



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

HT16

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

En studie om svenska företagsförvärv på kort och lång sikt

Författare:

Amir Champari

Lukas Leimar

Nikola Radosavljevic

Handledare:

Anna Glenngård

Titel: Företagsförvärv – ett uppköp eller nedköp? En studie om svenska företagsförvärv på kort och lång sikt

Seminariedatum: 12 Januari 2017

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

Författare: Amir Champari, Lukas Leimar, Nikola Radosavljevic

Handledare: Anna Glenngård

Fem nyckelord: Företagsförvärv, BHAR, Sverige, abnormal avkastning, multipel regression.

Syfte: Denna studie genomförs med syftet att undersöka huruvida företag som förvärvar presterar långsiktigt bättre eller sämre än företag som inte ägnar sig åt förvärv. Vidare undersöks vilken påverkan olika omständigheter vid förvärvstillfället kan ha på utvecklingen av det förvärvande företags aktiepris.

Metod: Studien är utförd som en kvantitativ eventstudie. En multipel regressionsanalys har gjorts för att testa de förklarande variabelernas signifikans för abnormal avkastning, som mäts med BHAR.

Teoretiska perspektiv: Studien baseras på tidigare forskning gjord inom området, huvudsakligen studier gjorda på den amerikanska och den kanadensiska marknaden. Dessa mäter långsiktig abnormal avkastning, men under andra tidsperioder.

Empiri: Aktieavkastningar hos 59 svenska företag som har förvärvat ett annat, mellan åren 2005 och 2012.

Slutsats: Förvärvande företag uppvisar en positiv avkastning jämfört med företag som inte förvärvat. Fem av sju variabler visade signifikans vid olika observerade tidsperioder.

Title: Mergers & Acquisitions - an upgrade or downgrade? - A short and long term study of the Swedish M & A market.

Seminar date: 12 January 2017

Course: FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS-cr)

Authors: Amir Champari, Lukas Leimar, Nikola Radosavljevic

Advisor/s: Anna Glenngård

Key words: Mergers and Acquisitions, BHAR, Sweden, abnormal return, multiple regressions.

Purpose: The purpose of this study is to examine if shareholders of the acquiring firm are gaining any abnormal returns, compared to the control firms that did not acquire at all. The purpose is also to investigate which variables have significant influence on the differences in returns.

Methodology: The study is constructed as a quantitative event study. A multiple analysis is performed to test the explanatory variables for the abnormal returns, measured in BHAR.

Theoretical perspectives: The study is based on previous research done in this subject, mainly with focus on American and Canadian market. These studies measure long-term returns, under different time period.

Empirical foundation: Empirical data is gathered from 59 Swedish acquiring firms, which have acquired other firms between year 2005 and 2012.

Conclusions: The acquiring firms show positive abnormal returns, compared to non-acquiring firms. Five of the seven variables show significance at different observed periods.

Definitioner

Förvärv	Ett företag köper upp alla eller majoriteten av aktierna i ett annat företag. Betecknas " <i>Mergers and Acquisitions</i> " på engelska.
Kontrollföretag	Företag som inte gjort något förvärv, som används som benchmark till de förvärvande företagen.
BHAR	Förkortning för " <i>Buy-and-hold-abnormal-return</i> ". Mäter abnormal avkastning, som är skillnaden i avkastning mellan ett företag som ingår i urvalet och ett kontrollföretag.
Transaktionskostnad	Det totala värdet av ett företagsförvärv, som betalas av förvärvaren i kontanter och/eller aktier.
Paneldata	Data för flera tidsperioder som hämtas från samma grupp av observationer.

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Syfte.....	4
1.4 Frågeställningar.....	4
1.5 Avgränsning.....	4
1.6 Forskningsbidrag	5
1.7 Målgrupp.....	5
1.8 Disposition	6
2. Teori	7
2.1 Motiv bakom företagsförvärv	7
2.1.1 Effektivitetsteorin	7
2.1.2 Monopolteorin.....	8
2.1.3 Värderingsteorin	8
2.1.4 Empire Building.....	9
2.1.5 Hybrishypotesen	9
2.2 Förvärvsvarianter	10
2.3 Effektiva marknadshypotesen	10
2.4 Referensstudier	11
2.4.1 Loughran och Vjih	11
2.4.2 Dutta och Jog	12
2.4.3 Rau och Vermaelen	13
2.5 Variabler	14
2.5.1 Betalningssätt	15
2.5.2 Transaktionens relativa storlek	15
2.5.3 Värdeföretag eller tillväxtföretag	16
2.5.4 Publikt eller privat företag	16
2.5.5 Utländskt eller inhemskt målföretag	17
2.5.6 Genomsnittlig låneränta	17
2.5.7 Konjunkturläge	18
3. Metod.....	19
3.1 Angreppssätt	19
3.2 Arbetsgång	20
3.2.1. Datasamling och urval.....	20
3.2.2. Urval av företag	21
3.2.3. Val av estimeringsfönster.....	22
3.3 Mått på abnormal avkastning.....	22
3.3.1 Matchning.....	23
3.4 Behandling av förklarande variabler	24
3.4.1. Betalningssätt	24
3.4.2. Relativ storlek	24
3.4.3. Värdeföretag eller tillväxtföretag - market-to-book	25

3.4.4. Publikt eller privat företag	25
3.4.5. Utländskt eller inhemskt målföretag	25
3.4.6. Räntekostnader/Totala skulder	26
3.4.7. Sveriges BNP	26
3.5 Statistiska undersökningsmetoder	26
3.5.1. T-test	26
3.5.2. Multipel regression	27
3.5.3. Förklaringsgrad (R^2).....	29
3.5.4. Multikollinearitet.....	30
3.5.5. Homoskedasticitet	30
3.6 Metoddiskussion	31
3.6.1. Eventstudie	31
3.6.2. BHAR	31
3.6.3. Sekundärdata.....	33
3.6.4. Kontrollföretag	33
3.7 Reliabilitet.....	34
3.8 Validitet	34
3.9 Databortfall.....	34
4. Resultat	36
4.1 Om undersökningen	36
4.2 Urvalet	36
4.2.1 Förvärvens genomföranden.....	38
4.3 BHAR.....	39
4.3.1 Genomsnittlig abnormal avkastning för urvalet	39
4.3.2 T-test	39
4.4 Regression.....	40
4.5 Hantering av extremvärden	42
4.5.1. Regressionsanalys efter winzoring	45
4.6. Multikollinearitet	46
4.7. Heteroskedasticitet	47
5. Analys.....	48
5.1 Förekommer abnormal avkastning?	48
5.2 Vilka variabler påverkar den abnormala avkastningen?.....	50
5.2.1 Om regressionsanalysen	50
5.2.2 Signifikanta variabler	50
5.2.3 Icke signifikanta variabler	53
5.3 Hypotestestning	55
5.4 Eftertankar om den valda metoden	56
6. Slutsats	57
6.1 Sammanfattning och slutsats.....	57
6.2 Kunskapsbidrag	57
6.3 Förslag till vidare forskning.....	58
Källförteckning	59
Appendix	64

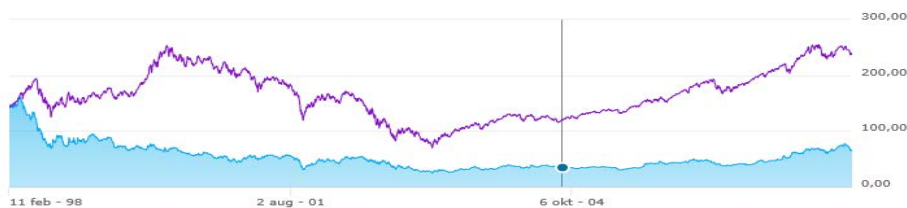
1. Inledning

Inledningsvis introduceras läsaren till studiens ämnesval, följd av en problemdiskussion kring företagsförvärv. Vidare beskrivs studiens syfte, samt frågeställning.

1.1 Bakgrund

Sedan en tid tillbaka gjorde Kalle en långsiktig investering, då han köpte 10 procent av aktierna i det svenska företaget ABC. Idag hölls ett möte mellan aktieägarna och företagsledningen, där ett förslag från företagsledningen presenterades. Ledningen har nämligen för avsikt att förvärva företaget XYZ. Kalle vet sedan tidigare att en stor del av de andra aktieägarna är tveksamma till huruvida en sådan manöver kommer gynna företaget. Själv känner han också en viss oro angående de möjliga konsekvenserna detta kan få för värdet på hans aktieinnehav i företaget. Under mötet lyfte ledningen fram de framtida vinster som kan komma att genereras tack vare detta förvärv.

Kalle tänker dock på förvärv som inte varit särskilt lyckade i efterhand. Ett exempel är sammanslagningen av Daimler-Benz och Chrysler 1998, och hur det gick de efterföljande åren. En av världens då största sammanslagningar slutade med att Daimler sålde Chrysler till ett riskkapitalföretag, delvis på grund av att företagens kulturer inte var kompatibla. Daimlers aktieägare gick så långt att de kallade Chrysler för "en åkomma", skriver Time Magazine (u.å.). Kalle tycker därför att företagsledningen bör tänka på att det planerade förvärvet ska vara gynnsamt i ett längre perspektiv för både företaget och aktieägarna.



Graf 1: Daimlers aktiekurs efter att ha förvärvat Chrysler. (Källa: Nordnet)

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Å andra sidan kommer Kalle att tänka på Telias förvärv av Sonera år 2002. Det nya företaget TeliaSonera slog OMXS30-indexet de första tre åren efter affären, vilket förstås innebär att ett företagsförvärv också kan vara en bra idé.



Graf 2: Telias aktiekurs jämförd med OMX30 efter att ha förvärvat Sonera. (Källa: Avanza)

Förvärvet som ledningen planerar påverkar ett stort antal individer. Tidigare gjorda studier kommer ibland fram till att de förvärvande företagens aktiekurs påverkas negativt efter att förvärvet genomförts, exempelvis i Agrawal et al (1992) där förvärvarnas aktieägare över fem år förlorade 10 procent i genomsnitt. Det bör därför ifrågasättas vad ledningen grundar sitt beslut på. Kalle känner att han vill ha en djupare insikt i vad som avgör om förvärvet blir lyckat eller ej för att kunna ta ställning till ledningens beslut. Därför bestämmer han sig för att göra en egen studie med fokus på effekterna av företagsförvärv.

1.2 Problemdiskussion

Trautwein (1990) beskriver flera olika motiv som en företagsledning kan ha för att förvärva andra företag. Det kan vara att man förväntar sig synergieffekter som ska ge företaget olika fördelar eller monopoleffekter som ger en värdeöverföring från kunderna till aktieägarna, bland flera andra. Som aktieägare kan dessa förklaringar förstås låta övertygande och godtagbara.

Forskningen på området har visat att man som aktieägare i ett förvärvande företag får vara beredd på att avkastningen efter det genomförda förvärvet kan variera. Det finns flera studier som jämför företags prestationer före och efter genomförda förvärv, och resultaten är ibland avskräckande. En studie inom detta ämne görs av Agrawal et al (1992), och den visar tydlig negativ abnormal avkastning för aktieägarna under en femårsperiod efter förvärvsdagen. De

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

beaktar alla förvärv och sammanslagningar mellan 1955 och 1987 på den amerikanska marknaden, och jämför de förvärvande företagens aktiekurser med olika index. Efter att de justerat prestationen för storlek och beta-värde kommer de fram till slutsatsen att aktieägarna i genomsnitt förlorar 10 procent under undersökta perioden.

Loughran och Vijh (1997) gör en studie inom samma område, med ett något ljusare resultat. I deras urval ingår alla förvärv mellan 1970 och 1989, och aktierörelserna mäts från och med tillkännagivandedatumet. De jämför avkastningen hos företagen som var med i urvalet med passande kontrollföretag. Slutsatsen blir att avkastningen i stor grad påverkas av betalningsmetoden, och att företag som förvärvar med kontanter genererar högre avkastning i förhållande till kontrollföretagen än de som använder aktier som betalningsmedel. Företagsförvärv behöver alltså inte vara en förlustaffär, då man kan öka sannolikheten för ett positivt resultat genom att genomföra förvärvet på ett visst sätt.

Dutta och Jog (2009) genomför en studie där de valde att studera förvärvande företag på den kanadensiska marknaden, för att analysera dess prestation efter förvärvet. I urvalet ingår 1300 förvärv som ägde rum mellan 1993 och 2002. Till skillnad från ovan nämnda studier hittar Dutta och Jog inte någon långsiktig abnormal avkastning, men finner att den abnormala avkastningen ofta beror på hur förvärvet genomförts.

Övriga studier, gjorda av Mandelker (1974), Langetieg (1978), Dodd (1980) och Asquith (1983), kommer fram till att målföretagens aktiekurs vid uppköp ger en ökning i genomsnitt på 20 procent, medan de förvärvande företagen negativ eller ingen abnormal avkastning.

Trots att en del av resultaten från gjorda studier är negativa, fortsätter företag bedriva förvärvsaktiviteter. Många företagsledningar tros vara intresserade av att personligen dra nytta av fördelarna med att driva ett större företag (Trautwein, 1990). En annan förklaring kan vara att beslutsfattare med för stort självförtroende tenderar att ha en sämre förmåga att fatta rationella beslut, vilket leder till förvärv genomförs utan en solid strategi bakom (Roll, 1986). Då man som aktieägare i första hand är ute efter att få en bra avkastning för så låg risk som möjligt är det såklart ett orostecken om ledningen börjar agera mer för sin egen räkning än för aktieägarnas.

Observerbart är att slutsatserna varierar mycket beroende på vilken tidsperiod och vilket geografiskt område de olika forskarna har valt att undersöka förvärv från. En gemensam nämnare är att den abnormala avkastningen ofta påverkas av tillvägagångssätten när förvärven genomförs, exempelvis hur förvärvet betalas. Denna insikt gör det angeläget att se vilka faktorer som påverkar resultaten vid just svenska förvärv, så att aktieägarna i ABC kan få en bättre uppfattning om huruvida förvärvet kan tänkas gynna dem.

1.3 Syfte

Denna studie genomförs med syftet att undersöka huruvida företag som förvärvar presterar långsiktigt bättre eller sämre än företag som inte ägnar sig åt förvärv. Vidare undersöks vilken påverkan olika omständigheter vid och efter förvärvstillfället kan ha på utvecklingen av det förvärvande företags aktiepris. Avsikten är att sedan kunna ge ett par enkla råd till en investerare som funderar på att investera i ett företag som har ett förvärv på sin agenda.

1.4 Frågeställningar

Syftet mynnar ut i dessa frågeställningar:

1. *Går det att påvisa en abnormal avkastning hos svenska företag som genomfört ett förvärv mellan 2005 och 2012?*
2. *Kan den abnormala avkastningen förklaras av de utvalda variablerna?*

1.5 Avgränsning

Denna studie är baserad på tidigare gjord forskning på området, och författarnas ambition är utgå från vad som tidigare gjorts och sedan bidra med ett nytt perspektiv till denna forskningsbank. Studien är därför avgränsad till att enbart omfatta svenska företag, börsnoterade på NASDAQ OMX Stockholm och som genomfört ett förvärv. Det förvärvade företaget kan dock vara icke-svenskt. För att få en hanterlig mängd data att analysera under den korta tidsram denna uppsats har, så ska förvärven ha genomförts och bekräftats mellan

2005-01-01 och 2012-12-31. Avkastningen mäts under perioden två dagar innan förvärven tillkännagavs, till och med tre år efter att det genomfördes.

1.6 Forskningsbidrag

Undersökningen går ut på att mäta den abnormala avkastningen för aktieägare i förvärvande företag, och se vilka omständigheter vid förvärvet som kan påverka denna avkastning. Denna typ av studie har gjorts många gånger tidigare, på flera olika marknader och under olika tidsperioder. Det som särskiljer denna studie är att den undersöker företag på enbart den svenska marknaden, som har genomfört företagsförvärv mellan år 2005 och år 2012. Efter att en sökning efter andra studier gjorts, kan det konstateras att det inte gjorts många undersökningar av den svenska marknaden under denna tidsperiod, vilket gör att denna uppsats kan komplettera den befintliga forskningen. I studiens tidsram inkluderas delvis en högperiod för företagsförvärv, även nämnd den "sjätte vågen". Denna högperiod slutade 2007, i samband med den internationella finansiella krisen (Gaughan, 2015) som också inkluderas i tidsramen.

1.7 Målgrupp

Arbetet är riktad mot en väldigt bred grupp av varierande intressenter, bland annat ekonomistudenter, professorer och människor som är arbetar inom finanssektorn. Det antas att dessa intressenter sedan tidigare innehar kunskap inom grundläggande finansiering och ekonometri.

1.8 Disposition

Kapitel	Titel	Innehåll
2.	Teori	I detta kapitel presenteras de teorier kring företagsförvärv som funnits relevanta. Därefter redogörs för den forskning som ligger till grund för studiens vinkel och metoder. Avslutningsvis presenteras variablerna som förväntas förklara abnormal avkastning, samt de uppställda hypoteserna.
3.	Metod	Detta kapitel går igenom de metoder som används för att försöka påvisa och förklara abnormal avkastning hos förvärvande företag. Tillvägagångssätten för att samla in data och bearbeta den redogörs för, och metodteorin motiveras och diskuteras.
4.	Resultat	I detta avsnitt presenteras den insamlade och bearbetade datamaterialet som använts för att avgöra om det föreligger någon abnormal avkastning, och vad som kan påverka den. Inledningsvis presenteras läsaren för den deskriptiva statistiken för urvalet, tillsammans med BHAR för de olika perioderna. Sedan följer en regressionsanalys som syftar till att förklara olika faktorer påverkan på denna abnormala avkastning.
5.	Analys	I analysdelen tolkas studiens resultat utifrån teorierna, och de uppställda hypoteserna testas. Analysdelen avslutas med resonemang kring det valda tillvägagångssättet.
6.	Slutsats	I detta kapitel sammanfattas slutsatserna som dragits efter att den insamlade datamaterialet analyserats, och investeraren har fått en bild av vad som kan känneteckna ett bra företagsförvärv. Avslutningsvis presenteras några förslag till vidare forskning.

Tabell 1. Studiens disposition

2. Teori

I detta kapitel presenteras de teorier kring företagsförvärv som funnits relevanta. Därefter redogörs för den forskning som ligger till grund för studiens vinkel och metoder. Avslutningsvis presenteras variablerna som förväntas förklara abnormal avkastning, samt de uppställda hypoteserna.

2.1 Motiv bakom företagsförvärv

I sin studie om organisk tillväxt från 2009, skriver Ghobadian et al om att företagsförvärv är ett substitut till organisk tillväxt. Organisk tillväxt skapas exempelvis genom en ökning av omsättningen från företagets försäljning (Avanza, 2009). Detta är en process som kräver tid och stora insatser samtidigt som många faktorer måste beaktas för att lyckas. Företagsförvärv möjliggör en snabbare tillväxt, fast mer riskfylld. Ghobadian et al (2009) konstaterar att organisk tillväxt föredras av aktieägarna, men att förvärv kan vara det enklare alternativet om marknaden är mättad.

Trautwein (1990) förklarar i sin artikel några av de teorier som forskningen kommit fram till kring varför företagsförvärv sker, uppdelat i två kategorier. Den första kategorin består av teorier där fokus ligger på att maximera värdet för förvärvarens aktieägare. Den andra kategorin innefattar teorier om att personer i företagsledning beslutar om att förvärva andra företag för att det ligger i deras egna intresse, även om det kanske inte ligger i aktieägarnas.

2.1.1 Effektivitetsteorin

Den första teorin, där fokus ligger på aktieägarnas värde, beskriver de tänkbara synergieffekter som kan väntas uppstå när två företag slagits ihop. Den kallas effektivitetsteorin, och innefattar tre typer av synergier. Den första är finansiella synergier, som enklare uttryckt innebär att ett företag kan sänka sin kapitalkostnad genom att förvärva andra företag. Detta görs på tre sätt:

1. Förvärva ett företag i en helt annan bransch för att sänka den systematiska risken.
2. Öka det egna företagets storlek för att lättare få tag på billigt kapital.
3. Etablera en intern kapitalmarknad.

Den andra typen av synergi kallas operationella synergier, och uppstår när man efter en sammanslagning kan dra nytta av varandras tillgångar. Gaughan (2015) beskriver dessa som economies of scale and scope. Economies of scale (Sv:skalfördelar) uppstår när en ökad tillverkning av företagets produkter även gör att lönsamheten för företaget ökar. Med economies of scope menar Berk och Demarzo (2014) de fördelar det innebär att kunna använda det ena företagets unika tillgångar för att göra det sammanslagna företaget bättre.

Om till exempel ett av företagen har en bra distributör kan båda nyttja denna, en försäljningsavdelning kan marknadsföra både produkter, och unika kunskaper som anställda i målföretaget besitter kan bidra till att förvärvaren kan utveckla sina produkter på ett bättre sätt. Det sistnämnda, att förvärva företag som ligger i framkant kunskapsmässigt, är vanligt inom teknologisektorn. Cisco är ett ofta förekommande exempel (Berk och Demarzo, 2014).

Den tredje synergien är de ledarskapsrelaterade synergier. Dessa realiserar om förvärvarens ledning kan öka produktiviteten hos målföretaget, genom att bidra med egna strategier eller bättre samordningsförmåga. Denna ökade produktivitet ska då bidra till ökat värde även för de egna aktieägarna (Trautwein, 1990). Kim, Nofsinger & Mohr (2010) konstaterar i sin studie att det är vanligt förekommande vid förvärv att målföretagets ledning byts ut.

2.1.2 Monopolteorin

Enligt Trautwein (1990) gör många företag förvärv med det huvudsakliga syftet att öka sina marknadsandelar. Dessa andelar kan vinnas genom att förvärva en konkurrent verksam i samma bransch och samma produktionsled, eller genom att köpa upp en aktör från en annan bransch(konglomerat). Båda dessa alternativ kan ge det sammanslagna företaget en möjlighet att begränsa konkurrensen på marknaderna man är verksam på, och även försvåra tillträdet till specifika marknader för nya företag om det är ett ledande företag som köps upp. Enligt Gaughan (2015) kan ett förvärv som begränsar konkurrensen betydligt, göra att förvärvaren får en ökad köpkraft, det vill säga en ökad förmåga att upprätthålla höga priser.

2.1.3 Värderingsteorin

Enligt den *effektiva marknadshypotesen* (Fama, 1970) motsvarar en akties värde all tillgänglig information på marknaden. I verkligheten är det dock flera andra faktorer som spelar in, då

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

alla investerare inte har samma möjlighet att skaffa all information, eller åtminstone inte att få den vid samma tillfälle som den som får den först. *Värderingsteorin* bygger på att företagsförvärv eller sammanslagningar planeras och genomförs av företagsledare som har, eller anser sig ha, bättre information om målföretaget än vad den övriga marknaden har. Eftersom de är bättre informerade kan de avgöra om målföretaget är över- eller undervärderat, och kan då lägga ett bra bud (Trautwein, 1990).

2.1.4 Empire Building

Företagsledningar kan ibland ingå i en sammanslagning eller välja att argumentera för köp av ett annat företag, utan att detta medför fördelar för aktieägarna. Istället kan ledningen vara mer intresserad av för egen del tillskansa sig de fördelar som det innebär att driva ett stort företag, bland annat prestige, rykte och högre lön (Berk och Demarzo, 2014). *Empire building*-teorin menar att många förvärv genomförs av ledningar som i första hand ser till sina egna intressen, där status och makt är vanliga mål. Råder det stor separation mellan ägande och kontroll i ett företag, anses det bidra till den här typen av förvärv förekommer (Trautwein, 1990).

2.1.5 Hybrishypotesen

En ledning som präglas av överdrivet självförtroende kan leda till att besluten som fattas enbart skapar kostnader för aktieägarna. Roll förklarar sådant beteende i sin artikel från 1986. Hybrishypotesen gör gällande att förvärvande VD:ar med för stor tro på sig själva tenderar att ingå i sammanslagningar med egen vinning som huvudsakligt motiv, och kanske sätter den ekonomiska vinningen för de egna aktieägarna i andra hand. Enligt Roll är risken stor att förvärvet sker till ett överpris, och att det bara är målföretagets ägare som får en positiv avkastning av affären.

Förvärvsmotiv	Teori
Synergieffekter som gynnar aktieägarna	Effektivitetsteorin
Begränsa konkurrensen	Monopolteorin
Vinster som resultat av informationsasymmetri	Värderingsterin
Ledningens personliga agenda	Empire building- teorin
Överdrivet självförtroende	Hybrishypotesen

Tabell 2. Sammanfattning av teorier

2.2 Förvärvsvarianter

Då denna studie kretsar kring företagsförvärv, finns det anledning att redogöra de olika sätten ett förvärv kan genomföras på. De kända alternativen är genom *sammanslagningar* eller *anbud*. Loughran och Vijh (1997) förklarar att vid sammanslagningar är målföretagets ledning oftast välvilligt inställd till förvärvet, och hjälper till att genomföra det på bästa sätt. Vid anbud brukar målföretagets ledning inte vara samarbetsvillig, varför förvärvaren istället vänder sig till deras aktieägare genom ett offentligt anbud på deras aktier. Om tillräckligt många väljer att sälja får förvärvaren kontroll över målföretaget, och man kan då välja att göra sig av med dess ledning så att man själva kan styra över målföretaget (Loughran och Vijh, 1997).

De två typerna av förvärv kan enligt litteraturen betalas på tre olika sätt. Man kan betala med sina egna likvida medel, med sina egna aktier, eller en kombination av de båda. I Loughran och Vijhs (1997) studie finner man att sammanslagningar vanligtvis betalas med egna aktier, även om rena kontanta sammanslagningar också är vanliga. Anbud betalas oftast kontant.

2.3 Effektiva marknadshypotesen

Den *effektiva marknadshypotesen* (Fama, 1970) menar att investerare agerar utifrån den information som finns tillgänglig på den allmänna marknaden, och att priset på ett

värdepapper alltid speglas i denna information. För att denna hypotes ska stämma antas det att handeln är fri från transaktionskostnader, att alla investerare har möjlighet att vara lika informerade, och att alla investerare är överens om vad priset bör vara givet den tillgängliga informationen. Fama poängterar att dessa antaganden inte fullt ut speglar verkligheten, men att så länge de uppfylls till en "tillräcklig" grad kan hypotesen ändå anses gälla. Vidare anges tre olika former av effektivitet på marknaden:

1. *Svag effektivitet*: Priserna på marknaden värdepapper är enbart baserade på information om historiska prisnivåer.
2. *Mellanstark effektivitet*: Priserna speglar även den för allmänheten tillgängliga informationen om vad som händer i företaget.
3. *Stark effektivitet*: Priserna reflekterar all information som någon kan ha om företagsförehavanden, det vill säga även insiderinformation. Om marknaden är starkt effektiv finns det alltså ingen möjlighet för en investerare att ha monopol på information.

Att marknaden reagerar på tillgänglig information och prissätter alla värdepapper utifrån denna information är ett grundantagande i denna uppsats. Om allmänheten undanhålls information om att företagsförvärv sker finns det ingen möjlighet för dem att agera på denna information, vilket gör att enbart insiders har möjlighet att handla aktier till det sanna värdet.

2.4 Referensstudier

Teorierna och metoden i denna uppsats bygger på tidigare gjord forskning, där vissa undersökningar inspirerat mer än andra. Tre studier, som alla undersöker om det förekommer abnormal avkastning i samband med företagsförvärv, utgör uppsatsens grundpelare.

2.4.1 Loughran och Vijh

I artikeln "*Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*" undersöker Loughran och Vijh (1997) den abnormala avkastningen hos förvärvande företag i USA under en femårsperiod efter att förvärvet skett. För att avgöra om det föreligger abnormal avkastning använder man måttet BHAR, och väljer att matcha de studerade företagen med ett företag som under jämförelseperioden inte genomfört något förvärv.

Studien utgår ifrån resultat från tidigare forskning, som säger att målföretagens aktieägare generellt får en positiv abnormal avkastning vid alla typer av sammanslagningar, att förvärvarens aktieägare får liten eller ingen abnormal avkastning vid uppköp, och att förvärvarens aktieägare ofta får en negativ abnormal avkastning vid sammanslagningar.

Man väljer att undersöka dessa påståenden på nytt, och undersöker hur stor roll betalningsmetoden vid sammanslagningar spelar för aktieägarnas avkastning. De undersöker 947 sammanslagningar som skett i USA mellan åren 1970-1989, och kommer fram till att sammanslagningar där förvärvaren betalar med egna aktier har en negativ abnormal avkastning på 25 procent, och uppköp med likvida medel som betalningsmetod har en positiv abnormal avkastning på 61,7 procent. Sammanslagningar som betalats kontant har ungefär samma avkastning som sina respektive kontrollföretag, och anbuden med aktier som betalning har för få observationer för att spela roll i studien.

2.4.2 Dutta och Jog

Denna uppsats är även inspirerad av reflektionerna och tillvägagångssätten i artikeln "*The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly*", av Dutta och Jog (2009). Författarna undersöker den abnormala avkastningen hos förvärvande företag i Kanada, mellan åren 1993 och 2002. De använder sig bland annat av BHAR över tre år som mått på långsiktigt värde för investerare, och refererar till Barber och Lyon (1997). Som benchmark använder de både en referensportfölj och kontrollföretag som inte genomfört ett förvärv. De ställer de båda metoderna mot varandra, och kommer fram till att det är mest rättvisande att använda kontrollföretagen som benchmark. Variablerna som undersöks är inriktade på hur förvärven genomförts, vilka typer av företag som slagits ihop, och vilka eventuella faktorer som kan ha gjort förvärvet aktuellt.

Till skillnad från många andra studier hittar inte denna studie någon abnormal avkastning för den undersökta perioden. De finner dock ett positivt samband mellan ledningens ägarandel i företaget och företagens förmåga att göra bra förvärv. De finner även att aktiefinansierade förvärv och förvärv av företag som är relativt stora ger en negativ abnormal avkastning.

2.4.3 Rau och Vermaelen

En tredje studie som varit betydelsefull för denna uppsats är "*Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms*", av Rau och Vermaelen (1998). Denna studie använder sig av en mix av erkända metoder för att jämföra företags prestationer efter att ha genomfört förvärv. De är måna om att jämföra sammanslagningar och anbud, för att se vilken förvärvsmetod som ger bäst avkastning för aktieägarna. Studien är även uppdelad för att visa vilken typ av företag som lyckas prestera bäst efter genomförda förvärv. Man skiljer på "glamourföretag" med höga market-to-book-värden, och mogna värdeföretag med låg market-to-book, där den senare tenderar att prestera bättre efter förvärven, jämfört med kontrollföretagen med liknande börsvärde och market-to-book.

Rau och Vermaelen testar tre hypoteser som ska förklara varför företag som betalar med egna aktier tenderar att underprestera:

1. Den första hypotesen är att en aktie tenderar att falla efter ett förvärv på grund av att företagets ledning valt att använda egna aktier som betalningsmedel för att de anser att aktierna vid det tillfället är övervärderade. Detta trots att forskningen visat att ju större andel kontanter som används vid förvärvet, desto bättre presterar aktien efteråt.
2. Den tidigare nämnda Hybrishypotesen undersöks också, där bland annat VD:ns lön jämfört med andra chefer på firman och positiv mediauppmärksamhet har varit faktorer i tidigare studier gjorda av Hayward och Hambrick (1995).
3. Budgivande företag fokuserar för mycket på målföretagets EPS, då många förvärv gjorts för att höja den egna EPS:en. Detta är enligt forskningen kontraproduktivt, då dessa förvärv tenderar att prestera riktigt dåligt.

De första två hypoteserna testas ihop. Det framgår att ledningen i ett glamourföretag i större utsträckning drabbas av hybris i goda tider, och därför tenderar att övervärdera både den egna förmågan och värdet på de egna aktierna. Vid både sammanslagningar och anbud presterar dock värdeföretagen bättre än glamourföretagen, som generellt levererar negativ abnormal avkastning, oavsett betalningsmetod. Slutsatsen som dras är att värdeföretagen agerar mer

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

försiktigt och genomtänkt än glamourföretagen. Den tredje hypotesen förkastas, då man inte hittar bevis för detta.

Studie	Data	Metod	Tidsperiod	Resultat
Loughran, T., Vijh, A., (1997)	947 företag noterade på NYSE, AMEX och Nasdaq (1970–1989)	Buy-and-hold strategi. Matchningsprincipen med marknadsvärdet och B/M värdet.	Från två dagar före tillkännagivande datumet till fem år efter förvärvsdagen	5 år efter förvärvet finns det negativ abnormal avkastning på 15,9%.
Dutta, S., Jog, V., (2009)	1300 förvärv på den kanadensiska marknaden (1993–2002)	BHAR, Event-time and Calender-time analys.	Tre år från förvärvsdagen.	Ingen signifikant abnormal avkastning.
Rau, P.R., Vermalen, T., (1998)	3169 sammanslagningar och 348 anbud där förvärvaren är noterad på CRSP NYSE, AMEX och NASDAQ, samt COMPUSTAT (1980–1991)	CAR ansats Matchningsprincipen: Marknadsvärdet och B/M värdet.	36 månader efter förvärvets slutförande.	Företag som har ingått i sammanslagning presterar sämre, medan företag som förvärvar genom anbud har positiv abnormal avkastning.

Tabell 3. Sammanfattning av tidigare studier

2.5 Variabler

Denna studie undersöker huruvida det kan påvisas att det förekommer abnormal avkastning i samband med företagsförvärv. Detta mäts med måttet *buy-and-hold abnormal return*,

benämnt BHAR, och är den beroende variabeln i analysen. BHAR förklaras i detalj i metodkapitlet. Den beroende variabeln förväntas påverkas av de förklarande variablerna, som redogörs för nedan. Variablernas förväntade samband med den abnormala avkastningen uttrycks sedan i hypoteserna.

2.5.1 Betalningsätt

Loughran och Vijh (1997) kommer i sin studie fram till att betalningsmetoden vid förvärv har stor inverkan på aktiekursens riktning efter att affären genomförts. De förklarar att ett företag tenderar att använda sina egna aktier som betalningsmetod när de anser att den är övervärderad på marknaden, trots att detta enligt tidigare forskning leder till att aktien presterar svagt. När aktien anses lågt värderad använder man istället kontanter som betalningsmedel, vilket i studien ger en högre avkastning än kontrollföretagen. Denna slutsats dras även av Rau och Vermaelen (1998).

Amihud et al (1990) menar att om man betalar med kontanta medel är det en indikation på att det förvärvande företaget vill försäkra sig om att behålla makten det egna företaget. Betalning med aktier späder ut aktieinnehavet i det egna bolaget och ökar därmed risken att förlora majoriteten av rösterna.

Hypotes 1: Om förvärvet betalas med kontanter påverkas BHAR positivt.

2.5.2 Transaktionens relativa storlek

Dutta och Jog (2009) undersöker om avkastningen efter förvärv kan påverkas av hur mycket man som köpare betalat vid förvärvstillfället. Förhållandet mellan transaktionens storlek och det förvärvande företagens marknadsvärdet kallar de för relativ storlek av förvärvet. De kommer fram till att relativt stora förvärv långsiktigt presterar sämre relativt små på tre års sikt. Anledningen till detta tros vara att stora företag har större förhandlingsstyrka och blir därför kan vara dyrare att förvärva. Martynova (2006) förklarar resultatet med att det är svårare att driva större målföretag trots alla synergier som man kan utvinna. Loughran och Vijh (1997) kommer fram till att abnormal avkastning kan minska och även bli negativ när den relativa storleken hos målföretaget ökar.

Även Agrawal et al (1992) undersöker den relativa storleken påverkan på företags prestationer efter genomförda förvärv. De utgår ifrån att underprestationen är ett resultat av förvärvet, och att den negativa avkastningen blir sämre ju större transaktionens relativa storlek är. Till skillnad från de tidigare nämnda studierna, hittar Agrawal et al inte någon signifikant påverkan av den relativa storleken.

Hypotes 2: Målföretagets relativa storlek har ett negativt samband med den abnormala avkastningen

2.5.3 Värdeföretag eller tillväxtföretag

Rau och Vermaelen (1998) dedikerar sin artikel åt att förklara varför olika företag presterar bättre eller sämre efter att ha ägnat sig åt förvärv. Man använder sig av måttet market-to-book, och klassificerar de med höga värden vid förvärvstillfället som värdeföretag, och de med låga som glamourföretag. Glamourföretagen är unga tillväxtföretag som gått bra på börsen senaste tiden, och har därför stort självförtroende. Man talar om att dessa företags ledningar har drabbats av hybris. Detta testas på flera sätt i studien, vars resultat blir att värdeföretagen presterar bättre efter sina genomförda förvärv.

Hypotes 3: Förvärvarens market-to-book vid förvärvstillfället har ett negativt samband med BHAR.

2.5.4 Publikt eller privat företag

Dutta och Jog (2009) skriver att huruvida målföretaget är publikt eller privat är en faktor som kan påverka den framtida avkastningen efter en sammanslagning eller ett förvärv. De privata företagen är ofta mindre likvida och det gör att de blir mindre attraktiva för förvärvande företag. De publika företagen är oftast större och förvärv av ett sådant företag kan potentiellt leda till större synergieffekter och ekonomiska fördelar. Däremot är ett stort målföretag betydligt svårare att styra, när förvärvet väl är genomfört. I sin studie hittar de inget samband för variabeln, men argumentationen är intressant.

Mantecon (2008) menar däremot att förvärv av privata företag kan vara mest attraktivt, eftersom dessa företag ofta har en betydligt sämre förhandlingsposition än publika och därmed kan förvärvas billigare. Han påpekar att det inte är faktumet att företaget inte är börsnoterat som spelar störst roll för avkastningen, utan snarare att de privata företagen generellt har svårare än det publika att anskaffa information. Mantecons slutsats är att det för ett budande företag är enklare att uppnå positiv överavkastning genom att förvärva privata företag, än genom att förvärva ett noterat företag.

Hypotes 4: Om målföretaget inte är börsnoterat påverkas den abnormala avkastningen positivt.

2.5.5 Utländskt eller inhemskt målföretag

I denna studie är förvärven i sig inte begränsade till Sverige, utan även utländska målföretag är inkluderade i urvalet. Moeller och Schlingemann (2005) gör en studie på den amerikanska marknaden, där man undersöker om målföretagets nationalitet påverkar de ekonomiska prestationerna efter att förvärvet är genomfört. De finner att de företag som förvärvat andra företag från utlandet presterar sämre än de som förvärvat inom de amerikanska gränserna. Man har flera teorier kring varför resultatet blir som det blir, men drar slutsatsen att det är skillnaden i geografi som är den huvudsakliga anledningen, men även skillnader i nationernas lagstiftningar.

Hypotes 5: Om målföretaget inte är ett svenskt företag påverkas den abnormala avkastningen negativt.

2.5.6 Genomsnittlig låneränta

Då denna studies tidsram inkluderar perioden kring den finansiella krisen 2008 är det angeläget att analysera i vilken utsträckning konjunkturen påverkat våra studerade företags aktiekurser. Idén att använda ett företags genomsnittliga låneränta tas från en uppsats av Hjalmarsson, Kinnunen och Parlov (2012). De motiverar valet av variabeln med att det behövs ett företagsspecifikt mått för att jämföra företag från olika branscher, och att 75

procent av svenska företag har lån med rörlig ränta, och att en konjunkturförändring därmed snabbt bör påverka företagens räntekostnader,

Hypotes 6: Förvärvarens genomsnittliga låneränta har ett negativt samband med BHAR.

2.5.7 Konjunkturläge

BNP (Bruttonationalprodukten) mäter värdet på den ekonomiska aktiviteten av Sveriges produktion av varor och tjänster (Fregert och Jonung, 2010). Då den genomsnittliga låneräntan är företagsspecifik används BNP som en makroekonomisk variabel för att se hur BNP påverkat den abnormala avkastningen vid förvärv. Författarna finner det troligt att den abnormala avkastningen följer konjunkturläget.

Hypotes 7: Sveriges BNP har ett positivt samband med BHAR.

Hypotes 1: Om förvärvet betalas med kontanter påverkas BHAR positivt.

Hypotes 2: Målföretagets relativa storlek har ett negativt samband med den abnormala avkastningen

Hypotes 3: Förvärvarens market-to-book vid förvärvstillfället har ett negativt samband med BHAR.

Hypotes 4: Om det målföretaget inte är börsnoterat påverkas den abnormala avkastningen positivt.

Hypotes 5: Om målföretaget inte är ett svenskt företag påverkas den abnormala avkastningen negativt.

Hypotes 6: Förvärvarens genomsnittliga låneränta har ett negativt samband med BHAR.

Hypotes 7: Sveriges BNP har ett positivt samband med BHAR.

Tabell 4. Sammanfattning av hypoteser

3. Metod

Detta kapitel går igenom de metoder som används för att försöka påvisa och förklara abnormal avkastning hos förvärvande företag. Tillvägagångssätten för att samla in data och bearbeta den redogörs för, och bakomliggande teori för metoden motiveras och diskuteras.

3.1 Angreppssätt

För att kunna påvisa huruvida företagsförvärv har genererat en abnormal avkastning eller inte, görs studien på 59 förvärvande företag som är listade på NASDAQ OMX Stockholm under åren 2005 – 2012. Måttet BHAR, som är en förkortning av *Buy-and-Hold-Abnormal-Return* (Barber och Lyon, 1997), se stycke 3.6.2, väljs för att undersöka huruvida det förekommer någon abnormal avkastning för förvärvande företag. Som benchmark används enskilda kontrollföretag. För att undersöka möjliga faktorer som kan påverka de onormala avkastningarna utförs en multipel regressionsanalys. Detta med anledning för att se om BHAR-resultatet uppvisar signifikant påverkan från de oberoende variablerna. Urvalskriterierna kring de förvärvande företagen och kontrollföretagen, samt tillvägagångssättet vid den multipla regressionen, beskrivs mer djupgående i de kommande avsnitten i detta kapitel.

Denna studie är en eventstudie av kvantitativ karaktär, där effekterna av en ekonomisk händelse mäts (Campbell, Lo och MacKinley, 1997). Att använda sig utav eventstudier är en välkänd metod som används inom ekonomiforskning. Därför är detta en väsentlig metod då effekten av företagsförvärv genast reflekteras i aktiepriset, givet att marknaden är effektiv (Campbell, Lo och MacKinlay, 1997).

Den kvantitativa metoden är vald då den behandlar sekundärdata och ställer hypoteser i studien. Att göra en eventstudie medför att effekterna av dessa händelser kommer att reflekteras tydligt i datamaterialet.

3.2 Arbetsgång

3.2.1. Datainsamling och urval

I denna studie används enbart sekundärdata, då syftet är att bearbeta befintlig data och bidra med ett nytt perspektiv. Att använda sig av sekundärdata sparar tid och pengar (Bryman och Bell, 2011), där framförallt tidsaspekten spelar in på grund av studiens begränsade tidsram.

Databaserna som används för att ta fram resultatet i denna studie är Thomson Reuters Datastream, Standard & Poor's Capital IQ, Statistiska Centralbyrån (SCB) samt Bureau van Dijks Zephyr. Zephyr används för att inhämta information om förvärv i Sverige från 2005-01-01 till 2012-12-31, med de kriterier som följs enligt avsnitt 3.2.3 "Urval av företag". Capital IQ används för att kunna hitta kontrollföretag, se avsnitt 3.3.1 "Matchning". Från Datastream inhämtas aktiekurser, market-to-book-värden samt marknadsvärden för förvärvande företag och för kontrollföretagen. Slutligen används SCB för att inhämta information om den valda konjunktursvariabeln BNP.

Sekundärdatans källor är välkända och tillförlitliga källor som tillhandahåller finansiell data. Dessa källor anses tillräckligt pålitliga för denna studie med anledning av att de används frekvent av både professionella forskare och forskare inom akademiska kretsar.

Då studiens estimeringsfönster enbart inkluderar hela handelsdagar, används stängningskurser för respektive aktie. Aktiekurserna är justerade för aktiesplittar, omvända splittar eller liknande händelser för att ge en rättvis bild som möjligt. Som påpekats i inledningen avgränsas studien till att enbart omfatta den svenska börsen, där samtliga listor på NASDAQ OMX Stockholm inräknas (se nästa avsnitt för en exakt urvalsmetod).

För att genomföra de statistiska beräkningarna används statistik- och ekonometriprogrammen IBM SPSS och Eviews. För att bland utföra annat regressionsanalysen är dessa program nödvändiga. Både SPSS och Eviews är program som används inom forskarvärlden, och får därför anses vara tillförlitliga.

3.2.2. Urval av företag

För att få ett urval som på bästa sätt är representativt för studiens syfte ställs ett antal kriterier upp vid framtagandet av förvärvsdata. Kriterierna är dels formulerade för att efterleva studiens avgränsning, och dels efter vad som är praktiskt för att genomföra studien på ett sätt som är möjligt att replikera.

1. Det förvärvande företaget måste vara ett svenskt företag.
2. Företaget har genomfört minst ett förvärv mellan 2005-01-01 och 2012-12-31.
3. Det förvärvande företaget måste vara börsnoterat under hela den period som BHAR mäts för.
4. Transaktionskostnad för förvärvet måste motsvara minst 50 MSEK.
5. Förvärvet måste motsvara minst 50 % av målföretagets aktier.
6. Betalningsmetoderna är begränsade till egna aktier och likvida medel.
7. Inga fastighetsföretag, försäkringsföretag eller banker har inkluderats i denna studie. Dock kan säljaren av målföretaget vara fastighetsföretag, banker, försäkringsföretag, och även individer.
8. Förvärven måste vara helt genomförda och bekräftade.
9. Har det förvärvande företaget gjort flera förvärv under perioden som nämns i punkt 2, skall transaktionen med högst värde tas med i urvalet.

Det tredje kriteriet används för att det är lättast att få tag på information om företaget om det är börsnoterat. På grund av att antalet förvärv till större summor gjorda i Sverige är begränsat fann författarna att 50 miljoner SEK gav ett tillfredsställande antal transaktioner i urvalet, därav fjärde kriteriet. Det sjätte kriteriet används då dessa två betalningsmedel är de vanligaste sätten att betala för ett förvärv. Det sjunde kriteriet ställs upp eftersom banker och fastighetsföretag har annorlunda redovisningsprinciper, varför det kan ge missvisande information att ta med dessa företag. Slutligen har det nionde kriteriet ställts upp för att undvika överlappning i vår empiri. De övriga kriterierna anser författarna talar för sig själva och förklaras inte ytterligare.

3.2.3. Val av estimeringsfönster

Studiens estimeringsfönster börjar två dagar före tillkännagivandet av ett företags förvärv, och slutar 36 månader efter respektive förvärvsdag. Regressioner görs för samma perioder som BHAR mäts för. Abnormal avkastning mäts i denna studie på följande vis:

1. Från två dagar före tillkännagivandet till förvärvsdagen, kallas i studien för BHAR (ANN).
2. Från dagen efter förvärvsdagen till ett, två och tre år efter förvärvsdagen. Benämns i studien som BHAR (12 M), BHAR (24 M), respektive BHAR (36 M).
3. Från två dagar före tillkännagivandet till och med tre år efter den förvärvsdagen. Benämns som BHAR (TOT).

Det valda estimeringsfönstret och olika mätperioderna, är inspirerade av Loughran och Vijh (1997) för att få ett rättvisande intervall att jämföra urvals- och kontrollföretagen på både kort och lång sikt.

3.3 Mått på abnormal avkastning

Barber och Lyon (1997) argumenterar för att använda ett enkelt sätt att beräkna abnormal avkastning på. Denna uppsats använder sig av BHAR, som räknas fram genom att jämföra avkastningarna mellan antingen ett företag och en referensportfölj, eller mellan två enskilda företag. Barber och Lyon diskuterar vilken av de två benchmark-metoderna som är mest användbar. De kommer fram till att BHAR som mått kan leda till tre typer av snedvridningar som kallas new listing bias, rebalancing bias och skewness bias. Dessa diskuteras vidare under avsnittet 3.6 "Metoddiskussion".

I enlighet med Barber och Lyon (1997) beräknas BHAR genom att ta HPR (Holding Period Return) för det förvärvande företaget och subtrahera detta med kontrollföretagens HPR. Denna metod används utav andra referensstudier såsom Loughran och Vijh (1997) och Dutta och Jog (2009). Även tidigare kandidatuppsatser har varit inspirerande, främst den som skrevs av Hedman, Norrman och Walin (2013). Förutom att tiden för att genomföra denna studie är

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

begränsad, motiveras denna metod med dess enkelhet att förstå och tillämpa, samt att det är svårt att hitta en metod som är helt oprövad och okritiserad. Denna studie använder BHAR-metoden för att den enligt Barber och Lyon (1997) är mer rättvisande på längre sikt än exempelvis det populära måttet CAR (Cumulative Abnormal Return). För ytterligare diskussion se punkt 3.6.3 BHAR.

$$HPR_{förvärvande} = \frac{(P_2 - P_1)}{P_1} \quad \text{Ekvation 1: Holding Return Period för förvärvande företag}$$

$$HPR_{matchning} = \frac{(P_2 - P_1)}{P_1} \quad \text{Ekvation 2: Holding Return Period för kontrollföretagen}$$

$$BHAR = HPR_{förvärvande} - HPR_{matchning} \quad \text{Ekvation 3: Buy-and-hold-abnormal- return för förvärvande företag}$$

3.3.1 Matchning

Studiens kontrollföretag får inte ha gjort något förvärv under den period som de jämförs med de förvärvande företagen, och skall under den undersökta perioden vara börsnoterade på NASDAQ OMX Stockholm. För att kunna hitta kontrollföretag till alla förvärvande företag använder studien ett intervall som motsvarar minst 60 och max 140 procent av det förvärvande företags marknadsvärde, i enlighet med metoden i Barber och Lyon (1997). Barber och Lyon använder spannet 70-130 procent, men för att kunna hitta kontrollföretag till så många förvärvare som möjligt, är det i denna studie nödvändigt att utöka sökradien. Bland de företag som har passande marknadsvärden, väljs det företag som två dagar före tillkännagivandet har det närmsta market-to-book-värdet. Detta tillvägagångssätt används i flera andra studier, bland annat av Rau och Vermaelen (1998) och Loughran och Vijh (1997), varför det kan anses vara ett tillförlitligt sätt att matcha på.

Det var från början menat att förutom ovanstående kriterier, även välja ut ett kontrollföretag som verkade inom samma branschkategori, närmare bestämt antingen tillverkande eller icke tillverkande företag. Efter att ha utfört datasökningar med dessa kriterier drogs slutsatsen att det både skulle göra det undersökta urvalet för litet för att ge en rättvisande resultat. Dessutom

ansåg författarna att en sådan indelning skulle bli alldeles för godtyckligt gjord på grund av att många av företagen är verksamma i båda branschkategorierna.

3.4 Behandling av förklarande variabler

3.4.1. Betalningssätt

Denna variabel behandlas som en dummyvariabel, där alla förvärv betalda med kontanta medel får värdet 1. Förvärv betalade med enbart aktier eller en blandning av betalningsmedlen får värdet 0. Förväntningarna är att förvärv som betalats med enbart kontanta medel leder till en generellt positivare avkastning än de som betalats med enbart egna aktier eller en kombination av betalningssätten. Även så kallade earn-outs och andra löften förknippade med kontanter är inkluderade i detta betalningssätt.

Dummyvariabel: 1 = kontant betalning, 0 = andra betalningssätt

3.4.2. Relativ storlek

För att mäta hur mycket BHAR påverkas av målföretagens relativa storlek används samma mått som Dutta & Jog(2009) använder sig utav. Både Martynova (2006) och Loughran & Vjih (1998) dividerar målföretagets marknadsvärde med förvärvande företags marknadsvärde. I denna studie divideras transaktionskostnaden för uppköpet med marknadsvärdet för förvärvande företag två dagar innan tillkännagivandet. Detta med motiveringen att majoriteten av de förvärvade företagen är privata och har begränsat med information till allmänheten. Författarna anser därför att de inte kan mäta ett privatägt företags marknadsvärde utan att ge godtyckliga värden. Denna variabel logaritmeras för att få ett linjärt samband i regressionsanalysen.

$$\text{Relativ Storlek} = \log\left(\frac{\text{Transaktionskostnad}}{\text{Marknadsvärdet för förvärvande bolag}_2 \text{ dagar innan tillkännagivandet}}\right)$$

Ekvation 4: Beräkning av relativ storlek

3.4.3. Värdeföretag eller tillväxtföretag - market-to-book

Rau och Vermaelen (1998) använder i sin studie market-to-book-värden för att klassificera företag som värdeföretag eller tillväxtföretag. Detta beräknas genom att ta marknadsvärdet på det observerade företaget och dividera med det bokförda värdet. I denna studie kommer detta behandlas som en kontinuerlig variabel, då det i den studerade forskningen inte funnits någon allmängiltig gränsdragning för vad som är ett tillväxt eller värdeföretag. Denna variabel logaritmeras också för att få ett linjärt samband i regressionsanalysen.

$$\text{Market} - \text{to} - \text{book} = \log \left(\frac{\text{Marknadsvärdet för förvärvande bolag}_2 \text{ dagar innan tillkännagivandet}}{\text{Bokförda värdet för förvärvande bolag}_2 \text{ dagar innan tillkännagivandet}} \right)$$

Ekvation 5: Beräkning av logatimerade market-to-book värden

3.4.4. Publikt eller privat företag

Enligt Mantecon (2008) har privata målföretag sämre tillgång på information och är därför i underläge vid förhandlingar. De kan därför förvärfas till bättre villkor, och kan därför vara enklare att utvinna ekonomiska synergieffekter ur. Studiens hypotes är därför att företag som förvärvat privata företag presterar bättre än de som förvärvat publika. I regressionen betecknas därför ett vid förvärvstillfället icke börsnoterat målföretag med siffran 1, och ett börsnoterat med siffran 0.

Dummyvariabel: 1 = icke börsnoterat målföretag, 0 = börsnoterat målföretag

3.4.5. Utländskt eller inhemskt målföretag

Denna dummyvariabel beskriver om målföretaget är registrerat i ett annat land än i Sverige eller ej. Alla utlandsregistrerade företag får värdet 1 och inhemska får värdet 0.

Dummyvariabel: 1 = utländskt målföretag, 0 = inhemskt målföretag

3.4.6. Räntekostnader/Totala skulder

Som företagsspecifik konjunkturvariabel har företagens räntekostnader dividerats med de totala räntebärande skulderna. Detta producerar fram den genomsnittliga låneräntan för det förvärvande företaget under den observerade perioden. Detta mått används istället för STIBOR eller reporäntan då företag kan låna hos finansiella institut med exempelvis STIBOR plus ett påslag vilket kan resultera i inkorrekta värden i vår regression. Även denna variabel logaritmeras för att få ett linjärt samband i regressionsanalysen.

$$\text{Genomsnittlig låneränta} = \log\left(\frac{\text{Räntekostnader}}{\text{Totala Skulder}}\right)$$

Ekvation 6: Beräkning av logatimerade genomsnittlig låneränta.

3.4.7. Sveriges BNP

Då en aspekt i denna uppsats är konjunktorens upp- och nedgångar och dess påverkan på förvärvande företags prestationer är det intressant att undersöka sambandet mellan BNP:s svängningar och abnormal avkastning. För att räkna ut den månatliga BNP-tillväxten tas den procentuella skillnaden mellan den aktuella och föregående periods BNP dividerat med föregående periods BNP.

$$BNP = \frac{(BNP_2 - BNP_1)}{BNP_1}$$

Ekvation 7: Beräkning av BNP i Sverige.

3.5 Statistiska undersökningsmetoder

3.5.1. T-test

För att kunna statistiskt säkerställa det resultatet regressionsanalysen visar, utförs ett t-test (Barber och Lyon, 1997). Med hjälp av t-test kan man antingen acceptera eller förkasta de hypoteser som finns uppställda i teoridelen. Dessa t-test utförs för att se om det finns någon

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

statistisk skillnad i BHAR. De uppställda nollhypoteserna och dessa t-test testas på en, fem och 10 procents signifikansnivå. Att denna studie undersöker dessa signifikansnivåer innebär till exempel att om nollhypotesen förkastas vid en signifikansnivå på en procent innebär det att det finns en procents chans att ett så kallat "typ 1 fel" görs (Dougherty, 2011).

$$t - value_{BHAR_t} = \frac{\overline{BHAR_t}}{\left(\frac{\sqrt{n}}{\sigma}\right)}$$

Ekvation 8: Beräkning av t-värden. Källa: Dougherty (2011)

$$\overline{BHAR_t} = \frac{1}{n} * \sum BHAR_t$$

Ekvation 9: Beräkning av genomsnittlig BHAR.

Dessa tester görs i SPSS. Först när detta är gjort går det att dra någon slutsats kring huruvida det finns en skillnad mellan företag som förvärvat och de som inte gjort det.

3.5.2. Multipel regression

Den första frågeställningen besvaras genom att mäta den abnormala avkastningen med BHAR, och se om resultatet ger signifikans. Efter att ha försökt besvara den första frågeställningen, görs en multipel regression för att undersöka om det kan påvisas om de variablerna kan ha påverkat BHAR.

$$Y = C + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_i X_i + \varepsilon_i$$

Ekvation 10: Uppställning av multipel regression. Källa: Dougherty (2011).

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

För att göra skattningar på de oberoende variablerna används “*Ordinary Least Squares*”- regressionsmetod (härefter benämmt OLS). Med hänvisning till “1.6. Målgrupp” förklaras det inte vidare vad OLS är, då det antas att läsaren har införskaffat dessa kunskaper sedan tidigare. Ekvationen nedan visar skattningen av vår regression som ligger på den så kallade “*fitted model*” -linjen (Dougherty, 2011)

$$\hat{Y} = c + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_iX_i$$

Ekvation 10: Uppställning av skattade värden i multipel regression. Källa: Dougherty (2011).

Multipelregressionen görs i SPSS och Eviews. Den beroende variabel i denna regression är BHAR, mätt under de perioder som presenterades i 3.2.3. De oberoende variablerna är de sju variabler som diskuterades i avsnitt 2.4 ”*Variabler*”.

$$\begin{aligned} \widehat{BHAR} = & c + b_1CASH + b_2 \log\left(\frac{\text{Transaktionskostnad}}{\text{Marknadsvärdet för förvärvande bolag}_2 \text{ dagar innan tillkännagivandet}}\right) \\ & + b_3 \log\left(\frac{\text{Marknadsvärdet för förvärvande bolag}_2 \text{ dagar innan tillkännagivandet}}{\text{Bokförda värdet för förvärvande bolag}_2 \text{ dagar innan tillkännagivandet}}\right) + b_4PRIVATE \\ & + b_5UTLÄNDSK + b_6 \log\left(\frac{\text{Räntekostnader}}{\text{Totala Skulder}}\right) + b_7 \frac{(BNP_2 - BNP_1)}{BNP_1} \end{aligned}$$

Ekvation 11: Uppställning av studiens multipla regression

Det antas i denna studie att regressionsanalysen kommer att följa det så kallade Gauss-Markov Teoremet (Dougherty, 2011). Detta teorem visar att OLS-metoden ger det mest effektiva linjära utfallet från de oberoende variablerna. Detta med anledning av att det blir omöjligt att hitta andra opartiska betavärden med lägre varianser i samma urval. Gauss-Markov Teoremet består av 6 antaganden:

1. Det antas att modellen har linjära parametrar och är korrekt specificerade.
2. Det existerar inte ett exakt linjärt förhållande sinsemellan de oberoende variablerna i urvalet. Annars uppstår multikollinearitet, se avsnitt “*Multikollinearitet*”.
3. Slumftermen har värdet 0 i förväntat värde, $E(u_i) = 0$ för alla i
4. Slumftermen är homoskedastisk. Detta innebär att residualerna från de olika observationerna har ett värde som kommer från en normalfördelning som har en

konstant urvalsvarians. Om detta antagande inte är uppfyllt i OLS-regressionerna leder till felaktiga uppskattningar.

5. Slutligen följer slumptermerna en normalfördelning. Om residualerna inte följer en normalfördelning är koefficienterna inte normalfördelade, vilket leder till att t-testen inte är trovärdiga.

I Gauss-Markov teoremet finns det ett antagande till, att slumptermens värde måste ha oberoende fördelningar. Detta antagande görs för att inte ha autokorrelation i regressionsanalysen. Om autokorrelation finns i regressionerna, finns ett systematiskt samband i värdena som de utvalda variablerna har. Med andra ord måste slumptermerna vara helt oberoende av varandra. Detta innebär vidare att skattningarna av värdena blir ogiltiga även här. Men med tanke på att autokorrelation endast uppstår i regressionsanalyser som har tidsseriedata (Dougherty, 2011), kommer större fokus inte läggas på detta.

3.5.3. Förklaringsgrad (R^2)

Förklaringsgraden visar hur stor del av variansen hos BHAR som kan förklaras av variansen i de förklarande variablerna (Dougherty, 2011). Detta benämns som R^2 i regressionsanalysen. R^2 kan inte minska vid tillägg av en ny variabel, däremot brukar generellt öka. Det maximala värdet av R^2 är 1,00 och det optimala är att sträva efter ett värde så nära 1,00 som möjligt. Ett lågt värde kan bero på att man inte har variabler som förklarar den beroende variabeln särskilt väl, i det här fallet BHAR.

$$R^2 = \frac{\text{Varians i BHAR som förklaras av regression}}{\text{Total varians i BHAR}} = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2}{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2} = \frac{ESS}{TSS}$$

Ekvation 12: Beräkning av förklaringsgrad. Källa: Dougherty (2011)

3.5.3.1. Justerad R^2

Justerad R^2 -värde är det som ses som den mer korrekta förklaringsgraden. Justerad R^2 justerar det vanliga R^2 värdet när en ny variabel läggs till. Om en ny variabel läggs till ökas endast justerat R^2 om absolutvärdet av t-värdet som fås fram i regressionsanalysen är större än ett

(Dougherty, 2011). Det är inte alltid säkert att t-värdet för den tillagda variabeln överstiger ett, och därför följer inte alltid det justerade R^2 värdet förändringarna hos det vanliga R^2 -värdet.

$$\bar{R}^2 = 1 - (1 - R^2) \frac{n - 1}{n - k}$$

n står för antal observationer i regressionen och k för antal förklarande variabler.

Ekvation 13: Beräkning av justerad förklaringsgrad. Källa: Dougherty (2011)

3.5.4. Multikollinearitet

Multikollinearitet uppstår när flera förklarande variabler har en väldigt hög korrelation mellan varandra och har en eller flera variabler som inte passar in i regressions syfte. Därför kan multikollinearitet påvisa inkorrekta värden i regressionsanalysen (Dougherty, 2011). För att hantera multikollinearitet tillämpas den direkta metoden, där månatlig avkastning används istället för kvartalsmässig data. Detta för minimera urvalsvariansen från koefficienterna. Dessutom används ett så kallat Variance Inflation Factors-test (VIF-test) och en uppställning av en korrelationsmatris för att se om multikollinearitet existerar bland i regressionsanalys. Om VIF är över värdet fem kan man misstänka att multikollinearitet existerar bland datamaterialet (Minitab, 2016). Att multikollinearitet inte finns är ett av de krav som ställs i Gauss-Markov teoremet för att kunna påvisa korrekta regressioner.

3.5.5. Homoskedasticitet

Det femte antagandet i Gauss-Markov teoremet innebär att det måste finnas homoskedasticitet i regressionsanalyserna. Förenklat innebär detta att sannolikheten för att slumptermen ska vara positiv eller negativ måste vara densamma (Dougherty, 2011). Om det inte uppfylls innebär detta att det finns heteroskedasticitet, vilket innebär sannolikheten, eller variansen, för alla slumpstermer är inte likadana.

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

$$\text{Homoskedasticitet: } \sigma_{ui}^2 = \sigma_u^2$$

$$\text{Heteroskedasticitet: } \sigma_{ui}^2 \neq \sigma_u^2$$

Ekvation 14 & 15: Krav för att homoskedasticitet ska finnas respektive heteroskedasticitet

För att hantera heteroskedasticitet används testet “*White heteroscedasticity consistent standard errors & covariance*”. Detta test kan tänkas hjälpa till att åtgärda felaktiga standardavvikelsevärden och förbättra t-värdena, om man misstänker men inte kan konstatera heteroskedasticitet (Dougherty, 2011). Sedan tillämpas Breusch-Pagan-Godfrey-testet att för att med hjälp av dess F-statistik kunna påvisa om slumptermerna är likadana eller ej (Dougherty, 2011). Både testerna körs i Eviews och presenteras i nästa kapitel.

3.6 Metoddiskussion

3.6.1. Eventstudie

I en eventstudie kan man stöta på flera olika problem. Det första problemet är att förmågan att statistiskt förklara effekterna av en eventstudie blir bättre om man tittar på kortare sikt (Campbell, Lo och MacKinlay, 1997). Detta eftersom man minskar variansen i urvalet men håller samma medelvärde. Det andra problemet är att kan finnas så kallad “*biases*” i aktiedatan. Detta eftersom det är stängningskurser som används i denna studie, och det antas därför att alla kurser har stängt samtidigt. Dock är detta inget som kommer påverka studien då den observerar ett land och enligt NASDAQ stänger den svenska aktiehandeln på börsen 17.30. Dock kan man lägga in handelsordrar efter 17.30, fram tills 17.55 (NASDAQ, 2016). Med tanke på tillförligheten i den insamlade datan från Datastream antas det att kurserna är korrekta.

3.6.2. BHAR

BHAR är som tidigare nämnt ett mått på abnormal avkastning. Barber och Lyon (1997) förklarar att resultatet hos en studie som mäter abnormal avkastning kan drabbas av vissa snedvridningar.

New listing bias: En del av kontrollföretagen kan vara nnyoterade på börsen. Då nnyoterade företags aktier tenderar att prestera dåligt de första tre-fem åren (Berk och Demarzo, 2014) leder det till att BHAR-värden blir för stora. Ett sätt att eliminera detta problem kan vara att enbart använda kontrollföretag som varit noterade samtidigt.

Rebalancing bias: En matchningsportfölj behöver ombalanseras varje månad för att kunna användas som benchmark i en studie. Detta görs genom att man säljer de säkerheter som slagit marknaden eller ett index, och ersätter dessa med säkerheter som presterat betydligt sämre. Detta leder till en negativ snedvridning i studien, då ombalanseringen leder till att marknads prestation värderas för högt.

Skewness bias: Långsiktig abnormal avkastning är positivt skev.

Då det är enskilda företag som används som benchmark istället för en referensportfölj när BHAR mäts, elimineras dock ovanstående snedvridningar, enligt Barber och Lyon. *New listing bias* försvinner då de matchade företagen måste vara noterade under hela perioden. *Rebalancing bias* kan bortses ifrån då det bara är matchningsportföljerna som behöver balanseras om. *Skewness bias* innebär att resultaten kan snedvridas på grund av att ett enskilt företags aktiekurs kan fördubblas på ett år, medans detta nästan aldrig sker för ett index. När matchning sker gentemot ett enskilt kontrollföretag är sannolikheten lika stor för båda företagen att periodens aktieavkastning är ovanligt hög, vilket gör att även denna snedvridning elimineras.

3.6.2.1 Hantering av extremvärden

Möjligheten finns att det i det framtagna datamaterialet genereras så kallade uteliggare, extremvärden som avviker avsevärt från övriga aktieavkastningar. Då kan det uppstå snedvridningar som kan påverka regressionsanalysen och dess utfall.

För att mildra dessa snedvridningar finns det enligt forskning flera metoder som alternativ. Lien och Balakrishnan (2005) tar upp Trimming och Winsorizing. De testar båda metoderna och kommer fram till att winsorizing ger det mest signifikanta resultatet om man förutsätter

att datan som används är korrekt. Winsorizing innebär att de värden som klassas som uteliggare flyttas till det yttersta värdet i konfidensintervallet. Detta gör att medelvärdet på populationen ändå höjs på grund av observationen, men inte lika mycket som det annars skulle gjort.

På eventuella uteliggare i urvalet utförs enbart winsorizing. Detta för att urvalet av förvärvande företag är relativt begränsat eftersom studiens geografiska område enbart är Sverige. Om urvalet blir för litet kan det påverka regressionsanalysen utfall då en av faktorerna när t-test görs är antal observationer.

3.6.3. Sekundärdata

Tidigare nämndes fördelarna med att använda sig utav sekundärdata. Dock finns det även nackdelar med denna typ av data. Enligt Bryman och Bell (2011) är en begränsning med användning av sekundärdata att det tar tid att bekanta sig med materialet då man måste samla in information om hur de tidigare författarna har hanterat materialet och hur de strukturerar upp det. Dessutom kan datamängden man samlar in bli väldigt komplex, och vara tidskrävande att samla ihop. Slutligen måste man som användare av sekundärdata säkerställa att källor som materialet är tagen ifrån är av kvalitet. Detta för att bibehålla reliabiliteten och validiteten i studien.

3.6.4. Kontrollföretag

Majoriteten av forskningsartiklarna som denna uppsats inspirerats av använder marknadsvärde och *market-to-book-ratio* för att välja ut de mest lämpade kontrollföretagen. Market-to-book används enligt Loughran och Vijh (1997) för att kontrollföretagen och de urvalsföretag de ska jämföras med ska ha liknande avkastningskrav. Som tidigare nämnt indikerar market-to-bookvärdet även huruvida ett företag är ett moget värdet företag eller ett ungt tillväxtföretag (Rau och Vermaelen, 1998). Att använda detta kriterium gör därför att de matchade företagen befinner sig så nära varandra som möjligt på denna skala. Författarna är som tidigare nämnt medvetna om att fler kriterier hade kunnat användas för att göra matchningen än mer rättvisande. Men med tanke på att det finns begränsat antal företag på den svenska börsen hade en mer precis sällning gjort urvalet för litet. Som nämnt i avsnitt 3,

är både urvals företag och kontrollföretag noterade på den svenska börsen under hela perioden BHAR mäts, med skillnaden att kontrollföretaget inte har genomfört något företagsförvärv.

3.7 Reliabilitet

Hög reliabilitet innebär det att resultaten är replikerbara givet samma data, särskilt när kvantitativa studier utförs (Bryman & Bell 2011). Därför är det viktigt att studien bidrar med hög reliabilitet. För inhämtningen av data är det viktigt att källorna rapporterar korrekt information, vilket det kan anses att Thomson Reuters Datastream, SCB och Standard & Poor's Capital IQ gör. Dessutom förändras inte datan som samlas in från dessa källor med tiden utan dessa är konstanta. Dessa data kommer heller inte att tolkas eller vinklas åt något särskilt håll. Detta gör att andra forskare eller författare kan replikera denna studie med samma data. För att eliminera fel som orsakas av den mänskliga faktorn och kan leda till att datan kan bli opålitlig kommer beräkningarna som görs för variablerna ske i Microsoft Excel, där läsaren kan följa arbetsgången.

3.8 Validitet

Bryman och Bell (2011) pratar om ett andra begrepp som är viktigt att ha i beaktning, validitet. Begreppet validitet kan ses som synonymt med giltighet. Enligt Bryman och Bell (2011) är validitet ett mått på att variablerna som används mäter det som de är menade att mäta, med andra ord: mäter rätt saker. Begreppsvaliditeten i denna studie anses av författarna vara tillräckligt hög, då de hypoteser som ställts utifrån teorin och tillvägagångssättet är relevanta för ämnet företagsförvärv och sammanslagningar. Med tanke på att data hämtas från artiklar som är skrivna av erkända författare, och även välkända källor och litteratur som används som kurslitteratur, kan denna studie anses ha hög validitet.

3.9 Databortfall

Till studiens databortfall hör de företag som haft ett marknadsvärde som avviker för mycket från övriga företag på börsen. För en rättvisande matchning ska kontrollföretagets marknadsvärde motsvara minst 60 och max 140 procent av urvalsföretaget, vilket gör att företag med udda marknadsvärden inte blir medtagna i urvalet.

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Ytterligare bortfall är de företag som uppvisar en väldigt stor positiv eller negativ abnormal avkastning. Winsorizing görs för att reducera snedvridningar av resultatet, med bieffekten att en del faktiska värden minskar sanningshalten i det slutgiltiga resultatet.

4. Resultat

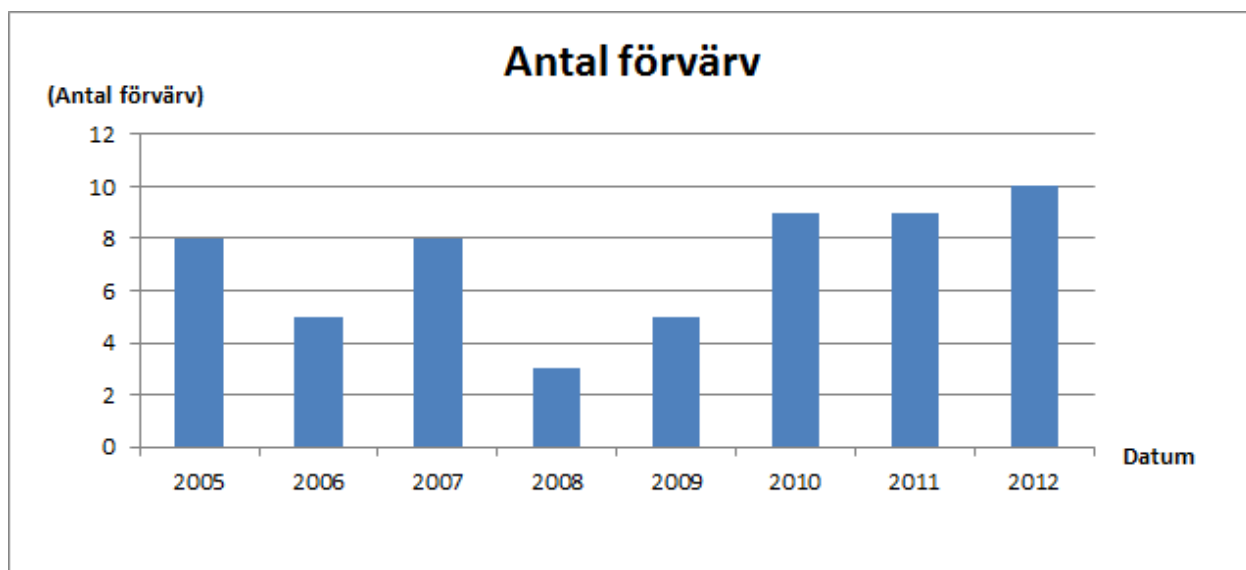
I detta avsnitt presenteras den insamlade och bearbetade datan som använts för att avgöra om det föreligger någon abnormal avkastning, och vad som kan påverka den. Inledningsvis presenteras läsaren för den deskriptiva statistiken för urvalet, tillsammans med BHAR för de olika perioderna. Sedan följer en regressionsanalys som syftar till att förklara olika faktorer påverkan på denna abnormala avkastning.

4.1 Om undersökningen

Studien utförs med syftet att mäta den abnormala avkastningen hos svenska företag som ingått i en sammanslagning eller genomfört ett förvärv via anbud. I urvalet ingår 59 företag, som alla förvärvat under perioden 2005-01-01 till och med 2012-12-31. Dessa har sedan ställts mot ett kontrollföretag, där måttet BHAR används för att undersöka om företag som förvärvar presterar långsiktigt bättre eller sämre än företag som inte ägnar sig åt förvärv.

4.2 Urvalet

Diagrammet nedan visar hur förvärven är fördelade över de undersökta åren. Som är synligt, är antalet högre innan 2008 än under detta år. Antalet når en botten under den finansiella krisen 2008. Åren efter stiger antalet igen, där 2012, som är det sista året, har flest antal observationer.



Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Graf 3. Antal förvärv per år

En av de valda variablerna som undersöks är om målföretaget vid förvärvstillfället är publikt eller privat. I Tabell 5 nedan är det sammanställt hur aktiekursen i de utvalda företagen förändrats procentuellt, uppdelat på respektive typ av målföretag som förvärvats.

I den första mätperioden, som är mellan två dagar före tillkännagivandet och förvärvsdagen, går de förvärvare som haft ett privat målföretag i genomsnitt 3,14 procent bättre än sina kontrollföretag, medan de som förvärvat publika gått ännu bättre.

Från förvärvsdagen till och med både ett och två år efteråt presterar de som förvärvat publika målföretag också bättre. Från förvärvsdagen och tre år efter (BHAR 36), samt från två dagar före tillkännagivandet till och med tre år efter förvärvsdagen (BHAR TOT), genererar de företag som förvärvat privata företag en något högre abnormal avkastning än de som förvärvat ett publikt.

	Antal	BHAR(ann)	BHAR(12m)	BHAR(24m)	BHAR(36m)	BHAR(TOT)
Privat	49 (83,05%)	3,14%	7,50%	13,57%	12,95%	20,25%
Publikt	10 (16,95%)	4,19%	10,05%	19,28%	12,77%	19,51%

Tabell 5. Fördelning mellan BHAR och ägandeskap

Tabell 6 visar fördelning och BHAR för de förvärvare som köpt upp antingen ett inhemskt eller utländskt målföretag. Båda typerna av förvärv är nästan lika vanliga, och skillnaderna i abnormal avkastning för de olika perioderna är små. De som förvärvat inhemska målföretag har dock högra BHAR för alla mätperioder förutom den som varar mellan dagen efter förvärvsdagen och ett år efter.

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

	Antal	BHAR(ann)	BHAR(12m)	BHAR(24m)	BHAR(36m)	BHAR(TOT)
Inhemsk	30 (50,85%)	3,10%	6,73%	13,12%	11,96%	18,99%
Utländsk	29 (49,15%)	1,62%	8,93%	11,02%	9,97%	15,85%

Tabell 6. Fördelning mellan BHAR och målföretagets nationalitet.

4.2.1 Förvärvens genomföranden

	Antal	BHAR(ann)	BHAR(12m)	BHAR(24m)	BHAR(36m)	BHAR(TOT)
Kontant	27 (45,76%)	2,49%	7,33%	12,54%	12,17%	19,20%
Aktier	8 (13,56%)	1,02%	10,44%	11,47%	3,47%	7,48%
Blandat	24 (40,68%)	2,58%	8,35%	14,83%	7,88%	13,56%

Tabell 7. Fördelning mellan BHAR och betalningssättet

Tabell 7 ger en översikt över hur de undersökta förvärven genomförts. De tre huvudsakliga betalningssätten räknas upp, då förvärven kan betalas med kontanter, med egna aktier eller en kombination av de båda. Att betala med kontanter är det vanligaste i detta urval, följt av att betala med båda kontanter och aktier. Att enbart betala med aktier är alltså ett mindre populärt tillvägagångssätt bland de undersökta företagen.

När det gäller avkastningen för de olika betalningsmetoderna, syns det att de kontanta förvärven och de med blandade medel presterar ungefär lika bra under de tre första mätperioderna. Under de sista två presterar dock de kontanta betalningarna bättre med god marginal. Att betala med enbart aktier är lönsamt relativt de andra betalningssätten upp till ett

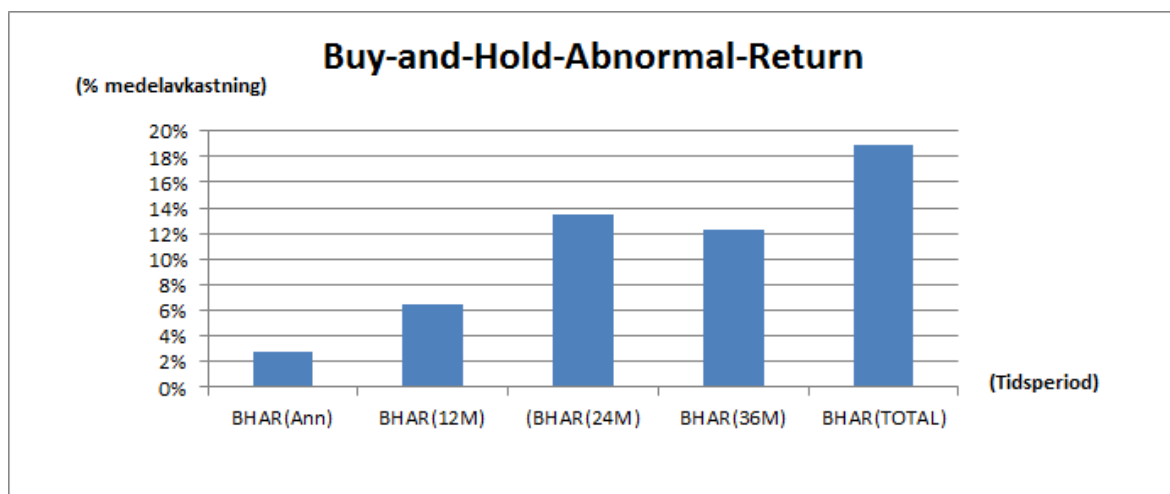
Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

år efter förvärvsdagen, men sedan presterar dessa förvärv sämre än de som betalats med kontanter eller en kombination av kontanter och aktier.

4.3 BHAR

4.3.1 Genomsnittlig abnormal avkastning för urvalet

Denna undersökning går ut på att mäta den abnormala avkastningen för förvärvande företag, och det genomsnittliga resultatet framgår i diagrammet nedan. Det är en till synes uppåtgående trend, med en liten svacka under det tredje året efter förvärvsdagen. Under hela perioden, det vill säga från två dagar före tillkännagivandet till och med tre år efter förvärvsdagen, går de förvärvande företagens aktiekurser i genomsnitt gått upp drygt 19 procent mer än sina respektive kontrollföretags.



Graf 4. Genomsnittlig BHAR för respektive tidsperiod

4.3.2 T-test

För att utifrån resultatet i 4.3.1 kunna besvara studiens första frågeställning, om det finns någon påvisad abnormal avkastning hos de utvalda företagen under våra utvalda perioder, görs ett t-test. Detta testar studiens nollhypotes, som är att BHAR är lika med noll. Om skillnaden i BHAR:s medelvärden hamnar utanför konfidensintervallet, i det här fallet ett 95-procentigt sådant, kan nollhypotesen förkastas.

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Ett alternativ för att utläsa om det finns signifikant påverkan är att titta på p-värdet, i tabellen benämmt Sig.(2-tailed). P-värdet berättar om man vid olika signifikansnivåer kan förkasta nollhypotesen. Om p-värdet understiger exempelvis 0.10, kan det sägas att en abnormal avkastning kan påvisas.

	One-Sample Test					
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
Lower					Upper	
BHAR(ANN)	,824	58	,413	,027288	-,03898	,09356
BHAR(12 M)	,623	58	,536	,065085	-,14399	,27416
BHAR(24 M)	,863	58	,392	,134407	-,17728	,44609
BHAR(36 M)	,833	58	,408	,122373	-,17154	,41629
BHAR(TOTAL)	1,048	58	,299	,189322	-,17244	,55109
BHARPANELUTANWINS	1,778	294	,076	10,59594	-1,1347	22,3266

Tabell 8. T-test av BHAR

Det utförda t-testet visar att det inte statistiskt kan påvisas att det förekommer abnormal avkastning för de fem mätperioderna var för sig. Däremot är paneldatan, det vill säga alla perioderna tillsammans, signifikant på en 10-procentsnivå.

4.4 Regression

Efter att ha genomfört en regression på ett, två och tre års sikt efter förvärvsdatumen samt två dagar innan tillkännagivandet till förvärvsdagen, kan det sägas att de olika variablerna är olika signifikanta för olika år. Från och med två dagar före tillkännagivandet till och med förvärvsdagen, är variablerna kontant betalning och market-to-book signifikant positiva på 10-procentsnivån. BNP-tillväxten är signifikant positiv på femprocentsnivån. Låneräntan och utländska förvärv har negativa signifikanta samband med BHAR, på 10 respektive femprocentsnivån.

För perioden en dag efter förvärvsdagen till ett år efteråt, kan det på en procent signifikansnivå konstateras att kontant betalning vid förvärvstillfället har en positiv påverkan

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

på den abnormala avkastningen. På 10-procentsnivån påverkar även utländska förvärv signifikant negativt.

Efter att ha genomfört regressionen för 24 månader från dagen efter förvärvsdagen, visas det att variabeln kontant betalning har positiv signifikans på enprocentsnivån, medan utländska förvärv hade negativ signifikant påverkan på femprocentsnivån.

För 36 månader från dagen efter förvärvsdagen, har den abnormala avkastningen ett positivt samband med förvärv med kontant betalning, och ett negativt samband med förvärv av utländska företag. Båda variablerna kan förkastas på en procents signifikansnivå.

När det kommer till totala perioden, det vill säga från två dagar före tillkännagivande datumet till tre år efter förvärv dagen, är det även här kontant och utländsk target som har signifikant påverkan på enprocentsnivån. Variabeln kontant betalning har positiv påverkan medan utländska förvärv har negativ påverkan.

För paneldatan visas att kontant betalning vid förvärv av företag har ett positivt samband med BHAR och är den enda variabel som kan förkastas. Denna kan förkastas på en procents signifikansnivå.

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

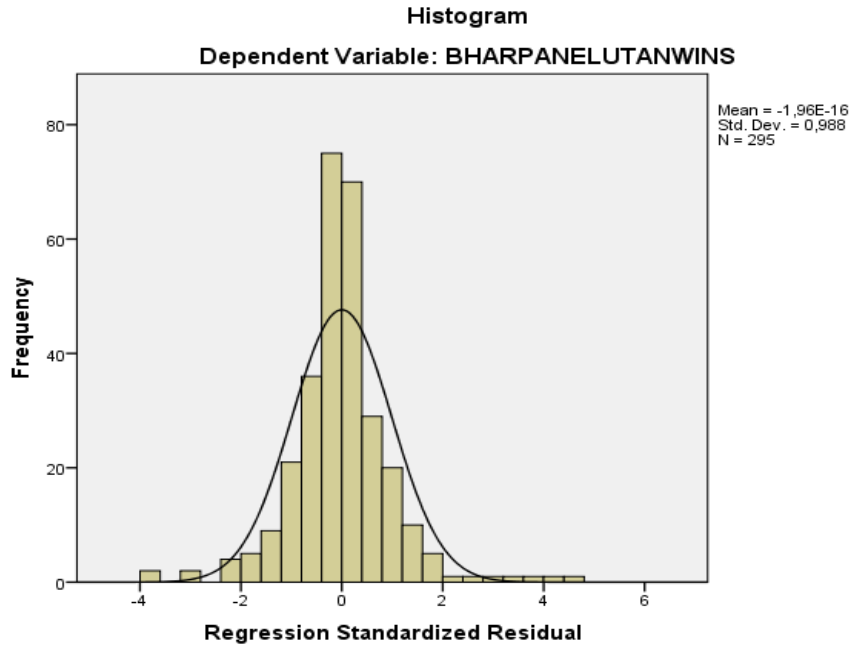
Före	(ANN-2D)-EFF	(EFF+1D)-12M	(EFF+1D)-24M	(EFF+1D)-36M	(ANN-2D)-36M (TOT)	PANEL
Kontant	0,064*	0,009***	0,005***	0,004***	0,002***	0,015**
LOG(R.Storlek)	0,794	0,251	0,275	0,208	0,396	0,102
LOG(M/B)	0,066*	0,303	0,717	0,414	0,820	0,509
Privat	0,439	0,829	0,661	0,539	0,757	0,529
Utländsk	0,042**	0,082*	0,033**	0,020**	0,005***	0,739
LOG(Låneränta)	0,064*	0,622	0,980	0,202	0,104	0,730
BNP	0,042**	0,716	0,596	0,149	0,499	0,451
R²	0,247	0,169	0,194	0,287	0,293	0,045
R² Adj.	0,143	0,055	0,083	0,189	0,196	0,022

Tabell 9. Sammanfattning över regressionsanalysen

4.5 Hantering av extremvärden

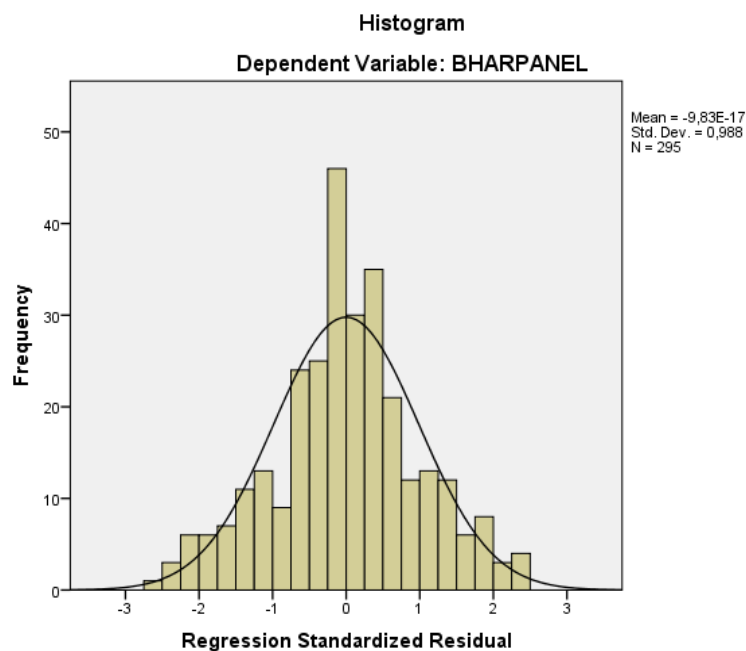
Efter att ha bearbetat datamaterialet märks det tydligt att det förekommer observationer med utstickande BHAR-värden. Detta illustreras i graf 5 nedan, där det tydligt syns att observationerna följer en avsmalnad normalfördelning.

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?



Graf 5. Normalitetstest för BHAR innan winsorizing

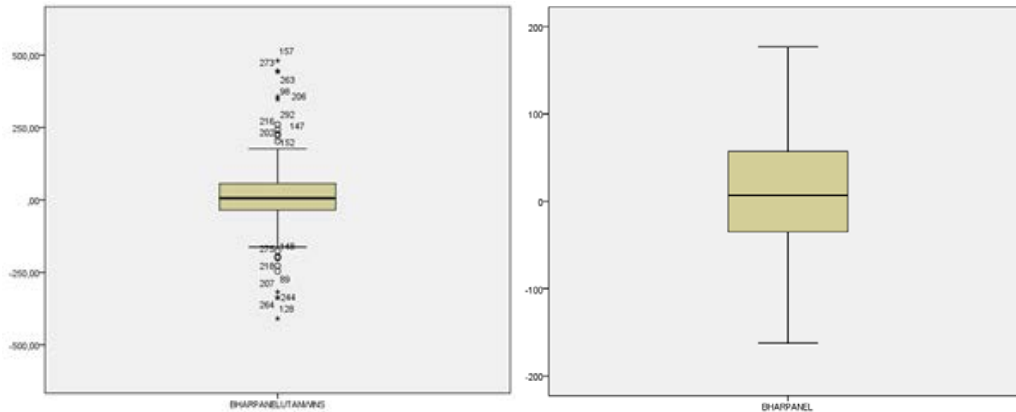
Gauss-Markov teoremet förutsätter att slumptermerna är normalfördelade, och därför är det önskvärt att i största möjliga utsträckning se till att så blir fallet. Som nämnt i 3.5.2 Hantering av extremvärden är winsorizing ett sätt att hantera extremvärden, och detta görs för att se om det blir någon skillnad. Som framgår i graf 6 är normalfördelningen betydligt bättre nu.



Graf 6. Normalitetstest för BHAR efter winsorizing

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Efter att ha utfört winsorizing framgår det att slumptermerna är betydligt mer normalfördelade. De extrema observationerna är nu reducerade till de yttersta värdena i 90:de percentilen.



Graf 7 och 8. Percentiler före och efter winsorizing

Efter winsorizing på datan skett, görs ett nytt t-test. P-värdena för de olika perioderna är liknande som innan winsorizing, med skillnaden att paneldatan nu är signifikant på femprocentnivån.

One-Sample Test						
	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
BHAR(ANN)	1,124	58	,266	,030018	-,02344	,08348
BHAR(12 M)	1,206	58	,233	,088921	-,05868	,23652
BHAR(24 M)	1,430	58	,158	,154009	-,06162	,36964
BHAR(36 M)	,587	58	,559	,069370	-,16718	,30592
BHAR(TOTAL)	1,363	58	,178	,177199	-,08296	,43736
BHARPANEL	2,286	294	,023	,100039	,01391	,18617

Tabell 10. T-test av BHAR efter winsorizing

Då p-värdena och medelvärdeets differens har minskat efter winsorizing, och paneldatan efter denna justering är betydligt mer normalfördelad, kommer den fortsatta framställningen enbart att behandla datan där extremvärdena normaliserats.

4.5.1. Regressionsanalys efter winzoring

Efter att ha normaliserat extremvärdena, görs även en ny regressionsanalys. En sammanfattning är gjord nedan, i tabell 11. Även nu är flera variabler signifikanta under de olika perioderna. För perioden två dagar före tillkännagivandet till och med förvärvsdagen, har konjunkturen (BNP) ett signifikant positivt samband på 10-procentsnivån. På samma nivå har utländska förvärv en negativ påverkan.

För perioden en dag efter förvärvsdagen till och med ett, två och tre år efteråt, har kontant betalningsmetod en signifikant positiv påverkan på femprocentsnivån. För perioden en dag efter förvärvsdagen och tre år efter är även låneräntan signifikant, och har ett negativt samband på 10 procents signifikansnivå.

För hela estimeringsperioden, det vill säga från två dagar före tillkännagivandet av förvärvet till och med tre år efter att förvärvet genomförts, är betalningsmetod, transaktionens relativa storlekt och utländska förvärv signifikanta på enprocentsnivån. För denna period påverkar också den genomsnittliga låneräntan, och har ett negativt samband på fem procents signifikansnivå.

För studiens paneldata, har kontant betalningsmetod en positiv påverkan med fem procents signifikans. Den relativa storleken och den genomsnittliga låneräntan har både en negativ påverkan, även dessa på femprocentsnivån.

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

	(ANN-2D)-EFF	(EFF+1D)-12M	(EFF+1D)-24M	(EFF+1D)-36M	(ANN-2D)-36M (TOT)	PANEL
Kontant	0,9895	0,0114**	0,0566*	0,0295**	0,0067***	0,0469**
LOG (R.STORLEK)	0,7535	0,1610	0,3048	0,7666	0,0030***	0,0470**
LOG(M/B)	0,3145	0,1942	0,7147	0,5333	0,9226	0,5355
Privat	0,3597	0,2620	0,3458	0,6934	0,3242	0,5044
Utländsk	0,0559*	0,1530	0,5685	0,8115	0,0029***	0,7152
LOG (Låneränta)	0,2895	0,4770	0,7518	0,0867*	0,0002***	0,0069***
BNP	0,0754*	0,6468	0,2177	0,4291	0,8678	0,2960
R²	0,1682	0,2426	0,1514	0,1835	0,2867	0,0699
R² Adj.	0,054	0,1386	0,0349	0,0714	0,2044	0,0472

Tabell 11. Sammanfattning över regressionsanalysen efter winsorizing

(Ovanstående siffror är framtagna efter att White heteroskedasticity- consistent standard errors & covariance test gjorts.)

4.6. Multikollinearitet

Enligt VIF testet som kan hittas i bilaga 3 kan vi se här att multikollinearitet finns i väldigt små mängder bland regressionerna. Även enligt tabell 12, kan vi se att det inte finns någon utvald variabel som har en korrelation som överstiger 0,8.

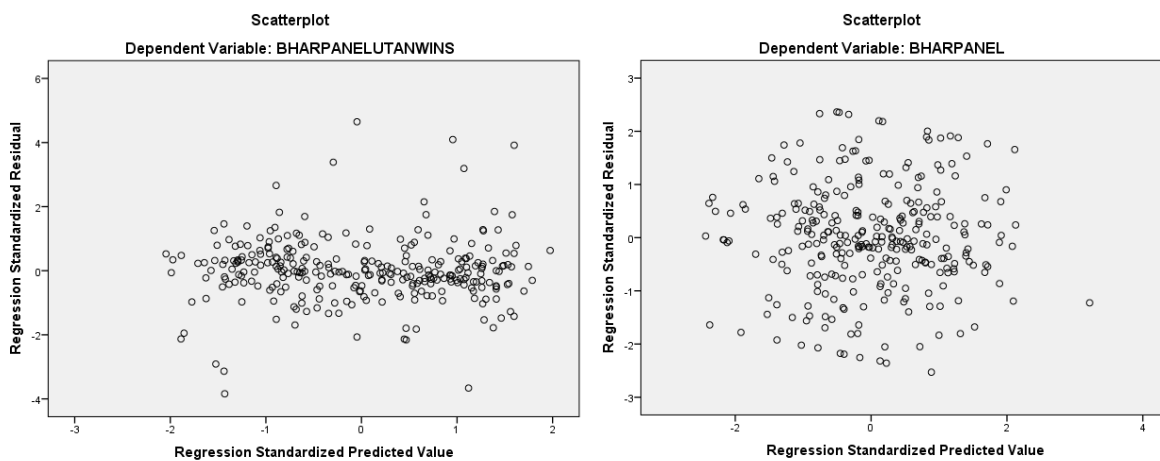
Correlation

	BNP	CASH	LOG_LANERA	LOG_M_B_	LOG_STORLE	PRIVATE	UTLANDSK_T
BNP		0.107782	-0.050369	-0.086295	0.009231	0.085190	-0.038352
CASH	0.107782		-0.022225	-0.022971	-0.186939	0.086923	-0.152236
LOG_LANERA	-0.050369	-0.022225		-0.079388	0.139060	0.142879	0.060739
LOG_M_B_	-0.086295	-0.022971	-0.079388		-0.123014	-0.146901	-0.162098
LOG_STORLE	0.009231	-0.186939	0.139060	-0.123014		0.012430	0.011976
PRIVATE	0.085190	0.086923	0.142879	-0.146901	0.012430		0.108029
UTLANDSK_T	-0.038352	-0.152236	0.060739	-0.162098	0.011976	0.108029	

Tabell 12. Korrelationsmatrix mellan de förklarande variabler

4.7. Heteroskedasticitet

I spridningsdiagrammen nedan kan heteroskedasticitet misstänkas, då de olika slumptermerna har en stor spridning från de förväntade slumptermerna. För att hantera detta tillämpas ett White-test. Dock kan det konstateras att heteroskedasticitet fortfarande existerar efter att ha utfört Breusch-Pagan-Godfrey testet, som kan hittas i bilaga 4, vilket bryter mot ett av kraven som ställs i Gauss Markov teoremet. Detta kan utläsas genom att F-statistiken (9,799) avviker från acceptansregionen (0,000)



Graf 9 och 10. Spridningsdiagram över residualerna, före och efter winsorizing.

5. Analys

I analysdelen tolkas studiens resultat utifrån teorierna, och de uppställda hypoteserna testas.

Analysdelen avslutas med resonemang kring det valda tillvägagångssättet.

5.1 Förekommer abnormal avkastning?

Denna studies första frågeställning är huruvida det går att påvisa någon abnormal avkastning hos de undersökta förvärvande företagen, jämfört med deras respektive kontrollföretag. Kontrollföretagen får inte ha genomfört något förvärv under perioden de används som benchmark, det vill säga från och med två dagar före det förvärvande företags tillkännagivandedatum, till och med tre år efter att förvärvet genomförts.

Utifrån resultatkapitlet kan det sägas att det inte går att statistiskt bevisa huruvida det föreligger abnormal avkastning hos de förvärvande företagen i urvalet, då det utförda t-testet enbart uppvisar signifikans på paneldatan. Om man tittar på själva BHAR för urvalet så presterar de förvärvande företagen bättre än kontrollföretagen, både på lång och kort sikt. Som det ser ut blir skillnaderna dessutom större på längre sikt än på kort. Detta går dock inte att säkerställa statistiskt, som tidigare nämnt. Bristen på statistisk signifikans för BHAR kan bero på att urvalet är för litet och att en för kort period som undersöks. Det kan även bero på en icke rättvisande matchningsprocedur.

De positiva BHAR-siffrorna kan tolkas på flera sätt. Enligt teorier på området kan företagsledningar genomföra förvärv för att maximera nyttan hos sina aktieägare, där värdet består i att aktiepriset går upp i samband med olika händelser. Effektivitetsteorin, som Trautwein (1990) skriver om, är en sådan teori. Den förklarar att förvärv genomförs för att möjliggöra synergieffekter, som kan vara finansiella, operationella eller ledarskapsrelaterade. Att den uppmätta abnormal avkastningen är positiv i denna studie, kan mycket väl tänkas bero på att de utvalda förvärvande företagen är duktiga på att integrera målföretagen i den egna verksamheten. De kan vara duktiga på att använda sig av målföretagens materiella resurser för att komplettera den befintliga egna verksamheten, eller på att utnyttja den kunskap som målföretagens anställda kan bidra med. Det kan också tänkas att förvärvarna har

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

en betydligt mer kompetent ledning än målföretagen, och att effekten av det nya ledarskapet blir att målföretagen presterar bättre.

Då både de förvärvande företagen och deras respektive kontrollföretag är börsnoterade, är de tvungna att dela med sig av information som är relevant för aktieägarna. Enligt den effektiva marknadshypotesen av Fama (1970) motsvarar en akties pris alltid värdet av den information som finns tillgänglig på marknaden, under antagandet att alla investerare har samma möjlighet att inhämta denna information. Värderingsteorin (Trautwein, 1990) hävdar motsatsen, nämligen att många företagsförvärv utförs på det sättet de görs för att den förvärvande företagsledningen har anskaffat information som ännu inte är tillgänglig på marknaden. Om detta är fallet i de förvärv som ingår i denna studies urval, kan det sägas att det råder en informationsasymmetri mellan förvärvarna och målföretagen. Exempelvis skulle denna asymmetri kunna utnyttjas för att köpa upp ett målföretag som för tillfället är undervärderat, för att undvika att betala en allt för stor budpremie.

Ett annat alternativ som möjligtvis kan förklara den positiva abnormala avkastningen, kan vara att det förvärvande företaget har lyckats utnyttja de monopoleffekter som ett förvärv möjliggör. Som tidigare nämnt om Monopolteorin (Trautwein, 1990) kan företag öka sin marknadsandel genom att förvärva företag inom samma bransch eller inom en annan bransch, och på så vis försvåra för konkurrenterna. Att just monopolteorin förklarar resultatet i undersökningen kan inte med säkerhet sägas, eftersom denna studie inte systematiskt jämför företag som tillhör samma bransch eller är konkurrenter med varandra. Att den abnormala avkastningen i studien är positiv kan alltså indikera att företagen lyckats förvärva sig till större marknadsandelar och därmed en större kundkrets. Detta anses vara ett snabbare sätt att växa på än genom organisk tillväxt.

Som det nämndes i 1.2 Problemdiskussion, kan oförsiktighet och överdrivet självförtroende hos företagsledningar leda till att besluten som fattas inte gynnar aktieägarna alls. Ledningen kanske fattar beslut som enbart ger dem själva fördelar, eller beslut som är alldeles för överilade. Konsekvensen kan bli att man bjuder alldeles för högt för målföretaget, eller helt enkelt köper ett företag som det visar sig att man inte har kompetens att leda. Detta kan i sin tur leda till att de ekonomiska synergier som förvärvet är tänkt att medföra inte gör förvärvet lönsamt, eller inte realiserar alls. Med tanke på det positiva resultatet hos de förvärvande företagen i denna studie, är det troligt att företagsledningarna i urvalet har varit någorlunda

eftertänksamma och gjort ordentliga undersökningar innan de genomfört förvärven. Huruvida förvärven har genomförts för att i första hand gynna dem själva bevisas inte i denna studie, men om så är fallet har de åtminstone sett till att aktieägarna också fått ut något av affärerna.

5.2 Vilka variabler påverkar den abnormala avkastningen?

5.2.1 Om regressionsanalysen

Efter att ha utfört regressionsanalyser, framgår det i tabell 11 i 4.5.1 att studiens förklaringsgrad som bäst ligger på 20,44 procent, som är för perioden BHAR(TOT). Det är även denna period som har flest signifikanta variabler. För övriga perioder är förklaringsgraden betydligt lägre. Det tyder exempelvis på att studiens variabler bara kan förklara 3.4 procent av de beaktade avkastningarna vid BHAR(24m). Anledningen till att förklaringsgraden är så låg kan vara att tidsramen är för kort för att innehålla tillräckligt många observationer i Sverige. Fler observationer skulle mycket väl kunna öka både t-statistiken och förklaringsgraden hos variablerna i regressionen, förutsatt att dessa observationer också har genomsnittligt positiva BHAR-värden. Ett bristande urval av förklarande variabler kan också vara anledningen till den låga förklaringsgraden. Det var från början tänkt att använda förvärvsvarianterna sammanslagning och anbud (avsnitt 2.2) som variabel, men på grund av svårigheter att göra en korrekt bedömning i varje enskilt fall lämnades denna variabel utanför.

5.2.2 Signifikanta variabler

Fem av de sju utvalda variablerna visade signifikans i regressionsanalysen vilket är positivt, då det möjliggör en någorlunda uppbackad slutsats. Innan förvärven genomförts, det vill säga för perioden mellan två dagar före tillkännagivandet och förvärvsdagen, är BHAR endast påverkat av målföretagets nationalitet och konjunkturläget. Det är betydligt fler faktorer som signifikant påverkar den abnormala avkastningen när förvärvet väl är genomfört. Enligt den effektiva marknadshypotesen motsvarar en akties pris all information som för tillfället är tillgänglig, och det tolkas här som att informationen som tillkännages i samband med att

beslutet att förvärva blir offentligt, inte spelar lika stor roll som informationen som tillkommer efter genomförandet.

5.2.2.1. Betalning med kontanter

I tidigare studier, bland annat de av Loughran och Vjih (1997) och Rau och Vermaelen (1998), spelar betalningsmetoden vid förvärvstillfället stor roll för den abnormala avkastningen. Förvärv som betalas med kontanter har i dessa studier lett till en positiv abnormal avkastning, medan de förvärv som utförts genom ett aktieutbyte generellt lett till en negativ abnormal avkastning för förvärvarens aktieägare. I denna studie betalades 27 av 59 förvärv med kontanter, 8 med aktier, och 24 förvärv betalades med en kombination av de två betalningsmedlen. Genom att dela upp observationerna efter betalningsmetod, går det att utläsa vilken metod som gett den bästa abnormala avkastningen. Resultaten är varierande över estimeringsperioden, men om man ser för hela perioden, det vill säga från och med två dagar före tillkännagivandet till och med tre år efter förvärvsdagen, är det mest fördelaktigt för förvärvarens aktieägare om förvärvet betalades med enbart kontanta medel.

I regressionen framgår det att betalningsmetoden har en signifikant påverkan på BHAR på alla perioder, förutom för den som är mellan två dagar före tillkännagivandet till och med förvärvsdagen. Detta resultat tolkas som att marknaden inte beaktar betalningsmetoden särskilt mycket innan förvärvet är genomfört, då det enda som skett är att information om förvärvet kommit ut. Däremot efter att förvärvet är gjort och betalningen är genomförd, förklaras den abnormala avkastningen av om förvärvet betalas med kontanter eller inte. Det kan tänkas att efter att förvärvaren har integrerat målföretaget i sina räkenskaper, får investerarna en insikt i hur förvärvet påverkat resultaten och kan därför göra en bättre bedömning än innan genomförandet. Eftersom marknaden då verkar anse att förvärv betalade med enbart kontanter är bättre än de som inte är det, är det möjligt att de sammanslagna företagens resultat generellt gynnas av detta betalningssätt. En annan faktor kan tänkas vara att ett företags aktiekurs gynnas av att inte spädas ut (som kan vara fallet när betalning sker i egna aktier).

5.2.2.2. Relativ storlek

Relativ storlek är en variabel som har signifikant negativ påverkan på lång sikt.

Nollhypotesen kan förkastas för den totala perioden och för paneldatan. Ett sådant resultat kan tyda på att konsekvenserna av ett alldeles för kostsamt förvärv märks först efter 36 månader.

Med utgångspunkt från teorin om målföretagets relativa storlek, kan detta resultat tolkas som att de förvärvande företagen har svårare för att styra ett stort målföretag under en längre period. Logiken bakom ett sådant resonemang kan ifrågasättas, varför denna variabel ses som mindre relevant efter att detta resultat framgått.

5.2.2.3. Genomsnittlig låneränta

Den genomsnittliga låneräntan är menad att agera som konjunkturvariabel på en företagsnivå.

Om utgångspunkten är att utlåningsräntorna ökar vid en stigande konjunktur och sjunker vid en sjunkande konjunktur, visar detta hur konjunkturen påverkar enskilda företag. I

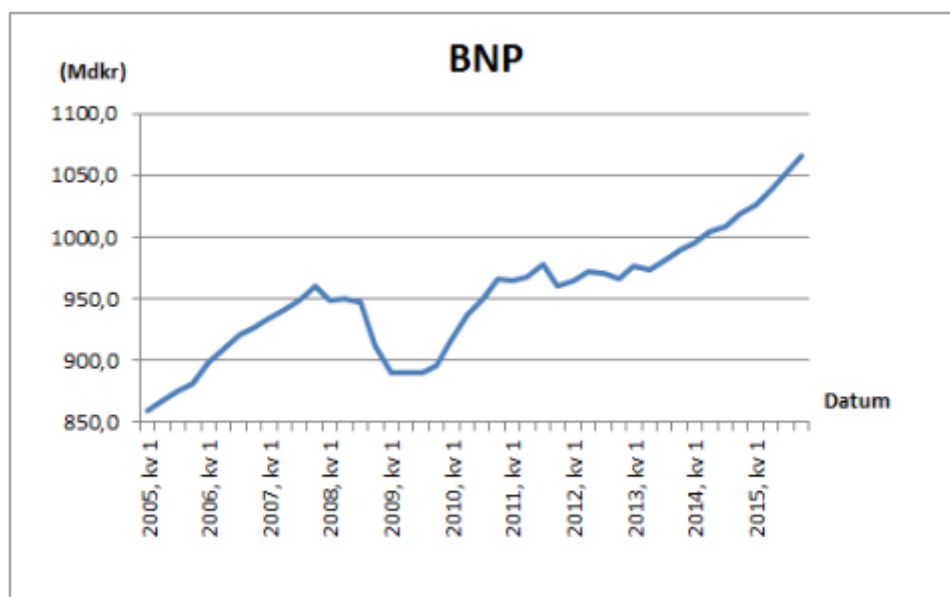
regressionen har denna variabel en signifikant negativ påverkan på BHAR, men denna påverkan visar sig enbart på längre sikt. Om höjda räntekostnader leder till att ett företags nettoresultat minskar, kan det sända signaler till aktieägarna om minskad lönsamhet, som i sin tur kan påverka aktiekursen negativt.

5.2.2.4. Målföretagets nationalitet

Regressionen har visat att det finns signifikant negativ samband mellan BHAR och utländska förvärv för perioden från två dagar före tillkännagivandet till förvärvsdagen, samt 36 månader efter att förvärvet genomfördes. Att sambandet är negativt, kan bero på att den svenska marknaden inte litar lika mycket på de utländska företagen, eller att det är svårare för de utländska företagen att integreras i det svenska systemet. Skillnader i lagstiftningen mellan de olika länderna som målföretagen verkar i, kan också tänkas bidra till det negativa sambandet. Exempelvis kan olika länder ha olika stora krav på mängden information som företag måste göra tillgängliga för allmänheten.

5.2.2.5. Konjunkturläge

Konjunkturvariabeln Sveriges BNP var enbart signifikant för perioden två dagar innan tillkännagivandet till förvärvsdagen. Detta resultat visar ett positivt samband efter att ha utfört winsorizing och White-test. Detta kan tänkas att förklaras genom att en genomsnittlig investerare tar hänsyn till konjunkturen vid köp av aktier i ett förvärvande företag i under tiden företaget har tillkännagivit förvärvet och innan detta genomförs. Då kanske den genomsnittliga investeraren på marknaden har en optimistisk syn på ekonomin i nutid och i framtiden, och har därför positiva utsikter om marknaden och om förvärv. Efter förvärvet är gjort kan det tänkas att investeraren inte beaktar konjunkturen längre, och fokuserar istället på andra faktorer som påverkar det följda företagens aktiekurs.



Graf 11. BNP-utveckling per år

Källa: Ekonomifakta (2016)

5.2.3 Icke signifikanta variabler

5.2.3.1 Privata målföretag

Hypotesen att företagsförvärv av privata företag skulle ge ett positivt samband med BHAR är något som inte kan bevisas statistiskt. Enligt Dutta & Jog (2009) är de privata företagen ofta

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

mindre likvida, vilket gör att de blir mindre attraktiva för förvärvande företag. Då de studerade förvärvande företagen presterat ungefär likadant under estimeringsperioden, kan det i denna studie inte dras några slutsatser kring huruvida ett privat företag som målföretag är att föredra framför ett publikt.

5.2.3.2. Market-to-book

När det kommer till market-to-book är regressionsanalysens utfall att det inte finns något statistiskt samband mellan denna variabel och BHAR. Rau och Vermaelen (1998) kommer fram till att företag med låg market-to-book presterar bättre efter förvärv, men här kan det inte statistiskt bevisas om sambandet mellan market-to-book och BHAR är positivt eller negativt. Med andra ord, så kan vi inte bevisa om så kallade tillväxtföretag med hög market-to-book ratio presterar bättre eller sämre jämfört med de som har lägre.

	(ANN-2D)-EFF	(EFF+1D)-12M	(EFF+1D)-24M	(EFF+1D)-36M	(ANN-2D)-36M (TOT)	PANEL
Kontant	Nej	Positivt	Positivt	Positivt	Positivt	Positivt
Privat	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
Utländsk	Negativt	Nej	Nej	Nej	Negativt	Nej
BNP	Positivt	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej
LOG (R.Storlek)	Nej	Nej	Nej	Nej	Negativt	Negativt
LOG(LÅNERÄNTA)	Nej	Nej	Nej	Negativt	Negativt	Negativt
LOG (M/B)	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej

Tabell 13. Sambanden mellan de oberoende variablerna och BHAR

5.3 Hypotestestning

I kapitel 2 ställdes studiens sju hypoteser upp, där de samband som de förklarande variablerna väntades ha framgick. Utfallet analyserades ovan, och sammanfattas i tabell 14 nedan.

<p><i>Hypotes 1:</i> Om förvärvet betalas med kontanter påverkas BHAR positivt. Ja, det påverkas positivt för alla perioder förutom för BHAR(ann)</p>
<p><i>Hypotes 2:</i> Målföretagets relativa storlek har ett negativt samband med den abnormala avkastningen Ja, det finns ett negativt samband för BHAR(TOT) och för paneldatan.</p>
<p><i>Hypotes 3:</i> Förvärvarens market-to-book vid förvärvstillfället har ett negativt samband med BHAR. Ej signifikant.</p>
<p><i>Hypotes 4:</i> Om det förvärvade företaget inte är börsnoterat påverkas den abnormala avkastningen positivt. Ej signifikant</p>
<p><i>Hypotes 5:</i> Om målföretaget inte är ett svenskt företag påverkas den abnormala avkastningen negativt Ja, för BHAR(ann) och BHAR(TOT)</p>
<p><i>Hypotes 6:</i> Förvärvarens genomsnittliga låneränta har ett negativt samband med BHAR. Ja, det finns ett negativt samband för BHAR(36m), BHAR(TOT) och för paneldatan.</p>
<p><i>Hypotes 7:</i> Sveriges BNP har ett positivt samband med BHAR. Ja, BNP har ett positivt samband för BHAR(ana). I övrigt ej signifikant</p>

Tabell 14. Hypoteserna och dess utfall.

5.4 Eftertankar om den valda metoden

Efter att ha genomfört denna studie kan författarna konstatera att ett antal saker skulle kunna ha förbättrat resultaten, och göra studien mer statistiskt trovärdig. Studien hade kunnat ha något färre urvalskriterier, för att inkludera fler förvärvande företag. Större urval hade även fåtts om tidsramen utökats. Just bristen på förvärvande företag är ett genomgående problem.

Regressionsanalysen visar att heteroskedasticitet finns och detta är något som givetvis är bekymmersamt för trovärdigheten i denna studie. Heteroskedasticitet kan ha uppstått på grund av att urvalet är för litet på grund av den relativt korta undersökta tidsperioden.

Användning av fel regressionsmodell för att estimeras regressionsanalyser kan också ha orsakat heteroskedasticiteten. Detta är dock inget ovanligt problem, men det är viktigt att alla varianser ska vara likadana för att kunna påstå korrekt att det finns några samband mellan variablerna. Åtgärder mot detta har därför vidtagits i största mån möjligt, i form av regressioner med White-test, men heteroskedasticiteten består ändå, se bilaga 4, Breusch-Pagan-Godfrey-test. En annorlunda regressionsmodell hade även kunnat generera ett annorlunda resultat i regressionsanalysen. Då en väldigt simpel regressionsmodell används, kan detta ha påverkat tolkningar av regressionerna och förklaringsgrader. Ett alternativ är att använda sig utav mer avancerade regressionsmodeller.

En svårighet som funnits i studien var att hitta helt rättvisa kontrollföretag till alla förvärvande företag. Matchning skedde med börsvärde och market-to-book-ratio som kriterier, men detta skulle kunna göras än mer rättvisande. Att ställa tillverkande förvärvande företag gentemot tillverkande kontrollföretag är ett sätt att angripa detta problem, men detta lät inte göras på ett tillförlitligt sätt. Ett annat sätt är att matcha företagen ännu snävare förutom ovanstående tillvägagångssätt är att matcha företag som verkar inom samma bransch. Dock är författarna medvetna om att dessa matchningsmetoder kan vara svåra att fullfölja fullständigt med tanke på det begränsade geografiska området som är Sverige.

6. Slutsats

I detta kapitel sammanfattas slutsatserna som dragits efter att den insamlade datan analyserades, och investeraren har fått en bild av vad som kan känneteckna ett bra företagsförvärv. Avslutningsvis presenteras några förslag till vidare forskning.

6.1 Sammanfattning och slutsats

Syftet med denna studie är att försöka bevisa om det förekommit en abnormal avkastning hos företag som genomfört företagsförvärv under perioden 2005-2012. Dessutom syftar den till att försöka förklara denna abnormala avkastning, genom att testa sju olika faktorer påverkan. Resultatet visar att det för företagen i studiens urval finns en genomsnittligt positiv abnormal avkastning. När det gäller att förklara vad som påverkat denna abnormala avkastning var fem av variablerna signifikanta för olika perioder, det vill säga att de har en påverkan beroende vilken tidsperiod som undersöks. Den viktigaste slutsatsen blir att betalningssättet vid förvärvstillfället spelar roll för aktiekursen, i denna studie på tre års sikt efter att förvärvet genomförts. Detta ligger i linje med de forskningsartiklar som inspirerat denna uppsats, då denna tidigare forskning enstämmigt konstaterar att förvärv som betalas med enbart kontanter gynnar förvärvarens aktieägare mest.

6.2 Kunskapsbidrag

För att återkoppla till den omnämnda aktieägaren Kalle i företag ABC är frågan: bör han ställa sig positiv eller negativ gentemot ledningens förvärvsplaner av företag XYZ? Efter att ha genomfört en omfattande undersökning om hur förvärvande företag i Sverige presterar jämfört med företag som inte gör det, kan det konstateras att svaret beror på flera saker. Det är visat att den genomsnittliga svenska förvärvaren presterar bättre än en icke-förvärvare som är relativt likvärdig gällande storlek och market-to-book, både på kort och lång sikt, vilket förstås är en positiv indikation. För att öka sannolikheten att förvärvet blir så pass lyckat på längre sikt, bör företagsledningen se till att betala förvärvet med enbart kontanta medel. Det är också till en fördel om det tänkta målföretaget också är svenskt. Vad gäller konjunkturläget påverkan, kan han efter att ha studerat både upp och nedgångar i BNP konstatera att det är en

mindre viktig faktor att beakta. Med detta sagt är chanserna goda att förvärvet av XYZ kommer gynna Kalle och de andra aktieägarna.

Förutom att upplysa aktieägaren Kalle om hur företagsförvärv fungerar, har denna studie bidragit till forskningen om abnormal avkastning för förvärvande företag, då den behandlar landet Sverige, och hur några av de största företagsförvärven under 2005-2012 har påverkat de förvärvande företagens aktieprestation. Detta med anledning för att se om det kan påvisas positiv eller negativ avkastning under 2 dagar innan förvärvsdagen fram tills förvärvsdagen och 3 år efter dagen efter förvärvsdagen. Studien har även testat flera variabler som tidigare forskning använder för att se om de fortfarande är relevanta. Inspiration till dessa variabler har till stor del hämtats från Dutta och Jog (2009), Loughran och Vijh (1997) samt Rau och Vermaelen (1998), men även från andra artiklar och uppsatser. De tidigare nämnda forskarna visar att förvärv där kontant betalning sker har haft ett positivt samband både på kort och lång sikt, och denna tes kan hållas statistiskt signifikant även i Sverige.

6.3 Förslag till vidare forskning

I framtiden skulle detta ämne kunna belysas på flera olika sätt, framförallt på den högre akademiska nivån. De flesta tidigare forskningsartiklarna är relativt gamla, och omfattar ofta enbart USA. Det vore intressant att se en liknande undersökning för hela Europa i modern tid, och gärna en för enbart Sverige. För urvalets skull kan det vara fördelaktigt att undersöka en lång period, och använda sig av ett stort antal variabler för att förklara så bra som möjligt. Att i större utsträckning undersöka konjunktorens påverkan på förvärvsmarknaden skulle kunna vara intressant, då denna studie inte kunnat säkerställa denna statistiskt.

Källförteckning

Litterära källor

Berk, J. och DeMarzo, P., (2014), *Corporate Finance – global edition*, USA, Pearson Education, upplaga 3

Bryman, A. och Bell, E., (2007), *Business research models*, USA; Oxford University Press, upplaga 2

Campbell, J.Y., Lo, A.W. och MacKinlay, C. A., (2012), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press

Dougherty, C., (2011), *Introduction to Econometrics*, USA, Oxford University Press, upplaga 4

Gaughan, P. A., (2015), *Merges, Acquisitions och Corporate Restructurings*, John Wiley, Inc., upplaga 6

Fregert, K. och Jonung, L. (2010), *Makroekonomi: Teori, politik och institutioner*, Studentlitteratur AB, upplaga 3

Kim, K., Nofsinger, J.R., och Mohr, D.J., (2010), “Corporate Governance”, Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, Upplaga 3

Artiklar

Agrawal, A., Jaffe, J. och Mandelker, G., (1992), “The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly”, *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, s. 1605 - 1621

Amihud, Y., Lev, B., Travlos, N., (1990), “Corporate control and the Choice of investment Financing: The case of corporate acquisition”, *Journal of finance*, Vol. 45, s. 603 - 615

Asquith, P., (1983), “Merger bids, uncertainty, and stockholder returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, s. 51-83.

Barber, B. och Lyon, J., (1997), “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, s. 341 – 372

Dodd, P., (1980), “Merger proposals, management discretion and stockholders wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, s. 105 - 138

Dutta, S. och Jog, V., (2009), “The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly”, *Journal of Banking och Finance*, Vol.33, s. 1400 - 1412

Fama, E., (1970), “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, s. 383 - 417

Ghobadian, A., Kling, G. & O’Reagan, N., (2009): “Organic growth and shareholder value: A case study of the insurance industry” *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 26, No. 4, s. 276 - 283

Hayward, M.L.A. och Hambrick, D. C., (1997) “Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42, s. 103 - 127

Healy, P., Palepu, K., och Ruback, R., (1992), “Does corporate performance improve after mergers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, s. 135 - 175

Langetieg, T. C., (1978), “An application of a three-factor performance index to measure stockholders gains from merger”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, s. 365-383

Lien, D. & Balakrishnan, N., (2005) ” On Regression Analysis with Data Cleaning vid Trimming, Winsorization and Dichotomization”, *Communications in Statistics – Simulation and Computation*, Vol 34, s. 839-849

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Loughran, T. och Vijh, A., (1997), "Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5, s. 1765 - 1790

Lyon et al, (1999), "Improved Methods for Tests of Long-Run Abnormal Stock Returns", *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 1, 165 - 201

Mandelker, G., (1974), "Risk and return: The case of merging firms", *Journal of Financial Economics 1*, s. 303 - 335

Mantecon, T., (2007), "An analysis of the implications of uncertainty and agency problems on the wealth effects to acquirers of private firms", *The Journal of Banking and Finance*, Vol 32, s. 892 - 905

Martynova, M., Oosting, S. & Renneboog, L., (2006), "The long-term operating performance of European mergers and acquisitions", *ECGI Working Paper Series in Finance*, No. 137, s. 1 - 39

Moeller, S. & Schlingemann, F., (2005), "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, s. 533 - 564

Rau, P.R. och Vermaelen, T., (1998), "Glamour, Value and the Post-acquisition Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, s. 223 - 253

Roll, R., (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *The Journal of Business*, Vol. 59. No. 2, Part 1, s. 197 – 216

Trautwein, F., (1990), "Merger motives and merger prescriptions", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, s. 283 - 295

Uppsatser

Hedman, E., Norrman, A. och Walin, A., (2013), "Företagsförvärv eller företagsförvärv? En långsiktig studie på den skandinaviska förvärvsmarknaden", Kandidatuppsats i finansiering, Ekonomihögskolan, Lunds Universitet

Hjalmarsson, P, Kinnunen, R & Parlov, T (2012), "Vad påverkar utdelningsnivån i svenska börsnoterade företag? – En studie om de bakomliggande orsakerna före, under och efter finanskrisen 2008", Kandidatuppsats i finansiering, Ekonomihögskolan, Lunds Universitet

Elektroniska källor

Avanza (2009), "Vad menas med organisk tillväxt?", publicerad 2009-08-20, senast hämtad 2017-01-08

<https://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2009/08/20/vad-menas-med-organisk-tillvaxt.html>

Ekonomifakta (2016), "BNP - Sverige", senast uppdaterad 2016-11-29, senast hämtad 2017-01-08

<http://www.ekonomifakta.se/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/BNP---Sverige/?graph=/14513/1/2005-2015/>

Minitab (2016), "What is a variance inflation factor?", senast hämtad 2017-01-08

<http://support.minitab.com/en-us/minitab/17/topic-library/modeling-statistics/regression-and-correlation/model-assumptions/what-is-a-variance-inflation-factor-vif/>

NASDAQ OMX Nordic, "Trading Hours", senast hämtad 2017-01-08.

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

Time Magazine, "Top 10 Chrysler Moments", senast hämtad 2017-01-08.

http://content.time.com/time/specials/packages/article/0,28804,1894731_1894734_1894722,00.html

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Statistiska centralbyrån, “BNP kvartal 1993-2016:3”, publicerad 2016-11-29, senast hämtad 2017-01-08

<http://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/nationalrakenskaper/nationalrakenskaper/nationalrakenskaper-kvartals-och-arsberakningar/pong/tabell-och-diagram/tabeller/bnp-kvartal-199320163-publ.-2016-11-29/>

Databaser

Standard & Poor’s Capital IQ

Thomson Reuters Datastream

Bureau van Dijks Zephyr

Appendix

Datum = tillkännagivande datumen

Land = Landet målföretaget är registrerad i

Transaktionskostnad i miljoner euro

Bilaga 1: Lista över förvärvsföretag och målföretag.

Datum	Förvärvare	Målföretag	Land	Transaktionskostnad
12/10/2009	2E GROUP AB	WALLMANS NÖJEN AB	SE	11 721,59
09/01/2006	ACANDO AB	RESCO AB	SE	20423,62
15/11/2010	ADDNODE AB	DECERNO AB	SE	15874,22
04/02/2005	ADDTECH AB	BERGMAN & BEVING MEDITECH AB	SE	19 140,42
18/10/2012	AF AB	EPSILON HOLDING AB	SE	324257,05
23/09/2005	ALFA LAVAL AB	TRANTER PHE INC.	US	123 450,00
27/07/2011	ALLTELE ALLMANNA SVENSKA TELEFON AB	VENTELO SVERIGE AB	SE	8154,31
06/10/2011	ARISE WINDPOWER AB	JÄDRAÅS VINDKRAFT AB	SE	338718,2
13/12/2010	ASSA ABLOY AB	CARDO AB	SE	812 015,26
03/11/2008	AURIANT MINING AB	NEW MINING COMPANY LLC	RU	
15/12/2005	B&B TOOLS AB	RUUSKA GROUP OY	FI	23 000,00
19/03/2010	BEIJER ALMA AB	BEIJER TECH AB	SE	35048,33
18/04/2012	BETSSON AB	NORDIC GAMING GROUP LTD	MT	85000
09/06/2010	BILIA AB	BILCENTRALEN I STOCKHOLM AB	SE	14 603,08
20/06/2012	BILLERUD AB	KORSNÄS AB	SE	1319131,46
22/02/2005	BIOTAGE AB	ARGONAUT TECHNOLOGIES INC'S CERTAIN ASSETS	US	16 358,00

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

09/09/2010	BONG AB	CADIX SAS	FR	59736,13
04/08/2006	BTS GROUP AB	ADVANTAGE PERFORMANCE GROUP LLC, THE	US	17921,54
16/12/2011	CLOETTA AB	LEAF HOLLAND BV	NL	773 897,66
31/01/2007	ELANDERS AB	SOMMER CORPORATE MEDIA GMBH & CO. KG	DE	35000
21/06/2011	ELEKTA AB	NUCLETRON BV	NL	365 000,00
26/09/2005	ENIRO AB	FINDEXA LTD	NO	828576,96
04/02/2005	FAGERHULT AB	LAMPGUSTAF AB	SE	15119,17
21/08/2008	FEELGOOD SVENSKA AB	HALUXA AB	SE	7 146,95
07/05/2012	FORMPIPE SOFTWARE AB	TRAEN HOLDING A/S	DK	35 890,84
01/11/2007	GUIDELINE GEO AB	MALÅ GEOSCIENCE FÖRVALTNINGS AB	SE	10633,72
22/02/2008	HALDEX AB	CONCENTRIC PLC	GB	113350,58
15/08/2005	HEXAGON AB	LEICA GEOSYSTEMS HOLDING AG	CH	963837,77
18/10/2010	HEXPOL AB	EXCEL POLYMERS LLC	US	164 399,41
11/01/2012	IMAGE SYSTEMS AB	REMACONTROL SWEDEN AB	SE	6235,43
26/09/2007	KNOWIT AB	OBJECTNET AS	NO	12 964,52
11/04/2011	MEDIVIR AB	BIOPHAUSIA AB	SE	61 453,13
12/10/2011	MEKONOMEN AB	MECA SCANDINAVIA AB	SE	210846,09
31/07/2010	MODERN TIMES GROUP MTG AB	NOVA TELEVIZIA-PARVI CHASTEN KANAL EAD	BG	620 000,00
19/05/2009	MYCRONIC	MYDATA AUTOMATION AB	SE	27789,46
12/04/2007	NEW WAVE GROUP AB	CUTTER & BUCK INC.	US	117 062,00
10/04/2011	NIBE INDUSTRIER AB	SCHULTHESS GROUP AG	CH	520400,9
14/02/2006	NOBIA AB	HYGENA CUISINES SASU	FR	135 000,00
09/07/2012	OPUS GROUP AB	BESIKTNINGSKLUSTER 1 AB	SE	43563,67
15/10/2007	OREXO AB	BIOLIPOX AB	SE	91828,23

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

30/05/2005	ORTIVUS AB	MEDOS AG	DE	8300
10/11/2008	PEAB AB	PEAB INDUSTRI AB	SE	268612,29
10/01/2011	PROACT IT GROUP AB	DATABASEMENT BV	NL	14000
31/03/2011	REDERI AB TRANSATLANTIC	ÖSTERSTRÖMS INTERNATIONAL AB	SE	24739,01
03/09/2010	REJLERS AB	RÅBE INDUSTRIKONSULT AB	SE	7890,46
09/05/2006	RNB RETAIL AND BRANDS AB	JC AB	SE	240258,68
12/06/2012	SAAB AB	ERICSSON MICROWAVE SYSTEMS AB	SE	409 977,71
10/11/2011	SCA AB	PROCTER & GAMBLE COMPANY'S EURPEAN TISSUE OPERATIONS	N/A	
06/06/2012	SECTRA AB	BURNBANK SYSTEMS LTD	GB	9881,09
12/3/2007	SKF AB	LINCOLN HOLDINGS ENTERPRISES INC.	US	748 400,00
19/10/2010	SEMCON	IVM AUTOMOTIVE BETEILIGUNGS GMBH	DE	36000
27-09- 2010	SOFTRONIC AB	MODUL 1 DATA AB	SE	87563
29/03/2007	SOTKAMO SILVER	MOMIN AS	NO	10159,41
29/10/2007	STOCKWIK AB	TOTALTELEFONI SVENSKA AB	SE	5 354,56
15/06/2007	SWEDISH MATCH AB	BOGAERT CIGARS	BE	43 000,00
05/11/2009	SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM	SWEDISH ORPHAN INTERNATIONAL AB	SE	343331,68
03/06/2009	TRENTION AB	SAXLUND HOLDING	SE	
23/09/2005	VBG GROUP AB	EDSCHA AG'S SLIDING ROOFS FOR TRUCKS AND TRAILERS DIVISION	N/A	37 622,11
13/12/2012	XANO INDUSTRI AB	ÅGES INDUSTRIER I UNNARYD AB	SE	54 298,01

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Datum = Tillkännagivandedatumen

MV = Marknadsvärde 2 dagar innan tillkännagivandet

Bilaga 2: Lista över urvalsföretag och kontrollföretag.

Datum	Förvärvare	MV	Kontrollföretag	MV
12/10/2009	2E GROUP AB	165,88	NOVOTEK	118,3
09/01/2006	ACANDO AB	607,06	POOLIA	589,82
15/11/2010	ADDNODE AB	515,1	STUDSVIK	577,36
04/02/2005	ADDTECH AB	1332,45	ANOTO GROUP	1526,41
18/10/2012	AF AB	4552,48	REZIDOR HOTEL GROUP	3720,05
23/09/2005	ALFA LAVAL AB	15354,89	NCC	13769
27/07/2011	ALLTELE ALLMANN SVENSKA TELEFON AB	252,11	SENSYS GATSO GROUP	230,32
06/10/2011	ARISE WINDPOWER AB	987,46	BULTEN	778,49
13/12/2010	ASSA ABLOY AB	64875,52	TELE2	61926,15
03/11/2008	AURIANT MINING AB	74,22	ENDOMINES	68,76
15-12-2005	B&B TOOLS AB	2788,72	CONCORDIA MARITIME	1966
19-03-2010	BEIJER ALMA AB	2795,72	DUNI	3054,93
18/04/2012	BETSSON AB	6913,84	CLAS OHLSON	5924,16
09/06/2010	BILIA AB	2277,49	BLACK EARTH FARMING	2728,39
20/06/2012	BILLERUD AB	5687,27	CLAS OHLSON	5714,71
22/02/2005	BIOTAGE AB	774,91	SKÅNE MÖLLAN	184
09/09/2010	BONG AB	325,58	CONSILIUM	233,17
04/08/2006	BTS GROUP AB	745,92	NET INSIGHT	779,3

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

16/12/2011	CLOETTA AB	665,36	BRINGWELL	524,2
31/01/2007	ELANDERS AB	1180,5	I A R SYSTEMS	900,62
21/06/2011	ELEKTA AB	24383,08	HUSQVARNA	18658,45
26/09/2005	ENIRO AB	14826,73	AXFOOD	10512
04/02/2005	FAGERHULT AB	1360,8	ANOTO GROUP	1526,41
21/08/2008	FEELGOOD SVENSKA AB	146,9	DRILLCON	153,3
07/05/2012	FORMPIPE SOFTWARE AB	183,5	RUSFOREST AB	129,3
01/11/2007	GUIDELINE GEO AB	322,67	UNIFLEX	334,46
22/02/2008	HALDEX AB	2051,23	DUNI	2105,56
15/08/2005	HEXAGON AB	8065,54	AXFOOD	10104
18/10/2010	HEXPOL AB	2714,66	BLACK EARTH FARMING	2292,67
11/01/2012	IMAGE SYSTEMS AB	35,11	CYBAERO	39,68
26/09/2007	KNOWIT AB	740,38	LAMMHULTS	582
11/04/2011	MEDIVIR AB	4141,14	BYGGMAX	3613
12/10/2011	MEKONOMEN AB	7087,95	CLAS OHLSON	5136
31/07/2010	MODERN TIMES GROUP MTG AB	26636,71	HUSQVARNA	28972
19/05/2009	MYCRONIC	423	VICTORIA PARK	334,08
12/04/2007	NEW WAVE GROUP AB	3446,95	GUNNEBO	3352,85
10/04/2011	NIBE INDUSTRIER AB	8580,71	CLAS OHLSON	6058,8
14/02/2006	NOBIA AB	9632,55	CLAS OHLSON	8766,56
09/07/2012	OPUS GROUP AB	264,49	MACKMYRA	202,32
15/10/2007	OREXO AB	149,89	SJR IN SCANDIANVIA	111,5
30/05/2005	ORTIVUS AB	356,71	BIOINVENT INTERNATIONAL	377,28
10/11/2008	PEAB AB	3394,27	CLAS OHLSON	4488

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

10/01/2011	PROACT IT GROUP AB	1050,06	OASMIA PHARMA	828,06
31/03/2011	REDERI AB TRANSATLANTIC	1430,1	EOS RUSSIA	1802
03/09/2010	REJLERS AB	468,83	BE GROUP	830,87
09/05/2006	RNB RETAIL AND BRANDS AB	2159,17	CONCORDIA MARITIME	1513
12/06/2012	SAAB AB	11818,2	SSAB	12868,93
01/10/2007	SCA AB	74617,75	ELECTROLUX	50451,91
06/06/2012	SECTRA AB	2491,2	SKISTAR	2909
12/3/2007	SKF AB	961,01	TELE2	1071
19/10/2010	SEMCON	61451,26	POOLIA	59516,72
27/09/2010	SOFTRONIC AB	319,68	IMPACT COATINGS	295
29/03/2007	SOTKAMO SILVER	341,17	NORDIC MINES	375,7
29/10/2007	STOCKWIK AB	251,01	FINGERPRINT	185,9
15/06/2007	SWEDISH MATCH AB	35210	BOLIDEN	41971
05/11/2009	SWEDISH ORPHAN BIOVITRUM	2910,38	DUNI	2467
03/06/2009	TRENTION AB	975,45	AXFOOD	752
23/09/2005	VBG GROUP AB	583,07	BOLIDEN	742,4
13/12/2012	XANO INDUSTRI AB	419,48	BRINGWELL	361,51

Företagsförvärv- uppköp eller nedköp?

Bilaga 3: Variance Inflation Factors test (VIF).

Variance Inflation Factors			
Date: 01/05/17 Time: 18:02			
Sample: 1 295			
Included observations: 295			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	766.2510	57.86719	NA
BNP	7236.296	2.161498	1.089620
CASH	89.53794	2.628111	1.233699
LOG_LANERANTA	150.3387	20.21936	1.113179
LOG_M_B_	303.5928	3.637800	1.219156
LOG_STORLEK_	28.37904	14.54760	1.200194
PRIVATE	81.84460	4.335386	1.195978
UTLANDSK_TARGET	84.91738	2.544749	1.174652

Bilaga 4: Heteroskedasticitetstest , Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	9.799324	Prob. F(7,287)	0.0000	
Obs*R-squared	56.90628	Prob. Chi-Square(7)	0.0000	
Scaled explained SS	52.95973	Prob. Chi-Square(7)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 01/05/17 Time: 20:05				
Sample: 1 295				
Included observations: 295				
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2305.775	2566.010	-0.898584	0.3696
BNP	50537.59	8079.831	6.254783	0.0000
CASH	-27.20950	903.9332	-0.030101	0.9760
LOG_LANERANTA	1376.982	1028.997	1.338180	0.1819
LOG_M_B_	2504.764	1526.598	1.640749	0.1019
LOG_STORLEK_	957.8056	498.6427	1.920825	0.0557
PRIVATE	3225.083	691.8556	4.661496	0.0000
UTLANDSK_TARGET	355.3807	860.7093	0.412893	0.6800
R-squared	0.192903	Mean dependent var	5449.927	
Adjusted R-squared	0.173217	S.D. dependent var	7655.542	
S.E. of regression	6961.000	Akaike info criterion	20.56078	
Sum squared resid	1.39E+10	Schwarz criterion	20.66076	
Log likelihood	-3024.715	Hannan-Quinn criter.	20.60081	
F-statistic	9.799324	Durbin-Watson stat	1.929799	
Prob(F-statistic)	0.000000			