



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

Kurskod: FEKH89

Kursens titel: Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

Termin: VT-16

“The good break-up?”

En kandidatuppsats om spin-offs prestation i förhållande till marknadsindex

Författare:

Jenny Holmgren

Hanna Jängnemyr

Cassandra Länninge

Sandra Vallin

Handledare:

Erling Green

SAMMANFATTNING

“The good break-up? En kandidatuppsats om spin-offs prestation i förhållande till marknadsindex”

Seminariedatum: 2 juni 2016

Kurs: Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, FEKH89

Författare: Jenny Holmgren, Hanna Jängnemyr, Cassandra Länninge, Sandra Vallin

Handledare: Erling Green

Nyckelord: Spin-offs, Långsiktig avkastning, Multipel regression, Kumulativ anormal avkastning (CAR), Market Adjusted Return Model

Syfte: Denna studie syftar till att utreda om spin-offs i Sverige genererar anormal avkastning gentemot marknadsindex från dagen de børsintroduceras och efterföljande två år. Vidare avser studien att identifiera förklarande variabler till eventuell anormal avkastning hänförlig till spin-offs.

Metod: Deduktiv och kvantitativ metod med utgångspunkt i en eventstudie där den förväntade avkastningen beräknats enligt den justerade marknadsmodellen. Resultaten har sedan testats statistiskt samt illustrerats genom konstruktion av ett spin-off index

Teoretiska perspektiv: Tidigare studier av spin-offs på den svenska marknaden har främst fokuserat på kortsiktig kursutveckling. De flesta studierna har dessutom genomförts i USA

Empiri: Resultaten baseras på historisk aktieavkastning för 33 spin-offs under åren 2000-2014, samt dess tillhörande noteringsprospekt

Resultat: Signifikant överavkastning har påvisats för samtliga perioder som mätts i denna studie. Vidare är variabler som industritillhörighet samt beta delvis förklarande variabler till detta.

ABSTRACT

“The good break-up? A Bachelor thesis regarding spinoffs performance in relation to the market index”

Seminar date: 2 June 2016

Course: Bachelor Thesis in Corporate Finance, FEKH89

Authors: Jenny Holmgren, Hanna Jängnemyr, Cassandra Länninge, Sandra Vallin

Advisor: Erling Green

Keywords: Spin-offs, Long-run Performance, Multiple Regression Analysis, Cumulative Abnormal Return (CAR), Market Adjusted Return Model

Purpose: This study intends to investigate if spin-offs generates an abnormal return against market index, from listing and the following two years. Furthermore, the authors intend to examine to which extent a number of selected variables may affect spin-offs performance during this period.

Methodology: A deductive and quantitative method with basis in an event study where the expected return is calculated based on the Market Adjusted Return Model. The findings have been statistically tested and visualized through the construction of a Spin-off Index.

Theoretical perspectives: The efficient market hypothesis, Asymmetric Information, Signal Theory, Stock Price

Empirical foundation: The results are based on historical stock data for 33 spin-offs during the time period 2000-2014, and the pertained listing prospectus.

Conclusion: Significant positive abnormal return has been proved for all time periods that has been measured in this study. Further explanatory variables are industry and beta.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

| | |
|--|-----------|
| 1.0 INLEDNING | 7 |
| 1.1 BAKGRUND | 7 |
| 1.2 PROBLEMDISKUSSION..... | 8 |
| 1.3 PROBLEMFÖRMULERING / FRÅGESTÄLLNING | 9 |
| 1.4 SYFTE | 9 |
| 1.5 AVGRÄNSNING | 10 |
| 1.6 MÅLGRUPP | 10 |
| 1.7 DISPOSITION | 11 |
| 2.0 TEORETISK REFERENSRAM | 12 |
| 2.1 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN | 12 |
| 2.2 ASYMMETRISK INFORMATION..... | 13 |
| 2.2.1 SIGNALTEORI..... | 14 |
| 2.3 THE LAW OF ONE PRICE | 14 |
| 2.4 MULTIFACTOR EXPLANATIONS OF ASSET PRICING ANOMALIES..... | 14 |
| 2.5 UTBUD OCH EFTERFRÅGAN PÅ AKTIEMARKNADEN | 15 |
| 2.6 FORMER AV FÖRETAGSAVKNOPPNINGAR..... | 16 |
| 2.6.1 SELL-OFF..... | 17 |
| 2.6.2 MANAGEMENT BUY-OUT..... | 17 |
| 2.6.3 BÖRSAVKNOPPNINGAR | 18 |
| 2.7 LEX ASEA..... | 20 |
| 2.8 SPIN-OFF SOM UTDELNING | 21 |
| 2.9 MOTIV TILL BÖRSAVKNOPPNINGAR | 21 |
| 2.9.1 STRUKTURELLA OCH STRATEGISKA MOTIV..... | 21 |
| 2.9.2 LÖNSAMHETSMOTIV | 22 |
| 2.9.3 OPTIMERING AV KAPITALSTRUKTUR OCH ÖKAD TILLGÅNG PÅ KAPITAL..... | 22 |
| 2.9.4 ÖKADE INCITAMENT FÖR LEDNING OCH ANSTÄLLDA..... | 22 |
| 2.9.5 RÄTTVISARE MARKNADSVÄRDERING OCH ÖKAD TRANSPARENS..... | 23 |
| 2.10 POTENTIELLA SVÅRIGHETER MED BÖRSAVKNOPPNINGAR..... | 23 |
| 2.10.1 RELATIONEN MELLAN MODERBOLAG OCH DOTTERBOLAG | 23 |
| 2.11 TIDIGARE FORSKNING | 24 |
| 2.12 FÖRKLARANDE VARIABLER | 30 |
| 3.0 METOD | 32 |
| 3.1 VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT OCH TILLVÄGAGÅNGSSÄTT | 32 |
| 3.1.1 DEDUKTIV OCH INDUKTIV ANSATS | 32 |
| 3.1.2 VAL AV METOD..... | 33 |
| 3.2 SEKUNDÄRDATA..... | 33 |
| 3.2.1 DATAINSAMLING..... | 34 |
| 3.3 SPIN-OFFS ANORMALA AVKASTNING | 35 |
| 3.3.1 EVENTSTUDIE..... | 35 |

| | | |
|------------|--|-----------|
| 3.4 | UNDERSÖKNING AV SPIN-OFFS ANORMALA AVKASTNING..... | 40 |
| 3.4.1 | T-TEST | 40 |
| 3.4.2 | KURSTUTVECKLING I RELATION TILL JÄMFÖRELSEGRUPP | 41 |
| 3.4.3 | REGRESSIONSANALYS..... | 43 |
| 3.4.4 | MOTIV SOM PÅVERKANDE VARIABEL | 45 |
| 3.4.5 | FÖRKLARANDE VARIABLER | 46 |
| 3.5 | METODKRITIK..... | 47 |
| 3.5.1 | VALIDITET..... | 47 |
| 3.5.2 | RELIABILITET SAMT REPLIKERBARHET | 48 |
| 3.5.3 | KÄLLGRANSKNING | 48 |
| 4.0 | RESULTAT | 49 |
| 4.1 | SPIN-OFFS AVKASTNING I FÖRHÅLLANDE TILL INDEX OCH JÄMFÖRELSEGRUPP | 49 |
| 4.1.1 | AVKASTNING GENTEMOT INDEX..... | 49 |
| 4.1.2 | AVKASTNING GENTEMOT JÄMFÖRELSEGRUPP | 52 |
| 4.2 | REGRESSIONSANALYS..... | 54 |
| 4.2.1 | FÖRKLARANDE VARIABLER | 54 |
| 4.3 | ÖVRIGA IAKTTAGELSER | 55 |
| 5.0 | ANALYS OCH DISKUSSION..... | 56 |
| 5.1 | SPIN-OFFS AVKASTNING I FÖRHÅLLANDE TILL INDEX OCH JÄMFÖRELSEGRUPP | 56 |
| 5.1.1 | AVKASTNING GENTEMOT INDEX..... | 56 |
| 5.1.2 | AVKASTNING GENTEMOT JÄMFÖRELSEGRUPP | 58 |
| 5.2 | FÖRKLARANDE VARIABLER | 58 |
| 5.2.1 | MOTIV..... | 58 |
| 5.2.2 | BÖRSLISTA..... | 59 |
| 5.2.3 | INDUSTRITILLHÖRIGHET | 60 |
| 5.2.4 | BETAVÄRDE..... | 61 |
| 5.2.5 | RELATIV STORLEK..... | 61 |
| 6.0 | SLUTSATSER..... | 63 |
| 6.1 | FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING..... | 66 |
| 7.0 | KÄLLFÖRTECKNING | 68 |
| 8.0 | APPENDIX..... | 74 |
| | BILAGA 1 – BORTFALLSGRUPP..... | 74 |
| | BILAGA 2 - JÄMFÖRELSEGRUPPER..... | 74 |
| | BILAGA 3 – GRUND TILL REGRESSION | 75 |
| | BILAGA 4 - NORMALFÖRDELNING..... | 76 |
| | BILAGA 5 – HETEROSKEDACTISITET: WHITE | 77 |
| | BILAGA 6 – VARIANCE INFLATION FACTOR (VIF) | 77 |
| | BILAGA 7 - KORRELATIONSMATRIS..... | 78 |

BEGREPPSLISTA

Företagsavknoppning: Företagsavknoppning innebär att ett företag blir två. Vanligtvis sker detta genom att ett moderbolag väljer att separera en enhet eller del av sitt företag från moderbolaget.

Spin-off: En typ av börsavknoppning som innebär att en del eller enhet avknoppas från moderbolaget och introduceras på börsen. I denna studie kommer endast “rena” spin-offs att studeras. I en “ren” spin-off delas samtliga aktier i det avknoppade bolaget ut till befintliga aktieägare i moderbolaget i form av en skattefri utdelning. Aktieägarstrukturen i moderbolaget och det avspinnade bolaget är således identisk efter transaktionen (Cornell, 2014). *Det finns även “orena” spin-offs och andra alternativ vad gäller avknoppningar, vilka redogörs för i kapitel 2.3.*

Transaktion: När begreppet “transaktion” används i studien ämnar det till att förklara processen där moderbolag och dotterbolag separeras från varandra. Transaktionen är således börsnoteringen av dotterbolaget som självständig enhet.

Moderbolag: I denna studie används begreppet “moderbolag” för att beskriva den enhet som innan transaktionen är noterad på börsen. Således är moderbolaget den enhet som knoppar av och börsnoterar en annan enhet i och med transaktionen.

Dotterbolag: Den avspinnade enheten används i denna studie synonymt med “dotterbolaget” och är den enhet som börsnoteras i och med transaktionen. Dotterbolaget är den enhet som innan transaktionen styrs av moderbolaget.

Anormal avkastning: Den avkastning som för en given tillgång frångår förväntningarna hos investeraren. Den förväntade avkastningen är i denna uppsats likställd med marknadsportföljens avkastning. I följande rapport används benämningen anormal avkastning likvärdigt med överavkastning.

Index: Ett index beskriver ett sammansatt antal finansiella instruments värdeutveckling och redogör för utvecklingen i förhållande till en viss tidpunkt. Ett aktieindex används för att skapa en helhetsbild över hur börsutvecklingen sett ut över en specifik tidsperiod. Det finns index för specifika branscher, sektorer och geografiska regioner. I denna studie används ett svenskt marknadsindex som benchmark vid jämförelse av olika företags aktieavkastning.

Betavärde: Ett betavärde beskriver hur mycket en aktie rör sig i relation till marknaden. Ett betavärde nära 1 innebär hög korrelation med marknadsindex, medan betavärden runt 0 är relativt okorrelerade med marknaden rörelser. Betavärden över 1 och under -1 tyder på att en tillgångs aktiekurs är positivt respektive negativt korrelerad med index, men fluktuerar kraftigare.

1.0 INLEDNING

Detta kapitel ämnar introducera läsaren till ämnet spin-offs för att sedan mynna ut i studiens problemformulering, syfte, avgränsningar samt målgrupp.

1.1 BAKGRUND

Trender gällande företagssammansättningar har skiftat över tiden. Tidigare var det populärt att slå ihop bolag inom olika branscher och bygga så kallade konglomerat. Idag ser läget annorlunda ut och trenden har ersatts av att allt fler företag väljer att koncentrera sina verksamheter för att kunna fokusera på sina kärnkompetenser (Blecher, 2006).

En företagsavknoppning som omstrukturering innebär en uppdelning av ett bolag och är således motsatsen till de mer uppmärksammade företagsförvärven. Förhoppningen vid vanliga företagsförvärv brukar uttryckas som “ $1 + 1 = 3$ ”. Däremot har det i många fall visat sig vara en falsk sådan och tidigare studier påstår att de efterlängtda synergieffekterna istället realiserar vid en spin-off och kan beskrivas med uttrycket “ $4 - 2 = 3$ ”. Mervärdet vid denna omstrukturering sägs uppstå då respektive företag kan arbeta mer målinriktat efter avknoppningen med fokus på dess respektive kärnverksamhet (Hite & Owers, 1983). Detta exemplifieras i Addtechs spin-off av dotterbolaget Addlife i början av börsåret 2016. Addtech tillhör kategorin teknikhandelsbolag, medan Addlifes verksamhet återfinns inom hälso- och sjukvårdsindustrin. Addlifes verksamhet hade innan spin-offen utvecklats till den grad att deras operationella verksamhet inte överensstämde med resterande delen av bolaget. Därmed fanns incitament för att genomföra en spin-off i syfte att ge utrymme för en mer verklighetsbaserad värdering samt tillåta respektive verksamhet att växa. Efter avknoppningen har börsvärdet för Addtech ökat med närmare 200 miljoner kronor och värderingsmultiplarna för bolaget är nu i nivå med konkurrenterna inom branschen.

Addtech är inte ensamma på marknaden om att ha genomfört strategiska omstruktureringar. Historiskt sett har några av Sveriges mest framgångsrika företag, såsom Husqvarna och Volvo, blommat ut från en avknoppning. Den grundläggande idén bakom denna omstrukturering är att “delarna är bättre än helheten” och att företagets fulla värde inte reflekteras i nuvarande konstellation, vilket skapar incitament för att genomföra en förändring. Genom en separation kan båda företagen fokusera på sina kärnkompetenser samt ha en självständig strategisk och

operationell inriktning. Förväntningarna inför en börsavknoppning är följaktligen att på sikt öka aktieägarvärde genom såväl transparens som effektivitets- och lönsamhetsförbättringar (Glevén, 2016).

I ”rena” spin-offs delas samtliga aktier i dotterbolaget ut till moderbolagets befintliga ägare, vilket resulterar i identisk ägarstruktur i såväl moderbolag som dotterbolag. I Sverige var det inte möjligt att göra så kallade ”rena” spin-offs förrän Lex ASEA reglerna infördes år 1991. Detta eftersom moderbolagets aktieägare tidigare var tvungna att skatta för inköpsrätten. Införandet av Lex ASEA har medfört att ägarna undkommer dessa tidigare beskattningseffekter. Reglerna möjliggör således en kostnadsfri tilldelning av dotterbolagets aktier, där det totala värdet överförs till aktieägarna (Skatteverket, 2005).

1.2 PROBLEMDISKUSSION

Spin-offs har kommit lite i skymundan jämfört med klassiska företagsförvärv och är i förhållande till dessa relativt ouppmärksammas på marknaden. Detta är något förundransvärt eftersom fenomenet har pekats ut som en av de få kvarvarande marknadsineffektiviteterna, då överavkastning har påvisats för såväl moderbolaget som dotterbolaget i en spin-off (Wiles & Woodridge 1993; Dorsey, 2005). Enligt den neoklassiska ekonomiska teorin är marknaden den mest effektiva prissättaren och en eventuell felvärdering kan förklaras med den osäkerhet som uppstår då ett företag inte tidigare varit noterat på marknaden. Felaktiga bedömningar av företagsvärdet uppstår till följd av rådande informationsasymmetri på marknaden (Loughran & Ritter, 1995). Den överavkastning som uppstår vid spin-offs är således motsägelsefull gentemot det generella antagandet om en effektiv marknad, som påstår att det är omöjligt att kontinuerligt slå marknadens avkastning (Williams, 2005).

Den anormala avkastningen som spin-offs har genererat i USA kan bekräftas genom både Bloombergs Spin-Off Index (BN SPIN) och Guggenheims Spin-Off ETF (CSD). Det förstnämnda indexet inkluderar enbart avspinnade företag och har överpresterat gentemot den amerikanska marknadsportföljen över flertalet tidsperioder, liksom Guggenheims fond (Cornell, 2015). Utanför USAs gränser är det däremot inte lika vanligt förekommande med spin-offs som omstruktureringsmetod, och den svenska marknaden saknar motsvarande bevakning av de spin-offs som genomförts. Majoriteten av de genomförda studierna kring spin-offs har även dessa genomförts i USA och således saknas information om hur tillämpbara de amerikanska studierna är på den svenska marknaden.

I dagsläget finns det därutöver få undersökningar som fokuserat på den långsiktiga aktieavkastningen efter genomförd spin-off. Främst har tidigare studier undersökt reaktionerna i moderbolagets aktiekurs efter tillkännagivandet om utförandet samt den initiala kursutvecklingen direkt efterföljande noteringen av dotterbolaget. Den långsiktiga utvecklingen av aktieavkastningen för dotterbolaget är inte lika frekvent uppmärksammas i tidigare studier, vilket skapar ett informationsgap.

Tidigare studier har ämnat undersöka vilka variabler som kan förklara överavkastningen och har bland annat uppmärksammat faktorer som lönsamhetsmätt, industritillhörighet och relativ storlek mellan moder-och dotterbolag (Brinck & Falk, 2005; Renneboog, 2006). Hittills har dock inget tydligt mönster identifierats. Exempelvis har det inte undersökts hur moderbolagets bakomliggande motiv till genomförandet av en spin-off skulle kunna påverka eventuell överavkastning på lång sikt. Ett vanligt förekommande motiv till att genomföra en spin-off är en uttryckt vilja att renodla respektive verksamhet, men även dolda motiv som interna konflikter eller en vilja att bli av med en olönsam avdelning kan ligga bakom. Således är motiven ofta mer komplexa än vid första anblick och skulle därför kunna påverka framtida avkastning.

1.3 PROBLEMFÖRMULERING / FRÅGESTÄLLNING

- ❖ Hur utvecklas aktieavkastningen för avknoppade bolag gentemot marknadsindex under de första två åren efter en spin-off på Stockholmsbörsen?
- ❖ Om spin-offs genererar anormal avkastning, kan i så fall förklarande variabler identifieras till denna?

1.4 SYFTE

Denna studie syftar till att utreda om spin-offs i Sverige genererar anormal avkastning gentemot marknadsindex från dagen de børsintroduceras och efterföljande två år. Vidare avser studien att identifiera förklarande variabler till eventuell anormal avkastning hänförlig till spin-offs.

1.5 AVGRÄNSNING

Denna studie avgränsas till noterade företag på den svenska aktiemarknaden där studien syftar till att undersöka svenska börsnoterade företag som tillkommit genom en spin-off. Endast de spin-offs som initialt noterats på Nasdaq OMX Stockholm och First North har undersökts. Studien avgränsar sig vidare till ett urval av spin-offs som skett under perioden 2000-01-01 till och med 2014-12-31, då dessa skett efter införandet av Lex ASEA. Denna avgränsning har gjorts för att kunna undersöka så kallade "rena" spin-offs. Studien ämnar till att enbart undersöka de börsavknoppade bolagens aktieavkastning, till stor del eftersom tidigare studier inom ämnet främst undersökt moderbolagets utveckling. Ytterligare motiv till att mäta det avknoppade bolagets aktieavkastning är att denna enhet alltid är fullständigt inblandad i spin-offen. Således kan följande aktieutveckling i större grad hänföras till spin-offens effekter. Moderbolaget knoppar endast av en del inom verksamheten, och lämnar resterande del orörd. Moderbolagets aktieutveckling kan således endast till viss del knytas an till händelsen spin-off.

1.6 MÅLGRUPP

Denna studie är riktad till studenter inom finans, samt företag och privatpersoner som vill öka sin kännedom inom området spin-off och dess avkastningseffekter. Målgruppen är vald utifrån ämnet på uppsatsen. En viss kunskap om finansiella marknader och termer förutsätts hos målgruppen för att kunna tillgodogöra sig de teorier och modeller som använts, samt bedöma studiens resultat på ett godtyckligt sätt. Denna studie ämnar att belysa det identifierade informationsgapet på den svenska aktiemarknaden samt tillgodose målgruppen med statistiskt säkerställda fakta kring spin-offs och dess generering av aktieägarvärde.

1.7 DISPOSITION

I *kapitel 1* introduceras ämnet och bakgrund till problemställningen presenteras för att väcka ett intresse. Vidare specificeras syftet med studien samt vilka avgränsningar som gjorts för arbetet.

I *kapitel 2* presenteras de teoretiska ramverket samt tidigare forskning som ligger till grund för studien. Detta för att ge läsaren en djupare inblick och förståelse för det valda området.

I *kapitel 3* presenteras den metod som använts i studien. Även kritiska diskussioner gällande validitet och granskning av källor återfinns. I detta kapitel presenteras dessutom urvalet av spin-offs samt de statistiska modeller som ligger till grund för den kvantitativa undersökningen.

I *kapitel 4* presenteras de kvantitativa resultat som erhållits enligt det urval och den metod som presenterats i tidigare kapitel.

I *kapitel 5* analyseras studiens kvantitativa resultat utifrån det teoretiska ramverket samt resultatet från tidigare forskning.

I *kapitel 6* presenteras slutsatsen samt reflektioner kring analysen där egna tankar och resonemang lyfts fram. Detta mynnar ut i förslag till vidare forskning.

2.0 TEORETISK REFERENSRAM

Detta kapitel ämnar att ge en djupare förståelse av problemområdet genom en presentation av ett teoretiskt ramverk samt tidigare studier

2.1 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN

Den effektiva marknadshypotesen förutsätter att alla aktier på marknaden är rätt prissatta, baserat på deras framtida kassaflöden och under förutsättning att all information är tillgänglig för investerare (Berk & DeMarzo, 2014). Enligt hypotesen är informationstillgång den enda faktor som påverkar prissättningen av en finansiell tillgång och marknaden är således informationseffektiv. Graden av informationseffektivitet avgörs av marknads förmåga att effektivt spegla den tillgängliga marknadsinformationen i tillgångars pris. Den grundar sig i ett antagande om att alla aktörer på marknaden agerar rationellt, får tillgång till information vid samma tidpunkt samt innehar kunskapen att analysera informationen korrekt (Arnold, 2005).

Den effektiva marknadshypotesen har dock kritiserats då den framförallt bygger på många antaganden och dessutom anses för generell för att kunna testas empiriskt. Hypotesen delades därför upp i tre olika former av marknadseffektivitet; svag, halvstark och stark, i syfte att avgöra vilken nivå av informationseffektivitet som den håller för (Fama, 1970; 1991).



Figur 2.1 - Marknadseffektivitet

Källa: Egen

Svag effektivitet innebär att priset på en aktie reflekterar all historisk information om aktiekurs samt avkastning. All tidigare information om aktien finns således inkorporerad i priset. Historiska kursrörelser kan därför inte användas för att förutspå framtida prisförändringar i aktiekursen (Williams, 2005). Prisförändringarna är därmed både oberoende och slumpmässiga i statistiska termer. (Fama, 1970; 1991).

Halvstark effektivitet innebär att aktiekursen, utöver att spegla historisk information, även anpassar sig snabbt till all publik tillgänglig information. Med sådan information menas vanligtvis företagsspecifik information i form av olika rapporter, information om nyemissioner och liknande. (Fama, 1970; 1991).

Stark effektivitet innebär att även insiderinformation avspeglas i priset på aktien och därmed har inte insiders någon möjlighet att göra vinst. Om marknaden är effektiv i starka form skapar alltså inte insiderinformation förutsättningar för ett bättre investeringsbeslut (Fama, 1970; 1991).

2.2 ASYMMETRISK INFORMATION

Asymmetrisk information är ett begrepp som beskriver en skillnad i informationsmängd mellan två parter. Om asymmetrisk information råder på aktiemarknaden måste den effektiva marknadshypotesen ifrågasättas då marknaden inte längre är informationseffektiv. Det räcker med en liten informationsimperfektion för att en marknad i jämvikt ska bli ett orimligt antagande (Grossman & Stiglitz, 1980).

Vid en börsintroduktion råder informationsasymmetri mellan företag och potentiella investerare. Ledningen i ett företag besitter omfattande kunskap om verksamheten och har tillgång till stora mängder information gällande interna processer, vilken expertis som finns samt dess ekonomiska potential. Potentiella investerare har däremot begränsad insyn i företaget och har därför svårare att göra en bedömning kring vad företaget är värt (Cohen & Dean, 2005).

Ökad transparens och minskad informationsasymmetri har ett starkt samband enligt teorin. Ett tillvägagångssätt för att öka transparensen är att genomföra en spin-off då det visat sig att informationsasymmetrin mellan företaget och marknaden minskar. Den ökade informationstillgången förbättrar företagets marknadsvärde då investerare har lättare att analysera respektive del (Krishnaswami & Subramaniam, 1999).

2.2.1 SIGNALTEORI

Informationsasymmetri på aktiemarknaden medför att investerare behöver förlita sig på olika typer av signaler från företaget för att kunna göra en likvärdig bedömning. Enligt signalteori kan marknaden, genom att tolka insiders beteende, få tillgång till samma mängd information som exempelvis ledningen (Leland & Pyle, 1977). Ett vanligt exempel på en signal är utdelning, som antingen kan vara kapital- eller aktiebaserad.

En höjning av ett företags utdelning kan signalera att företaget tror på framtida kassaflöden och vinster, och därmed har råd att dela ut en del av årets resultat. En höjd utdelning tolkas således ofta som positivt av investerare och därmed ökar värdet på företaget. Däremot kan en ökad utdelning även sända en negativ signal, om det tolkas som att ett företag inte har några andra investeringsmöjligheter och delar ut resultatet av den anledningen (Ross, 1979).

2.3 THE LAW OF ONE PRICE

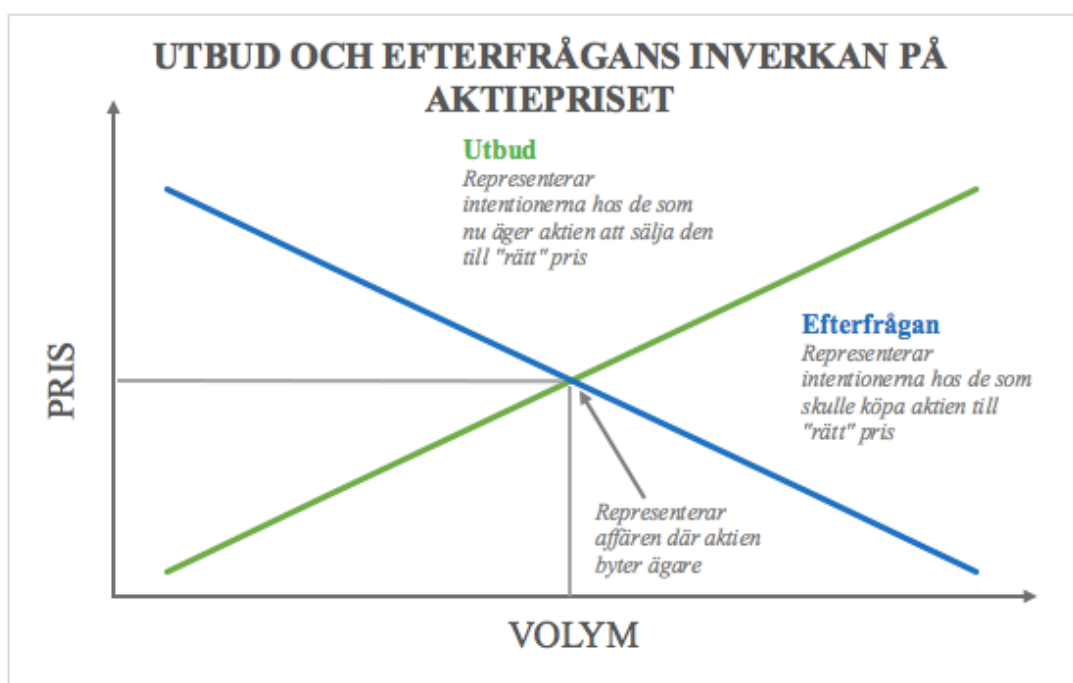
Enligt Berk och DeMarzo (2014) finns det många faktorer som påverkar priset på en aktie. De påstår att *“lagen om ett pris”* kan appliceras på prissättningen av en aktie. I enlighet med detta resonemang baseras aktiepriset på nuvärdet av alla framtida förväntade kassaflöden, utdelningar samt framtida försäljningspris som investerare kommer få ta del av.

2.4 MULTIFACTOR EXPLANATIONS OF ASSET PRICING ANOMALIES

Fama & French (1996) argumenterar också för att aktieavkastningen påverkas av fler faktorer än bara informationsmängden på marknaden. Faktorer såsom storleken på företaget, dess intäkter, kassaflöde, tillgångars marknadsvärde samt historisk försäljningsutveckling kan påverka priset på aktien. Eftersom dessa faktorer inte är inkorporerade i den effektiva marknadshypotesen kan de därför ses som avvikelser, eller så kallade anomalier (Fama & French, 1996).

2.5 UTBUD OCH EFTERFRÅGAN PÅ AKTIEMARKNADEN

Den grundläggande orsaken till föränderliga aktiekurser återfinns i teorin om utbud och efterfrågan. Utbudet representerar intentionerna hos de nuvarande aktieägarna att sälja sitt innehav till "rätt" pris. Att utbudet av aktier ökar innebär att fler aktieägare vill sälja sitt innehav, vilket driver ner aktiepriset. Efterfrågan förklarar i sin tur intentionerna hos de investerare som skulle vilja köpa aktien till "rätt" pris. En ökad efterfrågan innebär att fler investerare vill köpa aktien, vilket driver upp priset. Interceptet där utbud- och efterfrågakurvorna möts innefattar affären och transaktionen där aktien byter ägare (Evans, 2012).



Figur 2:2 - Utbud och efterfrågans inverkan på aktiepriset

Källa: Egen

Gemensamt för kortsiktig och långsiktig avkastning är att förväntningarna hos både nuvarande och potentiella investerare har stor inverkan på prissättningen. Positiva förväntningar inför framtiden ökar efterfrågan på aktien, vilket innebär en ökning i aktiepris. Åt motsatt håll sänker negativa förväntningar efterfrågan och resulterar i en lägre aktiekurs. Förväntningarna kan i vissa fall ha större betydelse än operationell lönsamhet vad gäller prissättningen av aktien. Ett företag som påvisar starka operationella resultat kan ha en negativ aktiekursutveckling, vilket innebär att de framtida förväntningarna på bolaget är negativa (Evans, 2012; Berk & DeMarzo, 2014).

KORTSIKTIG KURSUTVECKLING

Kortsiktig kursutveckling avser en period på mindre än ett år. Avkastningen för en individuell aktie är på kort sikt väldigt känslig för nyheter som på ett eller annat sätt skulle kunna ha inverkan på verksamheten. Nyheterna kan vara av företagsspecifik karaktär, beträffa aktuell bransch eller innefatta generella ekonominyheter. Positiva nyheter påverkar aktiekursen på så sätt att aktien anses mer attraktiv och efterfrågan på aktien ökar medan utbudet minskar då de nuvarande aktieägarna blir mindre benägna att sälja sitt innehav. Således ökar alltså priset på aktien vid positiva nyheter. Åt motsatt håll drivs aktiekursen ned vid negativa nyheter. Utbudet av aktier ökar då allt fler aktieägare vill sälja sitt innehav, och efterfrågan minskar eftersom aktien anses mindre attraktiv. Delårsresultat, rykten och tillfälliga ränteförändringar är ytterligare faktorer som kan påverka aktiekursen på kort sikt (Evans, 2012; Berk & DeMarzo, 2014).

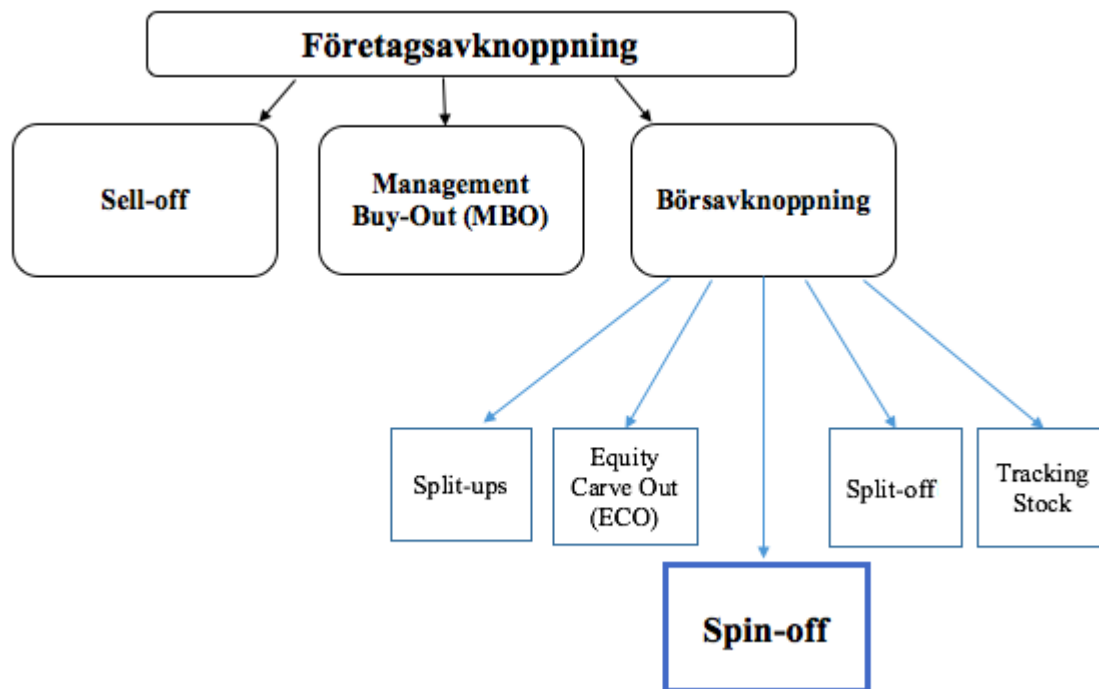
LÅNGSIKTIG KURSUTVECKLING

Långsiktig kursutveckling syftar på en tidsperiod som är längre än ett år. Aktiekursen påverkas på längre sikt av mer fundamentala och verklighetsbaserade orsaker som företagens vinstutveckling, utdelningar och den allmänna konjunkturen där även så kallade "bubblor" är medräknade. IT-bubblan vid millenniumskiftet är ett exempel på en sådan bubbla där aktiekurserna upparbetades under flera år, för att senare rasa kraftigt. Även skatter, räntor, samhällstrender och interna förändringar i företaget kan påverka aktiekursen (Evans, 2012; Berk & DeMarzo, 2014).

2.6 FORMER AV FÖRETAGSAVKNOPPNINGAR

En företagsavknoppning, eller fission, är en form av företagsomstrukturering. Det är ett svårdefinierat begrepp då det finns olika sätt att genomföra denna typ av omstrukturering. För att förtydliga begreppet fission menar Curt Scheutz (1988) att man kan dela upp tillvägagångssättet i tre huvudgrupper: Sell-offs, Management Buy-Outs och Börsavknoppningar. Men även varianter som Equity Carve Outs, Split-offs, Split-ups samt Tracking Stock existerar.

Beslutet att knoppa av en enhet är i huvudsak en två-stepsprocess där det första steget innebär att företaget beslutar att lämna en bransch eller produktlinje av ett eller flera skäl och det andra steget är att välja lämplig strategi (DePamphilis, 2010). Allt som oftast är syftet med företagsavknoppningen att renodla respektive verksamhet där spin-offs visat sig vara det mest lyckosamma tillvägagångssättet (Glevén, 2016).



Figur 2.3 - Former av företagsavknoppningar

Källa:Egen

2.6.1 SELL-OFF

Att genomföra en avyttring i form av en direkt försäljning, eller en så kallad sell-off, är den vanligaste formen av exit-strategi (PWC, 2012). En sell-off kan ses som ett omvänt företagsförvärv och innebär att ett företag säljer en del eller enhet av sitt bolag till ett annat företag eller en grupp av investerare. Detta innebär att ägandet överförs till nya aktörer och aktieägarna i det säljande moderbolaget förlorar således styrförmågan och länken till den del som har avknoppats (Scheutz, 1988). Att sälja av dotterbolaget är attraktivt ur moderbolagets synvinkel då det innebär att en omedelbar premium mottages från det uppköpande företaget eller gruppen av investerare (Teall, 2007).

2.6.2 MANAGEMENT BUY-OUT

Vid management buy-outs, MBOs, säljer moderbolaget en andel av dotterbolaget till en grupp investerare som inkluderar företagsledningen hos moderbolaget (Rubera & Tellis, 2013). Detta

kan innebära en tillfällig privatisering av den sålda delen och eventuellt en börsintroduktion längre fram i tiden (Scheutz, 1988).

2.6.3 BÖRSAVKNOPPNINGAR

SPLIT-UPS

Split-ups är en variant av en börsavknoppning och innebär att ett företag delar upp sin verksamhet i två eller flera delar. Dessa delar upphör sedan att finnas efter att dess aktier delats ut till ägarna (Scheutz, 1988).

SPLIT-OFF

En split-off är en transaktion där moderbolaget framför ett erbjudande till sina befintliga aktieägare om att byta en del av eller hela sitt innehav i moderbolaget till det nu självständiga dotterbolaget. Skillnaden gentemot en spin-off blir därför att ägarstrukturen är icke-proportionell gentemot moderbolaget. Vissa aktieägare kan ha aktier i båda företagen, medan andra enbart är ägare i ett av dem (PWC, 2012).

EQUITY CARVE-OUT

I en Equity Carve Out (ECO) säljer moderbolaget en andel i dotterbolaget, vanligtvis mindre än 20%. Således behåller ofta moderbolaget en andel av aktierna i spin-offen, även om det nu ses som en självständig enhet, varpå ECO:n kan beskrivas som en partiell spin-off. (Cornell, 2014; Teall, 2007).

TRACKING STOCK

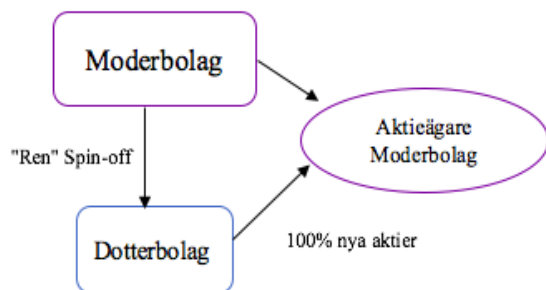
En form av finansiell transaktion, där moderbolaget ställer ut aktier som enbart speglar en del av bolagets prestation. Det vill säga att en enhet separeras från koncernens räkenskaper för att framställas som en egen enhet med urskilda resultat. Denna form av avknoppning är populär vid tillväxtsenheter då övriga koncernen uppvisar förluster. I detta fall behåller moderbolaget ett finansiellt och operativt inflytande i dotterbolaget, och erhåller i regel även en del av emissionslikviden vid försäljningen. (Scheutz, 1988)

SPIN-OFF

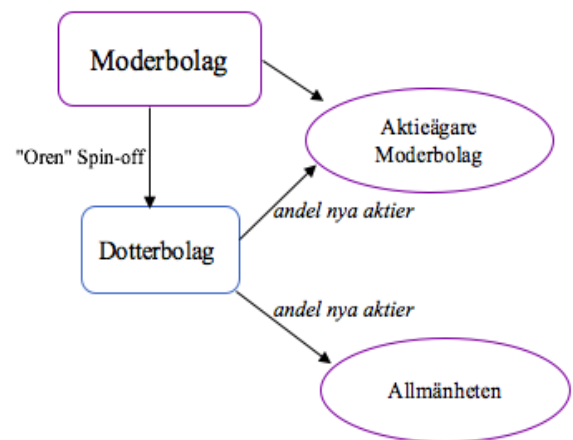
Spin-off är en börsavknoppning och innebär att den del eller enhet som knoppas av introduceras på börsen. Moderbolaget delar ut samtliga aktier i det avknoppade företaget till moderbolagets

aktieägare, en så kallad “ren” spin-off. Delas aktierna istället bara delvis ut till moderbolagets aktieägare och resterande säljs till allmänheten sägs spin-offen därför vara “oren” (Scheutz, 1988). En renodlad spin-off innebär således att ett självständigt dotterbolag skapas inom ett företag och sedan separeras genom en enskild börsnotering. Aktieägare inom moderbolaget, undgår omedelbar beskattning och beskattas först när eller om de väljer att sälja av sina andelar. Ur en aktieägarsynvinkel kan de nya aktierna i spin-offen därför ses som en form av extra utdelning. Efter genomförandet av spin-offen har aktieägarna således aktier i två olika bolag, men ägarstrukturen i respektive företag är identisk och med moderbolagets struktur innan spin-offen (Cornell, 2014).

"Ren" Spin-off



"Oren" Spin-off



Figur 2.4 - “Ren” och “oren” spin-off

Källa: Egen

Begreppet spin-off kommer vidare att användas synonymt med “avknoppning” och “börsavknoppning”. Innebörden av dessa kommer således att vara en ren spin-off, om inte annat anges.

2.7 LEX ASEA

Fram till år 1991 behöll de svenska moderbolagen i regel en majoritet av dotterbolagets aktier vid en spin-off (Scheutz, 1988). Detta då moderbolagets aktieägare tidigare beskattades för inköpsrätten. För att underlätta omstruktureringar inom aktiebolagssektorn och möjliggöra så kallade "rena" spin-offs i Sverige, införde man Lex ASEA reglerna som fick sitt namn i samband med delningen av företaget ASEA och reglerna finns numera i inkomstskattelagen (42 kap. 16-16 a §§ IL; Skatteverket, 2005).

Reglerna innebär att en koncerns verksamhet under vissa förutsättningar kan undvika omedelbara inkomstskatteeffekter vid uppdelning av bolaget då beskattning istället sker vid försäljning av aktierna. Detta sker genom att samtliga andelar i det avknoppade bolaget delas ut till moderbolagets aktieägare (Skatteverket, 2005).

De kriterier som behöver uppfyllas för att få genomföra en spin-off i Sverige enligt Lex ASEA är:

- ❖ Att moderbolaget är ett svenskt noterat bolag eller ett utländskt bolag under förutsättningen att bolaget hör hemma i en stat inom EES, eller i en stat som Sverige har ett avtalat ömsesidigt informationsutbyte med.
- ❖ För att förhindra riktade utdelningar till utvalda befintliga aktieägare, måste aktier delas ut i förhållande till innehavda aktier i moderbolaget.
- ❖ Det företag som knoppas av måste vara ett dotterbolag till det utdelande aktiebolaget.
- ❖ Moderbolagets aktier måste vara marknadsnoterade.
- ❖ Moderbolagets hela innehav i dotterbolaget måste delas ut.

Källa: Skatteverket, 2005

2.8 SPIN-OFF SOM UTDELNING

En utdelning kan antingen vara kapital eller aktiebaserad. Ett företag kan således välja att dela ut kapital till aktieägarna i relation till deras respektive aktieinnehav. Detta kapital är vanligtvis en andel av föregående års vinst (Berk & DeMarzo, 2014). Alternativt kan en utdelning bestå av aktier i exempelvis ett dotterbolag, i enlighet med Lex ASEA.

Enligt Berk och DeMarzo (2014) är fördelen med en utdelning av en spin-off i jämförelse med en vanlig utdelning:

1. Att transaktionskostnaderna som är associerade med en kapitalbaserad utdelning undviks
2. Att utdelningen inte beskattas till skillnad från en kapitalbaserad utdelning

2.9 MOTIV TILL BÖRSÄVKNOPPNINGAR

2.9.1 STRUKTURELLA OCH STRATEGISKA MOTIV

Beslutet av exit-strategi påverkas starkt av moderbolagens behov av likvida medel, graden av samverkan mellan den verksamhet som ska avyttras eller avknoppas och moderbolagets övriga enheter. Moderbolag som är i behov av kapital i form av likvida medel är mer benägna att välja en Equity Carve-out eller annan typ av avyttring för verksamheter som uppvisar ett högt försäljningsvärde i förhållande till dess synergivärde. Dessa strategier tenderar att generera ett kapitalflöde till företaget till skillnad från en spin-off, medan spin-offs kan skapa större aktieägarvärde. Således är moderbolag som inte har tillförandet av kapital som främsta strategi, mer benägna att välja spin-offs som strategi (DePamphilis, 2010).

Dessa motiv förklarar avknoppning som en strukturell metod för att renodla respektive kärnverksamhet samt processer. Med detta menas att tillväxten hämmas för såväl moder- samt dotterbolag ur flera aspekter och därför inte ger utrymme för den specialisering som önskas. Företag bör således kontinuerligt utvärdera sin bolagsportfölj för att kunna tillgodogöra synergieffekterna inom respektive avdelningar fullt ut. Då nuvarande dotterbolag uppnått en sådan mognadsgrad att denna anses kunna bedriva verksamheten vidare på egen hand kan synergier därmed hämmas inom konstellationen, vilket utgör ett fullgott motiv för att genomföra en spin-off (Scheutz, 1988; Pearson, 1998).

2.9.2 LÖNSAMHETSMOTIV

Ytterligare ett motiv för att genomföra en avknoppning är att öka den operativa lönsamheten inom respektive företag (Scheutz, 1988). Detta lönsamhetsmotiv kan även ha sin grund i att kärnverksamheten i moderbolaget är lönsam, men en avdelning eller dotterbolag drar ner resultatet. Genom separation ges ledningen möjlighet att fokusera på den individuella lönsamhetsutvecklingen istället (Mayer, 2005).

2.9.3 OPTIMERING AV KAPITALSTRUKTUR OCH ÖKAD TILLGÅNG PÅ KAPITAL

Bedrivandet av verksamhet inom samma företag innebär att de tvingas ha samma kapitalstruktur oavsett det egentliga kapitalkravet, vilket delvis kan hämma den operativa verksamheten. Genom avknoppning tillåts respektive företag att tillämpa optimal kapitalstruktur (Pearson, 1998). För att exemplifiera detta kan inledningens exempel med Addtech och Addlife tillämpas. Addlife, vars verksamhet till stor del består av forskning och utveckling, bär innan avknoppning stor andel av det gemensamma företagets skulder. Efter transaktionen fick Addtech därför starkare balansräkning, vilket gav utrymme för ytterligare förvärvsmöjligheter och fortsatt tillväxt (Glevén, 2014). I samband med notering av dotterbolaget ökar dessutom kapitalanskaffningsmöjligheterna för det nya företaget. Det är lättare för dotterbolaget som självständig enhet att anskaffa nytt kapital efter separationen ur flera aspekter. Detta eftersom alternativet att genomföra självständiga emissioner på marknaden då möjliggjorts (Scheutz, 1988).

2.9.4 ÖKADE INCITAMENT FÖR LEDNING OCH ANSTÄLLDA

Effektivisering av kapitalbaserad ersättning till anställda och ledning tillåts inom dotterbolagen då separationen medför att de anställda blir direkt kopplade till utfallet för företaget och man kan därför argumentera för att incitamenten att prestera ökar. Den nya ledningen i det avspinnade företaget har dessutom ofta representanter som tidigare arbetat för moderbolaget för att ta tillvara

på de nya företagsspecifika möjligheterna (Cornell, 2014). Det kan vidare vara lättare att rekrytera chefer och beslutsfattare till ett noterat bolag, då ett sådant kan bedriva friare personal- och lönepolitik än om det är hårt knutet till ett moderbolags policy (Scheutz, 1988). Dessutom har ledningen möjlighet att själva äga aktier i dotterbolaget och aktiebaserade incitamentsprogram kan tillämpas för att motivera dessa (Macdonald, 2009).

2.9.5 RÄTTVISARE MARKNADSVÄRDERING OCH ÖKAD TRANSPARENS

Ytterligare motiv till att genomföra en spin-off, menar Pearson (1998), är misstron att marknadens värdering av nuvarande konstellation inte speglar verkligheten. Avknoppningen ger företagen en tydligare investeringsidentitet där renodlandet av respektive företag ger en mer transparent, målinriktad och attraktiv framställning för investerare som har fokus på en viss sektor. De individuella värderingarna av företagen kan därmed antas höjas vid separation av dem (Cornell, 2014). På så sätt skapas aktieägarvärde då den ökade transparensen gör det möjligt att fatta bättre investeringsbeslut för dess respektive portfölj (DePamphilis, 2010).

2.10 POTENTIELLA SVÅRIGHETER MED BÖRSAVKNOPPNINGAR

2.10.1 RELATIONEN MELLAN MODERBOLAG OCH DOTTERBOLAG

Det initiala problemet är att definiera en avgränsning mellan moder- och det nya dotterbolaget. Då moder- och dotterbolag har betydande relationer till varandra kommer denna uppdelning bli mer tids- och resurskrävande (Ostling & Lipton, 2016). Då omstruktureringen väl genomförts, kan transaktionen inte heller tas tillbaka och företaget kan likväl bli uppköpt av en annan aktör på marknaden (L.E.K, u.å.).

I samband med en spin-off måste det därmed upprättas en noggrann resursallokering där det redogörs för både hur humankapital, rättigheter och finansiellt kapital ska fördelas mellan bolagen. Tidigare synergier mellan bolagen kan förloras samt att kannibalism mellan enheterna kan uppstå om dessa verkar inom samma bransch. Andra konsekvenser kan innebära att anställda lämnar, produktiviteten blir lidande och att kunder inte kan förnya kontrakt förrän det nya företaget är känt (Ostling & Lipton, 2016).

Höga transaktionskostnader kan uppstå i samband med genomförandet då det nya bolaget ofta behöver inbringa kapital, och även avyttringsprocessen kan försämra värdet på det nya företaget om den är långdragen. Dessutom medför börsnoteringen striktare regler om löpande rapportering, publika aktieägarrelationer samt upprätthållandet av interna kontroller (OneSteel, u.å; L.E.K, u.å.).

2.11 TIDIGARE FORSKNING

Studier inom spin-offs är till övervägande del fokuserad på den amerikanska marknaden, där rena spin-offs alltid varit möjligt. Eftersom "rena" spin-offs möjliggjordes i Sverige först efter att Lex ASEA-reglerna infördes är antalet tidigare studier inom ämnet relativt få. (Daneshvar Minabi et al, 2005).

*“FÖRETAGSFISSIONER: Avknoppningar till Stockholms Fondbörs och OTC-marknaden
- En empirisk undersökning av motiv och konsekvenser”*

*Curt Scheutz (1988)
Sverige*

Curt Scheutz (1988) gjorde en empirisk studie i två delar av företagsavknoppningar i Sverige, där fokus låg på tidsperioden från tillkännagivandet av avknoppningen och de efterföljande 18 månaderna. Den första delstudien var en fallstudie där Scheutz enskilt studerade åtta stycken företagsavknoppningar och sedan applicerade resultatet på en tidigare studie om genomsnittlig överavkastning. En statistiskt signifikant anormal avkastning observerades, men studien visade även att en betydande del av avknoppningarna påvisade negativ anormal avkastning. Scheutz kunde därför inte dra någon slutsats om att avknoppningar nödvändigtvis behövde resultera i positiv avkastning.

Den andra delstudien var en kvantitativ studie där Scheutz undersökte alla spin-offs gjorda på OTC-marknaden och Stockholmsbörsen mellan år 1983-1984. Scheutz fann att de uttalade motiven för avknoppningar var av både finansiell och operationell karaktär, men även att externa faktorer som exempelvis investerares intressen kunde ha en inverkan. Emellertid tenderade de spin-offs som genomförts i syfte att öka effektiviteten att generera mest överavkastning, medan omfördelning av värden från långgivare till aktieägare samt skatteeffekter endast i liten grad kunde påverka överavkastningen. Scheutz fann även att spin-offs ökade incitamenten för ledningen och

anställda, eftersom att de efter transaktionen fick en närmare sammankoppling med företaget och dessutom kunde äga aktier i företaget.

“RESTRUCTURING THROUGH SPIN-OFFS: *The stock market evidence*”

Patrick J. Cusatis, James A. Miles & Randall Woolridge (1993)

USA

Professorerna Patrick Cusatis, James Miles och Randall Woolridge genomförde en undersökning gällande värdeskapande effekter genom att titta på 146 spin-offs mellan åren 1965-1988. De undersökte detta genom att mäta aktieavkastningen på såväl dotterbolag som moderbolag samt en kombination av dessa där moderbolag samt dotterbolags aktieavkastning vägts samman, för perioder från 10 dagar upp till tre år efter avknoppning. Den kortsiktiga aktieavkastningen mättes i intervall för upp till 40 handelsdagar och de fann att avkastningen inte var signifikant avskild från 0 %, eftersom att majoriteten påvisade negativ avkastning under perioden.

Den långsiktiga medelavkastningen uppmättes under de olika perioderna till:

| <i>Period</i> | <i>Avkastning</i> | <i>Sign.nivå</i> |
|---------------|-------------------|------------------|
| 1-12 mån | 4,50% | - |
| 1-24 mån | 25,00% | 5% |
| 1-36 mån | 33,60% | 5% |

Figur 2:5 - Sammanställning av Cusatis et als studies resultat

Källa:Egen

Handelsår 2, månad 13-24, utmärkte sig mest gällande en anormalt positiv avkastning. Studien tyder på att spin-offs erbjuder investerare överlägsen långsiktig avkastning där även moderbolaget har positiv anormal avkastning över mätperioden.

Studien fann att både spin-offs och moderbolag frekvent engagerat sig i nya företagsförvärv efter avknoppning. Dessutom fann de att den anormala prestationen till stor del kunde hänföras till de företag som var inblandade i förvärvsaktiviteter inom 3 år efter omstruktureringen. Vid rensning av urvalet för förvärvande företag fann studien att avkastningen alltså var positiv, men inte längre signifikant, vilket tyder på att det initiala resultatet påverkades av denna vanligt förekommande förvärvsaktivitet. Resultatet tyder även på att spin-offs är en prisvärd metod för att överföra kontrollen över företaget till aktieägare i och med att utdelningen är obeskattad.

Dessutom skapar transaktionen värde för investerare i och med att dess inflytande över det nya företaget ökar (Cusatis, et al, 1993).

“INFORMATION ASYMMETRY, VALUATION AND THE CORPORATE SPIN-OFF DECISION”

Sudha Krishnaswami & Venkat Subramaniam (1999)

USA

I studien analyserades hypotesen om en företagsseparation ger upphov till positiv aktieavkastning. Detta eftersom spin-offs enligt teori mildrar informationsasymmetrin mellan investerare och företaget. Genom att använda marknadsmodellen för att estimerar ett förväntat värde analyserades en 155-dagars period som slutade 45 dagar innan tillkännagivandet. Därefter mättes den anormala avkastningen för 118 företag som genomförde en spin-off mellan åren 1979 och 1993. Resultatet blev en anormal positiv aktieavkastning på 3.15% som var signifikant på en 1% signifikansnivå. Forskarna kunde genom studien bekräfta att undersökta spin-offs reducerade informationsasymmetrin gällande kassaflöden och operationell effektivitet på divisionsnivå i företaget. Företag som var undervärderade på grund av informationsasymmetri fick en förbättrad position på marknaden efter spin-off eftersom dessa företag hade en högre grad informationsasymmetri innan uppdelning skett.

De fann även att företag med högre tillväxtpotential och företag med ett behov av externt kapital var mer benägna att genomföra spin-offs och även tenderade att anskaffa mer kapital efter omstruktureringen. Detta stärker tesen om att företag försöker reducera graden av informationsasymmetri innan de introducerar sig för den finansiella marknaden som innehar kapital (Krishnaswami & Subramaniam, 1999).

“PREDICTABILITY OF LONG-TERM SPINOFF RETURNS”

John J. McConnell & Alexei V. Ovtchinnikov (2004)

USA

Denna studie baserades på ett omfattande urval av spin-offs och sträckte sig över 36 år, då 311 spin-offs genomfördes mellan 1965-2000. Prestationen för både moderbolag samt dotterbolag

mättes upp till 36 månader efter genomförd spin-off enligt cumulative average abnormal return och de fann att den bästa investeringsstrategin är att behålla aktien i spin-offen i 21 månader. Andra studier argumenterar för att spin-offs inte är lönsamma att äga under deras första period på börsen. Detta eftersom investerare ofta balanserar sina portföljer efter spin-offs och institutioner såväl som indexfonder säljer av aktier med andra egenskaper än ursprunglig investering. McConnell och Ovtchinnikov visar däremot på motsatsen, då deras resultat visar att spin-offs är lönsamma redan första handelsåret.

| <i>Period</i> | <i>Index</i> | | <i>Matched firms</i> | |
|---------------|--------------|-------------------|----------------------|------------------|
| | <i>CAAR</i> | <i>Sign. nivå</i> | <i>CAAR</i> | <i>Sign.nivå</i> |
| 1-12 mån | 19,40% | 0,10% | 16,80% | 0,10% |
| 1-24 mån | 24,37% | 1,20% | 24,55% | 0,90% |
| 1-36 mån | 26,32% | 0,10% | 20,75% | 3,20% |

Figur 2:6 - Sammanställning av McConnell et als studies resultat

Källa: Egen

“EN JÄMFÖRELSE AV SVENSK SPIN-OFF OCH EQUITY CARVE-OUT FÖRETAG: ur ett aktieägarperspektiv”

Reza Daneshvar Minabi, Christian Jonasson & Sofia Nordin (2005)

Sverige

En svensk uppsats från Handelshögskolan i Göteborg har ur ett aktieägarperspektiv studerat och jämfört två metoder för att genomföra företagsavknoppningar, Equity Carve-outs och Spin-offs. Författarna valde att avgränsa studien genom att bara undersöka de avknoppade dotterbolagen. Urvalsgruppen var 73 företag som mellan åren 1991 till 2001 genomfört någon av dessa aktiviteter på Stockholmsbörsen. Studien var av kvantitativ karaktär och genom statistiska beräkningar testades hypoteser som ställts mot tidigare forskning samt teori. Författarna kunde genom resultatet dra slutsatsen om att ett avspinnat företag påvisade en högre avkastning än företag som blivit avknoppade genom en Equity Carve-out på 12, 24 samt 36 månader efter spin-off. De kunde även konstatera att en av orsakerna till differensen i prestation hade att göra med det faktum att vid spin-offs får det avknoppade bolaget sin egen styrelse samt företagsledning, till skillnad från vid Equity Carve-outs (Daneshvar Minabi, Jonasson & Nordin, 2005).

ÖVRIGA STUDIER

En studie av Lehman Brothers på den amerikanska börsen mellan åren 2000-2005 fann att de avknoppade enheterna slog marknadsindex med i genomsnitt 45 % under de första två åren, medan moderbolagen slog marknaden med 40 %. Denna studie påvisar att både moderbolag och dotterbolag i en spin-off är bra långsiktiga investeringar. JPMorgan genomförde i sin tur en studie under åren 1985-1995 och kom fram till att överavkastningen för dotterbolag och moderbolag var 20 % respektive 5 % under de första 18 månaderna. Den avspinnade enheten presterade således bättre än moderbolaget och motiverades därför som den mest köpvärda aktien. Det uppmärksammades även att spin-offs ofta har en aktiekurssvacka direkt efter notering, något som kompenseras med stark kursutveckling efterföljande år. Denna aktiekurssvacka kan härledas till de institutionella investerare som saknar intresse för den avspinnade enheten då den ofta har ett lägre marknadsvärde än moderbolaget. Även existerande aktieägare, likt de institutionella, är ofta primärt intresserade av sin ursprungliga aktieinvestering, och inte av den avyttrade enheten. Således kan en spin-off leda till ett stort utflöde av aktier i det nya bolaget (Macdonald, 2009).

Finansanalytikern Dorsey (2005), skrev en artikel om spin-offs där han bland annat följde upp sju genomförda spin-offs och fann att dessa hade en genomsnittlig överavkastning på strax under 20 %, jämfört med de 8 % som S&P 500 genererade. Vidare diskuterade han kring varför spin-offs tenderar att prestera så bra, och menar att felvärdering av spin-offs är ett återkommande tema. Denna felvärdering beror enligt Dorsey (2005) på ett flertal faktorer som har med prissättningen att göra.

Bland annat uppmärksammas spin-offs inte i samma grad som andra börsintroduktioner. Nyhetsbevakningen kring spin-offs är enligt artikeln lägre, då innehavet delas ut till befintliga aktieägare och värderingen sätts av moderbolaget. Dessutom tar det ett tag för marknaden att börja följa upp spin-offs och det är färre analytiker som bevakar spin-offen. Detta leder till att färre investerare är villiga att köpa aktier i dessa bolag. Vidare menar Dorsey att de befintliga ägarna snabbt vill sälja av sina aktier i de avspinnade bolagen efter att ha blivit tilldelade innehavet. Detta då ägarna ofta har mindre kunskap om det avspinnade bolagets verksamhet och inte vill lägga ner tid på att skapa sig en uppfattning om det nya bolaget (Dorsey, 2005).

SAMMANSTÄLLNING

| Författare | År, publikation | Rubrik | Innehåll | Metod | Resultat |
|---|--|--|---|--|--|
| Scheutz | 1988, <i>Bolagsekonomiska Institutionen, Stockholms Universitet</i> | <i>"Företagsfissioner: avknoppningar till Stockholms fondbörs och OTC-marknaden: En empirisk undersökning av motiv och konsekvenser"</i> | Studie i Sverige mellan år 1983-1984 på 13 avknoppningar till börsen samt 10 avknoppningar till OTC-marknaden | Enligt marknadsmodellen beräknades AR och CAR gentemot marknadsindex | Fann att motiven till avknoppningar i regel är operativa eller finansiella. Genomsnittlig överavkastning för börsavknoppningar på 34% |
| Cusatis, Miles & Woolridge | 1993, <i>Journal of Financial Economics</i> | <i>"Restructuring through spinoffs: The Stock Market Evidence"</i> | Studie i USA mellan år 1965-1988 på 146 dotterbolag, 141 moderbolag samt kombinationen av båda | Aktieavkastningen mättes för en period upp till tre år efter spin-off genomförts | Kortsiktig avkastning, upp till 40 dagar efter, är övervägande negativ medan den långsiktiga avkastningen är signifikant överpresterande på en 5 %-ig nivå |
| Krishnaswami & Subramaniam | 1999, <i>Journal of Financial Economics</i> | <i>"Information asymmetry, valuation and the corporate spin-off decision"</i> | Studie i USA mellan år 1978-1993 på 118 företag för "the announcement-effect" på moderbolaget | Marknadsmodellen under en 155 dagars-period, 45 dagar innan tillkännagivande av spin-off | Vid signifikansnivå på 1% påvisades det en onormal avkastning på 3.15% inom eventfönstret |
| McConnell & Ovtchinnikov | 2004, <i>Purdue University</i> | <i>"Predictability of long-term spin-off returns"</i> | Studie i USA mellan år 1965-2000 för långsiktig avkastning för 311 spin-offs | CAAR gentemot marknadsindex och matched firms på 12, 24 och 36 månader | Signifikant överavkastning under alla tidsperioder |
| Daneshvar Minabi, Jonasson & Nordin | 2005, <i>Magister samt kandidatuppsats vid Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet</i> | <i>"En jämförelse av Svenska Spin-off och Equity Carve-out företag- ur ett aktieägarperspektiv"</i> | Studie i Sverige mellan år 1991-2001 på 73 företag där aktieägaravkastningen mellan equity carve-outs och spin-offs jämförs | Historisk aktiedata testades genom t-tester av CAR över en 10 års period | Spin-off företagen ger högre avkastning än equity carve outs över 12, 24 samt 36 månader efter fission genomförts |
| Holmgren, Jängnemyr, Länninge och Vallin | 2016, <i>Kandidatuppsats vid Ekonomihögskolan Lunds Universitet</i> | <i>"The good break-up? - En kandidatuppsats om spin-offs prestation i förhållande till index"</i> | Studie i Sverige mellan år 2000-2014 på 33 spin-offs för långsiktig avkastning hos dotterbolaget | CAR på 6, 12, 18 och 24 mån gentemot marknadsindex OMXSPI | <i>Se kapitel 4</i> |

Figur 2:7 - Sammanställning av studier

Källa:Egen

En klar majoritet av de tidigare studierna visar på en förbättrad prestation gentemot index efter avknoppning. Att notera är att studien gjord av Scheutz (1988) har funnit att aktieavkastningen har lika stor sannolikhet att prestera sämre. Studierna som gjort jämförelser mellan spin-offs och andra former av avknoppningar har funnit att spin-offs är den mest lönsamma formen av avknoppning.

2.12 FÖRKLARANDE VARIABLER

MOTIV

I en studie gjord av Liedgren et al (2008) framkom att de mest förekommande motiven för svenska företag att genomföra spin-offs var att öka fokus på kärnkompetenser, utnyttja tillväxtpotentialer för enheten samt en vilja att få direkt tillgång till kapitalmarknaden. Även Ho och Eriksson (2006) undersökte dessa motiv på kort sikt och fann att fokusering var den vanligaste anledningen till avknoppning. Dessutom nämndes flexibilitet för aktieägarna, eliminering av negativa synergier, ny strategi eller för att underlätta uppköp som ytterligare motiv. Den första studien undersökte vilket motiv som var mest vanligt förekommande, medan den senare undersökte relationen mellan motiv och kortsiktig avkastning, 6 dagar efter notering. Studien fann att det förekom en mycket liten skillnad i avkastning mellan motiven och att dessa således inte haft någon större inverkan på resultat. Efter en djupare analys av utvalda företag fann Ho & Eriksson (2006) att företaget med i särklass högst avkastning haft motiven tillväxt och tillgång till kapitalmarknaden.

BÖRSLISTA

Både OMX och First North tillhör samt ägs av Nasdaq och ingår i jämförelseindexet OMXSPI. First North är Nasdaqs europeiska tillväxtmarknad som är anpassad för mindre och växande bolag samt har ett mindre omfattande regelverk än Nasdaq OMX (Nasdaq OMX Nordic, u.å.). Dock har Sverige generellt sett höga krav på både transparens och verifierbar historia. Till exempel ställer aktiebolagslagen och andra lagar vissa minimikrav på aktiebolag i Sverige oavsett om de är noterade eller inte (Sveriges Riksdag, 2005).

Vidare kan vissa institutionella ägare, som exempelvis pensionsfonder, dessutom ha en kravbild på sina innehav. I en spin-off kan det vara så att moderbolaget vid transaktionstillfället uppfyller dessa krav, men att kravbilderna inte är applicerbara på dotterbolaget. Eftersom aktierna i spin-offen delas ut till samtliga aktieägare i moderbolaget kan alltså de institutionella ägarna tvingas, alternativt välja, att sälja av sitt innehav i dotterbolaget i en spin-off (Celik & Isaksson, 2014).

Ho och Eriksson (2006) undersökte också huruvida val av noteringslista påverkade spin-offs aktiekursutveckling på kort sikt och fann en betydligt högre avkastning för de företag som noterades på Nya Marknaden (idag First North). Dock var deras urval relativt snedvridet, och innehöll endast ett fåtal företag som noterades på OMX. Dessutom var avkastningen på First

North mycket spridd, till skillnad från på OMX, där avkastningen höll sig inom ett mer centrerat intervall för de undersökta bolagen.

INDUSTRITILLHÖRIGHET

I studien genomförd av Brinck & Falk (2009) undersöktes huruvida industritillhörighet påverkar avkastningen. Industritillhörigheten analyserades för att reda ut om aktieavkastningen påverkades av huruvida moder- och dotterbolag verkade inom samma eller skilda branscher efter genomförandet av en spin-off. Detta formulerades i en variabel gällande om spin-offen var genomförd inom-industri eller industri-överskridande. Analysen kring industritillhörighet resulterade i fynd där samma industritillhörighet för moder- samt dotterbolag genererade en signifikant högre avkastning än de spin-offs som genomfördes i bolag med olika industritillhörighet.

BETAVÄRDE

I tidigare studier har dotterbolaget haft en högre uppmätt volatilitet än moderbolaget, till följd av bland annat ett lägre marknadsvärde och finansiell kapacitet. Denna höga volatilitet implicerar att dotterbolagen i en spin-off är en mer riskfylld investering. Detta innebär enligt Macdonald (2009) att spin-offs är en lönsam investering då marknaden går bra, men mindre lönsam då marknaden går nedåt.

RELATIV STORLEK

En studie från Harvard fann att institutionella försäljningar efter en spin-off var starkt beroende av den relativa storleken mellan moderbolag och dotterbolag. Utdelade aktier i ett förhållandevis litet dotterbolag visade sig vara mindre attraktiva att behålla. Detta exemplifierades i det faktum att många institutionella investerare valde att sälja av dessa aktier efter genomförd spin-off (Greenwood, 2006). Då relativ storlek användes som en förklarande variabel av Renneboog (2006), påvisades att en större relativ storlek genererade högre värde. Hans resultat var signifikant för förstadagsavkastningen men inte över en period på 1 eller 2 år.

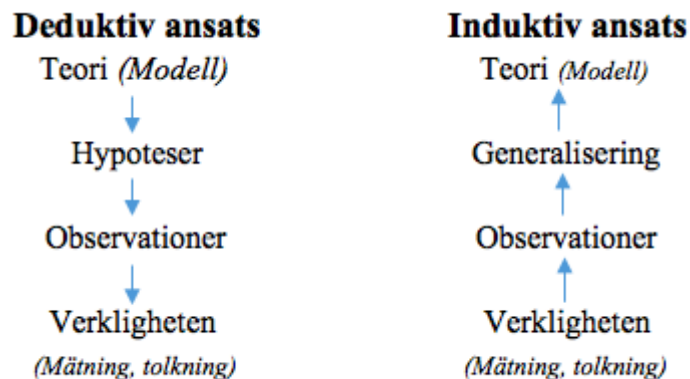
3.0 METOD

Detta kapitel ämnar beskriva den ansats och forskningsmetod som använts i studien. Olika beräkningar presenteras och diskussion förs kring studiens validitet och reliabilitet.

3.1 VETENSKAPLIG UTGÅNGSPUNKT OCH TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

3.1.1 DEDUKTIV OCH INDUKTIV ANSATS

I vetenskapliga ansatser kan samband fastställas och frågeställningar besvaras genom en induktiv eller deduktiv slutledningsmetod. En deduktiv ansats använder teorins grundstenar för att, genom logiska förutsägelser samt empiriska undersökningar, stärka tilliten till det teoretiska ramverket. Denna ansats ställer krav på förståelse av den teori som ligger till grund för den empiriska inhämtningen (Lundahl & Skärvad, 1999). Bryman och Bell (2011) menar att en induktiv ansats ofta förknippas med ett kvalitativt synsätt när det kommer till koppling mellan teori och data, medan en deduktiv ansats ofta förknippas med ett kvantitativt angreppssätt. En induktiv ansats ger därmed en omvänd metodologisk process.



Figur 3.1 - Deduktiv respektive induktiv ansats

Källa: Wiedersheim et al, 1991

Denna studies deduktiva ansats grundar sig i tidigare studier som härlett ett samband mellan spin-offs samt den efterföljande påverkan på aktieavkastningen (Hörte, 2010; Bryman & Bell, 2011). Då studien utgår ifrån att händelsen har en effekt på resultatet, ställs hypotesen huruvida spin-offs har en signifikant inverkan på överavkastning. Denna studie innehåller även inslag som inte är

renodlat deduktiva då det finns få teorier kring förklarande variabler för överavkastningen. Således har valet av de förklarande variablerna baserats både på teoretiska grunder samt logiska antaganden. Dock motsvarar dessa inslag en förhållandevis liten del, varför studien ändå anses använda sig av en deduktiv ansats.

3.1.2 VAL AV METOD

Enligt Bryman och Bell (2011) kan en studie vara konstruerad på två sätt; antingen som en kvalitativ eller kvantitativ studie. En kvantitativ studie genomförs med en deduktiv ansats och beprövar en teori med ett naturvetenskapligt förfarande i syfte att mäta och generalisera problemområdet. En kvalitativ studie ska vara replikerbar och har som syfte att skapa en djupare förståelse inom det undersökta problemområdet genom skapande av ny teori utifrån logiska antaganden.

Då studien har en deduktiv ansats har en kvantitativ metod valts för att klargöra om spin-offs genererar en anormal aktieägaravkastning i relation till index, samt identifiera förklarande variabler. Detta tillvägagångssätt har valts då studiens slutsats baseras på den empiriska analysen, som i sin tur kan hänföras till det teoriramverk som valts ut för att stödja denna studie.

3.2 SEKUNDÄRDATA

Litteraturgenomgången har inletts med en grundlig undersökning av tidigare studier för att etablera kunskap om området spin-offs samt identifiera ett kunskapsgap. De tidigare studierna har inhämtats från finansiella journaler via Lunds Universitets elektroniska bibliotek, LUBsearch, samt Google Scholar där sökord som spin-off(s), corporate restructure och divestiture(s) använts. För att fånga upp de svenska studier som genomförts inom området har www.uppsatser.se använts som sökmotor där sökorden varit spin-off(s) avknoppning(ar), särnotering(ar), fission(er).

Övrig sekundärdata som använts i denna studie har inhämtats från böcker, elektroniska tidskrifter samt andra skriftliga källor. Sekundärdata från böcker och finansiella tidskrifter har använts för de teorier som inhämtats för att skapa ett ramverk för studien (Lundahl & Skärvad, 1999).

3.2.1 DATAINSAMLING

Vid en kvantitativ studie måste datainsamlingen ske utifrån de kriterier som studien avgränsats till. Då studiens underlag utgörs av svenska börsnoterade företag ska historisk aktieavkastning samt spin-off relaterad information för företagen inhämtas. För att samla in denna data har olika databaser använts. Endast välkända databaser, vilka anses pålitliga, har använts för att säkerställa korrekt data samt minimera risken för felmätning. Ytterligare data är inhämtad från sekundärkällor, framförallt från andra institutioners och organisationers hemsidor. De prospekt som använts för underlag till studien har inhämtats från skatteverket eller respektive företags publika information.

THOMSON REUTERS DATASTREAM

Datastream har använts vid insamling av samtliga spin-offs historiska dagliga aktiekurser för mätperioden, det vill säga upp till två år efter börsnotering. Att använda de dagliga aktiekurserna ökar styrkan i de statistiska testen samt möjliggör beräkning av löpande skillnader mellan marknadsindex samt tillgångens aktiekurs. Även den finansiella informationen för företagen har hämtats från Datastream.

THOMSON REUTERS EIKON

Eikon har använts för att hämta data för jämförelsegrupper. Eikon har även använts för att jämföra grafer gällande index och aktiekurs, främst för att säkerhetsställa att utfallet av den dataanalys som genomförts är rimligt. Även beräkningar som gjorts i studien har jämförts med grafer i Eikon.

CAPITAL IQ

Capital IQ är en databas som har använts för att identifiera genomförda börsavknoppningar, där sökordet "demergers" använts. Dock är endast en del av urvalet hänförlig till denna databas. Urvalsprocessen presenteras mer ingående i avsnitt 3.3.2

3.3 SPIN-OFFS ANORMALA AVKASTNING

3.3.1 EVENTSTUDIE

MacKinlay (1997) beskriver processen för att avgöra en händelses påverkan på ett företags avkastning genom sju steg. För att avgöra den efterföljande påverkan måste händelsen isoleras från den förväntade avkastningen, vilket sker genom en eventstudie som följer nedanstående process:

1. *Definition av händelse samt estimering av eventfönster*
2. *Urval av data*
3. *Modell för att estimerar den normala avkastningen*
4. *Beräkna samt aggregera den anormala avkastningen*
5. *Statistiska test*
6. *Resultat*
7. *Slutsatser*

1. DEFINITION AV HÄNDELSE SAMT ESTIMERING AV EVENTFÖNSTER

Den händelse som undersöks i denna studie är genomförandet av en spin-offs och dess påverkan på efterföljande aktiekursutveckling efter börsnotering. För att avgöra en spin-offs påverkan på aktieavkastningen inleds eventfönstret för denna studie på dagen då bolaget börsnoteras. Den långsiktiga aktiekursutvecklingen sträcker sig sedan till mätpunkter för avkastningen vid 6 månader, 12 månader, 18 månader respektive 24 månader. Eventfönstret mäts vid fyra olika tidpunkter för att undersöka hur spin-offens avkastning utvecklar sig.

Vid användning av ett eventfönster mäts enbart tillgångens prestation under den specificerade perioden. Oavsett tidshorisont föreligger en problematik vid mätning av anormal avkastning då den valda tillgångens specifika risk bör tas i beaktande. Detta är särskilt kritiskt vid långsiktiga eventstudier, då små fel i riskjusteringen kan ge stora ekonomiska utslag över ett eventfönster som är ett år eller längre. Ett annat val som är kritiskt i en långsiktig studie är valet av modell för att mäta anormal avkastning (Kothari & Warner, 2011).

2. URVAL AV DATA

Då händelse samt eventfönster definierats är det viktigt att upprätta ett urvalskriterium för företag i studien (MacKinlay, 1997). Det underlag som ligger till grund för analysen har upprättats enligt följande kriterier;

- ❖ Börsnotering ska ha skett i direkt anslutning till spin-off
- ❖ Företaget har börsnoterats på First North eller Nasdaq OMX
- ❖ Företaget ska ha varit börsnoterat som enskilt företag minst 18 månader
- ❖ Spin-off ska ha genomförts mellan 2000 och 2014

Studien har inkluderat “rena” spin-offs som genomförts offentligt på OMX Stockholm Nasdaq eller First North. Då händelsen “spin-off” är mycket specifik och kan gå under olika benämningar har Nasdaq OMX Nordics arkiv för “Corporate Actions” använts för att inhämta information och specifikt datum för transaktioner (Nasdaq OMX Nordic, u.å.). Urvalet av företag har begränsats till OMX Stockholm Nasdaq samt First North på grund av regelverksmässiga aspekter samt krav på transparens. De utvalda företagens information samt aktieavkastning har inhämtats från databaser samt deras prospekt för notering på börsen och avyttring (*se mer i avsnitt 3.2.1*).

URVALSGRUPP

| Spin-off | Moderbolag | Datum |
|---|---|------------|
| Effnetplattformen AB | Header Compression Sweden Holding AB (Nu: Stendörren Fastigheter AB) | 2014-11-12 |
| Kambi Group Plc | Unibet Group Plc | 2014-06-02 |
| AGES Industri AB | XANO Industri AB | 2014-05-16 |
| Xvivo Perfusion AB | Vitrolife AB | 2012-10-08 |
| Concentric AB | Haldex AB | 2011-06-16 |
| Dedicare AB | Poolia AB | 2011-05-04 |
| Deltaco AB (Nu: DistIT AB) | Intoi AB (Nu: I.A.R. Systems Group AB) | 2011-04-19 |
| PledPharma AB | Accelerator Nordic AB | 2011-04-07 |
| Header Compression Sweden Holding AB (Nu: Stendörren Fastigheter AB) | Factum Electronics Holding AB | 2011-02-04 |
| CDON Group AB (Nu: Qliro Group AB) | MTG - Modern Times Group AB | 2010-12-15 |
| EnQuest Plc | Lundin Petroleum AB | 2010-04-06 |
| Loomis AB | Securitas AB | 2008-12-09 |
| Cloetta AB | Cloetta Fazer AB (Nu: Fazer Konfektyr Service AB) | 2008-12-08 |
| Hexpol AB | Hexagon AB | 2008-06-09 |
| Victoria Park AB | Annehem Fastigheter AB | 2007-11-14 |
| Peab Industri AB (Avnoterad 2009) | Peab AB | 2007-10-01 |
| Precomp Solutions AB/Consilium Components AB | Consilium AB | 2007-08-29 |
| Forshem Group AB (Nu: Götenehus Group AB) | Westergyllen AB (Nu: Elos Medtech AB) | 2006-11-23 |
| Carl Lamm (Avnoterad 2008) | Scribona AB (Nu: Catella AB) | 2006-10-10 |
| Securitas Direct AB (Avnoterad 2008) | Securitas AB | 2006-09-29 |
| Husqvarna AB | Electrolux AB | 2006-06-13 |
| Catena AB | Bilia AB | 2006-04-26 |
| Enlight International AB (Nu: Caperio Holding AB) | Fastighets AB Balder | 2005-09-08 |
| Gunnebo Industrier AB (Avnoterad 2008) | Gunnebo AB | 2005-06-14 |
| Wihlborgs Fastigheter AB | Fabege AB | 2005-05-23 |
| Formpipe Software AB | Formpipe AB (Sen: Emitor Holding AB - Nu: Selenia Oil & Gas Holding AB) | 2005-01-19 |
| Uniflex AB | Poolia AB | 2004-11-19 |
| Effnet Holding AB (Sen: Factum Electronics Holding AB - Nu: Cassandra Oil AB) | Effnet Group AB (Nu: Sagax AB) | 2004-07-28 |
| ITAB Shop Concept AB | ITAB Industrier AB (Nu: XANO Industri AB) | 2004-05-28 |
| Sigma AB (Avnoterad 2013) | Teleca AB (Avnoterad 2009) | 2001-09-28 |
| Billerud AB (Nu: BillerudKorsnäs AB) | AssiDomän AB (Avnoterat 2002) | 2001-11-20 |
| Capio AB (Avnoterad 2006) | Bure Equity AB | 2000-10-16 |
| Beijer Electronics AB | G&L Beijer AB (Nu: Beijer Ref AB) | 2000-06-08 |

Figur 3.2 - Studiens urvalsgrupp

Källa: Egen

Bortfallet för studiens urval har dels berott på att de avspinnade företagen inte börsnoterats i Sverige, att de inte noterats som egna enheter omedelbart efter separering, att de inte varit "rena" spin-offs eller att det nyintroducerade företaget inte stannat på börsen under en tillräckligt lång tidsperiod (*se bortfall i bilaga 1*). I urvalet finns fyra företag som varit delaktiga i mer än en spin-off under det 15-åriga intervallet. Detta är noterat, men företagen kvarstår i urvalet då det är spin-offens prestation som mäts, och således påverkar dessa aktiviteter inte studiens resultat.

3. MODELL FÖR ATT ESTIMERA DEN ANORMALA AVKASTNINGEN

För att kunna beräkna den anormala avkastningen måste den förväntade avkastningen för den specifika tillgången under samma tidsperiod estimeras. Den förväntade avkastningen kan

beräknas enligt ekonomiska modeller eller enligt statistiska modeller som kommer att användas i denna studie (MacKinlay, 1997; Scheutz, 1988).

Den statistiska modell som valts är MacKinlays (1997) Market Adjusted Return Model, där anormal avkastning beräknas som en given tillgångs avkastning minus motsvarande avkastning för marknadsindex. I denna studie har indexet OMXSPI - OMX Stockholm Price Index, även kallad all-share, använts. Detta eftersom OMXSPI är en sammanvägning av alla noterade aktier på Stockholmsbörsen (Nasdaq, u.å.). Användning av index istället för en beräknad förväntad avkastning kan motiveras då det inte alltid är möjligt att förutse en enskild tillgångs förväntade värde. Dessutom undviks risken med att ha ett överlappande event- och estimeringsfönster, och därmed få en skevhet i estimeringen (MacKinlay, 1997).

Den marknadsjusterade avkastningsmodellen är en begränsad marknadsmodell där alfa är en konstant med värdet 0 och beta omvandlas till en konstant med värdet 1. Då modellens konstanter är förutsagda kan estimeringsperioden elimineras. Modellen används ofta för att studera nyemissioner på börsen (MacKinlay et al, 1997). Modellens linjära formel följer antagandet om gemensam normal tillgångsavkastning och beskrivs enligt:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{M,t} + \varepsilon_{it}$$

$$\Rightarrow E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{M,t}$$

$R_{i,t}$ = Return för tillgång i vid tidpunkt t

$R_{M,t}$ = Return för marknadsindex M vid tidpunkt t

$E(R_{i,t})$ = Expected Return för tillgång i vid tidpunkt t

α_i = Avkastning för tillgång i som inte förklaras av bransch. Är enligt Market Adjusted Return Model förutbestämd till konstanten 0

β_i = Tillgång i :s systematiska risk, det vill säga marknads påverkan. Är enligt Market Adjusted Return Model förutbestämd till konstanten 1

ε_{it} = Variansens medelvärde, i detta fall förutbestämd till 0

Då den justerade marknadsmodellen har förutbestämda termer kan formeln förenklas till:

$$R_{i,t} = 0 + 1 R_{M,t}$$

$$\Rightarrow E(R_{i,t}) = 0 + 1 R_{M,t}$$

Vilket innebär att avkastningen för marknadsindex M , motsvarar den förväntade avkastningen för tillgång i .

Källa: MacKinlay, 1997

För att undersöka studiens resultat ur fler vinklar har även ett index innehållande samtliga spin-offs skapats, vilket presenteras i avsnitt 3.4.2

4. BERÄKNA SAMT AGGREGERA DEN ANORMALA AVKASTNINGEN

Då den normala avkastningen fastställts för tillgång i , kan den anormala avkastningen, även kallad Abnormal Return (AR), för varje dag i eventfönstret beräknas. Vid beräkning av den anormala avkastningen subtraheras avkastningen för marknadsindex M vid tidpunkt t från avkastningen för tillgång i vid tidpunkt t , enligt den justerade marknadsmodellens formel nedan:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t}$$

$AR_{i,t}$ = Abnormal Return för tillgång i vid tidpunkt t

$R_{i,t}$ = Return för tillgång i vid tidpunkt t , beräknad som procentuell skillnad från senaste mätpunkt, $t-1$, till dagens avkastning, t

$R_{M,t}$ = Return för marknadsindex M vid tidpunkt t , beräknad som procentuell skillnad från senaste mätpunkt, $t-1$, till dagens avkastning, t

Abnormal Return mäts vid en specifik tidpunkt. För att få ett tydligare samband används ibland även Cumulative Abnormal Return (CAR), dvs. den kumulerade avkastningen över eventfönstrena på 6, 12, 18 och 24 månader. CAR beräknas genom en summering av alla enskilda abnormal returns fram till en given tidpunkt enligt följande:

$$CAR_t = \sum_{n,i} - AR_{i,t}$$

För att statistiskt undersöka den anormala avkastningen beräknas därefter Cumulative Average Abnormal Return, CAAR:

$$CAAR_t = \frac{1}{n} \sum CAR_t$$

n = antal företag i urval

Källa: MacKinlay, 1997

5. STATISTISKA TEST

För att avgöra om den anormala avkastningen är statistiskt signifikant genomförs statistiska test, vilket presenteras i *avsnitt 3.4.1 samt 3.4.3*

6. RESULTAT

I *kapitel 4* presenteras resultaten för studien. Dessa analyseras vidare i *kapitel 5*.

7. SLUTSATSER

Slutsatserna för studien presenteras i *kapitel 6*.

3.4 UNDERSÖKNING AV SPIN-OFFS ANORMALA AVKASTNING

3.4.1 T-TEST

Valet av statistiskt test bör baseras på undersökningens omständigheter samt vilka statistiska problem som finns i analyserad data. Statistiska test kan delas in i parametriska samt icke-parametriska test. I detta avseende syftar parametrar på olika typer av mått som beskriver ett stickprov eller en population. För data som är normalfördelad eller approximativt normalfördelad kan medelvärde vara exempel på en parameter, likväl som mått på variationen kring medelvärdet i form av standardavvikelse eller varians.

I denna undersökning har ett parametriskt test i form av ett t-test använts, då testet undersöker signifikansen på skillnaden mellan förväntat medelvärde för urvalet samt det observerade medelvärdet då urvalets varians är okänd (Kanji, 2006). Testet ger bäst resultat då urvalets fördelning är normalfördelad, och ger ett approximativt svar om inte detta uppfylls. Studiens urvals normalfördelning stöds av den centrala gränsvärdessatsen som innebär att summan av många slumpmässigt varierande tal är ungefärligt normalfördelade (Nationalencyklopedin, u.å.).

För att kunna genomföra t-testet har statistiska hypoteser definierats som ett första steg. Statistiska hypoteser följer alltid ett strikt mönster där nollhypotesen beskriver en situation där det undersökta eventet, i detta fall spin-offen, inte har någon påverkan på aktieavkastningens beteende. Utifrån nollhypotesen, H_0 , formuleras därefter en eller flera mothypoteser som beskriver en motsatt situation. Då CAR i denna uppsats likställs med det avspinnade bolagets avkastning i relation till index, utgår hypotesen från att CAR kan anta antingen ett positivt eller negativt värde. Därför har en tvåsidig mothypotes, H_1 , använts med antagande om att

avkastningen är antingen större eller mindre än 0. Denna studies hypoteser har definierats enligt följande:

$$H_0: CAR = 0$$

$$H_1: CAR \neq 0$$

För att genomföra t-testet har följande testfunktion använts som beslutsunderlag för att besluta om nollhypotesen ska förkastas eller inte. För genomförandet krävs estimering av medelvärdet, samt standardavvikelsen för CAR för de valda tidsperioderna. Dessa värden beräknas enligt formlerna:

| <i>T-test:</i> | <i>Medelvärde:</i> | <i>Standardavvikelse:</i> |
|--|-----------------------------------|--|
| $CAR_t = \frac{CAAR_t}{\sigma_{CAR}/\sqrt{n}}$ | $CAAR_t = \frac{1}{n} \sum CAR_t$ | $\sigma_{CAR} = \sqrt{\sum \frac{CAR^2}{n-1}}$ |

$CAAR_t$ = Medelvärdet av summerade CAR

σ_{CAR} = Standardavvikelse för n antal företag vid tidpunkt t

n = Antal företag i urvalsgruppen

Källa: Kanji, 2006; University of Queensland, u.å.

En signifikansnivå på 5 % har valts, vilket innebär att $\alpha = 0,05$. Detta är en godtycklig nivå att välja vid statistiska test, och innebär risken för att ta ett felaktigt beslut är 5 %. Antal observationer, N , uppgår till 33 stycken undersökta bolag.

Enligt t-fördelningen avgör de kritiska värdena om nollhypotesen ska förkastas eller inte. De kritiska värdena baseras på såväl signifikansnivå som antal observationer i urvalet. Det kritiska värde som beräknas med hjälp av testfunktionen motsvarar en viss statistisk signifikansnivå, och beroende på om denna signifikansnivå är lägre eller högre än 5% kan beslut tas om nollhypotesen ska förkastas eller ej (Kanji, 2006).

3.4.2 KURSUTVECKLING I RELATION TILL JÄMFÖRELSEGRUPP

I och med att OMX Stockholm PI gör en sammanvägning av värdet på alla aktier noterade på Stockholmsbörsen redogör inte indexet för hur specifika branscher utvecklas i förhållande till varandra. Teoretiskt skulle därför en tillgång vars bransch utvecklats positivt under en vald tidsperiod kunna påvisa en positiv avkastning gentemot OMXSPI, men i jämförelse med sina konkurrenter inom samma bransch påvisa negativ avkastning. Att noga analysera ett företags

utveckling i förhållande till dess konkurrenter inom samma bransch ger därför en mer rättvis och exakt bild av hur företags utveckling faktiskt sett ut (Goedhart et al, 2005).

För att stärka tillförlitligheten i denna del av studien har således en så kallad “peer group”, eller jämförelsegrupp, skapats för varje företag i urvalsgruppen i syfte att ge en mer exakt bild av företagets relativa utveckling. En jämförelsegrupp är en samling företag som är engagerade i likartade företagsaktiviteter och beroende av samma industrispecifika påverkande faktorer som undersökt företag (Pinto et al, 2015). Målet med att använda jämförelsegrupper i denna studie är att öka förståelsen för om avkastningen för spin-offen inte bara skiljer sig i förhållande till marknadsportföljen, utan om den även skiljer sig i jämförelse med konkurrerande bolag inom samma bransch.

De jämförelsegrupper som skapats i denna studie innehåller minst tre företag som alla verkar inom samma bransch och som varit noterade på Stockholmsbörsen under samma period som det avspinnade företaget. Ingen maximumgräns för antal bolag i jämförelsegruppen har satts, men eftersom vissa branscher varit tydligare definierade än andra har jämförelsegrupperna antagit olika storlekar. Bolagen har identifierats med hjälp av databasen Thomson Reuters verktyg “*Peer & Valuation*” och “*Sector Competitor*” (för identifierade Peer Groups se bilaga 2).

Stort bortfall gällande antal jämförelsebolag har dessvärre skett eftersom att kriterierna har varit att:

- ❖ Bolagen måste varit börsnoterade innan eller samtidigt som spin-offen
- ❖ Moderbolaget får inte finnas i jämförelsegruppen, eftersom tidigare studier påvisat att även detta genererar överavkastning gentemot index
- ❖ Företag som varit involverade i andra avknopningsaktiviteter har enligt argumentet ovan också rensats för.

Jämförelsegruppens avkastning har indexerats och mätts på 6, 12, 18 samt 24 månader där de dagliga aktiekurserna utgjort grunden för respektive period. Jämförelsegruppens index har beräknats genom att aktiekurserna för varje individuellt bolag har indexerats med initialt värde av 100 vid startdatum som överensstämmer med noteringen av spin-offen. Därefter har den genomsnittliga avkastningen för jämförelsegruppen beräknats och jämförts med spin-offens indexerade avkastning för samma period. Till skillnad från OMXSPI, tar jämförelsegruppens indexering inte hänsyn till företagens respektive börsvärde, och indexet är därmed jämt viktat. Jämförelsegrupperna har avsiktligt skapats med företag som både har mindre och större börsvärde än spin-offen för att ge en så övergripande bild av dess relativa utveckling som möjligt.

3.4.3 REGRESSIONSANALYS

En regressionsanalys undersöker sambandet mellan en beroende variabel och ett antal specifika karaktäristika gällande det undersökta eventet. Ofta kan en regressionsanalys vara användbar när det finns ett flertal hypoteser kring vad som ligger till grund för den beroende variabeln. En cross-sectional regressionsanalys är ett passande verktyg för att undersöka dessa samband. Den generella ansatsen i en sådan regressionsanalys är att testa regressionen mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna. I denna undersöknings regressionsanalys utgör anormal avkastning i form av CAR den beroende variabeln och de förklarande variabler som tidigare presenterats är de ingående oberoende variablerna (*underlag för regressionsanalys återfinns i bilaga 3*). Regressionen estimeras genom användning av OLS, som står för Ordinary Least Squares. Detta är en metod där målet är att minimera de kvadrerade avvikelserna mellan de observerade anormala avkastningarna och en approximerad linje som skär mellan dem. Följande ekvation beskriver ekvationslinjen:

$$y = \alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + e_i$$

y = Beroende variabel

α = Intercept

β = Förklaringsgrad för respektive variabel

x = Oberoende variabler

e_i = Felterm

Källa: MacKinlay, 1997 & Brooks, 2014

ANTAGANDEN FÖR REGRESSION

För att kunna försäkra att resultaten från regressionen är pålitliga, måste följande fem antaganden uppfyllas:

Antagande 1: Förväntat värde för feltermen är noll, $E(e_i) = 0$

Feltermen exemplifierar den variation i beroende variabel som inte kan hänföras till de oberoende variablerna. Antagandet om att feltermerna ska vara lika med noll uppfylls om modellen har ett

intercept i y-linjen. Detta följer per automatik om en konstant term är inkluderad i regressionskvationen, vilket är fallet i denna studie. Således behöver detta inte testas för.

Antagande 2: Feltermerna ska vara normalfördelade

Normalfördelningen har testats. För att detta antagande ska uppfyllas kan det behöva justeras för uteliggare (*se bilaga 4*).

Antagande 3: Homoskedasticitet

Då homoskedasticitet råder är variansen för feltermen given och konstant för alla variabler. Motpolen till homoskedasticitet är heteroskedasticitet, vilket innebär att variansen hos feltermerna inte är konstant. Detta i sin tur betyder att när värdet på den oberoende variabeln ändras så ändras även den oförklarliga variationen i den beroende variabeln. Homoskedasticitet har i denna studie testats genom Whites, (*se bilaga 5*). Då p-värdet överstiger signifikansnivån på 5% kan heteroskedasticitet hos residualerna förkastas och homoskedasticitet råder.

Antagande 4: Kovariansen mellan oberoende variabelers felterm är 0

Detta antagande betyder att feltermerna inte får vara autokorrelerade med hänsyn till tid. Autokorrelation syftar till att beskriva ett fenomen där värden över tid korrelerar med sig själva. Då denna studie använder tvärsnittsdata och inte för tidsseriedata behöver detta antagande inte testas för.

Antagande 5: Kovariansen mellan oberoende variabel och felterm är noll.

Ingen kovarians mellan oberoende variabel och respektive felterm innebär att de oberoende variablerna inte måste vara icke-stokastiska för att OLS ska fungera.

Antagande 6: Oberoende variabler är okorrelerade med varandra

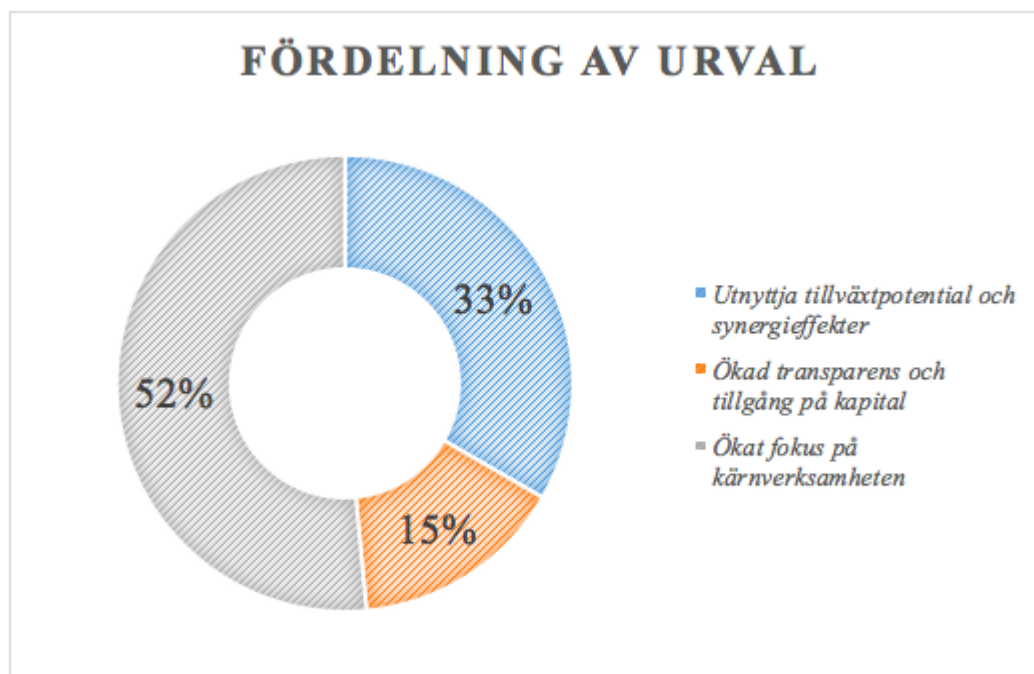
Multikollinearitet innebär att två eller fler av de oberoende variablerna är korrelerade med varandra i hög grad. En viss korrelation kommer alltid föreligga men hög multikollinearitet gör att det inte går att urskilja enskilda variabelers påverkan på den beroende variabeln. Detta testades genom Variance Inflation Factor. Där är ett värde nära 1 att föredra, då det innebär att variablerna inte är korrelerade med varandra. Korrelation som ger värden mellan 1-5 kan antas beskriva måttfull korrelation (*se bilaga 6 och 7*).

Källa: Brooks, 2014

3.4.4 MOTIV SOM PÅVERKANDE VARIABEL

Efter en genomgång av urvalsgruppens noteringsprospekt har tre huvudsakliga kategorier för bakomliggande motiv till en spin-off kunnat identifieras. Samtliga motiv har basis i den teoretiska referensramen, men har kategoriserats utefter denna studies bedömning av respektive noteringsprospekt. Många av moderbolagen har angett flera avgörande anledningar till varför en spin-off ska genomföras, där några motiv återfinns i fler än en av de identifierade kategorierna. Tillhörigheten till respektive kategori har i dessa fall baserats på spin-offens främsta motiv och kategoriseringen blir därmed inte hundra procentig. Den bedöms ändå vara godtycklig till den grad att den kan appliceras på en generell nivå för att kunna undersöka huruvida motiv påverkar eventuell framtida överavkastning.

De kategorier som har identifierats är; “Ökat fokus på kärnverksamhet”, “Ökad transparens och tillgång på kapital” samt “Utnyttja tillväxtpotential och synergieffekter”. I regressionsanalysen har en dummyvariabel skapats för att undersöka hur de olika motiven presterar i jämförelse med varandra. Där har det motiv som angetts för respektive spin-off kodats till 1, och resterande två kategoriserade motiv har kodats till 0.



Figur 3.3 - Fördelning av urval

Källa: Egen

3.4.5 FÖRKLARANDE VARIABLER

Variablerna i denna undersökning utgörs av såväl dummyvariabler som absoluta värden. Dummyvariabler är så kallade egenskapsvariabler, där enbart två värden kan antas: 0 eller 1. De absoluta värden som använts i regressionsanalysen ger möjlighet till mer utförlig beskrivning av förhållandet då värdena anger ett exakt förhållande.

De oberoende variablerna har främst valts utifrån teorier samt tidigare forskning kring liknande händelser på börsen, som exempelvis börsintroduktioner, vilket gör att det finns stöd för valen. Resterande variabler har valts utifrån logiska resonemang kring eventuell påverkan på resultatet. *För motiv till valda variabler se avsnitt 2.8*

BÖRSLISTA

En dummyvariabel där företag noterade på Nasdaq OMX fått värdet 0, medan företag noterade på First North fått värdet 1.

INDUSTRITILLHÖRIGHET

Industrin uttrycks med en dummyvariabel där de bolag som knoppats av inom samma industri som moderbolaget fått värdet 0, medan företag som knoppats av till en ny industri fått värdet 1. Industritillhörighet hör delvis ihop med motiven för spin-offs, men har använts som en självständig dummyvariabel i regressionsanalysen för att ge en tydligare helhetsbild.

BETAVÄRDE

Har mätts i absoluta tal för respektive företag då det är mer beskrivande samt genererar ett mer rättvist resultat.

RELATIV STORLEK

Företags storlek kan beräknas på olika sätt, men i denna studie har författarna valt att beräkna dotterbolagets marknadsvärde i förhållande till moderbolagets. Detta då det är ett vanligt förekommande mått som används i flertalet studier (Jeanneret, 2000; Loughran & Ritter, 1995). Marknadsvärdet beräknas genom att multiplicera antalet utestående aktier med aktiekursen.

3.5 METODKRITIK

3.5.1 VALIDITET

Validitet kan definieras som frånvaro av systematiska fel. Inre validitet avser om undersökningen mäter det som den har för avsikt att utreda (Lundahl & Skärvad, 1999). För att mäta anormal avkastning har utgångspunkt tagits i den förväntade avkastningen som erhållits genom Market Adjusted Return Model. Validiteten kan vid användning av denna modell ifrågasättas då den innehåller restriktioner. I och med modellens antagande om att beta är konstant och satt till 1 för samtliga företag görs ingen riskjustering, vilket kan leda till ett missvisande resultat. Dessutom är urvalsgruppens storlek begränsad i och med att endast de bolag som har noterats på OMX Stockholm Nasdaq och First North mellan år 2000-2014 har undersökts. Om tidsspannet hade utvidgats och den mer omfattande marknadsmodellen använts hade marknadsvariansen kunnat elimineras på ett effektivare sätt (MacKinlay, 1997).

Den yttre validiteten beskriver huruvida vald metod är lämplig för det som ämnas undersökas (Lundahl & Skärvad, 1999). Tidigare studier inom ämnet har använt en liknande metod som denna (Daneshvar Minabi et al, 2005; Curt Scheutz, 1988), och har undersökt spin-offs långsiktiga överavkastning gentemot marknadsindex genom beräkning av både Abnormal Return och Cumulative Abnormal Return. Användandet av marknadsindex OMXSPI som förväntad avkastning motiveras då det innefattar alla bolag på Stockholmsbörsen, och därmed fångar upp marknadens generella prestation. Dock är OMXSPI ett marknadsviktat prisindex, vilket medför att den generella prestationen i större utsträckning påverkas av företag med högt börsvärde.

Ett alternativ till att mäta överavkastning är att använda sig av BHAR, Buy and Hold Abnormal Return, som ofta används för att mäta långsiktig avkastning. Skillnaden jämfört med CAR är att BHAR inte beräknar kumulativ avkastning, utan endast beräknar anormal avkastning från en tidsperiod till en annan. Vid beräkning av BHAR antas att ingen handel av aktien sker under den mätta tidsperioden (Zender, 2008). Således fångar CAR upp ett bredare spektra av fluktuationer i aktiekurs, och därför har CAR använts i denna studie.

De externa faktorernas påverkan på det erhållna resultatet har inte prövats. Exempelvis har inte någon riskjustering gjorts inte det har inte heller tagits någon hänsyn till eventuella fluktuationer i konjunkturen. Utöver dessa faktorer anses denna studie ha en hög validitet då avkastningen mätts genom statistiska samt icke-statistiska test. De generella antaganden som görs i en regressionsanalys har testats statistiskt för att utesluta systematiska fel.

3.5.2 RELIABILITET SAMT REPLIKERBARHET

Med reliabilitet avses frånvaron av slumpmässiga mätfel, det vill säga att mätningen ej påverkas av olika omständigheter i undersökningen. Reliabilitet är en förutsättning för validitet och kan säkerställas genom en standardiserad metod där mätningen genomförs på ett systematiskt sätt för att undvika slumpmässig påverkan på resultat (Lundahl & Skärvad, 1999). De antaganden samt avgränsningar som har gjorts och presenterats i denna studie har påverkat de resultat som erhållits. Andra studier som replikerar denna skulle således få andra resultat om andra antaganden görs. Vid likartade antaganden har studien däremot en hög replikerbarhet och om sett till datainhämtningen skulle underlaget för studien bli densamma vid samma tillvägagångssätt då samtliga spin-offs som uppfyllt kraven valts ut.

3.5.3 KÄLLGRANSKNING

Då denna studie är av kvantitativ karaktär och byggd på sekundärkällor samt sekundärdata, är de valda källorna av stor vikt. För att granska de källor som används i en studie har Holme & Solvang (1997) delat upp denna process i fyra steg: källobservation, ursprung, tolkning samt användbarhet. Då det är svårt att tillhandahålla all tillgänglig information blir sållningsprocessen en viktig del, där denna studie haft akademiska tidskrifter och tidigare forskning som utgångspunkt. För att skapa en helhetsbild av ämnet har flertalet olika vetenskapliga källor och rapporter använts.

Vid användning av en källa har den inledningsvis ursprungsbestämts för att kunna tolka och analysera innehållet på ett korrekt vis. För att avsluta källgranskningen har användbarheten i källan bestämts, där informationen värderats utefter den trovärdighet som källan har. Flertalet oberoende och tillförlitliga källor har använts i studien för att studiens resultat ska bli så trovärdigt som möjligt.

4.0 RESULTAT

I detta kapitel presenteras empiriska material samt resultaten av studiens kvantitativa undersökning.

4.1 SPIN-OFFS AVKASTNING I FÖRHÅLLANDE TILL INDEX OCH JÄMFÖRELSEGRUPP

4.1.1 AVKASTNING GENTEMOT INDEX

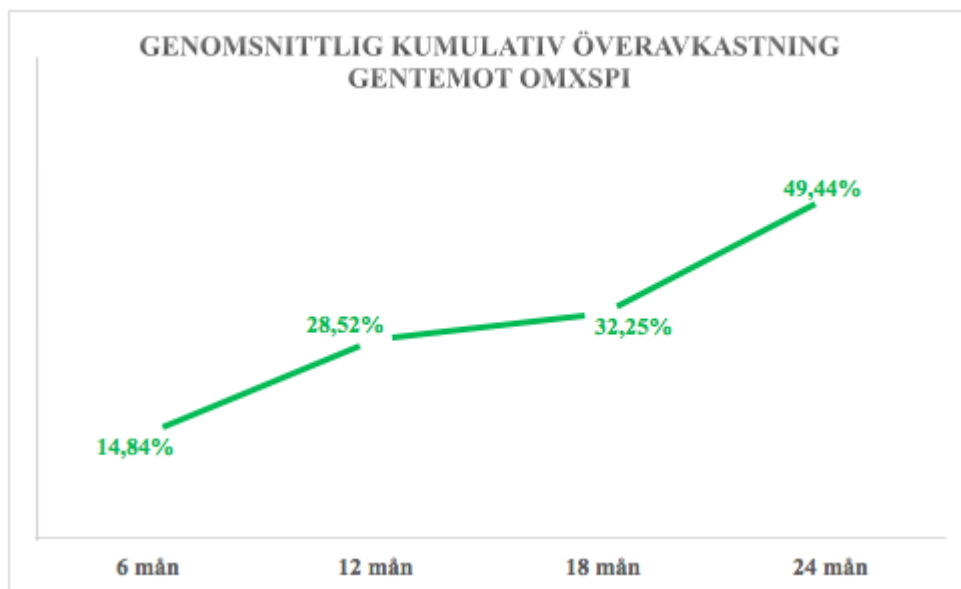
| Genomsnittlig CAR | | CAR | CAR | CAR | CAR | Genomsnitt |
|-------------------|---|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| Spin-off | | 6 mån | 12 mån | 18 mån | 24 mån | för period |
| 1. | Formpipe Software AB | 139,79% | 183,90% | 199,10% | 255,12% | 194,48% |
| 2. | Effnet Holding AB (Nu: Cassandra Oil AB) | -33,36% | 167,59% | 154,41% | 197,98% | 121,65% |
| 3. | HCS Holding AB (Nu: Stendörren Fastigheter AB) | 10,63% | 45,64% | 161,24% | 261,93% | 119,86% |
| 4. | Victoria Park AB | 47,52% | 107,44% | 125,10% | 119,17% | 99,81% |
| 5. | Kambi Group Plc | 79,02% | 67,15% | 96,48% | 155,36% | 99,50% |
| 6. | Billerud (Nu: BillerudKorsnäs AB) | 72,39% | 102,59% | 109,79% | 93,67% | 94,61% |
| 7. | Capio AB (Avnoterad 2006) | 68,08% | 82,65% | 79,07% | 115,93% | 86,43% |
| 8. | Dedicare AB | 58,10% | 73,27% | 95,11% | 77,46% | 75,98% |
| 9. | Concentric AB | 24,54% | 60,79% | 51,37% | 68,96% | 51,41% |
| 10. | Effnetplattformen AB | 6,93% | 32,29% | 62,83% | - | 34,01% |
| 11. | Xvivo Perfusion AB | 2,75% | 29,30% | 56,12% | 76,94% | 41,28% |
| 12. | ITAB Shop Concept AB | 10,08% | 51,24% | 48,25% | 49,75% | 39,83% |
| 13. | Carl Lamm (Avnoterad 2008) | 4,99% | 4,68% | 53,84% | 60,24% | 30,94% |
| 14. | Cloetta AB | 26,15% | 18,34% | 39,71% | 32,28% | 29,12% |
| 15. | CDON Group AB (Nu: Qliro Group AB) | 12,82% | 25,21% | 44,88% | 31,85% | 28,69% |
| 16. | Gunnebo Industrier AB (Avnoterad 2008) | 13,31% | 33,10% | 34,31% | 31,28% | 28,00% |
| 17. | Uniflex AB | 8,13% | 9,75% | 29,76% | 57,54% | 26,29% |
| 18. | Securitas Direct AB | -6,15% | -9,35% | 49,05% | 68,97% | 25,63% |
| 19. | Beijer Electronics AB | 0,97% | 23,60% | 31,93% | 39,23% | 23,93% |
| 20. | EnQuest Plc | 12,17% | 23,05% | 18,04% | 30,20% | 20,87% |
| 21. | Sigma AB (Avnoterad 2013) | 58,36% | -39,91% | 11,89% | 7,10% | 9,36% |
| 22. | Peab Industri AB (Avnoterad 2009) | 21,92% | 17,40% | 8,30% | -24,01% | 5,90% |
| 23. | Husqvarna AB | -1,77% | 20,17% | -1,80% | 2,93% | 4,88% |
| 24. | Catena AB | -4,99% | 1,66% | 1,61% | 16,73% | 3,75% |
| 25. | Loomis AB | 18,01% | -0,95% | -9,30% | -1,65% | 1,53% |
| 26. | Wihlborgs Fastigheter AB | -10,58% | -1,69% | 7,91% | 7,35% | 0,75% |
| 27. | Deltaco AB (Nu: DistIT AB) | -16,22% | -3,97% | 0,96% | 8,93% | -2,57% |
| 28. | PledPharma AB | -3,74% | 1,03% | -18,88% | 7,82% | -3,44% |
| 29. | AGES Industri AB | -15,77% | -10,49% | -20,82% | -15,05% | -15,53% |
| 30. | Hexpol AB | -74,96% | -35,04% | -4,93% | 35,86% | -19,77% |
| 31. | Forshem Group AB (Nu: Götenehus Group AB) | 14,07% | -13,60% | -18,37% | -126,45% | -36,09% |
| 32. | Precomp Solutions AB/Consilium Components AB | -18,89% | -65,04% | -211,76% | 17,80% | -69,47% |
| 33. | Enlight International AB (Nu: Caperio Holding AB) | -34,71% | -60,48% | -122,01% | -179,08% | -99,07% |
| CAAR | | 14,84% | 28,52% | 35,25% | 49,44% | |

Tabell 4:1 Kumulativ anormal avkastning för urvalsgruppen under vald tidsperiod

Källa:Egen

Tabell 4:1 illustrerar studiens urval bestående av 33 bolag som genomfört en spin-off och börsnoterats på Stockholmsbörsen mellan år 2000-2014. Vid mätpunkten för 24 månader faller ett bolag bort på grund av att aktiekurshistorik inte finns för hela mätperioden, då denna börsavknoppning genomfördes mindre än 2 år innan genomförandet av denna studie.

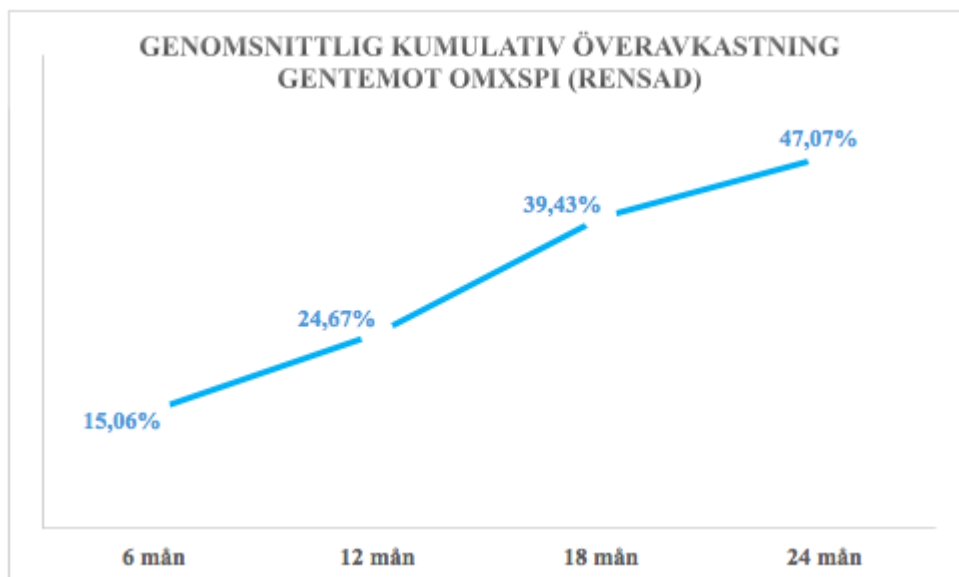
Redan månad 6 kan en genomsnittlig överavkastning på 14,84 % gentemot index påvisas. En genomsnittlig avkastning för månad 24 visar i sin tur en genomsnittlig överavkastning på 49,44 % i relation till OMX Stockholm PI. Av urvalsgruppen genererar cirka ca 80 % av bolagen en överavkastning gentemot index, medan cirka 20 % underpresterar.



Graf 4:1 Kumulativ genomsnittlig överavkastning för urvalsgruppen

Källa: Egen

I och med de stora differenserna i avkastning för urvalsgruppen gentemot index har en rensad graf (5.2) för den kumulativa avkastningen gentemot OMXSPI gjorts. I denna graf har de två företag som påvisat högst genomsnittlig överavkastning, Formpipe Software AB (+194,48%) och Effnet Holding AB (+121,65%), rensats för. Även de två företag som påvisat den högsta genomsnittliga underavkastningen, Enlight International AB (-99,07%) och Precomp Solutions AB (-69,47%), har rensats för. Resultatet för den genomsnittliga rensade avkastningen visas i nedanstående graf.



Graf 4:2 Kumulativ genomsnittlig överavkastning för den rensade urvalsgruppen

Källa:Egen

T-TEST

T-testet för CAR påvisar en signifikant överavkastning för de avspinnade bolagen gentemot index under samtliga tidsintervall, vilket tabellen nedan visar. Således accepteras mothypotesen om att CAR är skild från noll och nollhypotesen förkastas.

| <i>Period</i> | <i>t-värde</i> | <i>Sign.nivå</i> | <i>Signifikant</i> | <i>Sample Mean</i> | <i>Sample Std.Dev</i> | <i>n</i> |
|---------------|----------------|------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|----------|
| 1-6 mån | 2,1652 | 3,79% | ✓ | 0,1484 | 0,3936 | 33 |
| 1-12 mån | 2,9426 | 0,60% | ✓ | 0,2852 | 0,5569 | 33 |
| 1-18 mån | 2,6529 | 1,23% | ✓ | 0,3525 | 0,7632 | 33 |
| 1-24 mån | 3,1619 | 0,35% | ✓ | 0,4944 | 0,8846 | 32 |

n = antal observationer (företag)

Tabell 4:2 - Resultat för T-test över alla perioder

Källa:Egen

4.1.2 AVKASTNING GENTEMOT JÄMFÖRELSEGRUPP

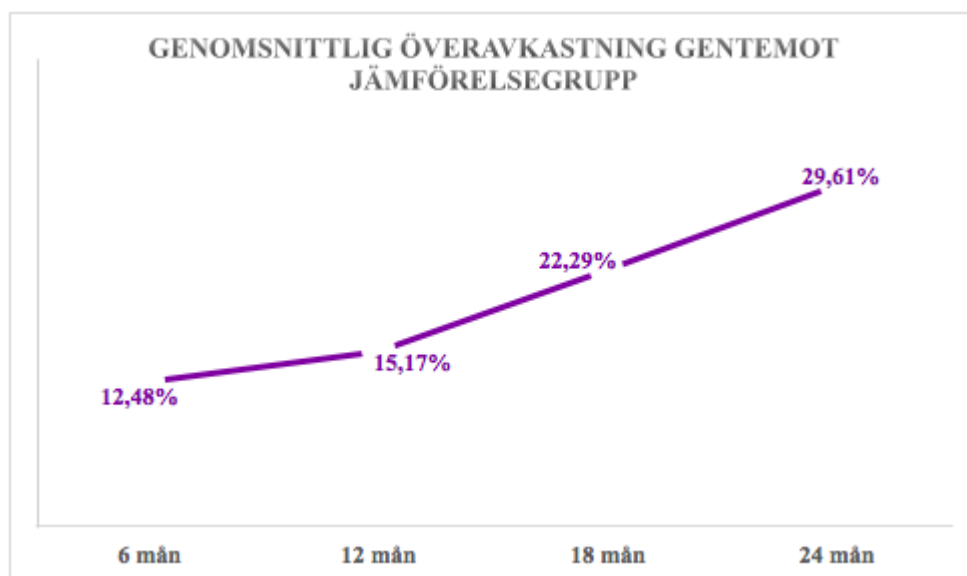
| Genomsnittlig avkastning gentemot jämförelsegrupp | | | | | Genomsnitt |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| Spin-off | 6 mån | 12 mån | 18 mån | 24 mån | för period |
| 1. Formpipe Software AB | 160,06% | 157,46% | 191,62% | 279,45% | 197,15% |
| 2. Effnetplattformen AB | 8,03% | 9,20% | 17,47% | - | 117,62% |
| 3. Kambi Group Plc | 59,50% | 84,43% | 73,48% | 105,50% | 80,73% |
| 4. Effnet Holding AB (Nu: Cassandra Oil AB) | -5,94% | 45,43% | 114,11% | 153,27% | 76,72% |
| 5. Dedicare AB | 70,04% | 58,03% | 62,33% | 59,07% | 62,37% |
| 6. Billerud (Nu: BillerudKorsnäs AB) | 42,43% | 56,12% | 69,72% | 74,61% | 60,72% |
| 7. EnQuest Plc | 34,37% | 51,00% | 55,54% | 55,54% | 49,11% |
| 8. Capio AB (Avnoterad 2006) | 34,99% | 46,30% | 44,74% | 46,82% | 43,21% |
| 9. Concentric AB | 15,09% | 35,44% | 43,74% | 55,16% | 37,36% |
| 10. Victoria Park AB | 13,53% | 31,42% | 43,97% | 54,46% | 35,85% |
| 11. Cloetta AB | 34,04% | 28,36% | 28,25% | 37,87% | 32,13% |
| 12. Beijer Electronics AB | 12,96% | 28,31% | 40,52% | 46,22% | 32,00% |
| 13. CDON Group AB (Nu: Qliro Group AB) | 2,57% | 17,40% | 36,48% | 42,35% | 24,70% |
| 14. Xvivo Perfusion AB | 9,30% | 13,86% | 26,08% | 39,11% | 22,09% |
| 15. Husqvarna AB | 2,19% | 13,87% | 19,78% | 19,44% | 13,82% |
| 16. Carl Lamm (Avnoterad 2008) | 5,64% | 8,85% | 18,74% | 21,03% | 13,56% |
| 17. ITAB Shop Concept AB | -5,58% | 11,58% | 18,68% | 15,84% | 10,13% |
| 18. PledPharma AB | -3,76% | 6,43% | 12,14% | 15,42% | 7,56% |
| 19. Catena AB | 6,11% | 5,42% | 10,79% | 17,14% | 9,87% |
| 20. Sigma AB (Avnoterad 2013) | 40,63% | -15,01% | 5,89% | 4,53% | 9,01% |
| 21. Peab Industri AB (Avnoterad 2009) | -7,35% | 5,70% | 7,67% | 6,26% | 3,07% |
| 22. Securitas Direct AB | -1,36% | -12,42% | 2,41% | 20,96% | 2,40% |
| 23. Deltaco AB (Nu: DistIT AB) | -3,41% | -3,48% | -0,28% | 6,06% | -0,28% |
| 24. Loomis AB | 6,84% | 0,17% | -3,39% | -5,28% | -0,42% |
| 25. Wihlborgs Fastigheter AB | -11,88% | -14,77% | -6,89% | -4,63% | -9,54% |
| 26. Hexpol AB | -12,43% | -14,28% | -11,53% | -4,47% | -10,68% |
| 27. AGES Industri AB | -4,01% | -13,45% | -17,01% | -19,01% | -13,37% |
| 28. HCS Holding AB (Nu: Stendörren Fastigheter AB) | -7,58% | -15,78% | -16,03% | -16,06% | -13,86% |
| 29. Gunnebo Industrier AB (Avnoterad 2008) | -13,23% | -9,63% | -10,76% | -16,54% | -12,54% |
| 30. Uniflex AB | -0,32% | -22,51% | -26,61% | -21,87% | -17,83% |
| 31. Forshem Group AB (Nu: Götenehus Group AB) | -20,34% | -22,18% | -22,89% | -24,26% | -22,42% |
| 32. Precomp Solutions AB/Consilium Components AB | -17,67% | -31,72% | -36,17% | -41,82% | -31,84% |
| 33. Enlight International AB (Nu: Caperio Holding AB) | -31,58% | -39,08% | -57,03% | -74,76% | -50,61% |
| Genomsnitt | 12,48% | 15,17% | 22,29% | 29,61% | |

Tabell 4:3 - Avkastning för urvalsgruppen gentemot jämförelsegrupp. För mer utförlig information se bilaga 2.

Källa:Egen

För att förtydliga hur de avspinnande bolagens avkastning skiljer sig i förhållande till konkurrerande bolag inom samma bransch har ett index med jämförelsegrupper skapats för varje företag i urvalsgruppen (Se graf 4:3). I enlighet med jämförelsen mot OMXSPI påvisar urvalsgruppen i genomsnitt en överavkastning även gentemot jämförelsegrupperna. Överavkastningen är något lägre i jämförelse med den mot OMXSPI, men tenderar liksom föregående att öka över det valda tidsintervallet.

Precis som i jämförelse med OMXSPI är Formpipe Software AB det företag som genererar högst genomsnittlig överavkastning för alla valda tidsperioder. Det företag som genererar lägst anormal avkastning, Enlight International AB, stämmer även överens med föregående tabell. Inbördes rangordning skiljer sig dock lite åt från tidigare jämförelse med OMXSPI.



Graf 4:3 Genomsnittlig överavkastning gentemot jämförelsegrupp

Källa:Egen

4.2 REGRESSIONSANALYS

4.2.1 FÖRKLARANDE VARIABLER

| | 6 mån | | 12 mån | | 18 mån | | 24 mån | |
|-------------------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|
| | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> |
| Tillväxt och synergi | 0,3915 | 5,18% | 0,0763 | 79,53% | 0,2775 | 48,97% | 0,3521 | 44,24% |
| Fokus på kärnkompetens | 0,2877 | 12,51% | 0,0333 | 90,45% | 0,1682 | 65,65% | 0,2166 | 61,54% |
| C | -0,1216 | 44,02% | 0,2437 | 30,70% | 0,1784 | 58,03% | 0,2797 | 44,82% |

Tabell 4:4 - Motiv till spin-off, tabellen förklarar hur de två övre motiven presterar i förhållande till interceptet "C", vilket är motivet om "ökad transparens och ökad tillgång på kapital"

Källa:Egen

MOTIV

Resultatet gällande motiven visar att "Utnyttja tillväxtpotential och synergieffekter" presterar bäst, följt av "Ökat fokus på kärnverksamheten". Rangordningen gällande prestationen för företagen är konsistent under alla tidsperioder. Dock påvisar motiven endast tendens till statistisk signifikans på 6 månader, och ingen statistisk signifikans för resterande mätperioder.

| | 6 mån | | 12 mån | | 18 mån | | 24 mån | |
|-----------------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|--------------------|------------------|
| | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> | <i>Koefficient</i> | <i>Sign.nivå</i> |
| Lista | 0,0045 | 97,45% | 0,0084 | 96,23% | -0,0981 | 69,61% | 0,1449 | 59,93% |
| Industritillhörighet | -0,3695 | 3,92% | -0,4980 | 2,67% | -0,6945 | 2,89% | -0,8549 | 1,52% |
| Beta | -0,037 | 62,66% | 0,3134 | 0,24% | 0,2965 | 3,39% | 0,3808 | 1,43% |
| Relativ storlek | 0,0322 | 58,91% | 0,0383 | 60,58% | 0,2122 | 5,06% | 0,2543 | 3,38% |

Tabell 4:5 - Förklarande variabler där signifikanta variabler markerats

Källa:Egen

BÖRSLISTA

Ingen statistisk signifikans gällande om företaget är listtillhörighetens påverkan på överavkastning kan påvisas på varken 6, 12, 18 eller 24 månaders sikt i vårt urval. Således har listtillhörigheten ingen betydelse för företagens prestation gentemot index, utan visar snarare på ett helt slumpartat utfall.

INDUSTRITILLHÖRIGHET

Industritillhörighet är en påverkande variabel då resultatet ger statistisk signifikans på en 5%-ig nivå för samtliga tidsperioder. Spin-offs vars verksamhet återfinns i samma bransch som moderbolaget presterar ca 36,94 procentenheter bättre än de som återfinns i olika branscher på 6 månaders sikt. Prestationen för industritillhörigheten ökar dessutom över tid och spin-offs inom

samma bransch presterar 85,49 procentenheter bättre än motsvarande efter det andra handelsåret. Även signifikansnivån förbättras över tidsintervallen.

BETAVÄRDE

Betavärdenas påverkan på avkastningen för de avspinnande företagen ger ingen statistisk signifikans på 6 månaders sikt. Däremot påvisas statistisk signifikans gällande överavkastningens förhållande till betavärdet under resterande tidsperioder. Resultatet kan tolkas som att en ökning med 1 i betavärde ger en ökad avkastning på 31,34 procentenheter på 12 månader. Således påvisar ett högre betavärde en högre avkastning för just denna urvalsgrupp.

RELATIV STORLEK

Vad gäller relativ storlek ger inte denna variabel någon statistisk signifikans under det första handelsåret. För 18 och 24 månaders sikt påvisas däremot statistisk signifikans på 5,06 % respektive 3,38 %. Detta innebär att den relativa storleken mellan dotter- och moderbolag påverkar dotterbolagets aktieavkastning på en längre tidsperiod. Resultatet tolkas som att en ökning av den relativa storleken med 10 % innebär en ökad avkastning på 2,21 % respektive 2,54 %.

4.3 ÖVRIGA IAKTTAGELSER

Vid undersökning på skatteverkets hemsida fann författarna att många företag i urvalsgruppen, både moderbolag samt de avspinnade bolagen, engagerat sig i nya företagsförvärv efter genomförd spin-off. Något annat som iakttagits är att spin-offs frekvent tenderat att genomföra nyemissioner efter spin-off där 14 av 33 spin-offs inbringat kapital på detta sätt efter avknoppning.

5.0 ANALYS OCH DISKUSSION

I detta kapitel kommer det empiriska materialet förklaras, analyseras samt jämföras med resultatet. Detta med utgångspunkt i de teorier och forskning som studien är byggd på.

5.1 SPIN-OFFS AVKASTNING I FÖRHÅLLANDE TILL INDEX OCH JÄMFÖRELSEGRUPP

5.1.1 AVKASTNING GENTEMOT INDEX

Resultatet kring studiens första frågeställning visar att spin-offs genererar en positiv anormal avkastning i förhållande till index. Den genomsnittliga överavkastningen för vald tidsperiod, från dagen de avspinnade bolagen börsnoterats och 24 månader efter är signifikant på en 5 %-nivå. Detta resultat är i enlighet med tidigare studiers resultat (Daneshvar Minabi et al, 2005; McConnell, 2004; MacDonald, 2009), där en överavkastning på 5 % signifikansnivå även kunnat konstateras för spin-offs gentemot marknadsindex.

| Studie | År | Metod | Antal företag | 1-6 mån | 1-12 mån | 1-18 mån | 1-24 mån | 1-36 mån |
|---|------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Cusatis et al | 1993 | Kumulativ BHAR | 146 bolag | - | 4,50% | - | 25% (5%) | 33,6% (5%) |
| Minabi et al | 2005 | CAR | 37 bolag | - | 20% (5%) | - | 40% (5%) | 35% (5%) |
| McConnell | 2004 | CAR | 311 bolag | - | 19,4% (0,1%) | - | 24,37% (1,2%) | 26,32% (0,1%) |
| Lehman Brothers | 2005 | Överavkastning | Ej angett | - | - | - | 45% | - |
| JPMorgan | 1995 | Överavkastning | Ej angett | - | - | 20% | - | - |
| Holmgren, Jängnemyr, Länninge & Vallin | 2016 | CAR | 33 bolag | 14,84% (3,79%) | 28,52% (0,60%) | 35,25% (1,23%) | 49,44% (0,35%) | - |

Signifikansnivån är angiven i parentes efterföljande överavkastningen

Tabell 5:1 Sammanställning av resultat för denna samt tidigare relevanta studier inom spin-offs

Minabi et als studie (2005) är genomförd på den svenska aktiemarknaden efter införandet av Lex ASEA med en urvalsgrupp på 37 bolag och påvisar liknande resultat som för denna studie. Anledningen till att studiernas resultat skiljer sig något, skulle möjligen kunna kopplas till företagsspecifika faktorer hänförliga till urvalsgrupperna. Kombinationen av dessa två studier täcker två och ett halvt decennier av spin-offs prestation på den svenska aktiemarknaden och kan därför anses komplettera varandra på ett tillförlitligt sätt.

Vidare uppmärksammas stora skillnader gentemot studien genomförd av McConnell (2004), som observerat avsevärt lägre avkastning för samtliga perioder. Avgörande faktorer för differensen

kan möjligen vara tiden för studiens jämförande, vald marknad samt urvalgruppens storlek. McConnells urval för studien har hämtats över en 36 år lång tidsperiod och utgörs av 311 bolag. Dessutom är studien genomförd på den amerikanska marknaden, vilket kan påverka hur överavkastningen utvecklats.

Trots vissa skillnader i tidigare studiers resultat är den signifikanta överavkastningen en genomgående trend och påvisas ständigt. Detta är ett fenomen som tyder på att spin-offs utgör en marknadsineffektivitet och därmed motbevisar den effektiva marknadshypotesen.

Bakomliggande faktorer till överavkastningen kan diskuteras enligt signalteorin samt huruvida en spin-off är en signal från företagets sida. En utdelning kan signalera att ett företag tror på framtida lönsamhet, och således kan en spin-off signalera positiv framtidstro för respektive verksamheter då dessa kan definieras som skattefria och aktiebaserade utdelningar. I enlighet med teorin om utbud- och efterfrågans påverkan på aktieutvecklingen, medför positiva förväntningar en ökad efterfrågan, vilket resulterar i ett ökat aktiepris.

Däremot kan utdelning enligt signalteorin även tolkas som en negativ signal till investerare. Denna aspekt är intressant, inte minst eftersom spin-offs kan genomföras på grund av att moderbolaget är hårt skuldsatt eller att en avdelning är olönsam. I en sådan situation delas spin-offen ut med andra intentioner, och fokus ligger på att gynna moderbolagets verksamhet. Således kan tänkas att aktieägare som genom utdelningen tilldelats innehav i spin-offen väljer att sälja av. Om detta är fallet, ökar utbudet samtidigt som efterfrågan minskar, vilket resulterar i en negativ aktieutveckling.

Moderbolagets presenterade motiv till en spin-off sänder ut signaler till nuvarande och potentiella investerare. Beroende på hur dessa tolkas av marknaden kan kursutvecklingen på kort sikt därför påverkas. I enlighet med denna studies resultat tyder mycket på att offentliggörandet av en spin-offs i allmänhet tas emot positivt av marknaden eftersom aktiekursen påvisar positiv avkastning under det första handelsåret.

Macdonald (2009), påvisade i sin artikel att en aktiekurssvacka ofta påvisas direkt efter börsnotering av spin-offs, men ofta kompenseras med en återhämtning under kommande 2 till 3 år. I enlighet med denna undersökning har resultatet för denna studie påvisat att en tredjedel av bolagen en negativ avkastning gentemot index under de första 6 månaderna (*se tabell 4:1*). Av dessa 11 bolag finns det 9 företag som efter 24 månader har övergått till en positiv avkastning.

5.1.2 AVKASTNING GENTEMOT JÄMFÖRELSEGRUPP

Sett till spin-offens prestation i förhållande till jämförelsegruppen stärks pålitligheten i den påvisande överavkastningen. Detta eftersom den positiva avkastningen även kan konstateras gentemot konkurrerande företag inom samma bransch. Överavkastningen tenderar, liksom den i förhållande till OMXSPI, att öka successivt över den valda tidsperioden. Ökningen är dock inte lika markant som i jämförelse med index. Mellan månad 6 och 24 har överavkastningen i förhållande till OMXSPI ökat med 34,6 procentenheter, medan utvecklingen i förhållande till jämförelsegruppen endast ökat med 17,13 procentenheter. Detta kan anses vara en naturlig skillnad, eftersom en jämförelse med konkurrenter inom samma bransch eliminerar industrispecifika påverkande faktorer som kan hänföras till branschen i sin helhet. Följaktligen kan tänkas att differensen mellan kurvorna till stor del utgörs av dessa branschspecifika faktorer. Detta stärks av MacKinley (1997) som befäster vikten av riskjustering vid mätning av anormal avkastning, vilket i denna studies fall visat sig påverka men inte vara avgörande för resultaten.

5.2 FÖRKLARANDE VARIABLER

5.2.1 MOTIV

Motivens påverkan på aktieavkastningen påvisar i denna studie ingen statistisk signifikans, med undantag för 6 månader där tendenser påvisas. I denna studie tenderar motivet "*Utnyttja tillväxtpotential och synergieffekter*" generera högst överavkastning, följt av "*Ökat fokus på kärnverksamheten*" och slutligen "*Ökad transparens och tillgång på kapital*". Denna rangordning är genomgående för alla tidsperioder. Eftersom statistisk signifikans inte kan påvisas, innebär detta dock att rangordning skulle kunna te sig annorlunda vid mätning av en annan urvalsgrupp vid ett annat tillfälle. Anledningen till varför signifikans inte kan påvisas för motiv kan bero på denna studies kategorisering av motiven. I enlighet med diskussionen i metodavsnittet kan potentiell överlappning över kategoriseringsgränserna ha bidragit till missvisande resultat.

Något som stödjer denna studies rangordning är resultatet som påvisats för industritillhörighet. I resultaten visar det sig att de spin-offs som haft motivet "*utnyttja tillväxtpotential och*

synergieffekter” tenderar att spinnas av inom samma bransch som moderbolaget. Detta går i linje med resultatet som påvisar att dotterbolag som knoppas av i samma bransch som moderbolaget presterar bättre. Då författarna inte testat för huruvida det finns en koppling mellan motiv och industritillhörighet, går det dock inte att konstatera något samband eller dra någon slutsats utifrån detta.

Vidare tenderar motivens signifikansnivå att minska över tid, vilket kan anses naturligt. Motivet är som bekant en bakomliggande orsak till omstruktureringens genomförande och förändras därför inte över de observerade tidsintervallen. Därmed bör motiven ha störst påverkan i den initiala fasen efter att en enhet blivit avknoppad. På längre sikt påverkas aktiekursutvecklingen i större grad av andra faktorer som den faktiska operationella lönsamheten, företagets vinstutveckling och utdelningar. I takt med att det avknoppade bolaget mognar är det därför troligt att motivet bakom genomförd spin-off avtar vad gäller dess prestation.

5.2.2 BÖRSLISTA

Huruvida det avspinnade bolaget är listat på OMX Stockholm Nasdaq eller First North har ingen påvisad betydelse för dess prestation gentemot marknadsindex. Att Sverige enligt lag har höga krav på transparens för både noterade och onoterade bolag skulle kunna vara en förklaring till detta slumpartade utfall.

Tidigare studier påvisar i motsats till detta att spin-offs som börsnoterats på First North tenderar att prestera bättre än motsvarande på OMX Stockholm. Generellt sägs tillväxtbolag gynnas av de mindre restriktiva regleringarna på First North. Därför kan ett något oväntat samband uppmärksammas vid analys av de uttalade motiven och listtillhörighet. Majoriteten av de bolag som uttryckt i sitt noteringsprospekt att de vill “utnyttja sin tillväxtpotential” har initialt noterat sig på OMX Stockholm Nasdaq. Detta är således något motsägelsefullt och kan till potentiellt förklara varför utfallet inte ger någon signifikans.

En rekommendation till företag med tillväxtmotiv skulle därför kunna vara att initialt notera sig på First North. Dock innebär en notering på First North att möjligheten till institutionellt ägande potentiellt reduceras. Detta eftersom att kravbilderna som institutioner tillämpar ofta innefattar innehav med låg risk. Eftersom First North är mindre strikt reglerat än OMX Nasdaq, kan innehav i First North innebära en större riskexponering och således stämma sämre överens med kravbilderna. Detta innebär att moderbolag som till stor del ägs av institutionella aktörer, potentiellt

kommer erfaras ett stort utflöde av aktier i samband med spin-off och notering av dotterbolaget på First North. Försäljning av aktier innebär att utbudet av aktier ökar, vilket potentiellt medför ett lägre aktiepris om inte efterfrågan ökar i samma utsträckning.

5.2.3 INDUSTRIILLHÖRIGHET

Denna studie visar att företag som knoppas av inom samma bransch som moderbolaget genererar en högre överavkastning i förhållande till de företag som knoppas av i en bransch skild från moderbolaget. Detta resultat stöds av tidigare presenterad forskning av Brinck och Falk (2009), som påvisade samma resultat.

Varför spin-offs inom samma bransch genererar högre avkastning kan till viss del kopplas till att befintliga aktieägare i många fall främst är intresserade av att inneha sina ursprungliga aktieinvesteringar. Om bolaget knoppas av inom en ny bransch, är det mer troligt att de utdelade aktierna inte överensstämmer med befintliga aktieägares referensram. Således är det större sannolikhet att det tilldelade innehavet i spin-offen säljs av i samband med transaktionen. En annan anledning till försäljning av aktieinnehavet i de avspinnade bolagen är enligt Dorsey (2005) att befintliga ägare har lite information om den nya branschen. Om befintliga ägare säljer innehavda aktier påverkar detta även andra investerare, och kan skapa ett utflöde i handeln av aktien. Detta leder till att utbudet av aktier ökar i förhållande till efterfrågan, vilket skiftar utbudskurvan nedåt och leder till ett lägre aktiepris.

Andra orsaker kan diskuteras kring varför de företag som knoppar av en enhet inom samma bransch genererar en högre aktieavkastning efter en spin-off. Exempelvis kan den nya ledningen för ett dotterbolag som knoppas av inom samma bransch som moderbolaget tänkas ha erfarenheter från den befintliga marknaden sedan innan. Av den anledningen kan det tänkas att enheter som knoppas av i en bransch skild från moderbolaget har en längre invänjningsperiod innan de hittar sin optimala marknadsposition i förhållande till konkurrenter. Således kan operationell lönsamhet för en spin-off inom ny industri tänkas visa sig först på längre sikt än denna studie ämnat att undersöka. Företag som knoppas av inom samma bransch kan således tänkas prestera bättre rent operationellt på en kortare tidshorisont. Detta i sin tur kan enligt teori påverka aktiekursens utveckling, då den operationella lönsamheten i ett företag till stor del ligger till grund för prissättningen av aktien.

5.2.4 BETAVÄRDE

Betas inverkan på överavkastningen ger inte statistisk signifikans på 6 månaders sikt. Detta kan möjligen förklaras av att betavärdet inte hinner ge något större utslag på aktiekursen under en såpass kort tidsperiod. Som tidigare nämnts tenderar dessutom aktiekursavkastningen för spin-offs att vara negativ under den direkt efterföljande perioden efter genomförandet, delvis med anledning av höga transaktionskostnader i samband med spin-offen (Macdonald, 2009; One Steel u.å.). Således påverkas aktiekursen möjligen i större utsträckning av andra utomstående faktorer under den initiala perioden efterföljande transaktionen.

Under samtliga efterföljande tidsperioder om 12, 18 samt 24 månader påvisar däremot beta statistisk signifikans på en 5 %-ig nivå. Beta kan därför anses vara en förklarande variabel, där ett högre betavärde ger en högre överavkastning. Detta finner sin naturliga förklaring när marknaden går bra, men blir någon motsägelsefullt när marknaden går dåligt. Sett till urvalsgruppens genomsnittliga CAR tenderar spin-offs att antingen över- eller underprestera relativt kraftigt gentemot index, vilket stödjer tidigare forskning om volatila aktiekurser för spin-offs. Således är Macdonalds (2009) uppmärksammande om att spin-offs tenderar att överprestera i goda tider och underpresterar i dåliga tider inte direkt applicerbart på urvalsgruppen för denna studie.

Resultatet för beta bör beaktas med en viss försiktighet, då vissa bolag som överpresterat gentemot index har mycket höga betavärden. Ett exempel är Effnet Holding (Nu: Cassandra Oil) vars genomsnittliga överavkastning är 121,65% gentemot index och vars betavärde är 5,4. Förhållandet mellan de höga betavärdet och överavkastningen för Effnet Holding kan ha förstärkt det generella sambandet och således bidragit till en viss skevhet i resultatet.

5.2.5 RELATIV STORLEK

Den relativa storleken mellan moder- och dotterbolag är enligt resultatet en förklarande variabel till överavkastningen under det andra handelsåret, där en större relativ storlek påverkar avkastningen positivt. Anledningen till detta är främst att en liten relativ storlek tenderar att påverka aktiekursen negativt vid en spin-off. Detta eftersom det utdelade innehavet i en spin-off enligt teori är mindre attraktivt för institutionella ägare om det avspinnade bolaget är relativt litet

i förhållande till moderbolaget (Greenwood, 2006). Om institutionella investerare, som relativt sett äger större andelar än privata investerare, säljer av sitt innehav bidrar detta till ett stort utflöde. Detta i sin tur innebär att utbudet av aktier ökar kraftigt relativt efterfrågan och ett minskat aktiepris.

Detta eventuella utflöde av aktier kan i sin tur signalera till investerare att bolaget inte är värt att investera i, vilket ytterligare förstärker den negativa trenden i handeln bidrar till en minskad efterfrågan från dessa. Således drivs priset på aktien ner och resulterar i en nedåtgående aktiekursutveckling.

6.0 SLUTSATSER

I detta kapitel framförs författarnas reflektioner kring resultatet i denna eventstudie. Teoretiska kopplingar kommer att göras där författarnas egna tankar och funderingar framförs, och mynnar ut i förslag till vidare forskning inom området.

Syftet med denna studie var att undersöka om spin-offs genomförda på Stockholmsbörsen genererar anormal avkastning gentemot marknadsindex från och med dagen de introduceras och efterföljande två år. Vidare var syftet att undersöka om det kan identifieras förklarande variabler till den eventuella anormala avkastningen som är hänförlig till spin-offs. Nedan presenteras slutsatserna utifrån formulerade frågeställningar och syfte.

❖ ***Hur utvecklas aktieavkastningen för avknoppade bolag gentemot marknadsindex under de första två åren efter en spin-off på Stockholmsbörsen?***

- Positiv och statistiskt säkerställd utveckling gentemot OMXSPI över alla tidsperioder.

| CAR | Avkastning | Sign. nivå |
|------------|-------------------|-------------------|
| 6 mån | 14,84% | 3,79% |
| 12 mån | 28,52% | 0,60% |
| 18 mån | 35,25% | 1,23% |
| 24 mån | 49,44% | 0,35% |

❖ ***Om spin-offs genererar anormal avkastning, kan i så fall förklarande variabler identifieras till denna?***

- Ja, förklarande variabler kan identifieras. Nedan redogörs för de som påvisar statistisk signifikans.

| | Industritillhörighet | | Beta | | Relativ storlek | |
|--------|-----------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|------------------------|-------------------|
| | Koefficient | Sign. nivå | Koefficient | Sign. nivå | Koefficient | Sign. nivå |
| 6 mån | -0,3695 | 3,92% | | | | |
| 12 mån | -0,4980 | 2,67% | 0,3134 | 0,24% | | |
| 18 mån | -0,6945 | 2,89% | 0,2965 | 3,39% | | |
| 24 mån | -0,8549 | 1,52% | 0,3808 | 1,43% | 0,2543 | 3,38% |

Studiens syfte anses ha uppfyllts då spin-offs överavkastning gentemot index har påvisats på en 5 %-ig signifikansnivå för alla valda mätpunkter. Studiens andra frågeställning har även besvarats då det fastställts vilka av de undersökta variablerna som kan förklara överavkastningen med ett konfidensintervall på 95 %, samt vilka som inte kan det. Exempelvis har det påvisats att industritillhörighet, samt till viss del beta och relativ storlek har en betydande inverkan på aktieavkastningens kursutveckling efter genomförd spin-off. Det är högst troligt att andra förklarande faktorer som fångats upp i regressionens felterm eventuellt har haft en inverkan på den anormala avkastningen. Att undersöka alla potentiella förklarande variabler för den påvisade anormala avkastningen är dock mycket omfattande och svårt. Flertalet betydande faktorer kan därför oavsiktligt ha lämnats utforskade.

Vad gäller motiven till en spin-off har denna studie bidragit med nya insikter då tidigare studier inte satt dessa i relation till aktiekursutvecklingen på längre sikt än 6 dagar efter notering. I denna studie har det framkommit att motiv tenderar att ha betydelse för aktiekursen på 6 månaders sikt. Resultaten tyder på att motivet "*Utnyttja tillväxtpotential och synergieffekter*" skapar högre aktieavkastning än de andra två undersökta motiven. Detta kan bero på att tillväxtbolag i allmänhet tenderar att ha höga värderingsmultiplar i och med förhoppningar om framtida lönsamhet. Eftersom förhoppningar påverkar aktiepriset positivt skulle detta kunna förklara en brantare kursutveckling för dessa tillväxtbolag.

Studiens frågeställningar har följaktligen besvarats, men möjligheten att dra generella slutsatser om spin-offs som omstruktureringsmetod utifrån resultatet är begränsad. I denna studie är urvalsgruppen relativt liten och endast bolag som noterats på den svenska aktiemarknaden har undersökts. Vidare har endast OMX och First North inkluderats i denna studie. Det är möjligt att ett annat resultat hade framkommit om andra marknadsplatser, så som Aktietorget och NGM, även inkluderats i urvalet. I kombination med resultatet från Minabi et al (2005) studie mellan år 1991-2001 kan det dock argumenteras för att spin-offs på den svenska marknaden påvisar statistiskt säkerställd signifikans gällande överavkastning gentemot marknadsindex. Ur denna synvinkel kan spin-offs motiveras som fördelaktig omstruktureringsmetod för den avknoppade enheten.

Ytterligare en potentiell bristfällighet ligger i att denna studie inte har gjort någon justering för eventuella fluktuationer i konjunkturen. Studien täcker såväl en stor marknadsnedgång i och med finanskrisen runt 2007, samt en marknadsuppgång under de efterföljande åren. Även IT-bubblan i början på 2000-talet kan ha påverkat en del av studiens urval. Under dessa kriser sjönk svenska börsen markant, vilket bör ha haft stor inverkan på de volatila aktiekurserna hos spin-offs.

Resultaten i denna studie tyder däremot på motsatsen, då spin-offs även under marknadsnedgång generellt sett har överpresterat gentemot index. Anledningen till att specifika marknadshändelser inte haft någon betydande inverkan på resultatet kan bero på att jämförelse har gjorts gentemot ett viktat index.

Precis som fluktuationer i konjunkturen kan observeras, uppkommer också periodiska trender på marknaden. Spin-offs beskrivs idag som en alternativ trend till fusioner och förvärv. På samma sätt som konglomeratstrukturen känns tvivelaktig i dagens samhälle kan det tänkas att spin-offs kommer ifrågasättas i framtiden. Det kan därför diskuteras när företag faktiskt gynnas av att arbeta tillsammans och när separation av verksamheter är att föredra.

Frågan är om företagsmässiga trender egentligen har någon betydelse eller om det är omstruktureringen i sig som genererar överavkastning. Faktum är att ett flertal företag i urvalsgruppen varit involverade i förvärvsaktiviteter både efter och innan genomförd spin-off, vilket också iakttagits i tidigare studier. Förvärv kan genomföras för att främja tillväxt men går delvis emot spin-offs grundläggande idé om att fokusera på kärnkompetenser och renodla verksamheter. Frågan väcks därför om transaktionerna i praktiken är ett sätt att skapa publicitet kring bolagen. Exempelvis måste prospekt upprättas vid både spin-off och förvärv. I detta har företagen möjlighet att framföra framtida förhoppningar med kommande transaktion. Prospekten beaktar i allmänhet endast positiva infallsvinklar, och potentiella svårigheter bortses ifrån. Detta kan därför ses som en form av "window-dressing" för att sända ut positiva signaler till marknaden. Positiva signaler och aktiekursuppgång är, som tidigare diskuterats, starkt korrelerade med varandra. Således ger denna aspekt belägg för transaktionens genomförande i syfte att skapa kortsiktig överavkastning. På en längre sikt grundar sig aktiekursen i större utsträckning på mer fundamentala faktorer, som operationell lönsamhet och vinstutveckling. I och med påvisad överavkastning även på en längre tidshorisont kan det således argumenteras för att spin-offs främjar intern effektivitet och operationell lönsamhet.

Den ökade specialisering som spin-offs möjliggör kan även ha betydelse för den internationella handeln. Internationalisering möjliggör expansion och tillväxt men innebär även ökad konkurrens och ökade krav på diversifiering. Detta driver företag till att fokusera på deras kärnkompetenser. Enligt nationalekonomisk teori har ett lands komparativa fördelar och nackdelar stor betydelse för handeln med utlandet. Komparativa fördelar används för att förklara specialisering mellan olika branscher. Således kan spin-offs tänkas genomföras som ett led i internationaliseringen, genom ökad specialisering och en tydligare investeringsidentitet. Den ökade internationella handeln av

företagets produkt eller tjänst, ger en fördelaktig internationell position som på sikt kan tänkas generera en högre aktieavkastning.

Det är svårt att avgöra om spin-offs framgång enbart beror på marknadens ineffektivitet vid prissättning, eller om det beror på att transaktionen frigör synergier som ökar företagets effektivitet. Spin-offs är, oavsett motiv, associerade med höga avkastningar där även ökad lönsamhet för moderbolagen påvisats. Således väcks frågan varför inte fler spin-offs genomförs då flertalet faktorer pekar på en positiv trend och gynnsam utveckling för såväl intressenter som företag. Fenomenet kring spin-offs anormala avkastning och dess förklarande variabler bör spinnas vidare på, för att besvara varför denna marknadsineffektivitet kvarstår så länge men inte utnyttjas.

6.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Spin-offs är fortfarande ett relativt outforskat område både globalt och inom Sveriges gränser. Eftersom studien haft en begränsad tidsram, har det varit nödvändigt att göra vissa avgränsningar gällande såväl undersökningsområde som mängden insamlad data. Därmed skulle författarna finna det intressant att framförallt forska vidare inom följande områden:

ÖVERAVKASTNING

- ❖ Det hade varit intressant att undersöka hur spin-offs överavkastning presterar i jämförelse med exempelvis vanliga börsintroduktioner. Detta för att undersöka om det är spin-offen i sig som genererar överavkastning, eller om börsintroduktioner generellt presterar bättre än index.
- ❖ En intressant variabel att undersöka är hur företagsvärderingen förändras i och med en spin-off. Ett av motiven till att genomföra en spin-off är, i likhet med inledningens exempel Addtech, att få mer rättvisa värderingsmultiplar i förhållande till konkurrenter. Denna studie hade initialt en intention att undersöka hur dessa värderingsmultiplar ändrades i och med transaktionen. Dock är en potentiell förändring i värdering främst hänförlig till moderbolaget och således var det inte aktuellt att undersöka i denna studie som fokuserat på de avspinnade bolagens prestation.
- ❖ Att genomföra en jämförande studie där amerikanska spin-offs sätts i relation till svenska spin-offs hade varit intressant för att se om det finns någon geografisk skillnad i överavkastningen.

FÖRKLARANDE VARIABLER

- ❖ Att undersöka hur ledningens eventuella incitamentsprogram kan kopplas till företagets prestation hade potentiellt kunnat ge nya insikter och kunskap om motiv.
- ❖ Denna studie har påvisat statistisk signifikans för några förklarande variabler. Det hade varit intressant att undersöka detta vidare, då fler förklarande variabler bör finnas gällande överavkastning.
- ❖ Det har uppmärksammats i denna studie att beslutsfattare i ledning och styrelse, men även vissa bolag, verkar återfinnas i flertalet spin-offs som exempelvis rådgivare. Detta har dock inte utforskats närmre. Därmed skulle det vara intressant att forska vidare i hur dessa samband ser ut.
- ❖ Att såväl moder- som dotterbolag engagerat sig i förvärsaktiviteter innan och efter spin-offen har uppmärksammats, men inte utforskats i större utsträckning. Det hade därför varit intressant att undersöka eventuellt samband mellan detta och överavkastningen.

7.0 KÄLLFÖRTECKNING

Arnold, G. (2005), *Corporate Financial Management, 3e upplagan*

Utgivare: Prentice Hall

Aquila, F (2015) Key Issues When Considering a Spin-Off, Thomson Reuters, 2015-06-20

<https://www.sullcrom.com/siteFiles/Spotlights/Aquila-Practical-Law-Column-In-The-Boardroom-June-2015.pdf> [Hämtad: 2016-05-01]

Berkeley University (u.å.) Multiple Hypothesis Testing and False Discovery Rate

<http://www.stat.berkeley.edu/~hhuang/STAT141/Lecture-FDR.pdf> [Hämtad: 2016-05-11]

Berk, J & DeMarzo, P (2014). *Corporate Finance, Third Edition*

Utgivare: Pearson Education Limited.

Blecher, S (2006) Fissioner ersätter fusioner, Dagens Nyheter, 2006-02-15

<http://www.dn.se/ekonomi/fissioner-ersatter-fusioner/> [Hämtad: 2016-04-08]

Brooks, C (2008) *Introductory Econometrics for Finance, Second Edition*

Utgivare: Cambridge University Press

Celik, S, Isaksson, M (2013) Institutional Investors and Ownership Engagement, *OECD Journal*, Volume 2013/2

Cohen, B, Dean, T (2005) Information asymmetry and investor valuation of IPO:s top management team legitimacy as a capital market signal, *Strategic Management Journal*, Vol. 26, Nr 7 pp: 683-690 Mars 2005

Cornell, J (2013) Addition by Subtraction - the art of the spin-off, *Forbes*, 2013-10-07

<http://www.forbes.com/sites/joecornell/2013/10/07/addition-by-subtraction-the-art-of-the-spin-off/#2e991f374acf> [Hämtad: 2016-04-28]

Cornell, J (2014) Spin-offs in the spotlight - the spin cycle, *Forbes*, 2014-04-14

<http://www.forbes.com/sites/joecornell/2014/04/14/spin-offs-in-the-spotlight-the-spin-cycle/#7f918337ebb6> [Hämtad: 2016-04-28]

Cornell, J (2015) Spin-Offs Outperform in the First Quarter, *Forbes*, 2015-04-06

<http://www.forbes.com/sites/joecornell/2015/04/06/spin-offs-outperform-in-the-first-quarter/#5d42f1de69e7> Hämtad: [2016-04-10]

Cusatis, M, Woolridge, R (1993) Restructuring through spinoffs: The stock market evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, Nr 3 pp: 293-311 Juni 1993

DePamphilis, D (2010) Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, *5th Edition*
Utgivare: Elsevier

Dorsey, P (2005) Finding Value in Spin-offs, Morningstar, 2005-03-23
http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=129847&_QSBPA=Y [Hämtad: 2016-05-04]

Eisenhardt, K. (1989). "Agency Theory: An Assessment and Review". *Academy of Management Review*, Vol 14, Nr 1, 57-74.

Eriksson, M & Ho, D (2006) Fissionsreaktion på Stockholmsbörsen, Södertörns Högskola
<http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:16538/FULLTEXT01.pdf> [Hämtad: 2016-04-01]

Evans, G (2012) A Supply and Demand Model for Stocks, *Economics 104 Financial Economics*
<http://pages.hmc.edu/evans/CH3StockSD.pdf> [Hämtad: 2016-05-20]

Fama, E.F. (1970). "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, Vol. 25 Nr 2 pp: 383-417

Fama, E.F. (1991). "Efficient Capital Markets: II": *Journal of Finance*, Vol. 46 Nr 5, Dec 1991

Fama, E.F (1996) Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies, *The Journal of Finance*, Vol. 51 Nr 1 pp: 55-84

Glassman, D M. (1998). "Spin-offs and Spin-outs: Using "securitization" to beat the Bureaucracy", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1 Nr. 3 pp: 82-90

Glevén, J (2016) Avknoppning bär frukt, Dagens Industri, 2016-03-18
<http://www.di.se/artiklar/2016/3/18/jan-gleven-avknoppning-bar-frukt/> [Hämtad: 2016-04-01]

Goedhart, M, Koller, T, Wessels, D (2005) The right role for multiples in valuation, McKinsey & Co
<http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-right-role-for-multiples-in-valuation> [Hämtad: 2016-05-20]

Gur-Gershgoren, G, Hughson, E & Zender, J (2008) A Simple-But-Powerful Test for Long-Run Event Studies, 2008-12-10

<http://leeds-faculty.colorado.edu/zender/papers/longrun-10-12-08.pdf> [Hämtad: 2016-05-01]

Greenwood, R (2006) Price Pressure in corporate spinoffs, Harvard Business School, 2006-10-09

<http://www.people.hbs.edu/rgreenwood/spinoffs6.pdf> [Hämtad: 2016-05-20]

Grossman, S.J.; Stiglitz, J.E. (1980) "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *The American Economic Review*, Vol 70, Issue 3

Healy, P M. Palepu, K G. (2001). "Analyst Specialization and Conglomerate Stock Breakups", *Journal of Accounting Research*, Vol. 39 Nr 3, pp: 565-582

Hite GL; Owers JE. (1983). "Security price reactions around corporate spin-off announcements". *Journal of Financial Economics*, Vol. 12 Nr 4, pp: 409-436

Ho, D, Eriksson, M (2006) Fissionreaktion på Stockholmsbörsen, Magisteruppsats på Södertörns Högskola

<http://sh.diva-portal.org/smash/get/diva2:16538/FULLTEXT01.pdf> [2016-05-01]

Holme, M, Solvang, B (1997) Forskningsmetodik, *Andra upplagan*

Lund: Studentlitteratur

Hörte, S (2010) Att ge struktur åt rapporter och uppsatser

<http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:291399/fulltext01.pdf> [Hämtad: 2016-05-01]

Jeanneret, P. (2000). "Use of the Proceeds and Long-term Performance of French SEO Firms", *European Financial Management*, vol. 11, s 99-122

John L. Teall (2007) Governance and the Market for Corporate Control

Utgivare: Routledge

Khotari och Warner (2006) Econometrics of Event Studies, Boston University

<http://www.bu.edu/econ/files/2011/01/KothariWarner2.pdf> [Hämtad: 2016-05-01]

Krishnaswami S; Subramaniam V. (1999). "Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision". *Journal of Financial Economics*, Vol. 53 pp: 73-112

L.E.K (2000) The Risks and Rewards of Spin-Offs, Equity Carve-Outs and Tracking Stocks, *Volume III, Issue 1*, 2000-09-01

Leland,H, Pyle, D (1977). Informational Assymetries, Financial Structure, and Financial Intemediation, *The Journal of Finance*, Vol 32, Nr 2 pp: 371-387

Liedgren, G, Olofsson, J, Zetterlund, S (2008) Spin-off Performance, Jönköping International Business School, <http://hj.diva-portal.org/smash/get/diva2:3818/FULLTEXT01.pdf> [Hämtad: 2016-05-10]

Loughran, T. & Ritter, J. (1995). The New Issues Puzzle, *Journal Of Finance*, vol. 50 Nr, 1, pp: 23-51.

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

Macdonald, L (2009) Parents and Spinoffs: When to Buy and When to Sell, *Investopedia*
<http://www.investopedia.com/articles/stocks/09/parents-and-spinoffs.asp#ixzz48qlFyXrx> [Hämtad: 2016-05-15]

Mayer, Chris (2005) A Spinoff Study, *Daily Reckoning* 2005-05-19
<http://dailyreckoning.com/a-spinoff-study/> [Hämtad: 2016-05-07]

McConnell, J, Ovtchinnikov, A (2004) Predictability of Long-Term Spinoff Returns, Purdue University
<http://www2.owen.vanderbilt.edu/alexeiovtchinnikov/Predictability%20of%20long-term%20spinoff%20returns.pdf> [Hämtad: 2016-05-25]

Narendra, N (2012) Why Investors Should Consider Trading Volume, *The Economic Times*, 2012-07-02
http://articles.economictimes.indiatimes.com/2012-07-02/news/32508563_1_trading-volume-chart-technical-analysis [Hämtad: 2016-05-06]

Nasdaq Nordic OMX

<http://www.nasdaqomxnordic.com/> &

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3> [Hämtad: 2016-05-18]

Nationalencyklopedin (u.å) Centrala Gränsvärdessatsen

<http://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/centrala-gr%C3%A4nsv%C3%A4rdessatsen>
[Hämtad: 2016-05-18]

One Steel (u.å) Advantages, Disadvantages and Risks of the Spin-out Proposal and Other Relevant Considerations http://www.onesteel.com/images/db_images/communications/38%20BHP_PART_3_30-08-0027.pdf [Hämtad: 2016-04-10]

Ostling, G, Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (2016) 2016 Spin-Off Guide, *Harvard Law School Forum*

Pearson, M (1998) Spinoffs: Breaking up is hard to do, *Journal of Business Strategy*, Vol. 19, Nr. 4, pp: 31-35

Pinto, J, Henry, E, Robinson, T, Stowe, J (2015) Equity Asset Valuation
Utgivare: John Wiley & Sons

PwC (2012) Corporate exit strategies, Februari 2012
<https://www.pwc.com/us/en/deals/assets/pwc-corporate-exit-strategies.pdf> [Hämtad: 2016-04-25]

Renneboog, L (2006) Advances in Corporate Finance and Asset Pricing
Utgivare: Emerald Group

Ross, Stephen, A. (1977). "The determination of financial structure: the incentive signalling approach".
The bell Journal of Economics and Management Science: Vol 8, Nr 1 pp: 23-40

Rubera, G, Tellis, G (2013) Spinoffs versus Buyout: Profitability of alternate Routes for commercializing innovations, *Strategic Management Journal*, Vol. 35 pp: 2043-2052

Scheutz, C (1988) Avknoppningar till Stockholm Fondbörs och OTC-marknaden; en empirisk undersökning av motiv och konsekvenser
Utgivare: Företagsekonomiska institutionen Stockholms Universitet

Skatteverket (2005) Utdelning av andelar i dotterbolag, "lex ASEA"
<https://www.skatteverket.se/download/18.18e1b10334e8bc8000114077/1359706097440/kap19.pdf>
[Hämtad: 2016-04-10]

Sveriges Riksdag (2005) Aktiebolagslag
http://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/aktiebolagslag-2005551_sfs-2005-551 [Hämtad: 2016-05-18]

Thomson Reuters
<http://thomsonreuters.com/en.html> [Hämtad: 2016-05-18]

University of Queensland (u.å.) Event Study Methodology

<http://teach.business.uq.edu.au/courses/FINM6905/files/module-3/notes/event%20study%20methodolgy.pdf> [Hämtad: 2016-05-14]

Vermaelen, T (u.å.) CEOs should refresh their finance skills, Qfinance

<http://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/ee/interviews/docs/ceos-should-refresh-their-finance-skills1.pdf> [Hämtad: 2016-04-01]

Wiedersheim, P, Eriksson, F, Torsten, L (1991), Att utreda, forska och rapportera

Utgivare. Liber Ekonomi

Williams L V. (2005). Information Efficiency in Financial and Betting Markets

Utgivare: Cambridge University Press

8.0 APPENDIX

Bilaga 1 – Bortfallsgrupp

| Datum | Dotterbolag | Moderbolag | Anledning till bortfall |
|------------|---|----------------------------------|---|
| 4/26/2001 | Observer AB (nu Cision) | Bure Equity AB | Noterad 1998, dvs innan spin-off skett |
| 9/6/2001 | Transcom Worldwide S.A AB | Industriförvaltnings AB Kinnevik | Legal hemvist i Luxemburg |
| 3/27/2003 | Klöver AB | Wihlborgs AB | Ej "ren" spin-off då moderbolag erhöill kapital |
| 9/6/2006 | Cherry AB | Betsson AB | Initialt noterad på Aktietorget |
| 3/30/2007 | NetEnt AB | Betsson AB | Initialt noterad på NGM Equity |
| 5/21/2010 | Mediaprovider Scandinavia AB (nu Modern Ekonomi Sverige Holding AB) | Transferator AB | Ej "ren" spin-off då moderbolag erhöill kapital |
| 2/22/2012 | Creades AB | Öresund | Inlösning av aktier i moderbolag till dotterbolaget |
| 2/20/2013 | Cell Impact AB | Amasten Holding AB | Ej "ren" spin-off då moderbolag erhöill kapital |
| 12/20/2013 | Archelon AB | Interfox Resources AB | Initialt noterad på Aktietorget |
| 7/16/2015 | Vostok Emerging Finance Ltd. AB | Vostok New Ventures Ltd | Inlösning av aktier i moderbolag till dotterbolaget |
| 3/16/2016 | Addlife AB | AddTech AB | Uppfyller inte kravet om notering minst 18 mån |
| 3/29/2016 | Infant Bacterial Therapeutics AB | BioGaia AB | Uppfyller inte kravet om notering minst 18 mån |

Bilaga 2 - Jämförelsegrupper

| Spin-off | #företag | Jämförelsegrupp (Namn enl. Thomson Reuters Eikon och Datastream) |
|---|----------|---|
| Effnetplattformen AB | 3 | G5 Entertainment, Greater Than, Kentima Holding |
| Kambi Group Plc | 4 | RS2 Software, Loqus HDG, Angler Gaming, 6PM Holdings |
| AGES Industri AB | 4 | Profilgruppen, Boliden, SSAB, Drillcon |
| Xvivo Perfusion AB | 3 | Stille, Glycorex, Vivoline |
| Concentric AB | 3 | Autoliv, Bulten, VBG Group |
| Dedicare AB | 4 | NGS Next Generation Sys. Sweden, SJR in Scandinavia, Wise Group, NetJobs Group |
| Deltaco AB (Nu: DistIT AB) | 3 | Clas Ohlson, Mekonomen, RNB Retail and Brands |
| PledPharma AB | 6 | Karo Pharma, Hansa Medical, Medivir, Active Biotech, Bioinvent Intl. WNTRResearch |
| HCS Holding AB (Nu: Stendörren Fastigheter AB) | 3 | Castellum, Wallenstam, Dios Fastigheter |
| CDON Group AB (Nu: Qliro Group AB) | 4 | Contextvision, MQ Holding, RNB Retail and Brand, Online Brands Nordic |
| EnQuest Plc | 3 | Tethys Oil, Ginger Oil, Dome Energy |
| Loomis AB | 5 | Intrum Justitia, Sweco, AF, Intellecta, Semcon |
| Cloetta AB | 6 | Aarhuskarlshamn, Biogaia, Probi, Midsona, Skane Mollan, Bringwell International |
| Hexpol AB | 3 | Nolato, Trelleborg, SSAB |
| Victoria Park AB | 3 | Wallenstam, Amasten Holding, Hufvudstaden |
| Peab Industri AB (Avnoterad 2009) | 3 | Skanska, Elanders, NCC |
| Precomp Solutions AB/Consilium Components AB | 4 | Beijer Alma, Atlas Copco, SKF, Duroc |
| Forshem Group AB (Nu: Götenehus Group AB) | 3 | JM, Fagerhult, Nordic.Ser.Ptns.Hdg |
| Carl Lamm (Avnoterad 2008) | 3 | Proact IT, Precio Fishbone, Prevas |
| Securitas Direct AB | 3 | NCC, Elanders, Skanska |
| Catena AB | 5 | Castellum, Corem Property Group, Kungsleden, Heba, Fastighets Balder |
| Husqvarna AB | 3 | Svedbergs i Dalstorp, Assa Abloy, Fagerhult |
| Enlight International AB (Nu: Caperio Holding AB) | 4 | Acando, Enea, Proact IT, Prevas |
| Gunnebo Industrier AB (Avnoterad 2008) | 3 | B&B Tools, Lagercrantz group, Alfa Laval |
| Wihlborgs Fastigheter AB | 5 | Fastighets Balder, Castellum, Kungsleden, Heba, Corem Property Group |
| Formpipe Software AB | 3 | Indl.&Finl.sys, Vitec Software Group, Softronic |
| Uniflex AB | 4 | NGS Next Generation Sys. Sweden, Semcon, Intrum Justitia, Rejlers |
| Effnet Holding AB (Nu: Cassandra Oil AB) | 3 | Tethys Oil, Ginger Oil, Lundin Petroleum |
| ITAB Shop Concept AB | 4 | Lammhult, Semcon, Studsvik, Sweco |
| Sigma AB (Avnoterad 2013) | 3 | HiQ, Proact, Cybercom |
| Billerud (Nu: BillerudKorsnäs AB) | 3 | Rottneros, Holmen, Bergs timber |
| Capio AB (Avnoterad 2006) | 3 | Feelgood, Getinge, Sectra |
| Beijer Electronics AB | 3 | JLT Mobile, Doro, JM |

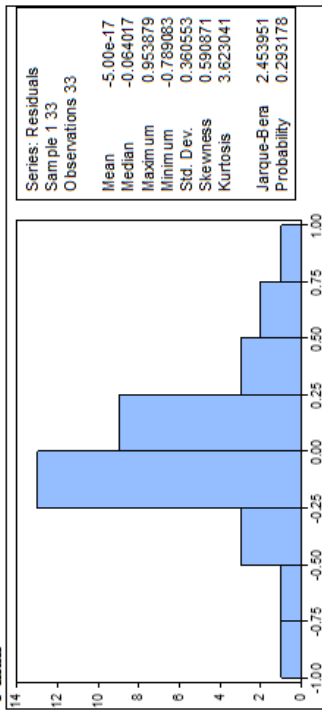
Bilaga 3 – Grund till regression

| Datum | Företag | CAR 6 mån | CAR 12 mån | CAR 18 mån | CAR 24 mån | Tillväxt och synergieffekter | Fokus på kärnkompetens | Transparens och kapital | Börslista | Industri | Beta | Relativ storlek |
|------------|---|-----------|------------|------------|------------|------------------------------|------------------------|-------------------------|-----------|----------|--------|-----------------|
| 2014-12-11 | Effnetplattformen AB | 0,0693 | 0,3229 | 0,6283 | 0,7460 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0,57 | 0,1084 |
| 2014-06-02 | Kambi Group Plc | 0,7902 | 0,6715 | 0,9648 | 1,5536 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0,47 | 0,1591 |
| 2014-05-16 | AGES Industri AB | -0,1577 | -0,1049 | -0,2082 | -0,1505 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0,60 | 0,6118 |
| 2012-10-08 | Xvivo Perfusion AB | 0,0275 | 0,2930 | 0,5612 | 0,7694 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0,30 | 0,4945 |
| 2011-06-16 | Concentric AB | 0,2454 | 0,6079 | 0,5137 | 0,6896 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1,68 | 1,5846 |
| 2011-05-04 | Dedcare AB | 0,5810 | 0,7327 | 0,9511 | 0,7746 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0,75 | 0,8575 |
| 2011-04-19 | Deltace AB (Nu: Dicit AB) | -0,1622 | -0,0397 | 0,0096 | 0,0893 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0,51 | 0,5445 |
| 2011-04-07 | PledPharma AB | -0,0374 | 0,0103 | -0,1888 | 0,0782 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0,60 | 1,9934 |
| 2011-02-04 | HCSweden Holding AB (Nu: Stendörren Fastigheter AB) | 0,1063 | 0,4564 | 1,6124 | 2,6193 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1,33 | 6,7006 |
| 2010-12-15 | CDON Group AB (Nu: Qliro Group AB) | 0,1282 | 0,2521 | 0,4488 | 0,3185 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2,03 | 0,0814 | |
| 2010-04-06 | EnQuest Plc | 0,1217 | 0,2305 | 0,1804 | 0,3020 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2,22 | 0,4501 |
| 2008-12-09 | Loomis AB | 0,1801 | -0,0095 | -0,0930 | -0,0165 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0,85 | 0,1525 |
| 2008-12-08 | Cloetta AB | 0,2615 | 0,1834 | 0,3971 | 0,3228 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0,76 | 0,1316 |
| 2008-06-09 | Hexpol AB | -0,7496 | -0,3504 | -0,0493 | 0,3586 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1,19 | 0,0454 | |
| 2007-11-14 | Victoria Park AB | 0,4752 | 1,0744 | 1,2510 | 1,1917 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0,65 | 0,5150 |
| 2007-10-01 | Peab Industri AB (Avnoterad 2009) | 0,2192 | 0,1740 | 0,0830 | -0,2401 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1,13 | 0,4169 |
| 2007-08-29 | Precomp Solutions AB/Consilium Components AB | -0,1889 | -0,6504 | -2,1176 | 0,1780 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0,89 | 0,0555 |
| 2006-11-23 | Forshem Group AB (Nu: Götenelius Group AB) | 0,1407 | -0,1360 | -0,1837 | -1,2645 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0,86 | 1,9194 |
| 2006-10-10 | Carl Lamm (Avnoterad 2008) | 0,0499 | 0,0468 | 0,5384 | 0,6024 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0,82 | 1,0163 |
| 2006-09-29 | Securitas Direct AB (Avnoterad 2008) | -0,0615 | -0,0935 | 0,4905 | 0,6897 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0,58 | 0,2042 |
| 2006-06-13 | Husqvarna AB | -0,0177 | 0,2017 | -0,0180 | 0,0293 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1,17 | 0,7480 |
| 2006-04-26 | Catena AB | -0,0499 | 0,0166 | 0,0161 | 0,1673 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0,86 | 0,4569 |
| 2005-09-08 | Enlight International AB (Nu: Caperio Holding) | -0,3471 | -0,6048 | -1,2201 | -1,7908 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | -0,14 | 0,0607 |
| 2005-06-14 | Gumbeo Industrier AB (Avnoterad 2008) | 0,1331 | 0,3310 | 0,3431 | 0,3128 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1,08 | 0,2974 |
| 2005-05-23 | Wihlborgs Fastigheter AB | -0,1058 | -0,0169 | 0,0791 | 0,0735 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0,62 | 0,2541 |
| 2005-01-19 | Formpipe Software AB | 1,3979 | 1,8390 | 1,9910 | 2,5512 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0,59 | 0,3014 |
| 2004-11-19 | Uniflex AB | 0,0813 | 0,0975 | 0,2976 | 0,5754 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0,50 | 0,2626 |
| 2004-07-28 | Effnet Holding AB (Nu: Casanadra Oil AB) | -0,3336 | 1,6739 | 1,5441 | 1,9798 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 5,40 | 0,1815 |
| 2004-05-28 | ITAB Shop Concept AB | 0,1008 | 0,2124 | 0,4825 | 0,4975 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1,32 | 1,5432 |
| 2001-11-20 | Billerud AB (Nu: BillerudKorsnäs AB) | 0,7239 | 1,0259 | 1,0979 | 0,9367 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1,27 | 0,1345 |
| 2001-09-28 | Sigma AB | 0,5836 | -0,3991 | 0,1189 | 0,0710 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1,00 | 1,3006 |
| 2000-10-16 | Caprio AB | 0,6808 | 0,8265 | 0,7907 | 1,1593 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1,70 | 0,7371 |
| 2000-06-08 | Beijer Electronics AB | 0,0097 | 0,2360 | 0,3193 | 0,3923 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1,10 | 1,8263 |

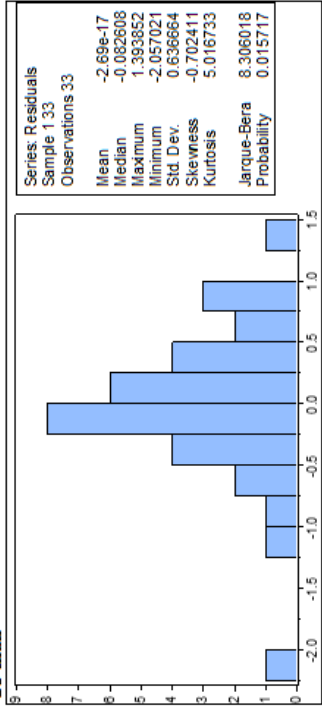
Bilaga 4 - Normalfördelning

Normalfördelning

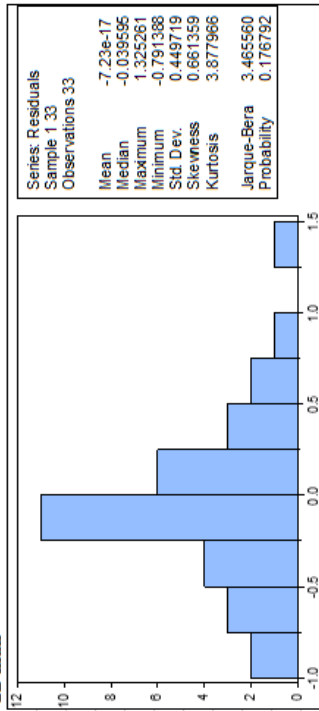
6 mån



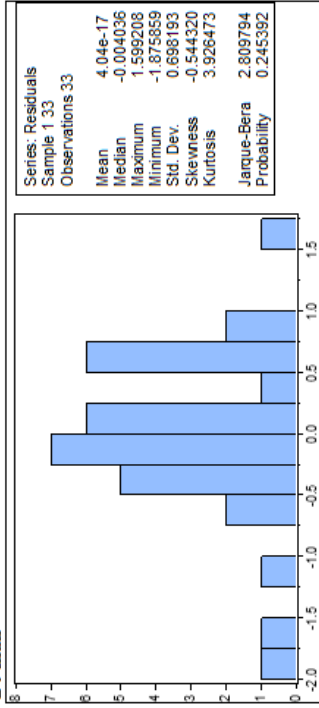
18 mån



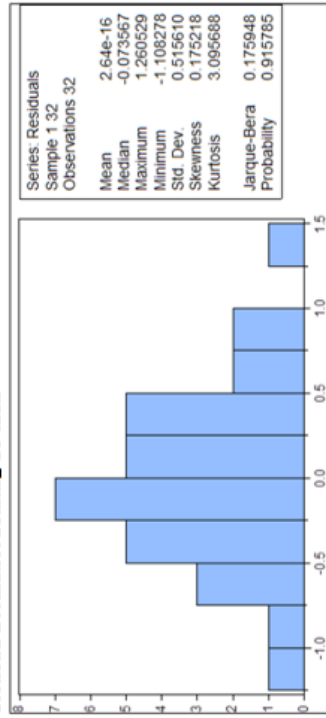
12 mån



24 mån



Rensad normalfördelning 18 mån



Bilaga 5 – Heteroskedastisitet: White

Heteroskedastisitet: White

CAR 6 mån

| | | | |
|---|----------|----------------------|--------|
| Heteroskedasticity Test: White | | | |
| Oberoende Variabler: Beta, Industri, Lista, Relativ Storlek | | | |
| F-statistic | 0.868116 | Prob. F(12,20) | 0.5888 |
| Obs*R-squared | 11.30189 | Prob. Chi-Square(12) | 0.5032 |
| Scaled explained SS | 10.67123 | Prob. Chi-Square(12) | 0.5573 |

12 mån

| | | | |
|---|----------|----------------------|--------|
| Heteroskedasticity Test: White | | | |
| Oberoende Variabler: Beta, Industri, Lista, Relativ Storlek | | | |
| F-statistic | 1.661830 | Prob. F(12,20) | 0.1522 |
| Obs*R-squared | 16.47602 | Prob. Chi-Square(12) | 0.1704 |
| Scaled explained SS | 17.06853 | Prob. Chi-Square(12) | 0.1470 |

18 mån

| | | | |
|---|----------|----------------------|--------|
| Heteroskedasticity Test: White | | | |
| Oberoende Variabler: Beta, Industri, Lista, Relativ Storlek | | | |
| F-statistic | 1.637530 | Prob. F(12,20) | 0.1591 |
| Obs*R-squared | 16.35450 | Prob. Chi-Square(12) | 0.1755 |
| Scaled explained SS | 23.64659 | Prob. Chi-Square(12) | 0.0227 |

24 mån

| | | | |
|---|----------|----------------------|--------|
| Heteroskedasticity Test: White | | | |
| Oberoende Variabler: Beta, Industri, Lista, Relativ Storlek | | | |
| F-statistic | 1.411283 | Prob. F(12,20) | 0.2395 |
| Obs*R-squared | 15.13096 | Prob. Chi-Square(12) | 0.2344 |
| Scaled explained SS | 15.93930 | Prob. Chi-Square(12) | 0.1940 |

Bilaga 6 – Variance Inflation Factor (VIF)

Variance Inflation Factors (VIF)

CAR, 6 , 12, 18, 24 mån

| | |
|---------------------|-------------------------|
| Datum: 05/25/16 | |
| Anal företag: 33 | |
| Oberoende Variabler | Centered VIF |
| CAR | NA |
| BETA | 1.029989 |
| INDUSTRI | 1.082217 |
| BÖRSLISTA | 1.075308 |
| RELATIV STORLEK | 1.092862 |

Bilaga 7 - Korrelationsmatris

Korrelationsmatris

CAR 6 mån

| | CAR | BETA | INDUSTRI | LISTA |
|-----------------|-----------|-----------|----------|----------|
| BETA | -0.137100 | | | |
| INDUSTRI | -0.379331 | 0.136739 | | |
| LISTA | -0.021930 | -0.078732 | 0.145437 | |
| RELATIV STORLEK | 0.013353 | 0.031139 | 0.215924 | 0.223996 |

CAR 12 mån

| | CAR | BETA | INDUSTRI | LISTA |
|-----------------|-----------|-----------|----------|----------|
| BETA | 0.468203 | | | |
| INDUSTRI | -0.281512 | 0.136739 | | |
| LISTA | -0.068495 | -0.078732 | 0.145437 | |
| RELATIV STORLEK | 0.020893 | 0.031139 | 0.215924 | 0.223996 |

CAR 18 mån

| | CAR | BETA | INDUSTRI | LISTA |
|-----------------|-----------|-----------|----------|----------|
| BETA | 0.320727 | | | |
| INDUSTRI | -0.265659 | 0.136739 | | |
| LISTA | -0.072157 | -0.078732 | 0.145437 | |
| RELATIV_STORLEK | 0.251669 | 0.031139 | 0.215924 | 0.223996 |

CAR 24 mån

| | CAR | BETA | INDUSTRI | LISTA |
|-----------------|-----------|-----------|----------|----------|
| BETA | 0.350027 | | | |
| INDUSTRI | -0.263880 | 0.136739 | | |
| LISTA | 0.071706 | -0.078732 | 0.145437 | |
| RELATIV_STORLEK | 0.296352 | 0.031139 | 0.215924 | 0.223996 |