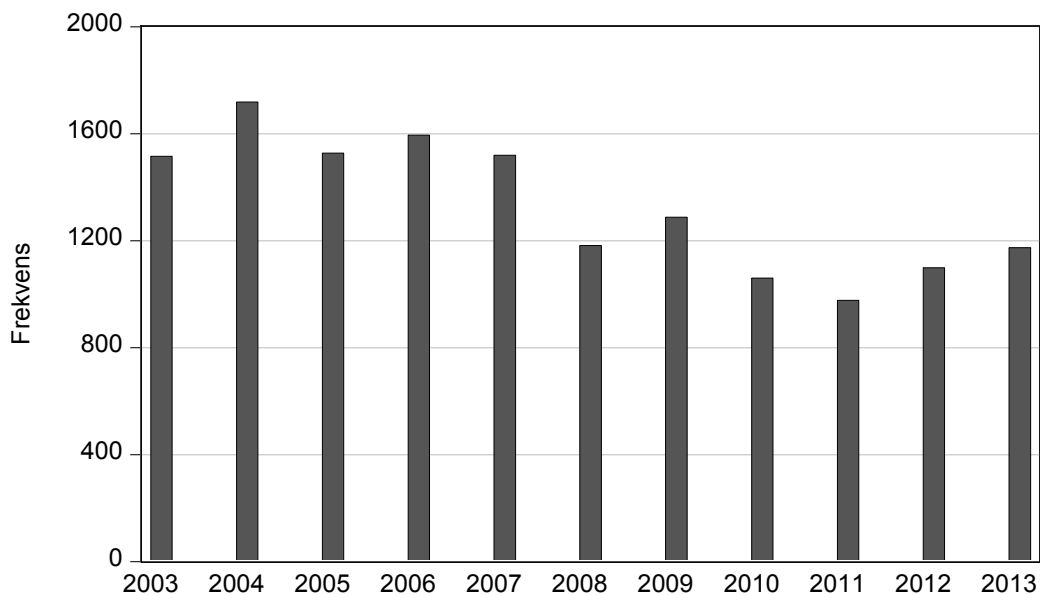
Resterande delar av uppsatsen är disponerade på följande sätt. I kapitel två presenteras tidigare forskning och uppsatsens teoretiska referensram, utifrån vilken hypoteser formuleras. Kapitel tre redogör för studiens metodval. Resultaten presenteras i kapitel fyra, vilka diskuteras i kapitel fem. Uppsatsen avslutas med slutsatser och förslag till vidare forskning i kapitel sex.

## 2 Teoretisk referensram

### 2.1 Förvärv

Företagsförvärv har historiskt sett varit förknippat med USA och Storbritannien, där uppköp varit ett vanligt förekommande fenomen sedan slutet av 1800-talet (Gaughan, 2011:36). Totalt har det sedan dess gått att urskilja sex perioder med förhöjda nivåer av förvärvstransaktioner, varav de två senaste kan betraktas som världsfenomen. Först under den femte vågen, 1993-2001, började europeiska företag intressera sig för företagsförvärv, och det var även då som förvärv introducerades på den svenska marknaden (Gaughan, 2011:66). Jämfört med anglosaxiska länder är företagsförvärv av denna anledning en relativt ny företeelse i Sverige. Den senaste vågen, 2003-2007, visar tydligt att vågorna inte är helt korrelerade mellan olika länder. Trots att världsekonomin nådde sin topp under 2007 fortsatte aktiviteten av företagsförvärv i Sverige att öka även under 2008. Däremot visar tidigare forskning på en tydlig korrelation mellan tillgångsvärdering, konjunktur och aktivitet på uppköpsmarknaden (Jovanovic och Rousseau, 2001).

*Figur 1. Totalt antal genomförda företagsförvärv i Sverige, 2003-2013.*



*Källa: Zephyr*

## 2.2 Budpremien

### 2.2.1 Varför budpremie?

Om man antar att det förvärvande företaget är rationellt i sina investeringar finns det bara en anledning till varför de väljer att betala mer än marknadsvärdet för ett målföretag, och det är förväntningar om framtida synergier (Gaughan, 2011:142). Synergier vid företagsförvärv brukar vanligen delas upp i två olika kategorier, operationella och finansiella. Operationella synergier innebär minskade kostnader och ökade intäkter i grundverksamheten, exempelvis när administrativa avdelningar slås samman, medan finansiella synergier till exempel innebär möjligheten att minska kapitalkostnaden (Gaughan, 2011:133).

Denna studie ämnar endast undersöka kontrollpremier. En premie är oftast nödvändig för att få aktieägare att överlämna kontrollen över företaget. För att rättfärdiga en sådan investering krävs då att de framtida vinsterna från transaktionen väger upp kontrollpremien. Gaughan (2011:143) presenterar denna relation som:

$$P < \frac{SG_1}{(1+r)} + \frac{SG_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{SG_n}{(1+r)^n}$$

där:

- P = premie
- SG = synergieffekt
- r = diskonteringsränta

De diskonterade synergieffekterna (SG) över de närmaste åren behöver alltså vara större än den premie man betalar vid köptillfället för att få ett positivt nuvärde av investeringen. Dessutom tillkommer kostnader för att transaktionen ska kunna genomföras (t.ex. för juridisk rådgivning och de tjänster investmentbanker tillhandahåller i form av rådgivning och kapitalanskaffning), vilket gör att förhållandet i själva verket ser ut som följande enligt Gaughan (2011:132):

$$NNV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E)$$

där:

- NNV = nettonuvärde
- $V_{AB}$  = kombinerat värde av företag A och B
- $V_A$  = värde av företag A
- $V_B$  = värde av företag B
- P = premie
- E = kostnader för transaktionsprocessen

Synergierna representeras här av termerna inom hakparenteser, vilka måste vara större än summan av premien och kostnaderna för transaktionsprocessen för att transaktionen ska resultera i ett positivt nettonuvärde. Vid närmare undersökning visar sig dock företagsförvärv vara långt ifrån så enkelt som modellerna ovan visar. Istället finns det gott om problematiska faktorer som gör det svårt att både uppskatta synergier och realisera dem när transaktionen väl är genomförd.

För det första betalas premien direkt, medan vinsterna från synergierna vanligen är utspridda över många år (Gaughan, 2011:143). Förväntade framtida kassaflöden är av naturen osäkra, då mycket kan hända med verksamheten fram tills de kan realiseras. Dessutom är det svårare att uppskatta dess storlek om de ligger ett par år bort i tiden. Det är framför allt när stora kulturella skillnader föreligger mellan inblandade företag, eller när väldigt stora synergier ska uppnås, som det kan ta extra lång tid (Gaughan, 2011:143). Detta faktum försvårar också möjligheten att bedöma kvaliteten av investeringen i efterhand, då de flesta studier som undersöker värdeskapande vid företagsförvärv har valt att se till en tidshorisont på 3-5 år. Studierna utgår därmed ifrån att alla eventuella synergier har uppnåtts under den tidshorisonten, vilket inte alls behöver vara säkert. Man kan därför ställa sig något frågande inför den forskning som så tydligt dömer ut företagsförvärv.

Att forskningen historiskt uppvisar värdeförstörande effekter vid uppköp visar dessutom på synergiernas komplexitet. Även när de känns givna på förhand ställs företag ofta inför stora organisatoriska utmaningar för att uppnå dem. Det finns gott om exempel på sammanslagningar med högtflygande ambitioner som förstörts när olika företagskulturer har krockat. Det räcker dessutom med att realiseringen av synergierna tar något längre tid än planerat för att det diskonterade värdet av dem ska bli mindre än beräknat.

### 2.2.2 Effektiva marknadshypotesen

Budpremien benämns som vad det förvärvande företaget betalar i förhållande till målföretagets marknadsvärde. För att kunna uppskatta budpremiens storlek krävs därför en bedömning av företagets korrekta marknadsvärde, rensat från eventuella uppköpsrykten, och för att göra en sådan bedömning krävs ett antagande om marknadens effektivitet.

Effektiva marknadshypotesen (EMH) fick sitt genomslag i samband med att Eugene Fama formulerade och publicerade sin studie 1970. EMH är ett antagande om att finansiella marknader är effektiva där tillgångarnas priser återspeglar all tillgänglig information. Med andra ord speglar marknadens värdering alltid den framtida förväntade avkastningen på ett korrekt sätt, och så fort ny information blir tillgänglig kommer priset direkt att justeras (Fama, 1970).

Graden av marknadseffektivitet brukar delas in i tre nivåer: svag, halvstark och stark (Fama, 1970). En svag effektivitet innebär att det inte går att förutse prisutvecklingen med hjälp av historiska data, d.v.s. teknisk analys. En halvstark effektivitet innebär att det inte går att förutse prisutvecklingen med offentlig data (exempelvis kvartals- och årsrapporter), d.v.s. fundamental analys. Stark effektivitet innebär slutligen att det inte heller är möjligt att förutse prisutvecklingen med insiderinformation och att ingen kan nå överavkastning i förhållande till marknaden på längre sikt. För att en marknad ska kunna beskrivas som effektiv krävs att den uppfyller tre kriterier (Fama, 1970):

1. Inga transaktionskostnader förekommer vid handel av finansiella tillgångar.
2. All information ska finnas tillgänglig kostnadsfritt för alla aktörer.
3. Alla aktörer ska vara eniga om att informationen som finns tillgänglig reflekterar priserna på tillgångarna.

Stödet för EMH inom forskningen är delat. Burton Malkiel (1996) påvisar i sin bok "A Random Walk Down Wall Street" att två tredjedelar av alla professionella aktieförvaltare inte klarar av att slå index över längre sikt och att den tredjedel som gör det oftast inte är densamma från år till år, och ger således stöd åt hypotesen. På andra sidan finns flertalet studier och böcker som avvisar hypotesen om en effektiv marknad (Rosenberg, Reid och Lanstein, 1985; Shleifer, 2000). Argumenten mot hypotesen byggs ofta på psykologiska faktorer, eller på de investerare som likt Warren Buffett kontinuerligt slagit index under

längre perioder. Buffetts konglomeratbolag Berkshire Hathaway har uppvisat en exceptionell förmåga att överprestera gentemot index. I förhållande till S&P500, USA:s näst största index, har avkastningen för Berkshire Hathaway varit högre under 39 av de 47 år Warren Buffett styrt, fram till 2011 (Loomis, 2012).

Hypotesen om effektiva marknader har dessutom fått mycket kritik efter den globala finanskrisen som kulminerade 2008. Bland annat har den anklagats för att skapa en övertro till marknadens effektivitet och därmed varit en av orsakerna till att finanskrisen fick så omfattande konsekvenser (Nocera 2009; Volcker 2011). I realiteten är alltså uppslutningen kring EMH långt ifrån enhällig. Detta till trots har modellen en relevant plats i teorin eftersom det krävs ett förhållningssätt till marknaden för att kunna genomföra systematisk datainsamling och analys.

I en omfattande studie undersöker Claesson (1987) effektiviteten på den svenska marknaden och finner att den bör klassificeras som halvstark. Studien är genomförd 1987 och detta kan tänkas påverka dess validitet för denna studie. Institutionella investerare hade dock redan då tillgång till realtidsinformation.<sup>1</sup> Mot bakgrund av de senaste decenniernas tekniska utveckling bör det kunna antas att effektiviteten inte blivit svagare och författarna anser sig därför ha fog för att kunna utgå från en halvstark effektivitet, då få studier givit stöd åt den helstarka formen (Chan *et al.*, 1997).

Även Forsgårdh och Herten (1975) konstaterar att den svenska marknaden bör klassificeras som halvstark. Denna studie är dock i skrivande stund 40 år gammal och marknaden saknade vid denna tidpunkt många karaktärsdrag för den typ av informationsspridning som sker idag, vilket, trots dess snarlika resultat till Claessons studie, får författarna att ifrågasätta dess validitet för denna studie.

### **2.3 Beteendeteoretiskt synsätt på förvärv**

Ovan nämnda redogörelse för värdering och synergier utgår ifrån neoklassisk teori, där ekonomiska aktörer anses vara rationella och agera värdemaximerande (Gugler *et al.*, 2010). Utifrån ett neoklassiskt synsätt är syftet med ett förvärv därför alltid att skapa ett positivt värde för aktieägarna, med synergistiska vinster som överstiger premiens storlek.

---

<sup>1</sup> Mailkonversation med Hampus Brodén, chef för Group Financial Management, SEB, 2015-05-20

Neoklassiska teorier har dock generellt svårt att förklara varför förvärv på aggregerad nivå visat sig förstöra värde för det förvärvande företags aktieägare. Att investeringsbeslut tas med ett rent värdemaximerande syfte stämmer dåligt överens med vad resultaten säger. Dessutom har aktiviteten av företagsförvärv historiskt haft ett tydligt samband med hur ekonomin sett ut i stort (Gugler *et al.*, 2010). En studie av Jovanovic och Rousseau (2001) visar att perioder med hög M&A-aktivitet är korrelerade med höga marknadsvärderingar. Att företag väljer att hänge sig åt värdeförstörande transaktioner, och att de är vanligast när företagen kostar som mest, är motsägelsefulla sanningar som föranlett en stor mängd forskning.

Flertalet teorier kring företagsförvärv tar istället sin utgångspunkt i de personer som fattar besluten, snarare än hos företagen själva. Bakom teorierna finns ofta en förhoppning om att kunna förklara varför företag återkommande väljer att förvärva, trots historiskt svaga resultat. Dessa teorier kan naturligt ställas emot det neoklassiska synsättet. Genom att undersöka den psykologi som ligger till grund för beslut att förvärva ett företag, har flera förklaringsmodeller tagits fram. För en företagsledning och styrelse kan andra faktorer än rent aktieägarvärde tänkas vara minst lika viktiga vid ett företagsförvärv, och de anledningar som driver uppköpet kommer ha en stor påverkan på vilken premie företaget är beredda att betala. Om det inte är möjliga synergier som styr investeringsbeslutet, kan inte heller budpremiens storlek tänkas vara bestämd på ekonomiskt rationella grunder.

### **2.3.1 Agentteori**

För att kunna presentera hypoteser som frångår klassiska ekonomiska antaganden om att företag alltid verkar med vinstmaximerande syfte krävs en genomgång av principal-agent-problemet. Som en av de mest välkända teorierna inom företagsekonomi och bolagsstyrning idag räcker det troligtvis med en kort sammanfattning av dess grunddrag.

Med principal-agent-problemet åsyftas det faktum att det, i de flesta företag, är olika personer som äger och driver bolaget. Medan aktieägarna givetvis vill att företaget ska drivas på ett sådant sätt som maximerar aktieägarvärdet, har de små möjligheter att granska företags beslut och handlingar på daglig basis. Till detta hör att ledningen också har egna personliga incitament, så som egen lön och status, som i vissa fall kan stå i kontrast till aktieägarnas önskemål. För att kunna kontrollera att företaget sköts på ett godkänt sätt måste ledningen



därför löpande granskas av både styrelse samt genom rapporter och kontroller (Berk och DeMarzo, 2013:962).

### **2.3.2 Empire Building-teorin**

Ett exempel på hur en företagsledning använder uppköp för egen vinnings skull, snarare än företagets bästa, är "Empire Building-teorin" (Trautwein, 1990). Genom att förvärva ihop stora imperier ökar ledningen sin egen status, inflytande, makt i övriga samhället samt sina ersättningsnivåer (Trautwein, 1990). "Empire Building-teorin" är därmed ett tydligt exempel på hur principal-agent-problematiken uppstår i praktiken. Marris (1964, 1998) visar i studier en tydlig koppling mellan tillväxt genom förvärv och kompensation till företagets ledning. Förvärv leder generellt sett till högre kompensation, vilket kan skapa incitament för företagsledningen att arbeta för fler uppköp. Bliss och Rosen (2001) visar i en senare studie även hur kompensationen vid förvärv inom banksektorn steg även om aktiepriset sjönk.

Även om det är svårt att kvantifiera till hur stor del det går att applicera "Empire Building-teorin" på företagsförvärv, är det rimligt att utgå ifrån att den spelar en viss roll. Även om personliga ambitioner sällan är ensam anledning bakom ett företagsförvärv kan man inte helt bortse från dess effekter på företagsbeslut.

### **2.3.3 Hybrishypotesen**

En annan förklaring till företagsförvärvs historiskt svaga utfall är den av Roll (1986) lanserade hybrishypotesen. Studien skiljer förvärv från andra typer av investeringar då de sker mer sällan och kräver en högre grad av individuell bedömning av investeringsobjektet. Bara om objektet värderas högre än marknadsvärdet av förvärvaren kan en affär komma till stånd, vilket gör att en hög värdering är den naturliga starten av uppköpsprocessen. Då Roll samtidigt utgår ifrån att marknaden är starkt effektiv och att marknadsvärdet på företaget är korrekt prissatt från början, är den enda anledningen till varför ett förvärv genomförs hybrist hos ledningen grundat i uppfattningen att man klarar att driva företaget på ett bättre sätt än tidigare. Hybris ligger alltså, enligt Rolls hypotes, bakom alla uppköp och förklarar varför företag gång på gång genomför värdeförstörande förvärv. Även om man inte accepterar att marknaden är starkt effektiv kan hybris ändå påverka uppköpsprocessen, men antagandet om dess effektivitet förtydligar dess inverkan.

Hayward och Hambrick (1997) hittar i sin studie stöd för hybrishypotesen. Genom intervjuer med förvärvande företags VD finner studien ett klart samband mellan hybris och premiens storlek. I studien mäts hybris som företagets resultat på senare tid, medias attityd till företaget och kompensation hos den näst högsta ledningen. Billett och Qian (2005) undersöker i sin tur varför hybris förekommer genom att analysera enskilda uppköpare, och tolkar studiens resultat som bevis för "self-attribution bias" i uppköpsprocesser. "Self-attribution bias" innebär att man kopplar goda resultat för företag och projekt till sin egen förmåga. När företaget går bra, ses det som bevis för ens egna färdigheter.

Hybrishypotesen har fått stort genomslag i företagsekonomisk forskning sedan den presenterades, och lyfts ofta fram i diskussioner om värdeförstörande uppköp. Utan tvekan spelar fenomenet en roll för resultatet av förvärv. Hayward och Hambrick (1997) använder sig av en kvalitativ metod för att beräkna hybris. För en kvantitativ undersökning är hybris däremot betydligt svårare att uppskatta, då en mätbar variabel som avspeglar hybris inte är helt given. Hybris brukar därför ofta tillskrivas affärer i efterhand, som en förklaring till ett svagt resultat, vilket inte helt utgör ett vetenskapligt förhållningssätt.

## **2.4 Tidigare forskning för budpremiens förklaringsvariabler**

Tidigare stycken har syftat till att definiera vad en premie är samt presentera olika förklaringar till varför ett företag förvärvar ett målbolag till ett pris över marknadsvärdet. Det finns argument för att investeringsbeslutet styrs av både rationella vinstmaximerande syften och personliga ambitioner. Detta trots att få företag, om något, skulle acceptera något annat än att företagets bästa styr deras beslut. Oavsett vilka de är kommer anledningarna bakom förvärvet att påverka hur långt man är beredd att gå för att ro affären i hamn.

Forskningen har inte kunnat presentera någon samlad teori för vad det är som bestämmer budpremien. Flertalet undersökningar har dock undersökt enskilda variablers inverkan på dess storlek. Denna del av kapitlet syftar till att presentera resultatet av dessa studier. Studierna visar att variablernas påverkan på budpremien inte alltid är helt tydlig, vilket som tidigare nämnts är anledningen till varför studien genomförs. Framförallt finns en stor mängd motsägelsefull forskning som visar på olika resultat. Variablerna speglar främst karaktäristika rörande målföretaget, men också transaktionsspecifika eller makroekonomiska faktorer kring konjunktur, betalning och förvärvstyp är med.

För varje variabel presenteras tidigare forskning utifrån vilken en hypotes formuleras. Syftet är att påvisa varje variabls relevans för denna undersökning, samt utifrån tidigare information och forskning försöka härleda hypoteser gällande studiens urval.

#### **2.4.1 Målföretagets branschtillhörighet**

Alexandridis *et al.* (2011) studerar budpremiens storlek inom olika branscher mellan åren 1993-2006. Studien använder Fama och Frenchs indelning i fem olika branscher för målföretagen; *konsumentvaror och -tjänster*, *högteknologi*, *hälsovård*, *tillverkande* och *övrigt*, samt en egen sjätte kategori för *finansiella företag*. Den sektor som i studien uppvisade högst genomsnittlig premie sett över hela tidsperioden var den för högteknologiska företag (52,3 %), medan finansiella företag gav lägst premie (38,2 %). Medelpremie för alla förvärv var under perioden 44,4 %. Även sett till enskilda år inom den totala tidsramen befinner sig budpremier för gruppen högteknologi klart över genomsnittet. Samma sak gäller för konsumentföretag, även om skillnaden inte är lika tydlig i det fallet. Mellan 2000-2002 är budpremier för konsumentföretag nästan lika hög som inom högteknologisk sektor, 62-63 %, jämfört med en genomsnittlig premie för alla förvärv på 51,5 %. Samma studie visar också att även den tillverkande sektorn särskiljer sig med premier klart under genomsnittet, medan hälsovårdsföretag ligger nära medelpremien. Efter vågens topp, mellan 2003-2006, har tillverkande företag klart lägst premie på cirka 27 %, vilket är det lägsta uppmätta resultatet under hela perioden.

En annan undersökning i Mergerstat Review 2010, för amerikanska förvärv mellan 1982 och 2009, har delat upp uppköpen på 11 branscher (Gaughan, 2011:564). De sektorer som uppvisar störst genomsnittlig premie är *energi och infrastruktur* (87 %) samt *kommunikation* (81,4 %). Bland de sektorer med lägst premier finns, förutom *fastigheter* (0 %), även *finansiella tjänster* (40,3 %), *transport* (43,5 %) och *detaljhandel* (29,4 %). Den genomsnittliga premien för alla branscher var 58,7 %.

Snittpremier visar dock inte hur stor del av premien som förklaras av branschtillhörighet. Resultatet riskerar dessutom att snedvridas av uteliggare, men då tidigare studier inkluderar längre tidsperioder borde det inte innebära något problem. Eftersom de genomsnittliga premierna är hämtade över en så pass lång tid går det också att dra slutsatser från dess resultat.

Utifrån tidigare studier går det att hitta samband, även om två olika branschindelningar innebär svårigheter att dra gemensamma slutsatser. Då kommunikation kan ses som exempel på högteknologi kan man dock konkludera att de genomsnittligt uppvisar större budpremier än andra sektorer. Ett rimligt antagande är att högteknologiska företag kan tänkas medföra större osäkerhet kring framtida kassaflöden, vilket ytterligare förklarar de stora premierna. Att finansiella målföretag dessutom tenderar att generera mindre premier är också klart. För de andra branscherna i Fama och Frenchs indelning är dock skillnaden från medelpremien så pass liten att det är svårt att konstruera någon direkt hypotes.

Det är däremot problematiskt att indelningen i ett fåtal branscher av natur blir relativt allmänna. Kategorier som konsumentföretag eller tillverkande företag inbegriper till exempel en mängd olika typer av företag i en rad olika branscher, varför det går att ifrågasätta vad dess genomsnittliga premie egentligen säger. Det är samtidigt svårt att undkomma detta problem vid kategorisering, och det faktum att premiens storlek skiljer så pass mycket mellan branscherna gör uppdelningen relevant.

*H1: Högteknologiska företag har ett positivt samband med budpremien. Finansiella företag har ett negativt samband med premiens storlek. För de övriga kategorierna saknas tillräckligt stöd för att underbygga en hypotes.*

#### **2.4.2 Målföretagets storlek**

Alexandridis *et al.* (2012) visar i en studie av 3 691 publika företagsförvärv på den amerikanska marknaden mellan 1990 och 2007 att stora målföretag tenderat att kräva en lägre premie. Studien visar att den högsta tiondelen av företagsförvärv, baserat på målföretagets marknadsvärde, krävde en genomsnittlig premie på 36,5 %, jämfört med 52,6 % för den lägsta tiondelen. Den stora negativa korrelationen är dessutom konstant över både tid och bransch. Resultatet förklaras med att stora företagsförvärv innebär en större finansiell risk, vilket kan tänkas leda till mer noggranna och korrekta värderingar (Alexandridis *et al.*, 2012). Vid små förvärv kan summan istället ses som av ringa betydelse, varför större fokus läggs vid en smidig transaktionsprocess än att inte överbetala för målföretaget. En annan viktig faktor är förvärvets komplexitet, som beräknas vara större vid stora förvärv, varför synergier inte är lika säkra. Risken borde därför bidra till lägre premier. Dessutom tänker sig Alexandridis *et al.* (2012) att konkurrensen om stora målföretag är mindre, varför budstrider borde vara färre.

Utifrån beteendeteoretiska hypoteser kan resultatet tyckas något märkligt. Exempelvis uttrycker Herd och McManus (2012) stöd för att Rolls hybrishypotes skulle vara mer applicerbar på stora förvärv, då det oftast uppfattas som mer attraktivt för ett förvärvande företags ledning. Stora målföretag är också mer intressanta utifrån teorier om imperiebyggande, då de ger substantiellt större makt och inflytande än mindre bolag. Som stöd för detta rapporterar Moeller *et al.* (2004) i en undersökning av uppköp mellan 1980-2001 att stora förvärvande företag tenderar att betala större premier vid köp av stora målföretag. Det negativa sambandet mellan budpremien och målföretagets storlek hos Alexandridis *et al.* (2012) är dock tre gånger så starkt som den positiva korrelation mellan uppköparens storlek och budpremien som Moeller *et al.* (2004) presenterar. I sin studie undersöker Alexandridis *et al.* (2012) dessutom om hybris är mer representerat i stora förvärv än små, utan att kunna hitta något sådant samband. Hybris definieras i studien som en situation där VD:n inte hämtat hem teckningsoptioner som ligger minst 67 % *in-the-money*. Studien finner inte någon överrepresentation i varken stora eller små förvärv.

Den allmänt accepterade bilden har sedan tidigare varit att stora förvärv leder till större värdeförstörande, något som empiriska undersökningar också pekat på (Jespersen, 2002). Detta har skapat förväntningar på att även budpremien skulle vara större vid stora förvärv. Det går också logiskt att argumentera för varför detta skulle vara fallet. Större målföretag har exempelvis generellt en mer spridd ägarbild än små företag, med fler ägare och mindre andelar. En spridd ägarbild kan tänkas försvåra för det förvärvande företaget, då fler ägare måste övertygas om att sälja sina aktier, vilket kan tänkas göra en större premie nödvändig för att nå en kontrollerande andel (Herd och McManus, 2012). En annan viktig faktor, framförallt mot bakgrund av beteendeteoretiska hypoteser, är hur tillväxtbaserad bonus kan tänkas påverka uppköpsprocessen. Företagsförvärv används ofta som ett sätt att skapa tillväxt, och stora målföretag innebär större förvärvad tillväxt vilket gör dem mer attraktiva för förvärv (Alexandridis *et al.*, 2012).

Alexandridis *et al.*:s (2012) studie uppvisar en stark negativ korrelation mellan budpremiens och målföretagets storlek. Med tanke på studiens omfattning är det svårt att ifrågasätta resultatet, varför sambandet rimligen kan förväntas gälla även för urvalet i denna studie. Att sambandet tycks konstant över tid visar också på styrka. De många tidigare studier över stora affärers värdeförstörande gör det dock svårt att rakt av acceptera slutsatsen att små förvärv dessutom skulle vara mer värdeskapande.

Det är emellertid något problematiskt att enbart se till absoluta värden för storlek vid förvärv. Att stora målföretag innebär en större finansiell risk för förvärvande företag är ett rimligt antagande, men storlek är en relativ skala och vad som anses vara en finansiell risk beror givetvis även på det förvärvande företaget och dess storlek. För ett litet företag innebär de flesta företagsförvärv en stor finansiell risk, oavsett om målföretaget utifrån sett är litet. Man kan därför argumentera för att relativ storlek vore en bättre variabel, och att den eventuellt skulle spegla den finansiella risken bättre.

*H2: Målföretagets storlek har ett negativt samband med budpremiens storlek.*

### **2.4.3 Målföretagets market-to-book-kvot**

Market-to-book (M/B) är en kvot mellan marknadsvärdet på företaget och det redovisningsmässiga värdet av det egna kapitalet (Berk & DeMarzo, 2013:27). Enligt Sharma *et al.* (2013) används måttet ofta med två olika perspektiv, dels som ett värderingsverktyg men också som indikation på risk eller företagets förmåga att använda företagets tillgångar för att skapa tillväxt. En hög M/B-kvot innebär att företaget värderas över sitt redovisningsmässiga värde, vilket indikerar att man förväntar sig att företaget växer i framtiden. Höga företagsvärderingar kan användas för att påvisa överoptimism och hybris bland investerare (Gugler *et al.*, 2010). Det tydligaste exemplet på skeva värderingar inträffade under den femte vågens slutskede, då ett fåtal företag köptes till irrationellt höga nivåer vilket bidrog till en stor del av den värdeförstörelse som denna period kommit att symbolisera (Alexandridis *et al.*, 2011).

Goergen och Renneboog (2004) undersöker sambandet mellan M/B-kvoten och budpremien i en studie av intraeuropeiska företagsförvärv mellan 1993-2000. Studien finner en klar korrelation mellan företag med högt ställda förväntningar, räknat som M/B-kvot, och större budpremier. Samtidigt leder förvärv av företag med en hög M/B-kvot också till en negativ prisreaktion för det uppköpande företaget.

Överbetalning vid förvärv är ofta kopplat till felvärdering (Ferris och Petitt, 2013). Då M/B speglar förväntningar om framtida tillväxt går det att med hjälp av kvoten göra en uppskattning om företaget är ett värdet företag eller tillväxtföretag. Då tillväxtföretag inte har en historiskt uppvisad intjäningsförmåga är de svårare att värdera för framtiden, vilket leder till större osäkerhet vilket i sin tur kan tänkas leda till genomsnittligt större premier.

En hög M/B-kvot innebär per definition att företaget är högt värderat av marknaden redan innan ett eventuellt bud, varför en skev värdering ändå inte behöver resultera i en överdrivet stor budpremie. Moeller *et al.* (2005) hittar exempelvis inga större premier i de transaktioner som genererade stort värd förstörande under femte vågen, vilket stärker tesen om att marknaden redan stått för en stor del av uppvärderingen och att anledningen till den stora värd förstörelsen därav var systematisk.

Goergen och Renneboogs (2004) studie visar på ett positivt samband mellan M/B och budpremien. Sett till både tidsperiod och urval går den dessutom att jämföra med denna studie, varför dess relevans är klar. Det är därmed också rimligt att förvänta sig ett liknande utfall även i denna studie. Problematiskt med M/B som mått är dock att det finns en naturlig skillnad mellan olika branscher, varför resultatet därför kan tänkas spegla branschtillhörighet i högre grad än företagsspecifika förväntningar. Exempelvis är tillväxtföretag ofta hemmahörande i högteknologiska sektorer, som historiskt sett visat sig kräva större premier (Gaughan, 2011:564; Alexandridis *et al.*, 2011). Två variabler med samma förklarande faktorer kan störa undersökningen, men med tanke på den grova indelning som Famas fem branscher innebär menar författarna att detta inte innebär något större problem för studien.

*H3: Målföretagets M/B-kvot har ett positivt samband med budpremiens storlek.*

#### **2.4.4 Målföretagets skuldsättningsgrad**

Skuldsättningsgraden är kvoten mellan ett företags totala skulder och dess egna kapital. Kvoten visar företagets kapitalstruktur och ger en indikation om företagets avkastningskrav och finansiella risk (Berk och DeMarzo, 2013:479). Vid värderingen av målföretaget har den finansiella risken stor påverkan och skuldsättningsgraden finns därför representerad som variabel i flertalet tidigare studier om företagsförvärv och sammanslagningar.

Två olika studier av Edmister och Walking (1985) och Clayton *et al.* (2002) finner båda ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden hos målföretaget och budpremien. De menar att den bakomliggande anledningen är den ökade risk som högre skuldsättning medför. Stulz (1988) finner i sin studie ett motsatt samband, alltså ett positivt samband mellan skuldsättningsgraden och budpremien. Stulz menar att om företagsledningens ägarandel i företaget hålls oförändrad, och skuldsättningsgraden ökar, så ökar även deras inflytande.

Detta påverkar i sin tur möjligheterna för ett lyckat bud negativt, och driver därför upp budpremien.

I kontrast till ovanstående studier finner Kaufman (1988) i sin studie inte något signifikant samband mellan målföretagets skuldsättningsgrad och budpremien. I en relativt ny studie undersöker Raad (2012) relationen mellan skuldsättningsgraden och budpremien med flera av de tidigare nämnda studierna som referens. Resultatet stödjer Stulz (1988) teori om ökad premie vid ökad skuldsättningsgrad, men finner sambandet starkare när målföretagets ledning har hög ägarandel, och svagare när det är lågt och gör således, i motsats till Stulz (1988), inget antagande om ledningens ägarandel vid en viss skuldsättningsgrad.

Den tidigare forskningen inom området ger alltså väldigt tvetydiga resultat, och mot bakgrund av denna bör man kunna anta att korrelationen (eller bristen därpå) mellan skuldsättningsgraden och budpremien i någon form beror på tidsperioden och urvalet som undersökts. Det finns också fog för att de antaganden som gjorts spelar in. Exempelvis antar Stulz (1988) att företagsledningens ägarandel förblir densamma vid förändrad skuldsättningsgrad. Om det visar sig att den i realiteten förändras går det inte att applicera studiens resultat på verkligheten, vilket kan bidra till att resultatet skiljer sig åt mellan studierna.

*H4: Ingen hypotes för målföretagets skuldsättningsgrads inverkan på budpremiens storlek.*

#### **2.4.5 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv**

Anledningarna till förvärv av ett utländskt företag kan skilja sig något åt jämfört med ett inhemskt dito. Framförallt finns fler element som kan rättfärdiga ett förvärv. Exempelvis kan handelshinder i form av tullar och avgifter göra lokal produktion nödvändig för att kunna konkurrera på en specifik marknad. Även skattemässiga regler kan driva förvärv av företag utanför landsgränsen (Sonenshire och Reynolds, 2013). Den teoretiska grunden till varför utländska förvärv skulle leda till större budpremier är därmed att man kan hitta större synergier förknippade med förvärvet (Goergen och Renneboog, 2004).

Rustige och Grote (2011) studerar 1 931 företagsförvärv inom Europa mellan åren 1985 och 2009. Enligt deras undersökning är kontrollpremien i snitt 10,4 procentenheter högre vid ett



förvärv över en landsgräns jämfört med när förvärvet sker inom ett lands gränser. Denna skillnad håller även vid justering för företags- och transaktionsspecifika faktorer. Studien konstaterar också att denna skillnad främst gäller publika förvärvare, medan de för privata företag inte kan se någon skillnad mellan inhemska och utländska uppköp. Deras förklaring till detta fenomen är att privata förvärvare är exponerade för agentkonflikter i mindre utsträckning än publika.

Sonenshine och Reynolds (2013) undersöker alla 848 publika företagsförvärv över landsgränser till ett värde av minst 250 miljoner dollar som gjordes globalt under perioden 2000-2010. Även om flest transaktioner tog plats mellan industrialiserade länder (82 %), visar studien på större premier när målföretaget verkar i ett utvecklingsland.

Goergen och Renneboog (2004) hittar däremot den motsatta relationen, jämfört med Rustige och Grote (2011), i sin undersökning av intraeuropeiska förvärv mellan 1993 och 2000. Efter att ha justerat för skillnader i urvalet, så som en större andel fientliga bud eller betalningsätt, finner de att inhemska förvärv i snitt leder till en större premie på en procentenhet.

Sambandet tycks vara betydligt starkare ju större skillnaden är mellan de båda länderna. Företagsförvärv mellan ett företag från ett industrialiserat land och ett utvecklingsland har haft starkast samband, medan sambandet är svagare för företag som båda hör hemma i industrialiserade länder. Då urvalet i denna studie enbart innehåller förvärv mellan utvecklade länder, är hypotesen att ett samband existerar därför inte lika stark. I takt med ökad globalisering, där företagen i allt mindre utsträckning går att koppla till något enstaka land, blir det allt svårare att avgöra vad som går att definiera som ett utländskt förvärv. Även om refererade studier är relativt kontemporära, kan det tänkas hända mycket med det konstaterade sambandet på rätt kort tid.

*H5: Gränsöverskridande förvärv har ett positivt samband med budpremiens storlek.*

#### **2.4.6 Tidigare ägande i målföretaget**

Om det förvärvande företaget äger en andel, en s.k. *toehold*, i det uppköpta företaget innan det lägger ett offentligt bud på resterande aktier kan budpremiens totala storleken påverkas. En av anledningarna till att ett företag skaffar en *toehold* innan det lägger ett bud på de resterande aktierna är att sänka de totala kostnaderna. Genom att köpa aktier "anonymt" på marknaden

innan man lägger ett offentligt bud slipper man betala en premie för de första aktierna. Ett annat syfte med att köpa in sig i företaget man vill förvärva är att man vill få samma rättigheter som ordinarie aktieägare har, vilket kan underlätta uppköpet (Gaughan, 2011:245).

Det finns även andra anledningar till att företag väljer att skaffa en *toehold*. Förekomsten av en stor *toehold* minskar risken för konkurrerande bud, vilket också pressar upp priset. Vid ett stort tidigare ägande i målföretaget (runt 20 %) är det ofta bara ett företag intresserat, medan en mindre *toehold* (5 %) i högre utsträckning korrelerar med budstrider. Storleken på det tidigare ägandet och premien som erbjuds initialt när ett bud ges är negativt korrelerade. Om priset har ökat under perioden före ett företag ger ett bud, har det budgivande företaget ofta en mindre *toehold*. Om ett initialt bud nekats har ofta två företag haft ungefär lika stora ägarandelar och därmed motarbetat varandra (Betton och Eckbo, 1999).

Davidsson och Oddbjörn (2013) finner i sin masteruppsats från Lunds universitet, där man studerar svenska publika företagsförvärv mellan 1997 och 2012, att förekomsten av en *toehold* leder till en 10,3 % lägre budpremie. Dessutom lyckas bud med en tidigare *toehold* i större utsträckning leda till slutfört förvärv än då detta saknas. Med tanke på att Davidsson och Oddbjörns (2013) studie gäller ett urval liknande denna studie, och till stora delar överlappar är det dock rimligt att anta att deras resultat är applicerbart här. Betton *et al.* (2005) visar att det trots detta inte är särskilt vanligt att företag väljer att förvärva en andel i företaget innan de lägger ett offentligt bud. Av 12 000 amerikanska företag under åren 1980-2003 var det färre än 11 % av företagen som hade en *toehold* när de lade ett bud. Av dessa hade 2 procentenheter valt att förvärva en andel i företaget halvåret innan de lade ett bud. Av företagen som väl hade en *toehold* var det en minoritet som sedan lade ett bud, 4 %. De flesta företag är med andra ord inte ute efter att kontrollera bolaget de köper in sig i (Betton *et al.*, 2005).

*H6: Tidigare ägande i målföretaget har ett negativt samband med budpremiens storlek.*

#### **2.4.7 Betalningssätt**

Betalningen vid förvärv kan ske på en mängd olika sätt, och valet av betalningssätt är ofta kopplat till den ekonomiska situationen i övrigt. Vanligen sker betalningen antingen kontant, genom emission av nya aktier eller genom en kombination av de båda (Gaughan, 2011:576).

Vid betalning med aktier är det mindre tydligt vilken aktör som förvärvar vem, och efter affären delar båda företagens aktieägare på risker och synergivinster då de tillsammans äger aktier i det förvärvande bolaget (Rappaport och Sirower, 1999). Vinsten av eventuella synergier blir betydligt mindre då den delas med målföretagets aktieägare, men sker förvärvet kontant får förvärvande företag å andra sidan ta hela risken för att synergier inte slår in. Rappaport och Sirower (1999) menar därför att förvärvare med stark tro på uppköpets möjligheter bör därför genomföra det kontant, för möjligheten att själv göra anspråk på hela vinsten. De menar också att större premier borde krävs vid kontanta förvärv, givet att målföretagets aktieägare delar synen på de uppskattade synergier.

Vid hög likviditet i de finansiella systemen ökar generellt delen av förvärv som finansieras kontant. Under den sjätte vågen, som kännetecknades av hög likviditet, fördubblades andelen företagsförvärv som finansierades kontant jämfört med tidigare våg (Alexandridis *et al.*, 2011). Under tider med hög likviditet hamnar företagen i en position där de pressas till att investera pengarna eftersom likvida medel ger undermålig avkastning i förhållande till att köpa tillbaka aktier, dela ut den balanserade vinsten eller genomföra förvärv (Gaughan, 2011:578). Starka kassaflöden riskerar dessutom att leda till vad Jensen (1986) beskriver som ”Free Cash Flow Problem”, vilket skapas när ett företag har för god tillgång till likvida medel och innebär att företagsledningen sprider pengarna på dåliga investeringar med låg avkastning. Enligt teorin borde budpremien därför tänkas vara större vid kontantbetalningar i tider av hög likviditet.

Burch *et al.* (2012) studerar hur aktieägarnas preferenser av betalningssätt inverkar på budpremien i en studie av 1 881 förvärv mellan 1981 och 2006. Vid finansiering genom nyemission behöver inte målföretagets aktieägare skatta direkt för sin vinst, vilket jämfört med kontantköp innebär en klar fördel. Studien finner också en negativ korrelation mellan premien och aktieägares skatteskulder vid förvärv som genomförts med aktier. Dessa skatteeffekter vid kontantköp är också vad Huang och Walkling (1987) använder för att förklara deras studies korrelation mellan större premier och förvärv med finansierade kontant för förvärv mellan 1977 och 1982. Savor och Lu (2009), refererad till i Alexandridis *et al.* (2012), visar på samma resultat.

Moeller *et al.* (2004) hittar däremot tvärtom en negativ korrelation mellan kontantköp och budpremiens storlek för förvärv mellan 1980 och 2001, vilket innebär större premier när

transaktionen sker med hjälp av nya aktier. Moeller *et al.* förklarar sitt resultat med att aktieägarna kräver en extra premie för att ta den extra risken som aktier i det gemensamma företaget innebär. Resultatet styrks också av Alexandridis *et al.*:s (2012) undersökning av 3 691 amerikanska företagsförvärv mellan 1970 och 2007. Den studien finner inget stöd för att skatteeffekter skulle leda till större premier, utan pekar istället på en viss rabatt vid kontantförvärv.

Betalningssätt är en av de variabler vars påverkan på budpremien blivit allra mest ingående undersökt. Tidigare forskning har påvisat positiva samband med budpremien för både kontanta och aktiefinansierade förvärv. Av studierna har Moeller *et al.* (2004) samt Alexandridis *et al.* (2012) störst omfattning, både sett till antal år och förvärv. Man kan därför argumentera för att deras resultat är mer trovärdiga. Dessutom ligger den undersökta tidsperioden för deras studier betydligt närmare denna studie, vilket kan tänkas göra resultatet mer relevant.

Utifrån teorin innebär betalningssättet en kompromiss för det uppköpta företags aktieägare. Ett kontant förvärv ger negativa direkta skatteeffekter, medan ett aktiefinansierat köp istället ställer aktieägarna med risken att hålla aktier i det förvärvande företaget. Premiens storlek beror då enbart på vilka preferenser målföretags aktieägare har, varför sambanden också kan ha olika resultat. Det är därför svårt att utifrån tidigare forskning kunna presentera någon entydig hypotes angående urvalet för denna studie. Hur skatteeffekten påverkar premien i Sverige har heller inte undersökts, då både Burch *et al.* (2012) och Huang och Walking (1987) fokuserat sina studier på den amerikanska marknaden.

*H7: Ingen hypotes för betalningssättets inverkan på budpremiens storlek.*

#### **2.4.8 Förvärvsaktivitet**

Trots företagsförvärvs svaga resultat på aggregerad nivå går det att hitta tydliga skillnader i värdeskapande beroende på när under en M&A-våg som förvärvet sker. Moeller *et al.*:s (2005) undersökning av 12 023 transaktioner mellan 1992 och 2001 finner att transaktioner genomförda i början av vågen, räknat som 1992-1997, i snitt skapade ett positivt värde på 24 miljarder dollar för förvärvande företag. För transaktioner mellan 1998 och 2001, motsvarande toppen av vågen, var resultatet däremot ett helt annat och tillsammans beräknas förvärvande företags aktieägare under denna period ha förlorat upp till 240 miljarder dollar.

Om man accepterar antagandet att budpremien spelar en roll vid värd förstörelse, borde det även innebära att premier är större i perioder av stor förvärvsaktivitet.

M&A-vågor har historiskt varit tätt korrelerade till konjunkturen för ekonomin i stort (Gaughan, 2011:36). Högre premier vid högkonjunktur stämmer också med beteendeteoretiska drivkrafter till företagsförvärv. Gugler *et al.* (2010) argumenterar för att överoptimism på finansiella marknader driver förvärv, och att samma psykologiska effekter som skapar tillgångsbubblor även ligger bakom värd förstörande affärer. I högkonjunktur sägs ekonomin ha klivit in i en "ny era" (Schiller, 2000, kap 5, refererad i Gugler *et al.*, 2010) och tillgångar handlas till nivåer högt över tidigare värderingar (Gugler *et al.*, 2010). Marknaden och företagsledningen övervärderar målföretag, möjligheter till synergier och tillväxtpotential vilket leder till stora premier och dåliga affärer. I perioder med hög aktivitet på marknaden förekommer också mer konkurrens, fler budstrider och följaktligen större budpremier, vilket har konstaterats i tidigare studier (Alexandridis *et al.*, 2010).

I sin undersökning av alla företagsförvärv under 1993-2006, visar Alexandridis *et al.* (2011) att perioden 2000-2002 är den som uppvisar den högsta genomsnittliga premien (51,5 %). Då detta sammanfaller med toppen av den femte vågen tyder detta på ett samband mellan hög M&A-aktivitet och stora budpremier. Däremot uppvisar 2005-2006 de lägsta budpremierna (36,2 %), och även om det inte helt korrelerar med den sjätte vågens topp går det ändå emot ett sådant samband. Moeller *et al.* (2005) hittar heller inga större premier i de fåtalet transaktioner som under den femte vågens slutskede genererade störst värd förstörelse för det förvärvande företags aktieägare.

Statistik från Mergerstat Review 2010, presenterad i Gaughan (2011:572), över budpremier vid amerikanska företagsförvärv mellan 1978 och 2009 visar inte heller på något tydligt samband mellan högkonjunktur och budpremiens storlek. Framförallt är sambandet otydligt under undersökningens första år. Vid de två senaste vågorna är situationen snarare det motsatta, med störst budpremier åren efter konjunkturens topp, under 2002-2003 och 2008-2009 (Gaughan, 2011:572). Gaughan förklarar fenomenet med att målföretagets aktieägare hellre väntar ut konjunkturen än säljer när företaget värderas lågt, varför en större premie krävs för affär.

Även om det från teoretiskt håll finns tillräckligt med stöd för en hypotes om att större transaktionsaktivitet leder till större budpremier, går det utifrån tidigare forskning inte att konstatera något sådant samband. Från tidigare undersökningar kan man till och med argumentera för den motsatta hypotesen. Det finns heller ingen anledning att betvivla tidigare studiers resultat, då källorna både är trovärdiga och budpremiens storlek lämnar litet rum för egen tolkning. Ingen övergripande studie har dock gjorts av svenska företagsförvärv, varför det ändå finns relevans för att undersöka variabeln.

*H8: Ingen hypotes för förvärvsaktivitetens inverkan på budpremiens storlek.*

## **3 Metod**

### **3.1 Forskningsstrategi**

Litteraturen inom företagsekonomisk forskning presenterar två olika alternativ för förhållningssättet mellan teori och praktik: induktion och deduktion (Bell och Bryman, 2011:31). Denna studie är baserad på finansiell teori relevant för budförfarandet och på tidigare forskning kring budpremiens påverkansfaktorer, och därmed är studien utformad med en deduktiv ansats. Med en sådan tar studien sin utgångspunkt i en teoretisk referensram, utifrån vilken hypoteser formuleras. Syftet är att undersöka vilken teori som i störst utsträckning beskriver den empiriska datan.

Vidare måste hänsyn tas till om en kvantitativ eller kvalitativ studie lämpar sig bäst för studiens syfte. För att besvara frågeställningen krävs att ett stort antal transaktioner undersöks, för att studiens resultat ska kunna uppnå generaliserbarhet för publika företagsförvärv i allmänhet. Metoden är därför kvantitativ, då en sådan möjliggör den bredd som fordras för frågeställningen. En kvalitativ metod hade möjliggjort ett större djup och förståelse för det sociala sammanhanget (Lundahl och Skärvad, 2009:102), vilket hade varit fördelaktigt med tanke på att varje transaktion har unika och komplexa karaktäristika som påverkar budpremiern. Emellertid begränsas då bredden i undersökningen, vilket får konsekvenser för resultatets överförbarhet och att möjligheten att kunna dra generella slutsatser utifrån det.

### **3.2 Urval**

Studien behandlar finansiell sekundärdata som genom statistisk bearbetning analyseras för att besvara de frågor som tidigare formulerats i problemdiskussionen. Sekundärdata är naturligt förknippat med reliabilitetsproblem då kontroll saknas över datan. Författarna diskuterar detta mer utförligt i metoddiskussionen som följer i kapitlet.

För att hitta de transaktioner som ingår i studien och för att få fram information om dessa används i huvudsak databaserna Zephyr, Datastream och Orbis. Ingen databas har ensamt kunnat ge fullständig information, och informationen har ibland skiljt sig åt beroende på databas. Därför används databaserna i kombination och kompletterar varandra. Zephyr, en databas från Bureau van Dijk specifikt inriktad på företagsförvärv, används för att ta fram det ursprungliga urvalet till studien. Information som hämtas härifrån är bland annat när affären

tillkännagavs, budets storlek och om transaktionen betalades kontant, med aktier eller genom en kombination av de två. Thomson Reuters Datastream används för att ta fram uppgifter om aktiepriser, skuldsättningsgrad, market-to-book samt marknadsvärde för företagen. Orbis kommer från samma företag som Zephyr och används för att komplettera med information som inte går att finna i Zephyr eller Datastream.

*Tabell 1. Datakällor*

<b>Databas</b>	<b>Data</b>
Zephyr	Datum, budpris, betalningssätt, nationalitet, tidigare andel, SIC-koder
Datastream	Aktiepriser, skuldsättningsgrad, market-to-book, marknadsvärde
Orbis	Komplettering av ovan

I enstaka fall har det dessutom varit nödvändigt att stämma av information från respektive databas med information hämtad från årsredovisningar, pressreleaser och officiell dokumentation för transaktionen då information varit bristfällig eller missvisande.

Ett antal kriterier har använts för att ta fram datan. Först och främst beaktar studien endast *public takeovers*, det vill säga bud riktade till aktieägarna i ett publikt listat aktiebolag med syfte att förvärva 100 % av aktierna. Budet måste ha lett till ett slutfört förvärv; bud som endast utgjorts av rykten samt bud som tillkännagivits men inte lett till förvärv har därmed exkluderats. Vidare föregås ofta ett accepterat bud av flera initiala bud som förkastats av målföretagets aktieägare. Denna studie fokuserar uteslutande på bud som accepteras och leder till genomfört förvärv.

Studien fokuserar endast på förvärv av svenska bolag, vilket innebär att det förvärvade bolaget före förvärvet har varit noterat på någon lista i Sverige. Det förvärvande bolaget är inte omfattat av ett sådant kriterium utan kan vara såväl privat som publikt, noterat i Sverige eller annat land. Tidigare forskning har framför allt fokuserat på den amerikanska marknaden för företagsförvärv, varför studien kan fylla ett geografiskt gap.

Tidsperioden har begränsats till att endast inkludera förvärv som tillkännagivits från 2003-01-01 till och med 2013-12-31. Perioden utgör en hel cykel av M&A-aktivitet, som i sin tur utgörs av två distinkta perioder. Mellan 2003-01-01 och 2008-12-31 var M&A-aktiviteten



betydligt högre än i den efterföljande perioden 2009-01-01 till och med 2013-12-31. Med anledning av Lehmankraschen 2008, med efterföljande lågkonjunktur och minskad M&A-aktivitet har årsskiftet 2008-2009 har valts som skiljelinje mellan perioderna. Information för vissa av de valda variablerna är bristfällig innan 2003. Att inkludera transaktioner innan 2003 hade orsakat ett omfattande systematiskt bortfall vilket utgör anledningen till valet av början för tidsperioden.

Eftersom denna studie endast avser kontrollpremier har dataurvalet justerats för transaktioner där det förvärvande bolaget redan innan budet innehade minst 50 % av aktierna i det förvärvade bolaget, och därmed redan anses haft kontroll när budet på resterande aktier tillkännagavs. Genom förekomsten av A- och B-aktier med olika röstvärde är det visserligen möjligt att ha kontroll trots en mindre total andel än 50 %. Dessutom är det möjligt att även vid minoritetsinnehav ha indirekt kontroll om resterande ägande är starkt diversifierat. Emellertid utgör 50 % en tydlig gräns över vilken man med sitt aktieinnehav anses ha kontroll över bolaget.

Vidare har urvalet justerats för sådana transaktioner där budet inte anses vara externt och därmed resulterar i en budpremie eller budrabatt som inte är representativ för vad studien ämnar undersöka. Sådana förvärv är då förvärv skett inom koncernen, t.ex. omvända förvärv där dotterbolaget förvärvat 100 % av aktierna i moderbolaget.

Det slutgiltiga urvalet möter följande kriterier:

- Slutfört förvärv
- Bud tillkännagivet mellan 2003-01-01 och 2013-12-31
- Förvärvat bolag noterat i Sverige
- Förvärvande bolag får ej inneha 50 % eller mer av aktierna innan förvärvet och måste inneha mer än 50 % av aktierna efter slutfört förvärv

Givet ovan angivna kriterier och restriktioner utgörs urvalet av 90 transaktioner. En komplett förteckning över alla transaktioner som inkluderats i studien går att finna i bilaga 3.

### 3.3 Statistisk undersökningsmetodik

#### 3.3.1 Multipel regression

För att undersöka samband mellan variabler kan regressionsanalys användas. Enkel regression används för att undersöka förhållandet mellan en beroende och en oberoende variabel. Problemet med att använda enkel regression i en studie med många möjliga förklarande variabler är att det inte går att hålla alla andra faktorer som kan tänkas påverka den beroende variabeln lika. Med multipel regression är det enklare att uppfylla *ceteris paribus*-kravet. Effekten från en variabel blir mer korrekt och det blir enklare att tolka effekten. Med hjälp av denna metod kan man undersöka både om det finns ett samband och hur starkt detta är. En multipel regression kan även ge svar på hur bra variablerna tillsammans förklarar variationen i den beroende variabeln (Wooldridge, 2009:68). I studien är budpremien den beroende variabeln. Antagandet att budpremien inte är beroende av endast en variabel utan en kombination av flera variabler gör att en multipel regressionsanalys blir tillämplig för denna studie.

Den multipla regressionsmodellen antar följande form:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \dots + \beta_k x_{ki} + e_i$$

där:

$y$  = beroende variabel

$\beta_0$  = intercept

$\beta$  = koefficient

$x$  = oberoende variabel

$e$  = residual

$i$  = observationsnummer

$k$  = antal förklarande variabler

Hur stor påverkan varje enskild variabel har, *ceteris paribus*, på den oberoende variabeln uttrycks i koefficienten. Det finns olika metoder för att skatta koefficienterna i en regressionsmodell. Den vanligaste kallas minsta kvadrat-metoden. Metoden går ut på att minimera avståndet mellan de observerade värdena och de värden som förutsägs av den statistiska modellen (Wooldridge, 2009:71-72) Det är denna metod som används i uppsatsen.

Enligt Westerlund (2009:139-140) finns det sex underliggande kriterier för att kunna använda minsta kvadrat-metoden:

1.  $y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_k x_{ki} + e_i$  Förhållandet mellan variablerna kan uttryckas som en linjär funktion.
2.  $E(e_i) = 0$  Väntevärdet av residualerna ska vara noll.
3.  $\text{Var}(e_i) = \sigma^2$  Variansen hos residualerna ska vara konstant oavsett värdet på  $i$  (d.v.s. ingen heteroskedasticitet).
4.  $\text{Cov}(e_i, e_j) = 0$  Ingen autokorrelation hos residualerna. Kovariansen mellan två olika residualer ska vara noll.
5.  $e_i \sim N(0, \sigma^2)$  Residualerna ska vara normalfördelade.
6. De oberoende variablerna  $x_{ki}$  är inte slumpmässiga och det finns inget exakt linjärt samband mellan dem.

När de fyra första antagandena är uppfyllda är minsta kvadrat-metoden vad man kallar för BLUE; Best Linear Unbiased Estimator. Best innebär i sammanhanget att metoden ger lägst varians hos parametrarna, Linear innebär att den är linjär i parametrarna, Unbiased innebär att det genomsnittligt blir rätt när stickprovsstorleken ökar, Estimator innebär att det är en metod för skatta parametrar (Westerlund, 2009:147).

Regressionen skattar parametervärdena utifrån det aktuella datamaterialet, vilket inte nödvändigtvis är de samma som hade fåtts om hela populationen hade använts som grund. Det sjätte underliggande kriteriet för minsta-kvadrat-metoden behövs för att man ska kunna göra inferenser om de sanna parametervärdena för populationen, d.v.s. de verkliga förhållandena mellan den beroende och de oberoende variablerna (Wooldridge, 2009:117)

### 3.3.2 Regressionsdiagnostik

Förklaringsgraden används för att välja vilken modell som bäst förklarar variationen hos den beroende variabeln. Ju högre förklaringsgrad desto bättre. Vid multipel regressionsanalys ökar förklaringsgraden automatiskt när fler variabler läggs till i modellen. Urvalskriteriet för vilken modell som ska användas är därför den justerade förklaringsgraden.

Vid val av regressionsmodell används olika metoder för att säkerställa att de sex kriterierna uppfylls. För att testa om antagandet om normalfördelade residualer uppfylls, sammanfattade i kriterierna 2, 3 och 5 ovan, används Jarque Bera-test. Testet jämför den observerade fördelningen på residualerna med hur de teoretiskt borde se ut om de varit normalfördelade. Mer specifikt jämför det skevheten och "spetsigheten" hos den observerade fördelningen med normalfördelningen. Om skillnaden är för stor förkastas nollhypotesen om att den observerade fördelningen hos residualerna är samma som normalfördelningen. Med andra ord vill man ha ett så högt p-värde som möjligt (Westerlund, 2009:134).

Eftersom en av de förklarande variablerna (målföretagets marknadsvärde) bidrar till att kriterium 3 om konstant varians inte uppfylls används Whites heteroskedasticitetskonsistenta standardfel och kovarians genomgående i alla regressioner. I och med standardiseringen får man en konstant varians och det går att använda sig av minsta kvadrat-metoden för att skatta koefficienterna.

För att undersöka om det finns något exakt linjärt samband mellan de förklarande variablerna (kriterium 6 ovan) används bland annat en korrelationsmatris. Om korrelationen mellan två variabler är över 0,8 bör man utesluta en av variablerna ur modellen för att undvika multikollinearitetsproblem. Misstänksamhet bör fattas redan vid 0,5. Hög multikollinearitet leder till att standardfelen blir större vilket i sin tur leder till svårigheter med att få statistiskt signifikanta koefficienter. En annan metod för att undersöka om det finns multikollinearitet är att undersöka VIF-värdena för variablerna i en regression. VIF, som står för Variance Inflation Factor, är en indirekt metod att mäta kollinearitet mellan två variabler. Om värdet närmar sig 10 eller är högre mäter två variabler ungefär samma sak och det kan vara fördelaktigt att ta bort en av dem. Det kan vara värt att vara uppmärksam redan när VIF-värdet överstiger fem (Wooldridge, 2009:98-99,137).

I uppsatsen används genomgående signifikansnivån 5 %, vilket är den signifikansnivå som vanligast används. För att avgöra om koefficienten för variabel är signifikant skild från noll, använder man sig av p-värdet. Om p-värdet är lägre än den valda signifikansnivån är koefficienten statistiskt säkerställt skild från noll. Det innebär att variabeln tillför något till modellen och bör vara kvar.

### 3.3.3 Stegvisa regressioner

Vid multipel regressionsanalys finns olika tillvägagångssätt för att välja vilka förklarande variabler som ska vara med i modellen. Statistikprogram kan ofta automatiskt, utifrån vissa ställda kriterier, välja ut de variabler som är bäst på att förklara variationen i den beroende variabeln. Dessa metoder bör betraktas som hjälpmedel. Det krävs fortfarande professionell tolkning och någon typ av rimlighetsanalys för att välja vilken modell som ska användas.

En metod som finns i många statistikprogram är den stegvisa metoden, av vilken det finns två varianter (Eviews, 2013:46). Metoderna kan ge olika slutgiltiga regressionsmodeller. I uppsatsen har båda varianterna använts, dels för att få fram en reducerad modell och dels för att undersöka om denna modell är lämplig. I båda varianterna är kriteriet för att uteslutas och/eller att tas med ett p-värde på 5 %.

Den första varianten innebär att inga variabler finns med i modellen. Den första variabeln som läggs till är den vars p-värde är lägst. Den andra variabeln som läggs till är den vars p-värde är lägst givet att den första variabeln är med. En kontroll görs om p-värdet för någon av de redan tillagda variablerna överstiger ett förutbestämt kriterium. Om så är fallet plockas den variabeln bort. Proceduren upprepas tills det inte finns några variabler kvar vars p-värde understiger kriteriet.

Den andra varianten börjar med alla variabler inkluderade i modellen och plockar bort den variabel som har högst p-värde. Nästa variabel som tas bort är den vars p-värde är högst givet att den första plockades bort. Även i denna varianten görs en kontroll av de bortplockade variablerna. Om någon bortplockad variabel har ett lägre p-värde än kriteriet läggs den tillbaka i modellen.

### 3.3 Hantering av den beroende variabeln

Beroende på vilken nivå av marknadseffektivitet som antas gälla blir tidpunkten för det marknadspris för aktien som bestämmer budpremien olika. Vid stark effektivitet förekommer inget läckage och därmed är aktiens marknadsvärde dagen innan budet annonserades tillräckligt för att beräkna storleken på premien. Tolkar man istället marknaden som svagare än helt stark krävs att man går tillbaka i tiden för att undvika att rykten och insiderhandel hinner påverka aktiens pris, och därmed ger en felaktig bild av premien. I enlighet med vad som redogörs för i den teoretiska referensramen tar denna studie sin utgångspunkt i att

marknaden är halvstarkt effektiv. Vid en halvstark effektivitet av marknaden krävs en bedömning om vad som är en rimlig tidpunkt som utgångspunkt för budpremien.

Tidigare undersökningar av förvärv visar att den största förändringen i aktiepriset sker dagen innan eller på samma dag som budet tillkännages (Antoniou *et al.*, 2008). Däremot är det rimligt att tro att marknaden även innan dess tar hänsyn till och låter sig påverkas av information och rykten i företagets marknadsvärde, vilket också forskning visar (Berk och DeMarzo, 2013). I urvalet finns flera transaktioner där rykten om en stundande affär ibland dykt upp flera år innan ett offentligt bud lagts. Denna studie utgår inte ifrån den tidpunkt när det uppstått rykten om att en affär, utan beaktar istället det tillfälle då affären offentliggjordes för att bestämma det opåverkade aktiepriset *ex-ante*.

Det finns ingen allmänt vedertagen tidpunkt för att beräkna det opåverkade aktiepriset *ex-ante*. I prospekten som förvärvande företag ger ut inför en stundande affär brukar anges ibland budpremien baserad på medelvärdet av aktiepriset tre månader före tillkännagivandet, men hur lång tidsperioden är varierar mellan olika transaktioner. Tidigare akademiska studier har valt att antingen använda aktiens pris en månad före tillkännagivandet (Antoniou *et al.*, 2008) eller 42 dagar före tillkännagivandet (Betton *et al.*, 2009) som opåverkat pris *ex-ante*. Det finns dock vissa begränsningar med att endast göra ett nedslag. Även om aktiepriset vid detta datum är opåverkat av det följande tillkännagivandet, finns risken att det dessutom är opåverkat av andra händelser och faktorer som det förvärvande företaget betalar för en månad senare, vilket gör aktiepriset missvisande i någon mån. Ett annat tillvägagångssätt är att göra dagliga nedslag under en given tidsperiod före tillkännagivandet, vilket exempelvis Alexandridis *et al.* (2012) använder som ett av sina mått på budpremien.

I denna studie används istället medelvärdet av det veckoliga aktiepriset under fyra veckor före tillkännagivandet. En sådan mätning släpper visserligen igenom ett större läckage av prisförändringar till följd av insiderinformation, men genom att mäta över en längre tidsperiod avhjälpas å andra sidan sådana avvikelser som beskrivs ovan.

Medelvärdet av det veckoliga aktiepriset fyra veckor före förvärvet utgör det opåverkade aktiepriset *ex-ante*, som ligger till grund för beräkning av budpremiens storlek. Budpremien utgör förhållandet mellan det pris det förvärvande bolaget betalar per aktie och det

opåverkade aktiepriset under fyra veckor före förvärvet, och beräknas helt enkelt genom att dividera det av förvärvande företaget betalade priset med det opåverkade aktiepriset.

$$\text{Budpremie} = \frac{\text{Betalat pris}}{\text{Aktiepris } ex\text{-ante}} - 1$$

### 3.4 Hantering av de oberoende variablerna

Utifrån tidigare forskning och teori har ett antal möjliga förklarande variabler valts ut för att testas i en regressionsanalys. Dessa är (1) målföretagets branschtillhörighet, (2) målföretagets storlek, (3) målföretagets market-to-book-kvot, (4) målföretagets skuldsättningsgrad, (5) inhemskt eller gränsöverskridande förvärv, (6) tidigare ägande i målföretaget, (7) betalningssätt, (8) förvärvsaktivitet.

#### 3.4.1 Målföretagets branschtillhörighet

Branschindelning har skett efter Fama och Frenchs femindustriindelning. Det är en indelning som använts i tidigare forskning, bland annat i Alexandridis *et al.*:s (2011) studie av budpremien för förvärv mellan 1993-2006. Det innebär en uppdelning i branscherna *konsumentvaror och -tjänster, tillverkning, högteknologi, hälsovård, och övrigt* utifrån målföretagets primära SIC-kod i Zephyr. I vissa fall har målföretaget varit möjligt att kategorisera i flera branscher. Emellertid har endast den angivna primära koden använts. I sin undersökning har Alexandridis *et al.* (2011) dessutom lagt till ytterligare en grupp för *finansiella företag*, vilket även denna studie gör. Branschtillhörigheten behandlas som sex stycken dummyvariabler. Grundformen vad gäller branschtillhörighet är *högteknologi*, då det är den variabeln som ger flest observationer.

#### 3.4.2 Målföretagets storlek

Storleken på målföretaget är en kontinuerlig variabel och är mätt som marknadsvärdet dagen innan transaktionen tillkännagavs. Eftersom information om antalet utestående aktier har saknats för ett flertal företag används av praktiska skäl detta tillvägagångssätt, istället för att mäta marknadsvärdet som en funktion av det opåverkade aktiepriset *ex-ante*. För att reducera heteroskedasticitet har variabeln logaritmerats i regressionsanalysen.

I den teoretiska referensramen argumenterades det för fördelarna med den relativa storleken som mått. Med marknadsvärde blir dock detta endast möjligt när även det förvärvande

företaget är noterat innan transaktionen. De mått som hade möjliggjort relativ jämförelse för samtliga transaktioner, som omsättning eller balansomslutning, är emellertid också förenade med begränsningar. Ett förvärv av ett företag som inte har någon betydande omsättning eller bokfört värde kan fortfarande vara förknippat med väsentlig risk, vilket är vad storlek avser mäta. Författarna gör därför bedömningen att absolut storlek, nackdelarna till trots, är ett mer lämpligt mått i denna kontext.

### **3.4.3 Målföretagets market-to-book-kvot**

Målföretagets market-to-book-kvot behandlas som en kontinuerlig variabel och beräknas som kvoten mellan företagets marknadsvärde och det bokförda värdet av dess egna kapital.

### **3.4.4 Målföretagets skuldsättningsgrad**

Målföretagets skuldsättningsgrad är en kontinuerlig variabel och beräknas som kvoten mellan det bokförda värdet av skulderna och det bokförda värdet av det egna kapitalet vid årsskiftet innan tillkännagivandet.

### **3.4.5 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv**

Variabeln behandlas som en dummyvariabel. Som gränsöverskridande förvärv räknas alla transaktioner där förvärvaren är utländsk. Denna klassificering är gjord utifrån de landskoder som är angivna för företagen i Zephyr. Dessa transaktioner tilldelas värdet 1. Alla förvärv där både förvärvare och målbolag är svenska klassificeras som inhemska och tilldelas värdet 0.

### **3.4.6 Tidigare ägande i målföretaget**

Det förvärvande företaget anses ha en *toehold* för allt tidigare ägande upp till (men mindre än) 50 %. Denna definition används även av Davidsson och Oddbjörn (2013). Tidigare ägande behandlas som en dummyvariabel. Om det förvärvande företaget har haft ett ägande i företaget sedan tidigare, oavsett storlek på ägandet, tilldelas variabeln värdet 1.

### **3.4.7 Betalningssätt**

Betalning sker huvudsakligen i tre former: enbart kontant betalning, enbart betalning med aktier eller en kombination av de två. I vissa fall har även det förvärvande bolaget finansierat förvärvet genom att åta sig målföretagets skulder, dock alltid i kombination med någon av finansieringsformerna ovan. För att samla tillräckligt många observationer i varje kategori vid regressionsanalysen används bara de tre förstnämnda. Variabeln behandlas som tre stycken



dummyvariabler. För att undvika multikollinearitet måste en av dummyvariablerna uteslutas ur regressionen och fungera som en grundform vilken de övriga variablerna jämförs med vid tolkningen. I regressionsanalysen är kontant betalning grundformen då denna innehåller flest observationer, vilket medför att bara betalning med aktier och kombinationen av kontant och aktier tas med. Koefficienterna för dessa variabler blir skillnaden gentemot grundformen.

### **3.4.8 Förvärvsaktivitet**

Perioden från 2003-01-01 till och med 2013-12-31 har delats in två perioder med två olika nivåer av förvärvsaktivitet. Årsskiftet 2008-2009 har valts som skiljelinje mellan perioderna. Variabeln behandlas som en dummyvariabel och transaktioner genomförda från och med 2003 till och med 2008 tilldelas värdet 1.

## **3.5 Metoddiskussion**

### **3.5.1 Reliabilitet**

Reliabilitet är särskilt viktigt vid kvantitativa studier för dess replikerbarhet (Bell och Bryman, 2013:171). Vid användande av sekundärdata uppstår naturligt reliabilitetsproblem, då man saknar kontroll över kvaliteten på datan (Bell och Bryman, 2013:329). Ingen av de använda databaserna Zephyr, Orbis och Thomson Reuters Datastream har ensam kunnat ge fullständig information, och i enstaka fall har informationen varit missvisande. Genom noggrann kontroll och avstämning mellan databaserna har sådana fel avhjälpats och författarna anser därmed att reliabilitetskravet för studien är uppfyllt.

### **3.5.2 Validitet**

Med validitet avses i vilken mån metoden som används i studien ger ett korrekt mått på vad som avses mätas. I litteraturen delas validiteten in i inre validitet och yttre validitet (Bell och Bryman, 2011:64).

Den inre validiteten avser om sambandet mellan olika variabler har ett verkligt kausalt samband mellan varandra och inte beror på studiens tillvägagångssätt (Bell och Bryman, 2011:64). Samtliga variabler som testas i denna studie är grundade i finansiell teori och tidigare forskning i ämnet, i enlighet med vad som redogörs för i den teoretiska referensramen. Emellertid måste det beaktas att budpremien är resultatet av en rad komplexa faktorer som kan vara svåra att kvantifiera och mäta. Regressionsanalys med minsta kvadrat-

metoden är den metod som oftast används för att undersöka förhållandet mellan en variabel och flera andra. För att säkerställa att resultaten från regressionen är rättvisande har dessutom olika test genomförts. Kraven för den inre validiteten är med andra ord uppfyllt.

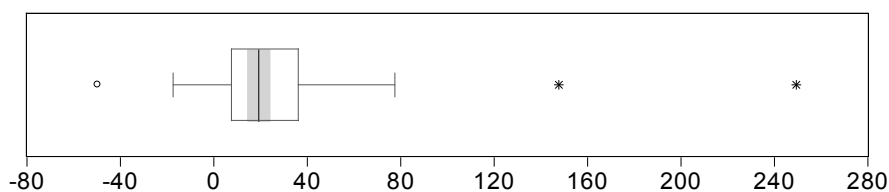
Den yttre validiteten refererar till huruvida resultatet av studien är generaliserbart (Bell och Bryman, 2011:64). Denna studie beaktar samtliga bud på publika bolag i Sverige som har lett till slutfört förvärv. Vidare är tidsperioden omfattande och innehåller såväl en period med hög transaktionsaktivitet som en period med lägre, och sträcker sig så långt bak som tillåts utan att leda till systematiskt bortfall. Till detta kan endast bud som inte leder till slutfört förvärv och transaktioner där det förvärvande företaget redan anses ha kontroll över det förvärvade företaget läggas till för att ge en komplett bild av populationen, varför författarna anser det yttre validitetskravet vara uppfyllt.

### **3.5.3 Databortfall**

Ett visst bortfall har skett från urvalet av 90 transaktioner. På grund av att vissa transaktioner varit förenade med extremvärden, vilket förekommit både i den beroende variabeln och de förklarande variablerna, har ett antal transaktioner exkluderas.

Det finns en diskussion kring hur man ska behandla s.k. uteliggare och huruvida det är lämpligt att exkludera dem från sitt datamaterial. Å ena sidan kan uteliggarna innehålla värdefull information om datamaterialet och det kan vara meningsfullt att granska dem separat. Å andra sidan kan uteliggarna bidra till att regressionsmodellen blir felaktig eftersom de får förhållandevis stor effekt när summan av de kvadrerade residualerna minimeras i den vanliga regressionsmetoden. Om uteliggarna utgör specialfall som inte borde kunna förklaras av regressionsmodellen kan man genom att ta bort dessa observationer undvika snedvridningar i modellen som påverkar resultatet. Det finns inga allmänt accepterade matematiska metoder för att identifiera uteliggare. Olika metoder har föreslagits, vilket innebär en stor grad av subjektiv bedömning (Wooldridge, 2009:325-326). I uppsatsen används en grafisk metod. Tre uppenbara uteliggare har identifierats och följaktligen exkluderats (se figur 2).

Figur 2. Boxplot över budpremien (%).



För de oberoende variablerna har endast ett fall av uteliggare konstaterats, med en M/B-kvot för målföretaget på nästan 58 000. Vidare har en transaktion exkluderats på grund av negativt bokfört eget kapital i form av eget kapital hänförbart till moderbolag. Detta ger följaktligen upphov till negativ M/B-kvot och skuldsättningsgrad.

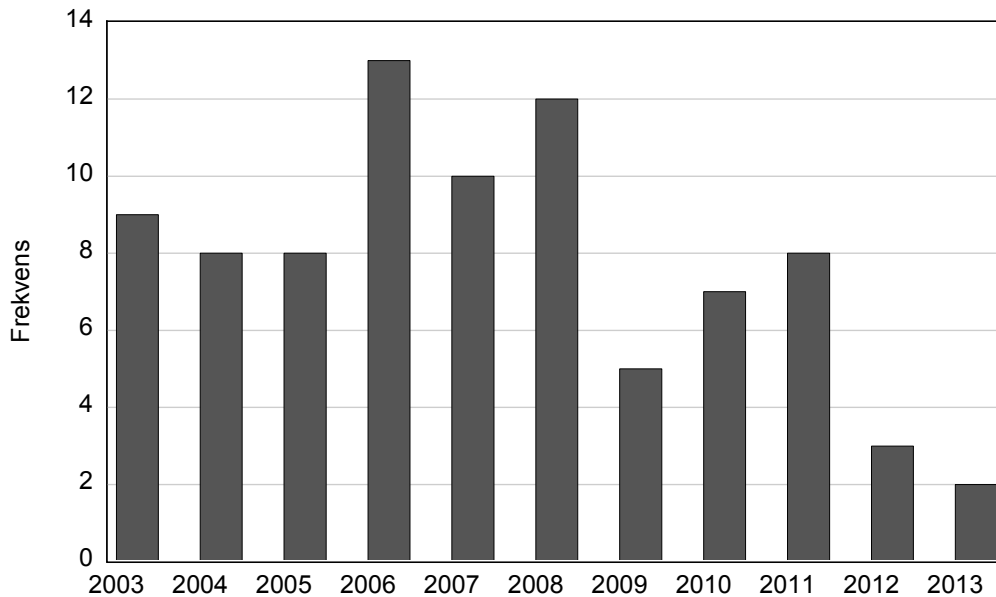
Med totalt fem bortfall utgörs den slutgiltiga datan av 85 transaktioner. Författarna anser att detta är representativt för hela populationen av slutförda publika förvärv i Sverige under tidsperioden. Till detta kan endast bud med extremvärden och bud där det förvärvande bolaget redan anses ha kontroll läggas till för att urvalet ska sammanfalla med hela populationen. Bortfallet kan innebära problem om det är systematiskt, exempelvis genom att vara koncentrerat till företag med en gemensam nämnare som M&A-våg, storlek eller bransch vilket kan påverka de förklarande variablerna i regressionen. Då någon sådan systematik inte anses föreligga kan bortfallet antas vara slumpmässigt.

## 4 Resultat

### 4.1 Beskrivande statistik

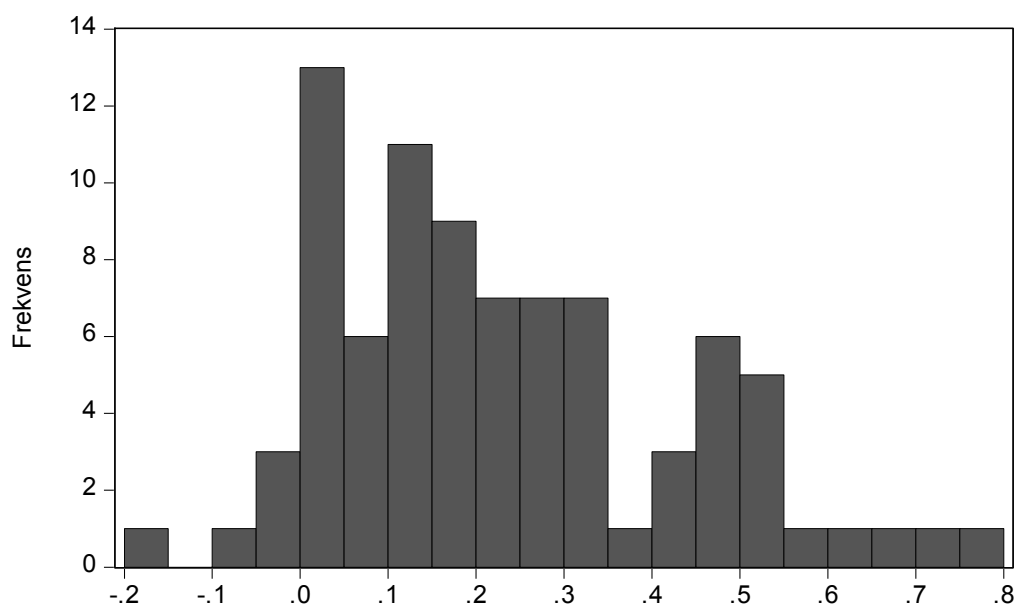
Studien baseras på 85 transaktioner mellan 2003 och 2013. Urvalet har skett i enlighet med de i kapitel 3.3.3 definierade kriterierna.

*Figur 3. Antal tillkännagivna förvärv som uppfyller urvalskriterierna per år.*



Den valda tidsramen karaktäriseras av två förhållandevis distinkta intervall av M&A-aktivitet. Under åren 2003-2008 observeras en hög frekvens av sammanslagningar och förvärv. Den svenska ekonomin är i början av perioden fortfarande under återhämtning efter IT-kraschen men går gradvis mot en högkonjunktur. Denna kulminerar under 2008, och i samband med Lehmankraschen under andra halvan av året inleds en lågkonjunktur. Det tar inte lång tid innan nedgången i ekonomin påverkar M&A-aktiviteten och redan under 2009 mer än halveras frekvensen av förvärv och sammanslagningar. Detta utgör starten för det andra intervallet som pågår mellan 2009-2013. Här är M&A-aktiviteten generellt sett lägre. Fram till 2011 sker visserligen en återhämtning men denna upphör abrupt i efterdyningarna av eurokrisen. 2012 och 2013 präglas istället av lägre förvärvsfrekvenser än några andra år i urvalet.

Figur 4. Histogram över budpremien (decimalform).



Diagrammet ovan visar på fördelningen av budpremien för de 85 transaktionerna i urvalet. Intervallet sträcker sig mellan -17 % och 77 %. Medelvärdet för samtliga budpremier är 23 %, med en standardavvikelse på 20 %. Medianen är 18 %. Som framgår av diagrammet finns en viss snedvridning. Information om de övriga variablerna framgår av tabell 2 och 3 nedan.

Tabell 2. Beskrivande statistik över kontinuerliga variabler.

	MEDEL	MEDIAN	MIN	MAX
<b>BUDPREMIE (%)</b>	23,24	18,48	-17,46	77,45
<b>MÅLFÖRETAGETS STORLEK (MSEK)</b>	2864,1	851,32	0,69	42713
<b>SKULDSÄTTNINGSGRAD (%)</b>	84,25	35,61	0	857,9
<b>MARKET-TO-BOOK</b>	2,63	1,73	0,155	18,51

Tabell 3. Beskrivande statistik över dummyvariabler.

	ANTAL	ANDEL %
<b>TOEHOLD</b>	22	26
<b>GRÄNSÖVERSKRIDANDE</b>	23	27
<b>KONTANTBETALNING</b>	54	64
<b>AKTIEBETALNING</b>	20	24
<b>BLANDAD BETALNING</b>	11	13
<b>M&amp;A-VÅG</b>	48	56
<b>KONSUMENTVAROR</b>	8	9
<b>FINANSIELLT</b>	15	18
<b>HÖGTEKNOLOGI</b>	25	29
<b>HÄLSOVÅRD</b>	7	8
<b>TILLVERKNING</b>	12	14
<b>ÖVRIG BRANSCH</b>	18	21

Tabellerna ovan visar översiktlig statistik för de i denna studien fokuserade variablerna. Den första variabeln, budpremie, beskriver samma resultat som figur 4. Den översta tabellen innehåller de kontinuerliga variablerna, medan variablerna i den nedre tabellen hanteras med hjälp av en dummyvariabel och därför enbart antar värdet 0 eller 1.

Flera kontinuerliga variabler uppvisar betydande spridning mellan det högsta och lägsta värdet. För målföretagets skuldsättning beror detta på ett fåtal företag med en väldigt hög skuldsättning, medan de flesta observationer befinner sig mellan 0 och 110 %. Detta förklarar också diskrepansen mellan median och medelvärde. Även för marknadsvärdet är skillnaden betydande, vilket har hanterats genom att logaritmera värdena.

Som M&A-våg betraktas den första tidsperioden, 2003-2008, varför de 48 observationerna speglar denna period. Övriga 37 observationer tillhör den andra perioden, 2009-2013. Studien visar att det under tidsperioden var klart vanligast att företagsförvärv betalades med kontanter. Av 85 transaktioner var betalningen kontant i 54 fall. 20 stycken genomfördes genom ett rakt utbyte av aktier och resterande var en blandform. Bland branscherna var högteknologiska företag de vanligaste uppköpsobjekten, med nästintill en tredjedel av alla observationer. Finansiella bolag samt företag i kategorin övriga förvärvades också ofta, medan hälsovårds- och konsumentföretag var mindre vanliga. Både *toehold* och utländska förvärv står för en liknande procentuell andel av det totala urvalet, 26 % respektive 27 %. Båda variablerna är dock tillräckligt vanliga för att det ska gå att tolka dess påverkan på budpremien.

Flera av de variabler som hanteras med hjälp av dummyvariabel uppvisar enbart ett fåtal observationer. Det gäller främst för branscherna konsument och hälsovård. Resultaten har hanterats något olika. För att kunna tolka koefficienterna för en variabel med flera kategorier krävs att alla alternativ är med i modellen, varför konsument och hälsovård har behållits med viss reservation för dess resultat.

## 4.2 Modell med samtliga undersökta variabler

Tabell 4. Regressionsmodeller. Koefficient överst, p-värde inom parentes.

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
<b>KONSTANT</b>	0,4625 (0,0002)	0,5117 (0,0000)	0,4950 (0,0000)	0,2675 (0,0000)
<b>TOEHOLD</b>	-0,1559 (0,0000)	-0,1551 (0,0001)	-0,1590 (0,0001)	-0,1355 (0,0005)
<b>BLANDAD BETALNING</b>	-0,1519 (0,0135)	-0,1310 (0,0181)	-0,1245 (0,0225)	
<b>AKTIEBETALNING</b>	-0,1042 (0,0722)	-0,0900 (0,1310)	-0,0889 (0,1360)	
<b>GRÄNSÖVERSKRIDANDE</b>	0,0685 (0,1478)	0,0856 (0,0638)	0,0874 (0,0568)	
<b>LN (MÅLFÖRETAGETS STORLEK)</b>	-0,0288 (0,0647)	-0,0278 (0,0506)	-0,0273 (0,0602)	
<b>MARKET-TO-BOOK</b>	-0,0132 (0,0877)	-0,0126 (0,0380)	-0,0117 (0,0477)	
<b>SKULDSÄTTNINGSGRAD</b>	-0,0002 (0,0626)	-0,0001 (0,1816)		
<b>KONSUMENTVAROR</b>	-0,1081 (0,0674)			
<b>FINANSIELLT</b>	0,1108 (0,0370)			
<b>HÖGTEKNOLOGI</b>	0,0658 (0,3040)			
<b>HÄLSOVÅRD</b>	0,0552 (0,4613)			
<b>TILLVERKNING</b>	-0,0191 (0,7778)			
<b>M&amp;A-VÅG</b>	0,0609 (0,2268)			
<b>FÖRKLARINGSGRAD, R<sup>2</sup></b>	0,3491	0,2587	0,2513	0,0878
<b>JUSTERAD FÖRKLARINGSGRAD, R<sup>2</sup></b>	0,2299	0,1913	0,1937	0,0768

Modell 1 med alla variabler har en justerad förklaringsgrad på nästan 23 %. Variationen i budpremien förklaras med andra ord inte särskilt väl av modellen. Koefficienterna för flera av de oberoende variablerna är ej signifikant skilda från noll på den valda signifikansnivån 5 %. De variabler som är signifikanta är tidigare ägande, om betalningen skedde med både kontanter och aktier, samt om målföretaget är verksamt inom finansindustrin.

Modellen uppfyller de uppställda kraven för att kunna använda minsta kvadrat-metoden. Residualerna är normalfördelade, vilket framgår av att ett Jarque Bera-test ger ett p-värde på 40,5 %. Det finns dessutom ingen risk för multikollinearitet. Som framgår av en korrelationsmatris med alla variabler (se bilaga 2) är korrelationen mellan variablerna i datamaterialet låga. Det största värdet i absoluta tal är  $-0,35$ , mellan högteknologi och logaritmerade marknadsvärdet, vilket inte är något att oroa sig för. Uppvisar två variabler ett värde över 0,8 brukar de anses som för högt korrelerade och bör därför tas bort från modellen. Det högsta VIF-värdet för någon av variablerna i den fullständiga modellen är 2,54, vilket är under gränsvärdet på 5. Genom användandet av heteroskedasticitetskonsistenta standardfel är även residualernas varians konstant.

Vid multikollinearitet mäter några av variablerna samma sak, vilket kan leda till att standardfelen för koefficienterna kan bli för stora.

Med 14 variabler, inklusive konstanten, finns dock risken att modellen har för många variabler som inte fångar någon viktig information hos budpremien. Detta kan innebära att modellen inte kommer att kunna förklara variation i budpremien om den tillämpas på ett annat dataunderlag. Det är dessutom svårt att göra förutsägelser utifrån modellen. Färre antal förklarande variabler i en modell kan möjligtvis ge en högre förklaringsgrad.

### **4.3 Reducerade modeller**

I ett första steg att reducera modellen har automatiska stegvisa regressioner genomförts på alla variabler från teoridelen. I de modeller som fås fram ingår dock bara ett par av branschkategorierna. Eftersom koefficienterna ändras och får en annan tolkning om inte alla branschdummyvariabler är med blir det meningslöst att försöka tolka och jämföra dessa olika modeller med den ursprungliga modellen.



En ny omgång stegvisa regressioner utan bransch kategorier visas i modell 2. Både framåt- och bakåtmetoden kommer fram till samma slutgiltiga modell. Modellen har en justerad förklaringsgrad på 19 % och innehåller åtta variabler inklusive konstant. Efter en reducering med nästan hälften av de oberoende variablerna från den ursprungliga modellen är förklaringsgraden ändras bara förklaringsgraden bara något. En reducering ger därför inte så mycket.

Den variabel som har högst p-värde är målföretagets skuldsättningsgrad. Skuldsättningsgraden är inte signifikant trots att den valts ut genom de stegvisa regressionerna. Om skuldsättningsgraden utesluts ur modell får man modell 3. Förklaringsgraden i modellen är något lägre än i den ursprungliga modellen, men marginellt högre än i modell 2.

#### **4.4 Modeller med enskilda variabler**

Eftersom en av frågeställningarna för studien gäller vilken enskild variabel som bäst förklarar variationen i budpremien genomförs även regressioner för de variabler som genomgående har haft lägst p-värde och därmed varit mest signifikanta. Dessa är *toehold*, om betalningen skedde genom en blandning av aktier och kontanter, samt om målföretaget verkade inom finansindustrin.

Av dessa variabler är *toehold* den som bäst enskilt förklarar variationen hos budpremien (se modell 4). En regression med bara *toehold* som oberoende variabel har en förklaringsgrad på knappt 8 %, en tredjedel av den totala förklaringsgraden i den fullständiga modellen.

Residualerna i modellen med bara *toehold* som förklarande variabel är även de normalfördelade. Jarque Bera-testet ger ett p-värdet på 27 %.

Den justerade förklaringsgraden i samtliga reducerade modeller är lägre än i den fullständiga modellen. Variablerna i den ursprungliga modellen är alltså den som bäst beskriver datamaterialet, även om förklaringsgraden är låg. Diskussionen i nästa kapitel kommer därför utgå från modellen med alla variabler inkluderade.

## 5 Diskussion

### 5.1 Budpremie och förklaringsgrad

Studien uppvisar en genomsnittlig premie för urvalet på 23 %, ett klart lägre resultat än vad tidigare undersökningar kommit fram till. Tidigare studier har ofta använt data från en längre tidsperiod och med ett bredare geografiskt urval, vilket kan antas påverka den uppmätta premien. En annan tänkbar anledning hänger ihop med vilken marknadseffektivitet som anses råda, och därmed hur man väljer att beräkna budpremien. Denna studie utgår ifrån en halvstark marknadseffektivitet och väljer att använda det genomsnittliga veckoliga aktiepriset under fyra veckor före budet offentliggjordes för att beräkna budpremien. Många andra undersökningar har istället valt en specifik tidpunkt, ofta 42 eller 30 dagar innan tillkännagivandet av budet, som utgångspris vid premieberäkningen. Om rykten och insiderinformation antas återspeglas i någon grad innan budet blir offentligt kommer den beräknade premien också bli något mindre för urvalet.

Resultatet uppvisar en relativt låg förklaringsgrad (23 %) för budpremiens variation. Orsaken till den svaga förklaringsgraden kan bero på flera bakomliggande faktorer. Man kan dels tänka sig att det är svårt att förklara budpremien med hjälp av yttre variabler, alternativt att detta är möjligt men att problemet ligger i modellen och dess inneboende brister. Klart är att fler variabler än de som undersöks i denna studie är relevanta vid ett förvärv. Framför allt går det att argumentera mot att modellen i denna studie är fokuserad på målföretagsspecifika faktorer, medan det i realiteten finns många andra aspekter av en förvärvstransaktion. Med tanke på det oräkneliga antal faktorer som kan tänkas spela en roll vid en så komplicerad och omfattande process som ett företagsförvärv är dock en begränsning av antalet variabler nödvändig. Att målföretaget står i fokus i en förvärvsprocess är dessutom tydligt, vilket gör variabler kopplade till dess struktur till en naturlig utgångspunkt för en studie som undersöker vad som avgör budpremien. Denna studie menar därför att den låga förklaringsgraden speglar de allmänna svårigheter som omgärdar vad som bestämmer premiens storlek.

Nedan presenteras de ursprungligen formulerade hypoteserna för varje variabel, följt av en diskussion kring utfallet av denna studie.

## 5.2 Variabler med statistiskt signifikanta samband

*H6: Tidigare ägande i målföretaget har ett negativt samband med budpremiens storlek.*

Det starkaste sambandet föreligger mellan ett tidigare ägande i målföretaget och en mindre budpremie, vilket innebär att hypotesen ovan uppfylls. Med en koefficient på -0,15 är detta samband inte speciellt stort, men p-värdet på 0 % visar ändå på dess styrka, varför någon tveksamhet kring korrelationens existens inte kan finnas. Resultatet är dessutom fullt förenligt med den studie av Davidsson och Oddbjörn (2013) som presenteras i det teoretiska ramverket.

Om ett förvärvande företag kommer över en stor andel av målföretaget utan att behöva betala en kontrollpremie, kan det förväntas bli mindre viktigt att inte överbetala för de sista procenten. Det går att argumentera för att en något större premie kan accepteras för dessa procent, och ändå komma åt synergier till ett lägre pris än vad som annars hade varit fallet. Denna studie visar att detta inte tycks vara fallet. Det går att spekulera i flera anledningar till det. Forskningen pekar på hur en *toehold* minskar risken för budstrider, men då denna studies urval inbegriper få budstrider räcker det inte för att förklara hela korrelationen.

Via sitt intresse och ägande i bolaget har förvärvaren med stor sannolikhet bättre insikt i målföretagets verksamhet och struktur, vilket kan tänkas minska osäkerheten kring förvärvet och förenkla möjligheterna att beräkna synergieffekter. Det går även att spekulera i att förvärvaren genom sitt ägande redan innehar ett visst inflytande i företaget innan budet läggs, framförallt i mindre företag. Förvärvaren kan ha varit involverad i bolaget under längre tid och skaffat personliga relationer med andra ägare, vilket kan minska premien. En överlämning av kontroll till en verksam aktör i bolaget kan dessutom i högre utsträckning handla om gemensamma beslut, snarare än utköp till överpris.

Utifrån studiens resultat är det istället förvånande att inte fler företag väljer att skaffa sig en *toehold* inför ett offentligt bud. Man kan spekulera i att företagen inte tycker sig ha tid att först skaffa ett litet ägande, alternativt att det inte är värt det extra arbetet. Ett förvärv behöver inte heller vara planerat under längre tid, utan kan genomföras under en betydligt kortare tidsram. Alternativt väljer man att se de personliga kontakterna som anledningen till de lägre

premierna, snarare än just förekomsten av tidigare ägande. Detta tar i så fall många år att arbeta upp, vilket är kostsamt och tidskrävande och något få förvärvande företag har tid med.

*H7: Ingen hypotes för betalningssättets inverkan på budpremiens storlek.*

Trots att ingen hypotes kunde presenteras för valet av betalningssätt, finner studien ett samband med premien. Förvånande nog är det ett blandat betalningssätt som uppvisar en statistiskt signifikant korrelation, med en koefficient på -0,15 och ett p-värde på 1,35 %.

Tolkningen är att priset blir lägre när man betalar med både aktier och kontanta medel än när man bara betalar kontant, ett faktum som inte finns när kontantköp jämförs med förvärv med aktier. Det är svårt att analysera detta resultat utifrån tidigare teorier, de då flesta fokuserar på valet mellan rent kontantköp och emission av aktier. Tidigare studier lyfter dock fram valet av betalningssätt som en kompromiss mellan de skatteeffekter som kontant betalning ger och den extra risk som nya aktier innebär. Det är möjligt att man genom att kombinera de båda kan nå en kombination som ger aktieägarna rätt nivå av skatt och risk. Att man som aktieägare gärna undviker att bli sittandes med aktier i det förvärvande företaget är rimligt utifrån vad tidigare forskning säger om förvärvande företags prestation de närmaste åren efter uppköpet. En blandning av aktier och kontant betalning tycks vara svaret på kompromissen, varför man kräver en lägre premie vid en blandad betalning. Värt att notera är dock att de transaktioner som skett genom en blandning av aktier och kontanter är relativt få (11), varför generaliserbarheten för sambandet inte är speciellt högt.

Förutom att ett blandat betalningssätt medför lägre premier går det inte att hitta någon skillnad mellan aktier och kontantköp för urvalet. Studiens tidsperiod kännetecknas av hög likviditet, vilket utifrån Jensens "Free Cash Flow Problem" borde innebära större premier vid kontantfinansierade transaktioner, när företagsledning får möjlighet att spendera stora mängder likvida medel. Något sådant samband går alltså inte att finna. Det går också enkelt att argumentera för att aktier som betalningssätt skulle innebära större premier. Med tanke på den värdeförstörelse som kan kopplas till de flesta företagsförvärv, borde målföretagets ägare förhålla sig skeptiska till förvärv med aktier och föredra kontanta affärer. Dessutom genomförs aktiefinansierade förvärv utan att pengar byter ägare. För en företagsledning kan detta ses som ett mindre smärtsamt sätt att betala, framförallt om de själva inte har något

större aktieinnehav i företaget. I och med att argumenten spretar åt så pass olika håll, är resultatet relativt väntat.

*H1: Högteknologiska företag har ett positivt samband med budpremien. Finansiella företag har ett negativt samband med premiens storlek. För de övriga kategorierna saknas tillräckligt stöd för att underbygga en hypotes.*

Ännu mer förvånade är resultatet för branschtillhörighet. Tidigare undersökningar har uppvisat klart större premier för högteknologiska företag och tydligt mindre sådana för finansiella företag. För denna studie är resultatet istället en positiv korrelation mellan finansiella företag och budpremiens storlek, medan ingen annan kategori uppvisar något signifikant samband. Koefficienten är visserligen bara 0,11, men med ett p-värde på 3,7 % ligger variabeln ändå klart under den valda signifikansnivån på 5 %.

En skillnad mellan de tidigare undersökningarna och denna studie är sättet att mäta resultatet. Denna studie använder sig av regressionsanalys istället för genomsnittlig premie, vilket ger ett annorlunda svar. Men det förklarar inte det helt omvända resultatet. Anledningen till att resultatet inte överensstämmer med tidigare undersökningar kan istället handla om det relativa fåtalet observationer i varje kategori. Även om Fama och Frenchs indelning är grov, resulterar ett relativt litet totalt urval i få transaktioner i varje kategori. Under studiens tidsperiod förvärvades totalt 15 finansiella företag, vilket är ett mindre antal jämfört med mer omfattande undersökningar.

### **5.3 Enskilda variabler utan signifikans**

För de flesta variabler går det inte att finna något säkerställt samband med premien. En frågeställning att hantera blir därför om och varför resultatet från denna studie skiljer sig från tidigare forskning. Som konstaterat i det teoretiska ramverket är forskningen ofta delad kring många av variablerna. Tidigare studier har funnit både positiva och negativa samband för samma variabel, varför en tveksamhet kring dess signifikans inte är oväntad.

En anledning till varför resultatet skiljer sig kan bero på mängden observationer. Även om studien har inkluderat alla förvärv av svenska publika företag, har den svenska marknadens storlek och urvalets begränsningar bidragit till att studien innefattar betydligt färre transaktioner än många av de studier vars resultat har presenterats i det teoretiska ramverket.

Detta gör det svårare att både uppnå säkerställda samband och jämföra med tidigare undersökningar. Att ingen annan studie har valt att undersöka enbart svenska företag genom en regressionsanalys kan också leda till ett annat resultat än tidigare undersökningar.

*H2: Målföretagets storlek har ett negativt samband med budpremiens storlek.*

Utifrån Alexandridis *et al.*:s (2012) studie finns det stark anledning att tro att storleken på budpremien är negativt korrelerad med målföretagets storlek. Något signifikant samband kan i denna studie dock inte påvisas, varför hypotesen förkastas. Det finns flera potentiella anledningar till varför denna studie inte får samma resultat som tidigare forskning. En är att Sverige som marknad skiljer sig åt i förhållande till USA, som Alexandridis *et al.*:s (2012) studie fokuserar på. Det är möjligt att Sverige har för få, eller rentav saknar den typen av förvärv som kan klassificeras som stora ur ett globalt perspektiv, vilket leder till svårigheter att applicera tidigare utländsk forskning på denna studie.

Det är också möjligt att förvärvande företag generellt blivit mer återhållsamma i sina synergiberäkningar mot bakgrund av den stora värdeförstörelse som skedde i slutet av den femte vågen, och att detta marginaliserar skillnaden mellan stora och små förvärv.

*H3: Målföretagets M/B-kvot har ett positivt samband med budpremiens storlek.*

Tidigare forskning, i form av Goergen och Renneboogs (2004) studie, uppvisar ett positivt samband mellan M/B-kvot och budpremiens storlek. Något sådant samband kan däremot inte konstateras för denna studie, varför hypotesen förkastas. En möjlig anledning till detta skulle kunna vara de olika tidsperioderna. Perioden för Goergen och Renneboogs studie, 1993-2000, kännetecknades av stor optimism och höga värderingar i förhållande till bokförda värden, framförallt inom IT-sektorn. Under den sjätte vågen var detta inte lika tydligt. Under den femte vågen var också premien genomsnittligt större än under denna studies period.

Vårt att tillägga är att ett negativt signifikant samband går att utläsa i en av de reducerade modellerna. Med en lägre förklaringsgrad bidrar modellen inte med någonting extra, men med tanke på att resultatet motsäger tidigare forskning är det ändå relevant att lyfta fram dess resultat. M/B-kvoten kan ses som ett riskmått och vid en högre kvot är det rimligt att anta att det förvärvande företaget justerar premien efter risken. Resultatet kan visa på en trend där de

förvärvande företagen är mer återhållsamt kalkylerande än de var under den femte vågen, där överoptimism ledde till IT-krasch och stor värdeförstöring.

*H4: Ingen hypotes för målföretagets skuldsättningsgrads inverkan på budpremiens storlek.*

Från ett resultatmässigt synsätt stödjer denna studie Kaufman (1988), som i sin undersökning finner att det inte föreligger något signifikant samband mellan målföretagets skuldsättningsgrad och budpremiens storlek. Resultatet i sig åsidosatt finns det dock många faktorer som gör att det går att ifrågasätta hur pass generaliserbart sambandet mellan skuldsättningsgraden och budpremiens storlek egentligen är. Den tidigare forskningen pekar åt så pass olika håll att det går att argumentera för att tidsperiod, antaganden och möjligtvis även geografiskt område i respektive studie har stor inverkan på resultatet. Det denna studie säger bör alltså sättas i sammanhang med den svenska marknaden mellan 2003-2013 samt de urvalskriterier studien använder i enlighet med kapitel 3.2.1 *Urval*.

*H5: Gränsöverskridande förvärv har ett positivt samband med budpremiens storlek.*

Trots argumenten för att förvärv över landsgränser leder till större premier går något sådant samband inte att konstatera för studiens urval, varför hypotesen förkastas. Resultatet visar på ett positivt samband, men då det ligger precis utanför studiens signifikansnivå går det inte att statistiskt säkerställa. I tidigare undersökningar har dock både positiva och negativa samband påvisats, varför bristen på samband inte är helt förvånande. Urvalet innehåller ingen transaktion som inbegriper företag från ett utvecklingsland, vilka tidigare forskning har visat ger upphov till de största premierna. Många av de positiva effekter som ett förvärv av ett utländskt företag ger kan tänkas vara mindre mellan två industrialiserade länder med liknande kulturer.

En ökad globalisering och teknikutveckling har haft, och lär fortsätta ha, stor påverkan för gränsöverskridande uppköp. Dels kan en förbättrad tillgång till information om potentiella målföretag tänkas leda till större premier, då en viss nivå av informationsasymmetri och frågetecken kring kulturella skillnader bör ha bidragit till att reducera premien historiskt. Samtidigt skapar ökad öppenhet och frihandelsavtal en värld där landsgränser blir ett allt mindre problem för företag. Där förvärv tidigare krävdes för att komma åt nya marknader, är

det nu möjligt att etablera sig på egen hand. Det går därför att spekulera i att skillnaden mellan att förvärva inom landet och utanför blir allt mindre, och att det eventuella sambandet till budpremiens storlek därmed kommer bli allt svagare framöver.

*H8: Ingen hypotes för förvärvsaktivitetens inverkan på budpremiens storlek.*

Det går inte att urskilja något säkerställt samband mellan premien och period med hög förvärvsaktivitet och högkonjunktur, varför hypotesen förkastas. Förutom vissa branscher är signifikansen istället den svagaste av alla uppmätta variabler. Inte heller genom att enbart kategorisera förvärv under vågens topp, 2006-2008, i dummyvariabeln (se bilaga 1) finner studien något signifikant samband. Utifrån ett rationellt neoklassiskt synsätt torde synergier mellan två företag vara likvärdiga oavsett när affären sker, varför det främst är ett beteendeteoretiskt resonemang som motiverar en skillnad. Något stöd för ett sådant resonemang går dock inte att finna.

Affärer i högkonjunktur har visat sig vara mer värdeförstörande, framförallt för den femte vågen. Resultatet talar emot hypotesen att budpremien skulle stå i direkt relation till storleken på värdeförstörelsen. Ökat värdeförstörande i högkonjunktur skulle därmed i högre grad kunna kopplas till allmänt höga marknadsvärderingar, medan budpremien håller sig relativt oberoende av tidsperiod. Detta är också något som stämmer överens med de historiska snittpremier som presenteras i Mergerstat Review.

#### **5.4 Beteendeteoretiskt synsätt**

Många av studiens variabler härrör från kännetecknen hos målföretaget, exempelvis storlek, skuldsättningsgrad och M/B-kvot. Förutom det relativt osäkra sambandet för finansiella företag kan ingen av de målföretagsspecifika variablerna uppvisa något signifikant samband med budpremien. För de variabler som istället är mer fokuserade på själva transaktionen än de specifika parterna är förekomsten av signifikanta samband betydligt vanligare. Det gäller exempelvis både betalningssätt och förekomsten av *toehold*. Dessa variabler har ingen direkt koppling till förväntade synergier, utan dess påverkan på premien är av mer teknisk karaktär.

Att studien inte kunnat påvisa att någon specifik faktor hos målföretag leder till större premier kan förklaras genom varje förvärvs särdrag. I varje enskilt fall borde förväntade synergier bero på hur väl de båda parterna fungerar tillsammans, åtminstone om man antar att det är



rationella bedömningar som ligger till grund för värderingen. Med en sådan utgångspunkt borde inte heller specifika karaktäristika hos enbart målföretaget leda till varken större eller lägre budpremier. Huruvida värderingen är rationell eller inte är svårt att avgöra då faktorer som företagsstruktur och kulturella skillnader, som får antas driva en rationell värdering, är svåra att undersöka med hjälp av yttre variabler. Att inga snedvridningar existerar ger åtminstone ett visst stöd till de professionella aktörer som ansvarar för värderingen av uppköpskandidater. Att förvärv sällan når upp till de ställda målen för synergier visar samtidigt att resultatet oftast inte blir vad man tror på förhand, även vid en individuell bedömning av målföretaget. En anledning till detta skulle kunna vara att deltagande aktörer gärna ser att affären går i mål, exempelvis för möjligheten att tjäna pengar under processen, och därför ser till att värdera företaget på en nivå som leder till köp.

Den höga graden av individuell bedömning är något Roll lyfter fram i formuleringen av sin hybrishypotes. Enligt resonemanget behöver det fåtaliga antalet signifikanta samband mellan variablerna och premien inte vara ett exempel på rationella uppskattningar av synergier, eller ett försök till dem, utan ett resultat av det motsatta. Den stora graden av individuell bedömning som krävs vid uppköp är istället enligt hypotesen vad som möjliggör för hybris att spela en så stor roll vid just företagsförvärv. Hypotesen är dessutom användbar för att förklara varför förvärv sällan når uppsatta mål för synergier. Ingen av variablerna som används i studien syftar direkt till att mäta hybris. M/B-kvoten skulle eventuellt kunna tänkas indikera viss typ av hybris, då förvärv av redan högt värderade företag kan ses som en indikation på hybris. Att något samband med premien inte kan konstateras för denna studien talar därför emot att hybrishypotesens påverkan. Ett annat sätt som brukar påvisa hybris är att samma företag är inblandat i flera uppköp under kort tid, något som det finns exempel på i urvalet. För att på bästa sätt kunna upptäcka hybris krävs dock en kvalitativ undersökning.

Att specifika faktorer hos målföretaget skulle påverka premien stämmer väl överens med ett beteendevetenskapliga teorier för företagsförvärv. Med ett sådant synsätt på förvärv står snedvridningar på personliga och psykologiska grunder i centrum, och det faktum att samband inte går att konstatera talar därför emot dess betydelse vid företagsförvärv.

Utifrån "Empire-Building-teorin" kan man argumentera för att ett samband mellan målföretagets storlek och budpremien borde existera och spegla ledningens intresse för ökat inflytande. Flera andra faktorer kan dock tänkas motverka denna effekt, så som större

finansiell risk vid stora förvärv, vilket kan driva premierna neråt. Att inte heller ett positivt samband kan påvisas kan därför vara ett exempel på teorins relevans. Precis som för hybrishypotesen är "Empire-Building-teorin" svår att undersöka med hjälp av yttre variabler.

## 6 Slutsats

### 6.1 Slutsatser och kunskapsbidrag

Syftet med denna studie är att skapa förståelse för vad det är som bestämmer budpremien och undersöka vilka variabler som har störst påverkan på budpremiens variation. Studien gör antagandet att budpremien spelar en roll vid den värdeförstörelse som historiskt kunnat observeras vid företagsförvärv. Med tanke på det historiska utfallet av företagsförvärv borde det ur en aktieägarsynvinkel vara välkommet med någon form av förklaringsmodell för budpremien.

Av studiens variabler kan signifikanta negativa samband med budpremien konstateras för ett blandat betalnings sätt och ett tidigare ägande i målföretaget, samt ett signifikant positivt samband för uppköp av finansiella företag. För övriga variabler går det inte att säkerställa något statistiskt samband. Med ett p-värde på 0 % står tidigare ägande för det tydligaste sambandet, men även de andra två variablerna ligger klart under signifikansnivån på 5 %. Bristen på signifikanta samband bland de målföretagsspecifika variablerna är tydlig för studien. Förutom det, med hänsyn till få observationer samt tidigare undersökningar, relativt osäkra sambandet för branschen *finansiella företag*, kan ingen variabel påvisa något samband. Med tanke på det stora antalet variabler av denna typ som inbegrips i studien är resultatet slående, och visar att det är svårt att dra några slutsatser om premien från sådana faktorer.

Att förekomsten av tidigare ägande ger ett så starkt samband, och dessutom stämmer överens med tidigare studier, borde innebära att det kan konstateras för svenska företagsförvärv i vidare bemärkelse. Hur stor del av effekten som handlar om uppbyggda personliga kontakter och hur mycket som härrör till själva ägandet är dock svårt att säga. Studien väljer att se till allt tidigare ägande under 50 %, oavsett storlek eller tid för anskaffande. Genom att särskilja tidigare ägande på dessa båda punkter skulle det gå att undersöka resultatet ytterligare. När det gäller betalnings sättet tyder resultatet på att målföretagets aktieägare föredrar en blandning av aktier och kontanter. Medan ett rent kontantköp medför negativa skatteeffekter och köp med enbart aktier en potentiell risk, ger ett mixat betalnings sätt möjligheten till en mellanväg. Tidigare studier fokuserar ofta på valet mellan aktier och kontanter, och buntar inte sällan ihop det blandade betalnings sättet med rena aktieköp, varför denna studies resultat är svårt att jämföra med andra.

Totalt uppvisar studiens modell en förklaringsgrad på ca 23 %. Med tanke på de komplexa processer som omger ett uppköp är en låg förklaringsgrad logisk, trots att studien undersöker ett stort antal variabler. Den låga förklaringsgraden förklarar också till viss del den brist tidigare forskning uppvisar gällande förklaringsmodeller till budpremiens storlek. Att det saknas ett generellt, heltäckande teoretiskt ramverk vid förvärv gör det svårt att utifrån bedöma huruvida ett bud, och dess premie, är korrekt prissatt. Detta gör det i sin tur enklare för en företagsledning att driva igenom ett uppköpsbeslut och gör det möjligt för personliga faktorer att spela en stor roll vid förvärv. Även om det svårt att bevisa hur stor påverkan beteendevetenskapliga teorier som hybrishypotesen eller "Empire-Building-teorin" har på företagsförvärv, går det därför att anta att de spelar en större roll än vad de flesta företagsledare skulle vilja erkänna.

## **6.2 Förslag till vidare forskning**

Förvärvstransaktioner är en komplex process där många faktorer påverkar budets och budpremiens storlek. Trots att de är flertaliga kan variablerna i denna studie tillsammans endast förklara ca 23 % av variationen i budpremien. Förslag till vidare forskning handlar därför naturligt om att ytterligare undersöka denna komplexitet. Ett perspektiv på detta hade t.ex. varit ett vidare geografiskt spann. Genom att jämföra resultaten från denna studie med resultaten från en annan marknad kan man ge nytt ljus åt faktorer som är marknadsspecifika, så som kulturella skillnader.

Ett annat perspektiv hade varit att anlägga en kvalitativ ansats. Eftersom det är tänkbart att komplexiteten i en transaktion, t.ex. potentiella synergivinster eller fallgropar i form av organisatoriska utmaningar, tar sig uttryck som inte kan kvantifieras på ett tillförlitligt och lämpligt sätt hade en kvalitativ studie kunnat bidra med ett djup för att öka förståelsen och ge en mer omfattande bild av vad som driver budpremiens storlek.

## Källförteckning

- Agrawal, A., Jaffe, J. & Mandelker, G. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *The Journal of Finance*, 47:4, ss. 1605-1621
- Alexandridis, G., Fuller, K., Terhaar, L. & Travlos, N. (2012). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, ss. 1-13
- Alexandridis, G., Mavrovitis, C. & Travlos, N. (2011). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18:8, ss. 663-688
- Alexandridis, G., Petmezas, D. & Travlos, N. (2010). Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management Journal*, 39:4, ss. 1671-1695
- Antoniou, A., Arbour, P. & Zhao, H. (2008). How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High? *European Financial Management*, 14:2, ss. 268-287
- Axis Communications (2015). *Uttalande från styrelsen för Axis med anledning av Canons offentliga uppköpserbjudande*.  
[http://www.axis.com/sv/corporate/press/releases/viewstory.php?case\\_id=3787](http://www.axis.com/sv/corporate/press/releases/viewstory.php?case_id=3787) (Hämtad 5 april 2015)
- Bell, E. & Bryman, A. (2011). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Malmö: Liber
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2013). *Corporate Finance*. 3. uppl., Boston: Pearson
- Betton, S., Eckbo, E. & Thorburn, K. (2009). Merger Negotiation and the Toehold Puzzle. *Journal of Financial Economics*, 91:2, ss. 58-178
- Betton, S., Eckbo, E. & Thorburn, K. (2005). *The Toehold Puzzle*. Working Paper, Tuck School of Business, no. 2005-16

Betton, S. & Eckbo, E. (1999). Toeholds, Bid Jumps and Expected Payoffs in Takeovers. *Review of Financial Studies*, 13, ss. 841-882

Billett, M. & Qian, Y. (2005). Are Overconfident Managers Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers. *Management Science*, 54:6, ss. 1037-1051

Bliss, R. & Rosen, R. J. (2011). CEO Compensation and Bank Mergers, *Journal of Financial Economics*, 61:1, ss. 107-138

Branch, B., Chgawla, C., Sharma, A. & Qiu, L. (2013). Explaining Market-to-Book: The Relative Impact of Firm Performance, Growth, and Risk. *Business Quest: Online Journal*

Burch, T. R., Nanda, V. & Silveri, S. (2012). Taking Stock or Cashing In? Shareholder Style Preferences, Premiums and the Method of Payment. *Journal of Empirical Finance*, 19, ss. 558-582

Canon (2015). *Canon Announces Public Cash Offer to the Shareholder of Axis*.  
<http://www.canon.com/news/2015/feb10e.html> (Hämtad 5 april 2015)

Chan, K. C., Gup, B. E. & Pan, M. (1997). International Stock Market Efficiency and Integration: A Study of Eighteen Nations. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24:6, ss. 803–813

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

Claesson, K. (1987). *Effektiviteten på Stockholms Fondbörs*. Diss. Stockholm: Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm

Clayton, M. J. & Ravid, S. A. (2002). The Effect of Leverage on Bidding Behavior: Theory and Evidence from the Fcc Auctions. *Review of Financial Studies*, 15, ss. 723–750

Davidsson, O. & Oddbjörn, F. (2013). *Toeholds, bid premiums and bid success in public takeovers, Sweden 1997-2012*. Examensarbete i finansiering på masternivå, Lunds universitet

- Denis, D. J., Denis, D. K. & Yost, K. (2002). Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value. *Journal of Finance*, 57, ss. 1951-1979
- Díaz Díaz, B., Sanfilippo Azofra, S., & López Gutiérrez, C. (2009). Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 48:3, ss. 5-21
- Edmister, R. O. & Walking, R. A. (1985). Determinants of Tender Offer Premiums. *Financial Analysts Journal*, 41:1, ss. 27-37
- Elger, S., Lundin, H. & Prukhattapong, N. (2013). *Budpremie vid företagsförvärv: En studie om några tänkbara faktorer som påverkar budpremiens storlek vid företagsförvärv*. Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, Lunds universitet
- Eviews (2013). *Eviews User Guide 8 II*. IHS Global Inc.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25:2, ss. 383–417
- Ferris, K. & Pettit, B. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions: An overview*. <http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2109325> (Hämtad 2015-04-27)
- Forsgårdh, L. E. & Herten, K. (1975). *Information, förväntningar och aktiekurser*. Stockholm: Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm
- Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 5. uppl., Hoboken, NJ: John Wiley & Sons
- Goergen, M. & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10:1, ss. 9-45
- Gugler, K., Mueller, D., Weichselbaumer, M. & Yurtoglu, B. (2010). Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*, 33, ss. 159-175

Hayward, M. & Hambrick, D. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, 42:1, ss. 103-127

Herd, T. & McManus, R. (2012). Who says M&A doesn't create value? *Outlook*, 1, ss. 1-12

Huang, Y. S. & Walking, R. A. (1987). Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance. *Journal of Financial Economics*, 19:2, ss. 329-349

Jovanovic, B. & Rousseau, P. (2001). *Mergers and Technological Change: 1885-1998*. Working Paper, Vanderbilt University, Department of Economics, no. 116

Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76:2, ss. 323-329

Jespersen, F. (2002). Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off. *Bloomberg*, 13 oktober. <http://www.bloomberg.com/bw/stories/2002-10-13/mergers-why-most-big-deals-dont-pay-off> (Hämtad 18 maj 2015)

Kaufman, D. J. Jr. (1988). Factors Affecting the Magnitude of Premiums Paid to Target-Firm Shareholders in Corporate Acquisitions. *The Financial Review*, 23:4, ss. 465-482

London Business School (2009). *Value Creation at Vodafone*. <http://faculty.london.edu/chigson/casestudies/pdfs/Vodafone.pdf> (Hämtad 20 maj 2015)

Loomis, C. J. (2012). *Buffett beats the S&P for the 39th year*. *Fortune*, 25 februari. <http://fortune.com/2012/02/25/buffett-beats-the-sp-for-the-39th-year/> (Hämtad 25 maj 2015)

Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (1999). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur

Lunds universitet. (2015). Universitetsbroschyr, <http://www.lu.se/sites/www.lu.se/files/lu-presentationsbroschyr-sv-2015.pdf> (Hämtad 30 maj 2015)



- Marris, R. (1998). *Managerial Capitalism in Retrospect*. New York, NY: St. Martin's Press
- Marris, R. (1964). *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*. New York, NY: Free Press of Glencoe
- Malkiel, A. (1996). *A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy for Successful Investing*. 9. uppl., New York, NY: W.W. Norton & Company
- Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73, ss. 201-228
- Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*, 60:2, ss. 757-782
- Nocera, J. (2009). *Poking Holes in a Theory on Markets*. New York Times, 5 juni.  
<http://www.nytimes.com/2009/06/06/business/06nocera.html?scp=1&sq=efficient%20market&st=cse> (Hämtad 21 april 2015)
- Raad, E. (2012). Why Do Acquiring Firms Pay High Premiums to Takeover Target Shareholders: An Empirical Study. *The Journal of Applied Business Research*, 28:4, ss. 725-734
- Rappaport, A., & Sirower, M. (1999). *Stock or Cash? The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions*. Harvard Business Review, 77:6, 147-158
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, 59:2, ss. 197-216
- Rosenberg, B., Reid, K. & Lanstein R. (1985). Persuasive Evidence of Market Inefficiency. *Journal of Portfolio Management*, 11:3, ss. 9-16

Rustige, M. & Grote, M. (2011). *Why Do Foreign Acquirers Pay More? Evidence from European Cross-Border Acquisitions Premiums*. Diss. Frankfurt: Frankfurt School of Finance and Management

Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: A Introduction to Behavioral Finance*. Oxford: Oxford University Press

Sonenshire, R. & Reynolds, K. (2013). Determinants of Cross-border Merger Premia. *Review of World Economics*, 150:1, ss. 173-189

Stulz, R. M. (1988). Managerial Control of Voting Rights; Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, 1988, pp. 25-54.

Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, 11:4, ss. 283-295

Vodafone (1999). *Announcement of Intended Offer to Mannesmann Shareholders*.  
[http://www.vodafone.com/content/index/media/vodafone-group-releases/1999/press\\_release19\\_11.html](http://www.vodafone.com/content/index/media/vodafone-group-releases/1999/press_release19_11.html) (Hämtad 20 maj 2015)

Volcker, P. (2011). Financial Reform: Unfinished Business. *New York Review of Books*, 24 november. <http://www.nybooks.com/articles/archives/2011/nov/24/financial-reform-unfinished-business/> (Hämtad 21 april 2015)

Westerlund, J. (2009). *Introduktion till ekonometri*. Lund: Studentlitteratur

Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory Econometrics - A Modern Approach*. 4. uppl., Mason, OH: South Western

## **Datakällor**

Orbis

Thomson Reuters Datastream

Zephyr

## Bilaga 1. Eviews rapportering

Dependent Variable: BID\_PREMIUM

Method: Least Squares

Date: 05/27/15 Time: 10:15

Sample: 1/09/2003 9/04/2013

Included observations: 85

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.462521	0.116225	3.979536	0.0002
CROSS_BORDER	0.068542	0.046842	1.463249	0.1478
IN_CNSMR	-0.108101	0.058197	-1.857512	0.0674
IN_FIN	0.110845	0.052149	2.125523	0.0370
IN_HItec	0.065814	0.063559	1.035473	0.3040
IN_HLTH	0.055158	0.074468	0.740695	0.4613
IN_MANUF	-0.019062	0.067279	-0.283323	0.7778
LN_TARGET_MARKET_CAP	-0.028788	0.015340	-1.876722	0.0647
MA_WAVE	0.060928	0.049972	1.219252	0.2268
MARKET_TO_BOOK	-0.013213	0.007631	-1.731632	0.0877
PAY_MIXED	-0.151862	0.059915	-2.534598	0.0135
PAY_SHARES	-0.104232	0.057105	-1.825260	0.0722
TARGET_LEVERAGE	-0.000189	0.000100	-1.891998	0.0626
TOEHOLD	-0.155943	0.035320	-4.415172	0.0000
R-squared	0.349145	Mean dependent var		0.232413
Adjusted R-squared	0.229974	S.D. dependent var		0.201538
S.E. of regression	0.176852	Akaike info criterion		-0.477570
Sum squared resid	2.220633	Schwarz criterion		-0.075251
Log likelihood	34.29672	Hannan-Quinn criter.		-0.315746
F-statistic	2.929786	Durbin-Watson stat		1.983289
Prob(F-statistic)	0.001870	Wald F-statistic		5.222121
Prob(Wald F-statistic)	0.000002			

*Modell 1. Samtliga variabler.*

Dependent Variable: BID\_PREMIUM  
 Method: Stepwise Regression  
 Date: 05/27/15 Time: 18:29  
 Sample: 1/09/2003 9/04/2013  
 Included observations: 85  
 No always included regressors  
 Number of search regressors: 9  
 Selection method: Stepwise backwards  
 Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.5/0.5  
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	0.511699	0.091230	5.608904	0.0000
TOEHOLD	-0.155121	0.038435	-4.035904	0.0001
LN_TARGET_MARKET_CAP	-0.027816	0.014004	-1.986231	0.0506
CROSS_BORDER	0.085576	0.045506	1.880518	0.0638
PAY_MIXED	-0.130990	0.054259	-2.414151	0.0181
PAY_SHARES	-0.090047	0.058989	-1.526507	0.1310
MARKET_TO_BOOK	-0.012559	0.005949	-2.111340	0.0380
TARGET_LEVERAGE	-0.000124	9.17E-05	-1.348188	0.1816
R-squared	0.258712	Mean dependent var		0.232413
Adjusted R-squared	0.191322	S.D. dependent var		0.201538
S.E. of regression	0.181236	Akaike info criterion		-0.488644
Sum squared resid	2.529179	Schwarz criterion		-0.258747
Log likelihood	28.76737	Hannan-Quinn criter.		-0.396173
F-statistic	3.839028	Durbin-Watson stat		1.974330
Prob(F-statistic)	0.001248			

#### Selection Summary

Removed MA\_WAVE

\*Note: p-values and subsequent tests do not account for stepwise selection.

*Modell 2. Stegvis regression.*

Dependent Variable: BID\_PREMIUM  
 Method: Stepwise Regression  
 Date: 05/27/15 Time: 18:28  
 Sample: 1/09/2003 9/04/2013  
 Included observations: 85  
 No always included regressors  
 Number of search regressors: 8  
 Selection method: Stepwise backwards  
 Stopping criterion: p-value forwards/backwards = 0.5/0.5  
 White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
C	0.494994	0.096355	5.137201	0.0000
TOEHOLD	-0.159031	0.038057	-4.178766	0.0001
LN_TARGET_MARKET_CAP	-0.027275	0.014304	-1.906860	0.0602
CROSS_BORDER	0.087437	0.045224	1.933424	0.0568
PAY_MIXED	-0.124498	0.053464	-2.328618	0.0225
PAY_SHARES	-0.088941	0.059042	-1.506422	0.1360
MARKET_TO_BOOK	-0.011728	0.005829	-2.012070	0.0477
R-squared	0.251312	Mean dependent var		0.232413
Adjusted R-squared	0.193721	S.D. dependent var		0.201538
S.E. of regression	0.180967	Akaike info criterion		-0.502241
Sum squared resid	2.554426	Schwarz criterion		-0.301081
Log likelihood	28.34524	Hannan-Quinn criter.		-0.421329
F-statistic	4.363706	Durbin-Watson stat		1.961617
Prob(F-statistic)	0.000752			

#### Selection Summary

Removed MA\_WAVE

\*Note: p-values and subsequent tests do not account for stepwise selection.

*Modell 3. Stegvis regression, utan skuldssättningsgrad.*

Dependent Variable: BID\_PREMIUM

Method: Least Squares

Date: 05/20/15 Time: 10:23

Sample: 1/09/2003 9/04/2013

Included observations: 85

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.267490	0.026819	9.973762	0.0000
TOEHOLD	-0.135525	0.037502	-3.613828	0.0005
R-squared	0.087779	Mean dependent var		0.232413
Adjusted R-squared	0.076788	S.D. dependent var		0.201538
S.E. of regression	0.193645	Akaike info criterion		-0.422328
Sum squared resid	3.112379	Schwarz criterion		-0.364854
Log likelihood	19.94894	Hannan-Quinn criter.		-0.399210
F-statistic	7.986717	Durbin-Watson stat		1.754326
Prob(F-statistic)	0.005902	Wald F-statistic		13.05975
Prob(Wald F-statistic)	0.000516			

*Modell 4. Toehold.*

Dependent Variable: BID\_PREMIUM

Method: Least Squares

Date: 05/30/15 Time: 15:39

Sample: 1/09/2003 9/04/2013

Included observations: 85

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.478369	0.113362	4.219838	0.0001
CROSS_BORDER	0.085155	0.044444	1.916020	0.0594
IN_CNSMR	-0.112185	0.058855	-1.906120	0.0607
IN_FIN	0.090091	0.052311	1.722226	0.0894
IN_HItec	0.057374	0.061364	0.934969	0.3530
IN_HLTH	0.043179	0.073252	0.589462	0.5574
IN_MANUF	-0.023867	0.068859	-0.346602	0.7299
LN_TARGET_MARKET_CAP	-0.026757	0.015949	-1.677701	0.0978
MA_ALT	0.011574	0.039715	0.291421	0.7716
MARKET_TO_BOOK	-0.011503	0.007272	-1.581877	0.1181
PAY_MIXED	-0.139461	0.054264	-2.570046	0.0123
PAY_SHARES	-0.092539	0.056260	-1.644856	0.1044
TARGET_LEVERAGE	-0.000160	9.54E-05	-1.674522	0.0984
TOEHOLD	-0.149880	0.034735	-4.314984	0.0001
R-squared	0.335934	Mean dependent var		0.232413
Adjusted R-squared	0.214344	S.D. dependent var		0.201538
S.E. of regression	0.178638	Akaike info criterion		-0.457475
Sum squared resid	2.265708	Schwarz criterion		-0.055156
Log likelihood	33.44270	Hannan-Quinn criter.		-0.295651
F-statistic	2.762848	Durbin-Watson stat		1.956727
Prob(F-statistic)	0.003148	Wald F-statistic		5.019763
Prob(Wald F-statistic)	0.000003			

*Modell 5. Samtliga variabler, ändrad definition av M&A-våg.*

## Bilaga 2. Korrelationsmatris

	GRÄNS.	KONS.	FIN.	HÖGT.	HÄLS.	TILLV.	LN(MV)	M&A-VÅG	M/B	BL. BET.	AK. BET.	D/E	TOEHOLD
<b>GRÄNSÖVERSKRIVANDE</b>	1												
<b>KONSUMENTVAROR</b>	-0,0149	1											
<b>FINANSIELLT</b>	-0,0041	-0,1492	1										
<b>HÖGTEKNOLOGI</b>	-0,0444	-0,2081	-0,2988	1									
<b>HÄLSOVÅRD</b>	-0,0861	-0,0966	-0,1387	-0,1934	1								
<b>TILLVERKNING</b>	-0,0188	-0,1307	-0,1877	-0,2617	-0,1215	1							
<b>LN(MÅLFÖRETAGETS STORLEK)</b>	0,0816	0,0293	0,1545	-0,3455	0,1526	0,1506	1						
<b>M&amp;A-VÅG</b>	0,335	0,1196	-0,1753	-0,0933	-0,0884	0,0393	0,1534	1					
<b>MARKET-TO-BOOK</b>	0,1483	0,0905	-0,1528	0,0693	0,0192	-0,0624	0,1942	0,2693	1				
<b>BLANDAD BETALNING</b>	-0,077	0,1158	0,0973	0,0588	0,012	-0,1563	0,0757	0,0181	-0,0615	1			
<b>AKTIEBETALNING</b>	0,0367	0,1062	0,0342	0,1898	-0,1662	-0,2249	-0,2988	0,0537	-0,0679	-0,2139	1		
<b>SKULDSÄTTNINGSGRAD</b>	-0,0613	-0,0496	0,2929	-0,1722	-0,1054	0,1263	-0,0824	0,0525	-0,1485	-0,1247	0,017	1	
<b>TOEHOLD</b>	0,0028	-0,0065	0,1492	-0,2046	-0,0793	-0,0082	0,0632	0,0277	-0,1443	-0,1478	-0,0745	0,1311	1



### Bilaga 3. Lista över svenska publika förvärv 2003-2013

Datum	Förvärvare	Målföretag	Bransch	Inhemskt/ utländskt	Betalning	M&A- våg	Tidigare ägande	Aktiepris 4v (SEK)	Bud (SEK)	Bud- premie	D/E (%)	M/B	MV (MSEK)	Kommentar
2003-01-09	DANIR AB	EPSILON HOLDING AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Ja	46,80	16,45	22,00	33,74%	186,34	1,17	161,10	
2003-01-21	LGP TELECOM HOLDING AB	ALLGON AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	15,15	25,90	70,96%	34,00	0,77	452,26	
2003-02-13	RAISIO YHTYMÄ OYJ	DIFFCHAMB AB	Högtek.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	27,55	42,00	52,45%	35,85	2,43	105,49	
2003-03-20	RAMBOLL A/S	SCANDIACONSULT AB	Annat	Utländskt	Kontant	Ja	34,00%	45,30	47,00	3,75%	0,78	2,85	1075,36	
2003-04-06	STRAUMANN HOLDING AG	BIORA AB	Hälso.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	11,45	17,00	48,47%	0,00	4,84	287,42	
2003-06-13	LJUNGBERGGRUPPEN AB	FASTIGHETS AB CELTICA	Fin.	Inhemskt	Kontant	Ja	15,60%	50,25	58,00	15,42%	330,49	0,81	141,83	
2003-11-24	PROACT IT GROUP AB	DIMENSION AB	Högtek.	Inhemskt	Blandat	Ja	0,00%	2,89	2,92	1,21%	0,11	0,43	50,68	
2003-12-01	POWERWAVE TECHNOLOGIES INC.	LGP ALLGON HOLDING AB	Högtek.	Utländskt	Aktier	Ja	0,00%	42,15	61,87	46,79%	117,65	1,22	2223,33	
2003-12-17	APES HOLDING AB	PANDOX AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Ja	36,00%	107,50	108,00	0,47%	62,35	1,45	2664,30	
2004-04-26	INVESTMENT AB ORESUND	CUSTOS AB	Fin.	Inhemskt	Aktier	Ja	13,00%	141,63	172,00	21,45%	11,02	1,23	606,30	
2004-05-06	SIGMA AB	RKS AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	5,73	6,14	7,25%	72,99	0,34	80,72	
2004-06-29	STENA FASTIGHETSFÖRVALTNING AB	BOSTADSAKTIEBOLAGET DROTT	Fin.	Inhemskt	Kontant	Ja	37,90%	135,75	150,00	10,50%	519,02	2,67	3010,29	
2004-07-19	WIHLBORGS FASTIGHETER AB	FABEGE AB	Fin.	Inhemskt	Blandat	Ja	42,00%	100,56	105,50	4,91%	132,76	1,31	7085,93	
2004-08-24	COGNOS INC.	FRANGO AB	Högtek.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	52,38	85,00	62,29%	0,21	3,86	220,22	
2004-10-07	B&N NORDSJÖFRAKT AB	GORTON LINES AB	Annat	Inhemskt	Aktier	Ja	32,90%	17,05	18,00	5,57%	17,68	0,69	313,85	
2004-11-15	CIDRON INVEST AB	FINNVEDEN AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	56,63	75,00	32,45%	110,50	1,42	1472,25	
2004-11-19	SCANIA AB	AINAX AB	Fin.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	265,00	274,00	3,40%	0,00	57791,12	7622,51	Borttagen pga hög M/B
2004-12-22	NOCOM AB	TURNIT AB	Kons.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	0,87	1,06	22,18%	285,75	0,82	130,61	
2005-02-10	ORKLA ASA	SAPA AB	Tillv.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	186,63	187,00	0,20%	50,77	1,73	6922,80	
2005-04-13	TELELOGIC AB	FOCAL POINT AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	18,68	21,10	12,99%	0,00	8,85	97,40	
2005-05-12	AGNICO EAGLE MINES LTD	RIDDARHYTTAN RESOURCES AB	Annat	Utländskt	Aktier	Ja	14,00%	8,09	10,25	26,74%	6,81	5,37	851,32	
2005-06-02	LAWSON SOFTWARE INC.	INTENTIA INTERNATIONAL AB	Högtek.	Utländskt	Aktier	Ja	0,00%	13,04	20,18	54,78%	31,62	2,34	2364,86	
2005-07-12	BNS INDUSTRIER AB	KARLSHAMNS AB	Kons.	Inhemskt	Blandat	Ja	0,00%	141,75	117,00	-17,46%	31,64	2,95	3269,22	
2005-09-02	OLD MUTUAL PLC	FORSÄKRINGSAKTIEBOLAGET SKANDIA AB	Fin.	Utländskt	Blandat	Ja	0,00%	42,43	43,60	2,77%	18,85	3,60	42712,59	
2005-10-17	CISL GRUPPEN AB	GAMERS PARADISE HOLDING AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	0,41	0,56	37,42%	82,76	4,07	292,01	
2005-11-22	POSTEN NORGE AS	OPTIMAIL AB	Annat	Utländskt	Kontant	Ja	21,30%	13,90	18,75	34,89%	0,47	1,57	173,36	
2006-01-09	ACANDOFRONTEC AB	RESCO AB	Högtek.	Inhemskt	Blandat	Ja	0,00%	4,05	5,25	29,63%	19,59	2,82	150,24	
2006-01-23	WELAND AB	KLIPPAN AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Ja	37,68%	7,53	8,00	6,31%	716,32	0,95	214,94	
2006-02-08	TELIGENT AB	TRIO AB	Högtek.	Inhemskt	Blandat	Ja	0,00%	2,55	2,94	15,18%	46,39	2,97	232,62	
2006-03-14	POSTEN AB	STRALFORS AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	70,75	95,00	34,28%	46,54	1,58	1542,94	
2006-03-21	FRAMFAB AB	LB ICON AB	Annat	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	54,63	55,00	0,69%	124,56	3,02	1650,83	
2006-05-09	RNB RETAIL AND BRANDS AB	JC AB	Kons.	Inhemskt	Blandat	Ja	0,00%	98,88	119,44	20,80%	2,67	4,36	1769,17	

Datum	Förvärvare	Målföretag	Bransch	Inhemskt/ utländskt	Betalning	M&A- våg	Tidigare ägande	Aktiepris 4v (SEK)	Bud (SEK)	Bud- premie	D/E (%)	M/B	MV (MSEK)	Kommentar
2006-05-15	INDAP AB	GAMBRO AB	Hälso.	Inhemskt	Kontant	Ja	19,90%	110,13	113,70	3,25%	24,99	2,06	10066,45	
2006-06-20	GE MEDICAL HOLDING AB	BIACORE INTERNATIONAL AB	Hälso.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	246,88	330,00	33,67%	0,00	3,21	2749,5	
2006-08-21	LOGICACMG PLC	WM-DATA AB	Annat	Utländskt	Blandat	Ja	0,00%	23,63	27,75	17,46%	75,07	3,52	9287,59	
2006-09-11	SEGULAH AB	NÄRKES ELEKTRISKA AB	Kons.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	130,00	145,00	11,54%	0,00	2,12	1152,45	
2006-10-05	OPICA AB	CAPIO AB	Hälso.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	168,38	167,00	-0,82%	157,04	3,17	16353,44	
2006-11-08	SPX CORPORATION	CUSTOS AB	Tillv.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	69,69	78,00	11,93%	61,48	4,01	992,88	
2006-12-19	CPST SWEDEN HOLDINGS AB	PROTECT DATA AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	184,13	187,00	1,56%	0,08	18,51	4187,40	
2007-01-15	PFLIEDERER SWEDEN AB	PERGO (EUROPE) AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	44,08	51,00	15,71%	30,35	2,07	2485,60	
2007-02-16	COOLGUARD AB	INIRIS AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	4,17	4,75	13,91%	47,00	8,44	35,15	
2007-04-26	MILESTONE EHF	INVIK & CO AB	Fin.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	180,75	234,00	29,46%	857,92	3,42	4096,98	
2007-06-11	WATCHTOWER AB	TELELOGIC AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	17,73	21,00	18,48%	30,66	2,72	5313,14	
2007-08-20	DNB NOR ASA	SALUSANSVAR AB	Fin.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	23,13	35,00	51,35%	0,00	1,44	361,59	
2007-09-24	XPONCARD GROUP AB	ALL CARDS SERVICE CENTER AB	Kons.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	31,23	35,73	14,41%	30,52	1,22	167,08	
2007-09-26	BORSE DUBAI LTD	OMX AB	Fin.	Utländskt	Kontant	Ja	4,90%	242,50	265,00	9,28%	38,25	5,75	32693,55	
2007-09-30	STOCKMANN OYJ	LINDEX AB	Kons.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	104,75	116,00	10,74%	22,44	11,67	7321,87	
2007-10-08	FUJITSU SERVICES OVERSEAS HOLDING LTD	MANDATOR AB	Annat	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	2,27	3,00	32,45%	0,20	1,50	397,56	
2007-10-22	GOLDCUP D 3319 AB	ARK TRAVEL AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	54,25	67,00	23,50%	26,06	5,74	251,48	
2008-01-17	INTERNATIONAL MARKETING & SALES GROUP LTD	ONE MEDIA HOLDING AB	Annat	Utländskt	Aktier	Ja	0,00%	8,51	9,47	11,19%	97,89	1,57	18,10	
2008-02-05	ESML INTRESSENER AB	SECURITAS DIRECT AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	24,68	27,50	11,45%	6,75	5,33	8837,06	
2008-02-13	GEMED AB	BOSS MEDIA AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	15,81	25,00	58,10%	44,84	2,71	1192,66	
2008-02-19	OBERTHUR TECHNOLOGIES SA	XPONCARD GROUP AB	Tillv.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	107,75	157,00	45,71%	43,24	1,51	527,21	
2008-04-15	PSI GROUP ASA	CASHGUARD AB	Kons.	Utländskt	Aktier	Ja	25,05%	5,56	5,06	-9,03%	29,85	2,27	520,49	
2008-05-16	STENA ADACTUM AB	BALLINGSLÖV INTERNATIONAL AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Ja	38,40%	53,54	61,67	15,18%	123,86	2,07	1624,99	
2008-05-26	KAIDOZ AB	ZODIAK TELEVISION AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	27,30	40,00	46,52%	104,37	1,46	997,29	
2008-07-22	SEGULAH STELLATA HOLDING AB	GUNNEBO INDUSTRIER AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	109,44	185,00	69,05%	114,45	1,75	1052,51	
2008-07-30	MOBISPINE AB	MYSKOOP INTERNATIONAL AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Ja	0,00%	0,75	0,38	-49,73%	25,56	1,62	2,82	Uteliggare
2008-08-27	MAERSK PRODUCT TANKERS AB	BROSTRÖM AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	49,23	57,00	15,79%	195,12	1,28	3184,99	
2008-09-30	GRUNDSTENEN 122 485 AB	ARENA PERSONAL AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Ja	0,00%	5,10	6,25	22,55%	0,00	2,12	87,65	
2008-10-31	CAYTEL 1 LP	TELECA AB	Högtek.	Utländskt	Kontant	Ja	46,40%	2,61	3,25	24,76%	21,14	0,16	200,87	
2008-11-24	SODEXO SA	JAMES CONCEPTS AB	Annat	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	2,75	4,88	77,45%	66,08	8,20	16,60	
2008-12-09	VODAFONE EUROPE BV	WAYFINDER SYSTEMS AB	Högtek.	Utländskt	Kontant	Ja	0,00%	3,44	12,00	249,34%	25,23	0,58	67,51	Uteliggare
2009-04-17	RICOH EUROPE HOLDINGS PLC	CARL LAMM HOLDING AB	Kons.	Utländskt	Kontant	Nej	0,00%	31,85	37,25	16,95%	-163,29	-2,03	347,99	Borttagen pga negativt EK
2009-06-26	FASTIGHETS BALDER AB	DIN BOSTAD SVERIGE AB	Fin.	Inhemskt	Aktier	Nej	0,00%	18,68	28,13	50,60%	406,00	0,32	8,77	
2009-07-02	VEGA RONNEBY AB	WATER JET SWEDEN AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	38,53	42,00	9,02%	116,33	2,54	82,50	

Datum	Förvärvare	Målföretag	Bransch	Inhemskt/ utländskt	Betalning	M&A- våg	Tidigare ägande	Aktiepris 4v (SEK)	Bud (SEK)	Bud- premie	D/E (%)	M/B	MV (MSEK)	Kommentar
2009-09-02	MANNERHEIM INVEST AB	MEGACON AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Nej	43,21%	19,78	23,00	16,31%	22,97	1,20	35,04	
2009-10-14	BURE EQUITY AB	SKANDITEK INDUSTRIFÖRVALTNING AB	Fin.	Inhemskt	Aktier	Nej	0,00%	18,88	29,18	54,57%	2,02	1,00	1287,41	
2009-11-30	THUBAN AB	LEDSTIERNAN AB	Fin.	Inhemskt	Kontant	Nej	18,20%	30,63	36,50	19,18%	8,20	0,65	208,76	
2010-01-25	ORC SOFTWARE AB	NEONET AB	Fin.	Inhemskt	Blandat	Nej	0,00%	15,53	19,63	26,41%	32,47	0,34	1047,56	
2010-02-25	OBTINEO NETHERLANDS HOLDING NV	LBI INTERNATIONAL AB	Högtek.	Utländskt	Aktier	Nej	0,00%	13,23	14,25	7,75%	29,30	0,57	883,83	
2010-05-16	SVENSK UTBILDNING INTRESSEENTER HOLDING AB	ACADEMEDIA AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Nej	1,55%	179,38	205,00	14,29%	59,70	3,55	2321,79	
2010-06-02	TAV AB	TRICORONA AB	Fin.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	5,61	8,00	42,54%	0,00	1,43	836,43	
2010-09-27	SOFTRONIC AB	MODUL 1 DATA AB	Högtek.	Inhemskt	Blandat	Nej	0,00%	0,65	0,84	29,73%	2,23	0,92	60,74	
2010-10-13	CIDRON INTRESSEENTER AB	MUNTERS AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	74,38	77,00	3,53%	80,79	3,93	5756,25	
2010-11-29	RATOS AB	BIOLIN SCIENTIFIC AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	8,90	11,50	29,21%	24,20	1,10	234,94	
2011-01-14	WALDIR AB	NETONNET AB	Kons.	Inhemskt	Kontant	Nej	30,18%	42,60	40,50	-4,93%	94,76	1,60	278,48	
2011-02-10	GALDERMA HOLDING AB	Q-MED AB	Hälso.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	75,69	79,00	4,38%	0,00	3,85	7528,19	
2011-03-17	INVESTMENT AB LATOUR	SÅKI AB	Fin.	Inhemskt	Aktier	Nej	0,00%	70,25	70,74	0,69%	35,61	1,39	3637,50	
2011-04-11	MEDIVIR AB	BIOPHAUSIA AB	Hälso.	Inhemskt	Blandat	Nej	0,00%	1,15	1,65	43,79%	54,89	0,97	390,51	
2011-06-22	KAMIC ELECTRONICS AB	ELEKTRONIKGRUPPEN BK AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	29,35	38,00	29,47%	81,77	1,18	157,97	
2011-06-27	SBD HOLDING AB	NISCAYAH GROUP AB	Annat	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	16,30	18,00	10,43%	75,16	0,67	5462,28	
2011-12-06	KLOVERN AB	DAGON AB	Fin.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	50,55	62,50	23,64%	231,23	0,80	1185,95	
2011-12-19	CIDRON DELFI INTRESSEENTER AB	ORC GROUP AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	59,69	86,00	44,08%	0,95	0,96	1521,97	
2012-03-21	ADOPERATOR AB	ADTAIL AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Nej	0,00%	0,12	0,12	-1,67%	310,00	0,50	0,69	
2012-03-26	BV ACQUISITIONS AB	JEEVES INFORMATION SYSTEMS AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	55,50	83,00	49,55%	1,39	2,75	156,18	
2012-10-15	HJELP24 SVERIGE AB	AVONOVA SVERIGE AB	Hälso.	Inhemskt	Kontant	Nej	0,00%	22,83	34,00	48,96%	0,00	1,49	145,28	
2012-12-27	ONIVA ONLINE GROUP EUROPE AB	SERVAGE AB	Högtek.	Inhemskt	Aktier	Nej	30,11%	3,82	9,45	147,71%	0,00	0,50	17,66	Uteliggare
2013-02-20	DANIR AB	SIGMA AB	Högtek.	Inhemskt	Kontant	Nej	48,81%	5,02	6,75	34,53%	92,68	1,03	462,90	
2013-09-04	H INTRESSEENTER AB	HÖGANÄS AB	Tillv.	Inhemskt	Kontant	Nej	34,40%	325,25	337,50	3,77%	52,24	3,00	11258,91	

## Förklaring

*M&A-våg* Utgörs av perioden 2003-01-01  
- 2008-12-31

*D/E*

Skuldsättningsgrad

*Aktiepris 4v* Det genomsnittliga veckoliga  
aktiepriset 4 veckor före  
tillkännagivandet

*M/B*

Market-to-book-kvot

*MV*

Marknadsvärde dagen före  
tillkännagivande