



LUNDS UNIVERSITET  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

*Examensarbete i finansiering på kandidatnivå*

Vårterminen 2017

## Varför betala mer?

- *En studie av vad som förklarar budpremiers storlek vid publika företagsförvärv i Norden*

### **Författare:**

Viktor Grell

Fredrik Linder

Magnus Svensson

### **Handledare:**

Anna Glenngård

## Sammanfattning

- Titel:* Varför betala mer? – *En studie av vad som förklarar budpremier storlek vid publika företagsförvärv i Norden*
- Seminariedatum:* 31 maj, 2017
- Kurs:* FEKH89 Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 ECTS
- Författare:* Viktor Grell, Fredrik Linder, Magnus Svensson
- Handledare:* Anna Glenngård
- Nyckelord:* Budpremie; Företagsförvärv; Förklaringsvariabler; Synergier; Överpris
- Syfte:* Syftet med studien är att skapa förståelse för vilka faktorer hos målföretag, uppköpande företag, förvärvstransaktioner och marknaden som avgör storleken på budpremier vid publika företagsförvärv i Norden.
- Metod:* Studien är kvantitativ, deduktiv och baserad primärt på en multipel regressionsanalys. Resultatet jämförs med tidigare forskning och studiers teorier och resultat.
- Teoretiska perspektiv:* Studien utgår från tidigare forskning och studier avseende de undersökta variablerna samt ekonomiska teorier.
- Empiri:* Empirin är baserad på 183 slutförda och publika företagsförvärv på den nordiska marknaden under tidsperioden 2005-2015.
- Slutsats:* Studien påvisar att samband med budpremier föreligger för transaktionens betalningssätt och huruvida en förvärvsvåg råder på marknaden. För övriga undersökta variabler kan inget samband säkerställas.

## **Abstract**

*Title:* Why pay more? – A study of what explains the size of bid premiums for public takeovers in the Nordics

*Date of seminar:* 31st of May, 2017

*Course:* FEKH89 Degree Project in Finance, Undergraduate level, 15 ECTS credits

*Authors:* Viktor Grell, Fredrik Linder, Magnus Svensson

*Advisor:* Anna Glenngård

*Key words:* Bid premiums; Mergers and acquisitions; Explanatory variables; Synergies; Overbidding

*Purpose:* The purpose of the study is to gain understanding of what factors of the target company, acquirer, M&A transaction and market that affect the size of the bid premiums for public takeovers in the Nordics.

*Methodology:* The study is quantitative, deductive and based primarily on a multiple regression analysis. The result is compared to the theories and results of previous research and studies.

*Theoretical perspectives:* The study is based on previous research and studies regarding the examined variables, as well as economic theories.

*Empirical foundation:* The study's empirical foundation consists of a data set of 183 completed public takeovers of Nordic companies during the time period 2005-2015.

*Conclusion:* The study concludes that significant relationships exist with bid premiums for the transaction's payment method as well as the market's level of M&A activity. However, the study cannot conclude significant relationships for the other examined variables.

## **Förord**

Vi vill huvudsakligen tacka vår handledare Anna Glenngård som varit till oerhörd hjälp under studiens utformande genom hennes mycket kvalificerade vägledning och rådgivning. Vidare vill vi även tacka Per-Erik Isberg för assistans avseende studiens statistiska analys samt medstudenter som gett värdefull feedback vid seminarietillfällen.

Lund, den 29:e maj 2017

*Viktor Grell*

*Fredrik Linder*

*Magnus Svensson*

## Innehållsförteckning

1. Inledning .....	1
1.1 Bakgrund .....	1
1.2 Problemdiskussion .....	2
1.3 Syfte .....	3
1.4 Frågeställningar .....	4
1.5 Avgränsningar .....	4
1.6 Disposition .....	4
2. Studiens referensram.....	6
2.1 Grundläggande teori för budpremier.....	6
2.1.1 Företagsförvärv.....	6
2.1.2 Budpremie .....	6
2.1.3 Effektiva marknadshypotesen .....	7
2.2 Teoretiska förklaringar till budpremiers storlek.....	9
2.2.1 Företagsledning och budpremier .....	9
2.2.2 Agent- och Empire Building-teorin .....	10
2.2.3 Hybrishypotesen.....	11
2.3 Tidigare studier på budpremiers förklaringsvariabler .....	12
2.3.1 Målföretagets branschtillhörighet .....	12
2.3.2 Målföretagets storlek .....	13
2.3.3 Typ av uppköpare .....	14
2.3.4 Uppköparens tidigare ägande i målföretaget .....	15
2.3.5 Betalningssätt .....	17
2.3.6 Förvärvsaktivitet på marknaden.....	18
2.3.7 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv .....	19
2.3.8 Ägarstruktur.....	20
2.3.8.1 Uppköpande bolags ägarstruktur .....	20
2.3.8.2 Målföretagets ägarstruktur .....	21

2.3.9 Sammanfattning antaganden .....	22
3. Metod .....	24
3.1 Undersökningsmetod.....	24
3.2 Urval.....	24
3.3 Statistisk undersökningsmetod .....	26
3.3.1 Multipel regression.....	26
3.3.2 Regressionsdiagnostik .....	28
3.3.2.1 Whites test för heteroskedasticitet.....	28
3.3.2.2 Normalfördelningstest för residualer .....	28
3.3.2.3 Test för multikollinearitet.....	29
3.4 Datainsamling.....	29
3.4.1 Budpremier .....	30
3.4.2 Målföretagets branschtillhörighet .....	32
3.4.3 Målföretagets storlek .....	32
3.4.4 Typ av uppköpare .....	34
3.4.5 Uppköparens tidigare ägande i målföretaget .....	34
3.4.6 Betalningssätt .....	34
3.4.7 Förvävsaktivitet på marknaden.....	35
3.4.8 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv .....	36
3.4.9 Ägarstrukturerna .....	36
3.4.10 Kontrollvariabler .....	37
3.4.11 Sammanfattning variabler, typ och databas .....	37
3.5 Metoddiskussion.....	38
3.5.1 Reliabilitet.....	38
3.5.2 Validitet .....	38
3.5.3 Databortfall.....	39
4. Resultat .....	40
4.1 Redogörelse av insamlad data .....	40
4.1.1 Statistiska variabler .....	40

4.2 Regressionsanalyser .....	42
4.2.1 Komplet modell - inklusive uteliggare.....	43
4.2.2 Modell justerad för uteliggare.....	43
4.2.3 Kontrollvariabler .....	45
4.2.4 Tester för OLS-antaganden.....	46
5. Analys .....	48
5.1 Statistisk analys av regressionsmodellen .....	48
5.2 Analys av variabler.....	49
5.2.1 Beroende variabel .....	49
5.2.2 Förklarande variabler .....	49
5.2.2.1 Branschtillhörighetsvariabel .....	49
5.2.2.2 Storleksvariabel .....	51
5.2.2.3 Typ av uppköpare .....	52
5.2.2.4 Toehold .....	53
5.2.2.5 Betalningssätt .....	54
5.2.2.6 Förvärsaktivitet .....	55
5.2.2.7 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv.....	56
5.2.2.8 Ägarstruktursvariabler .....	57
5.3 Teoretisk analys av människors inverkan .....	58
6. Slutsats .....	60
6.1 Slutsatser och forskningsbidrag .....	60
6.2 Förslag på vidare forskning.....	62
Källförteckning .....	64
Appendix.....	74

## **1. Inledning**

I det inledande kapitlet presenteras bakgrunden till studiens ämne, vilken mynnar ut i en problemdiskussion. Därefter följer avsnitt i vilka syfte och frågeställning formuleras samt avgränsningar presenteras. Kapitlet avslutas efter detta med en redogörelse för studiens disposition.

### **1.1 Bakgrund**

Den tredje oktober 2011 slutfördes ett av de största företagsförvärven genom tiderna till en köpeskilling om USD 12 miljarder (Orr, 2011). Amerikanska Hewlett-Packard (HP) fick då se sitt bud för att bli majoritetsägare i brittiska Autonomy realiseras. Mot bakgrund av att båda bolagen vid tidpunkten var stora aktörer inom samma bransch hade affären uppenbara strategiska synergieffekter samt skulle forma ett världsledande globalt bolag, vilket var HPs motivering till uppköpet. Det blev dock en dyr historia med en budpremie som uppgick till hela 79 procent av Autonomys marknadsvärde (Palmer, 2011). Ett år senare tvingades HP skriva ner värdet på Autonomy med USD 8,8 miljarder, dryga 73 procent av vad bolaget ursprungligen hade förvärvat för (Rushton, 2012). Fem år efter uppköpet, 2016, avyttrade HP de kvarvarande andelarna i Autonomy efter många bakslag längs vägen och en, till helheten sett, grovt missbedömd investering (Robertson, 2016).

Fem år innan HP köpte Autonomy, den nionde oktober 2006, annonserade ett annat välkänt amerikanskt bolag sina intentioner till förvärv. När affären gick i lås cirka en månad senare stod det klart att Google hade förvärvat Youtube till ett pris av USD 1,65 miljarder av strategiska anledningar (La Monica, 2006). Enligt Youtubes dåvarande värde motsvarade detta en premie om cirka 60 procent vilket dåvarande VD för Google, Eric Schmidt, medgav var en hög premie vid tidpunkten för förvärvet (The Huffington Post, 2010). Med en nuvarande aktiv användarbas på över en miljard personer per månad, går det dock tveklöst att konstatera att den ursprungliga värderingen av investeringen går att rättfärdiga (Youtube, 2017).

Satt i jämförelse med varandra ger dessa två förvärv upphov till intressanta eftertankar kring vad som avgör om ett uppköp skapar eller förstör värde. Onekligen är det betalda priset en viktig del i



ekvationen, vilket gör det intressant att utreda vilka bakomliggande faktorer som egentligen påverkar storleken av den slutliga budpremier.

Företagsförvärv är dock inte unikt för amerikanska bolag utan även något som blir mer påtagligt för nordiska bolag för varje år som går. Enbart under 2014 ökade den totala köpesumman av alla förvärven i Norden med hela 41 procent, där Sverige är den populäraste marknaden att förvärva i (Veckans Affärer, 2015). Trots detta ökade intresse blir mer än hälften av alla förvärv av svenska publika bolag värdeförstörande för det uppköpande bolagets aktieägare (Veckans Affärer, 2014).

Eftersom förvärvsaktiviteten historiskt varit mest omfattande i USA är merparten av de tidigare studierna baserade på den amerikanska marknaden. Men då förvärvsaktiviteten det senaste decenniet har ökat markant även i Norden är det intressant att vidare undersöka vad som bör beaktas vid en förvärvssituation på den nordiska marknaden. Av speciellt intresse är att förstå vad som avgör prisnivån vid ett förvärv - vad som påverkar budpremier.

## **1.2 Problemdiskussion**

Iakttagelser av misslyckade företagsförvärv likt exemplet med HP är inte ovanliga. Enligt tidigare studier på den amerikanska marknaden missgynnar ungefär 80 procent av alla företagsförvärv det uppköpande bolagens aktieägarvärde (Christophe, 1997; Denis *et al.*, 2002). Detta innebär följaktligen att exemplet med Googles förvärv av Youtube är att betrakta som ett undantag. Ett värdeförstörande exempel från Googles egna förvärvshistorik är deras köp av Motorola år 2012. Köpeskillingen uppgick då till USD 12,5 miljarder med en budpremie på 63 procent - bolagets dittills största företagsförvärv (Varma, 2012). Köpet, som enligt grundaren Larry Page var strategiskt ur patentsynpunkt (Google, 2011), slutade i en försäljning till Lenovo två år senare med en prislapp på USD 2,91 miljarder, vilket motsvarar endast 23 procent av det pris Google ursprungligen betalade (Lenovo, 2014).

Utifrån diskussionen ovan kan det konstateras att företagsförvärv är av hög komplexitet och innefattar därmed utrymme för felvärderingar samt komplikationer med att integrera målföretaget med det förvärvande bolaget. I HPs fall förklarades förvärvets misslyckande med att en kulturkrock uppstod mellan bolagen vilket tyder på att integrationen av bolaget misslyckades. Givetvis är detta integrationsproblem inte unikt för HPs fall, vilket underbyggs i en studie av

Agarwal *et al.* (1992) som undersöker den amerikanska marknaden för företagsförvärv under tidsperioden 1955-1987. Resultatet av denna studie åskådliggör att förvärvade bolag genomsnittligt genererar hela tio procent lägre avkastning, under de kommande fem åren efter uppköpet, än ett motsvarande bolag som undviker förvärv. En potentiell förklaring till detta är att det uppköpande bolagets ledning överskattar sina möjligheter att driva målbolaget bättre än dess förra ledning och realisera de potentiella synergier från köpet.

Å andra sidan finns argument för att det mest tydliga tillkortakommandet med HP-affären var att HP helt enkelt betalade ett alldeles för högt pris för Autonomy. Ett pris som HPs dåvarande CFO höll med om var för högt och ej stod bakom vid tillfället (San Francisco legal court, 2014). Detta leder till frågan om vad det egentligen är som får bolag att betala för mycket vid förvärv. Annorlunda formulerat - vad avgör storleken på budpremier?

Att betala en budpremie grundar sig i en vilja att få igenom sitt bud för att förvärva ett annat bolag och bland de oräkneliga motiven till att betala mer än målföretagets marknadsvärde, ligger de mest rationella i de synergieffekter ett förvärv kan medföra. Vidare finns tänkbara förklaringar bundna till personer i företagsledningar och deras personliga känslor och motiv, vilka är svårare att kvantifiera. Att konstatera är dock att förutsättningarna för förvärv formas av förhållanden både i målföretaget, det uppköpande företaget, förvärvstransaktionen och marknaden i sig. Studier av variabler som påverkar budpremier i dessa fyra områden finns i dagsläget i en uppsjö på den amerikanska marknaden men när det kommer till studier som är mer geografiskt lokala är utbudet mer begränsat. Två liknande kandidatuppsatser från Lunds universitet har påträffats av Edvardsson *et al.*, 2015 och Elger *et al.*, 2013, vilka båda studerar budpremier förklaringsvariabler på den svenska marknaden under tidsperioderna 2003-2013 respektive 2002-2012. En motsvarande granskning av budpremier förklaringsvariabler på den nordiska marknaden har dock ännu inte påträffats.

### **1.3 Syfte**

Syftet med studien är att, med hjälp av ett antal utvalda ekonomiska teorier och faktorer hos målföretag, uppköpande företag, förvärvstransaktioner och marknaden, skapa förståelse kring vad som påverkar budpremier storlek vid publika företagsförvärv i Norden.

## **1.4 Frågeställningar**

1. Vilka faktorer hos målföretag, uppköpande företag, förvärvstransaktionen och marknaden avgör budpremiens storlek?
2. Hur påverkar dessa faktorer budpremiens storlek och vilka har störst påverkan

## **1.5 Avgränsningar**

Studien är avgränsad till att undersöka budpremier vid förvärv av publika målföretag som vid förvärvet varit listade på någon utav de nordiska börserna. Dessa ska även ha varit i kontrollsyfte, vilket innebär att mer än 50 procent av aktierna ska ha förvärvats av det uppköpande företaget. Vidare ska förvärvet ha varit slutfört under tidsperioden 2005-01-01 till 2015-12-31, vilket bör ge en aktuell bild av vad som påverkar budpremiens storlek på den nordiska marknaden. Antalet observationer som inhämtats för detta urval uppgick till 183 stycken, utan justering för uteliggare, vilket utgör en tillräckligt stor population för att utföra en multipel regressionsanalys och är större än tidigare liknande studier.

Slutligen är studien avgränsad till att undersöka budpremier vid nordiska förvärv utifrån nio påverkansfaktorer hos målföretag, uppköpande företag, förvärvstransaktionen och marknaden, vilka presenteras i teorikapitlet. Dessa kommer att användas i den multipla regressionsanalys som oberoende variabler för att mäta effekter på den beroende variabeln budpremier. Ekonomiska teorier kommer sedan att användas för att diskutera det erhållna resultatet.

## **1.6 Disposition**

Studien är disponerad på följande sätt: I första kapitlet redogörs för studiens ämne, dess bakgrund och syfte samt tillhörande problemdiskussion och frågeställning. I kapitel två redogörs för den teoretiska bakgrunden till budpremier och teoretiska förklaringar till vad som påverkar dess storlek. Vidare redogörs det för tidigare forskning och studier om budpremiens förklaringsvariabler. I kapitel tre behandlas studiens metod där författarna redogör för hur de gått tillväga för att genomföra studien samt diskuterar studiens tillförlitlighet. I kapitel fyra återfinns resultat från den multipla regressionsanalysen samt andra gjorda mätningar och tester. Resultaten från kapitel fyra diskuteras sedan i kapitel fem - studiens analyskapitel. Denna innehåller statistisk analys, analys av enskilda variabler samt analys utifrån presenterade ekonomiska teorier. Studien

avslutas sedan i kapitel sex där slutsatser dras från analyskapitlet samt förslag på vidare forskning inom ämnet presenteras.

## **2. Studiens referensram**

Kapitel två inleds med grundläggande teorier för att ge förståelse om budpremier. Därefter följer ett avsnitt som presenterar ekonomiska teorier, vilka kan ge mer beteenderelaterade förklaringar kring budpremier. Slutligen presenteras relevant tidigare forskning kring påverkansfaktorer för budpremier.

### **2.1 Grundläggande teori för budpremier**

I detta avsnitt presenteras företagsförvärv som företeelse följt av en teoretisk definition av budpremier vid förvärv och varför dessa uppstår. Slutligen introduceras den *effektiva marknadshypotesen* vilken bidrar med förståelse kring målföretagets marknadsvärde.

#### **2.1.1 Företagsförvärv**

Företagsförvärv innebär en möjlighet för uppköpare att äga ett företag genom en affärstransaktion istället för att själv utveckla en liknande verksamhet. Företagsförvärv innebär att det uppköpande bolaget köper upp en stor andel av målföretags aktier, och således får kontroll över bolaget (Berk & DeMarzo, 2013).

Företagsförvärv gjordes tidigare primärt av stora industrikoncerner med stora finansiella och kompetensmässiga resurser. Under senare decennier har däremot företeelsen företagsförvärv blivit vanligare för nästan alla typer av bolag, som en del av dess operativa strategier eller till och med som dess primära affärsverksamheter (Sevenius, 2003).

#### **2.1.2 Budpremie**

I boken *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings* (2011) skriver Patrick A. Gaughan att företag antas vara rationella och att synergieffekter därför bör vara den enda anledningen till att aktörer betalar budpremier vid förvärv. Med synergier i ekonomiska termer menas att två aktörer skapar ett mervärde tillsammans vilket de inte hade kunnat åstadkomma om de hade fortsatt verka separat. Ferris och Pettit (2013) delar vidare upp dessa synergieffekter i operationella, finansiella och manageriella. Med operationell synergi menas att den sammanslagna entiteten möjliggör inkomst- och kostnadsförbättringar. Finansiella synergieffekter innebär förbättringar gällande kapitalkostnader, såsom räntekostnader och avskrivningar. Slutligen innebär de manageriella synergieffekterna att det uppköpande bolagets kompetens överstiger nuvarande

lednings och via förvärvet kan därför möjliga vinster som nuvarande ledning ej förmår utvinna, realiseras.

För att ett förvärv ska accepteras ska budet vara högt nog för att övertyga nuvarande aktieägare, men samtidigt krävs det att nuvärdet av synergierna överstiger eller motsvarar budpremiens storlek för att rationellt kunna motiveras för det uppköpande företaget (Ferris & Variya, 1987). Vidare tillkommer avgifter i samband med förvärvet som det uppköpande företaget betalar till ansvariga investmentbanker och legala aktörer. Således bör dessa avgifter tas med i beräkningen för vilken nuvärdet av synergieffekterna måste överstiga eller motsvaras av totalbeloppet för budpremie och kostnader hänförliga till förvärvet (Gaughan, 2011).

Komplexiteten vid företagsförvärv gör dock att synergier, liksom andra framtida värden, är svåra att prognostisera och dessutom ofta överskattas. Detta till följd av att det bland annat är svårt att förutse hur företagskulturerna kommer att sammanflätas (Gaughan, 2011). Denna problematik tydliggörs i det inledande exemplet med HP och Autonomy och forskning styrker vidare företagsförvärvs komplexitet, då 80 procent av förvärv och fusioner uppskattas vara värd förstörande (Christophe, 1997; Denis *et al.*, 2002). Det betalda priset för målföretaget är därmed kritiskt för att genomförandet av förvärvet ska leda till ett positivt utfall.

### **2.1.3 Effektiva marknadshypotesen**

Eftersom budpremien motsvaras av det belopp som det uppköpande företaget betalar utöver marknadsvärdet på målbolaget, är det nödvändigt att avgöra vad marknadsvärdet är för målföretaget. För att avgöra marknadsvärdet för de undersökta företagsförvärven antas hypotesen om effektiva marknader (EMH) utformad av Fama (1970).

Hypotesen om effektiva marknader antar att alla finansiella marknader är effektiva och att det därmed inte går att konsekvent uppnå högre riskjusterad avkastning än vad marknaden gör. Hypotesen menar att all tillgänglig information återspeglas i priset på tillgången och att marknadspriset därför är en samlad analys av marknadens åsikter om tillgångens värde. Den underliggande rationaliteten för hypotesen utgörs av utbud och efterfrågan och konkurrens om bra investeringstillfällen (Fama, 1970; Berk DeMarzo, 2013).

Den effektiva marknadshypotesen förutsätter att inga transaktionskostnader uppstår vid handel av värdepapper, att all information är tillgänglig för alla investerare utan kostnad, samt att alla investerare är överens om hur informationen påverkar priset för värdepapper. Vidare gör hypotesen indelningar av vilken effektivitetsnivå som råder på marknaden samt möjligheten till riskjusterad överavkastning, vilka presenteras nedan (Fama, 1970):

Svag	Det går inte att utnyttja information om historisk kursutveckling för att åstadkomma överavkastning, vilket gör att teknisk analys av tillgången inte kan utnyttjas
Halvstark	All publik information återspeglas i priset och det går därför dessutom inte att utföra en fundamental analys för att åstadkomma överavkastning
Stark	All information, inklusive insiderinformation, återspeglas i tillgångens pris och det går därför inte att åstadkomma överavkastning även med sådan information

Effektiva marknadshypotesen är omdiskuterad och många riktar kritik mot dess relevans och applicerbarhet i verkligheten. Motståndare menar bland annat att psykologiska beteenden gör att investerare inte alltid kan anses vara rationella i sitt agerande. Disposition effect, att investerare vidhåller positioner i tillgångar som genererat negativ avkastning och säljer de som genererat positiv, är ett exempel på en sådan psykologisk anomali som strider mot antagandena i hypotesen. Sådana beteenden resulterar i att tillgångars pris inte alltid behöver återspegla den tillgängliga informationen. Vidare menar motståndare till hypotesen att flera aktörer, till exempel fondförvaltaren William H. Miller, faktiskt lyckats uppnå överavkastning kontinuerligt över flera års tid (Berk & DeMarzo, 2013). Allen *et al.* skriver i sin bok Corporate Finance att Norden som modern ekonomi bör anses vara halvstarkt effektiv där all publikt tillgänglig information återspeglas i marknadsvärdet på tillgångar (Allen *et al.*, 2006).

## **2.2 Teoretiska förklaringar till budpremiers storlek**

Följande avsnitt introducerar relevanta teorier som är centrala för förståelsen av de bakomliggande förhållanden som förklarar varför aggressiva budpremier kan uppstå. Först återges teorier kring företagsledningars påverkan på budpremier. Därefter utvidgas denna diskussion genom både *agent-* och *empire building-teorin*, vilka beskriver relationen mellan ägarna och företagsledning och de uppköpsmotiv som kan skapa en intressekonflikt avseende benägenhet till att betala aggressiva budpremier. Företagsledningens motiv till uppköp kompletteras avslutningsvis genom *hybrishypotesen*.

### **2.2.1 Företagsledningar och budpremier**

Förutom de kvantifierbara och explicita egenskaperna hos målföretaget, det uppköpande företaget, förvärvstransaktionen och marknaden, finns även personliga motiv som är svårare att kvantifiera. Trautwein (1990) hävdar att motivet till förvärv ofta är starkt kopplat till företagsledningens personliga intressen. Att ett förvärv drivs av personliga incitament hos ledningen, snarare än för att maximera ägarnas värde, motsäger den neoklassiska teorin om företagets syfte (Borglund *et al.*, 2012). Ett sådant irrationellt beteendemönster medför att behov uppstår för en tolkning av budpremiers påverkansfaktorer ur ett beteenderelaterat perspektiv.

Teorier om irrationella beteenden vid investeringsbeslut går att urskilja tydligt när det gäller individuella investerare. Berk och DeMarzo (2013) antyder att investerares irrationella beteende bland annat härleds till företeelser som overconfidence bias - överskattningen av sin egen kunskap om investeringen i fråga, och sensation seeking - det personliga behov som spänning från riskfyllda investeringar tillfredsställer. Vidare påträffas dessa två beteenden även i situationer där företagsledare tar investeringsbeslut om företagsförvärv. Företeelsen overconfidence bias kan gestaltas på företagsnivå i form av hybrishypotesen som förklarar företagsledares generella övertro på sin förmåga att driva målbolaget bättre än vad dess aktuella ledning kan (Roll, 1986). Även företeelsen sensation seekings påverkan vid företagsförvärv påvisas i en bok från tio år senare (1996) av John Kay. Den senare boken anländer i slutsatsen att företagsledare upplever att processen vid uppköp ger en adrenalinkick på ett sätt som den dagliga rutinmässiga verksamheten inte förmår skapa. Dessa två företeelser är exempel på de många personliga motiv hos företagsledningar som gör att de dras till förvärv och slutligen benägenhet att betala budpremier.



### **2.2.2 Agent- och Empire Building-teorin**

Som en av teorierna ämnad att redogöra för anledningar till irrationellt agerande vid företagsuppköp presenteras agentteorin. Teorin belyser att det, i många bolag, råder en åtskillnad mellan de som äger och driver bolaget. Där aktieägarna (principalerna) äger bolaget medan ledningen (agenterna) driver och ansvarar för den dagliga kontrollen av bolaget. Till sin hjälp representeras aktieägarna av styrelsen, vilken tar viktiga beslut för verksamheten samt säkerställer att ledningen agerar i ägarnas intresse (Berk & DeMarzo, 2013).

Aktieägarnas primära intresse är att företaget ska drivas på ett sätt som maximerar deras aktieägarvärde. Olyckligtvis är deras möjlighet att granska ledningens handlingar på daglig basis begränsade, och därav uppstår informationsasymmetri mellan dem och styrelsen. Detta, kombinerat med att det finns personliga incitament för ledningen rörande exempelvis lön och bonusar samt personlig status av att driva stora bolag, leder till att deras strävanden kan alieneras. Denna intressekonflikt är vad agentteorin definierar som agentproblemet (Berk & DeMarzo, 2013). Detta förhållande mellan parterna, som beskrivs i agentteorin, ger vidare upphov för teorin om Empire Building.

Företagsledningens agerande i strävan mot sina personliga intressen kan illustreras i skapandet av stora företagsimperium och det snabbaste sättet att uppnå detta är via just förvärv. Via förvärv byggs det stora imperiet snabbt, vilket i sin tur leder till status, inflytande och makt (Trautwein, 1990). Studier påvisar dessutom att det råder ett tydligt positivt orsakssamband mellan företagsimperiers storlek och kompensation till dess ledning, vilket anses medföra ett starkt personligt incitament för företagsledningen att förvärva (Marris, 1964).

De personliga incitamenten hos företagsledningen och handlingarna för att uppnå dessa är vad som tillsammans utgör Empire Building-teorin. Teorin illustrerar ett tydligt exempel på hur agentteorin och dess agentkostnader kan uppstå i praktiken och erbjuder en förklaring till varför företag attraheras av att göra förvärv med tillhörande budpremier, som anses vara irrationella utifrån klassiska ekonomiska teorier.

### 2.2.3 Hybrishypotesen

En presumtiv anledning till företagsförvärvs generellt svaga utfall förklaras av Hybrishypotesen, myntat av Richard Roll. Hypotesen särskiljer företagsförvärv mot andra typer av finansiella investeringar då de sker mer sällan och kräver en högre nivå av individuell bedömning av investeringsobjektet. Endast i de fall då den potentiella förvärvaren värderar tillgången högre än marknaden och därmed nuvarande aktiekurs, kan förvärvet komma till stånd. Vidare utgår Roll ifrån att marknaden är starkt effektiv, vilket implicerar att alla bolag är korrekt prissatta. Följaktligen hävdar Roll att den enda anledningen till att företagsförvärv faktiskt genomförs är att det råder hybris bland bolagsledningen i det förvärvande företaget, vilken grundas i att de tror att de är bättre lämpade än den aktuella ledningen att leda målbolaget. Budpremien motiveras således av en överskattning av de manageriella synergieffekterna förvärvet väntas ge. Även om marknaden troligtvis inte är att betrakta som starkt effektiv kan hybris ändå påverka uppköpsprocessen, men marknadsnivån av effektivitet förstärker dess roll som motiv (Roll, 1986).

Vidare förklarar Roll i sin studie att konsekvenserna av ett publikt bud logiskt bör utgöras av att:

- Förvärvarens aktiekurs faller, då företagsförvärv oftast inte betraktas ligga i aktieägarnas bästa intresse och således inte representerar en effektiv allokering av bolagets kapital
- Målföretagets aktiekurs stiger, då det föreligger ett bud med en förmodad premie över marknadsvärdet
- Det kombinerade värdet av det förvärvande bolaget, vars marknadsvärde har sjunkit, och målföretaget, vars aktiekurs har ökat, kommer att vara lägre än om bolagen hade verkat separat, vilket går emot teorin om synergieffekter

Rolls studie har vidare bekräftats av andra forskare såsom Hambrick och Hayward, vilka i sin studie från 1997 påträffar ett starkt orsakssamband mellan hybris och budpremiers storlek. Däremot förklarar de att det föreligger svårigheter med att definiera samt mäta nivån av hybris i kvantitativa studier, vilket påverkar dess reliabilitet. Därför brukar hybris tillskrivas transaktioner först i efterhand, som en förklaring till bristande lönsamhet, vilket utgör ett bristande vetenskapligt förhållningssätt.

## 2.3 Tidigare studier på budpremiers förklaringsvariabler

Tidigare avsnitt har syftat till att förklara bakgrunden till budpremier och anledningar till varför uppköpare faktiskt betalar en premie utöver det rådande marknadsvärdet. De olika anledningarna som presenterats utgörs både av finansiellt rationell karaktär och av personlig karaktär hos individerna som tar investeringsbeslutet. Detta avsnitt syftar till att presentera tidigare forskning kring några av de faktorer som teoretiskt sägs avgöra storleken på budpremier. Det är även dessa faktorerens påverkan på budpremier i Norden författarna har valt att undersöka i studien.

Tidigare forskning har inte lyckats åstadkomma någon komplett modell för samtliga faktorer som faktiskt avgör storleken på de budpremier som förvärvande bolag betalar. Studier har dock gjorts både på enskilda och kombinerade variabler vilka har visat på orsakssamband med budpremier och det är några av de mest intressanta av dessa variabler som har inkluderats i denna studie. Detta avsnitt har som avsikt att presentera tidigare studiers resultat på dessa variablers påverkan på budpremier, vilka i några fall är motsägelsefulla, men då studien ämnar presentera en såpass rättvis bild av resultaten som möjligt har ingen väsentlig information utelämnats. Variablerna speglar faktorer hos målföretaget, det uppköpande företaget, förvärvstransaktionen och marknaden.

### 2.3.1 Målföretagets branschtillhörighet

Alexandridis *et al.* (2011) studerar i en amerikansk studie under tidsperioden 1993-2007 bland annat sambandet mellan målföretags branschtillhörighet och budpremiers storlek. Studien kategoriserar branscherna enligt Fama och Frenchs fem kategorier; *högteknologi, konsumentvaror och -tjänster, hälsovård, tillverkande* och *övriga*, samt en tillagd sjätte kategori - *finansiella*. Studiens resultat påvisar att den bransch för målföretaget som har högst påverkan på budpremier är högteknologi, inom vilken den genomsnittliga (mätt som aritmetiskt medelvärde) budpremien vid företagsförvärv uppgick till 52,27 procent. Den bransch som uppvisade svagast inverkan på budpremier var finansiella, vars genomsnittliga budpremie uppgick till 38,17 procent. Den genomsnittliga budpremien för samtliga branscher uppgick till 44,43 procent.

Annan data från Mergerstat Review från 2010 presenterad av Gaughan (2011), som avser företagsförvärv på den amerikanska marknaden under tidsperioden 1982-2009, använder en kategorisering baserad på elva branscher. Resultatet från denna studie förklarar energi & infrastruktur som den bransch inom vilket förvärvare betalade högst premie, vars aritmetiska

medelvärde uppgick till 87,0 procent. Vidare redovisas budpremier inom branschen kommunikation uppgå till 81,4 procent. De branscher inom vilka förvärvare betalade lägst premier utgjordes av finansiella tjänster, transport och detaljhandel, då genomsnittliga premier uppgick till 40,3 procent, 43,5 procent respektive 29,4 procent.

Vid jämförelse av olika studier kring branschtillhörighetens inverkan på budpremier uppstår komplikationer som resultat av olika studiers olika kategoriseringar för branscherna. Vidare är även de bransch kategorier som använts i vissa fall tämligen breda och inkorporerar ett flertal olika typer av verksamheter där otydligheter råder kring vilken bransch kategori vissa verksamheter tillhör. Överlag påvisar dock tidigare studier att högteknologiska bolag, vilka tillfaller kategorin kommunikation i Gaughans bok från 2011, betalas högst budpremie för medan det för finansiella bolag betalas lägst budpremie.

*Antagande 1: Branschtillhörighet i kategorin högteknologi har en positiv inverkan på budpremiers storlek. Branschtillhörighet i kategorin finansiell har en negativ inverkan på budpremiers storlek. För övriga bransch kategorier saknas stöd i tidigare forskning för att göra antagande om deras påverkan.*

### **2.3.2 Målföretagets storlek**

Alexandridis *et al.* presenterar i en senare studie från 2012, även denna om amerikanska publika företagsförvärv, ett resultat som tyder på att uppköp av relativt stora bolag, definierat som marknadsvärdet av dess samtliga utestående aktier, har medfört en lägre budpremie. Resultaten av studien påvisar att förvärv av den högsta decilen, i termer av storlek, medförde en genomsnittlig budpremie om 36,5 procent. Den lägsta decilen hade en genomsnittlig budpremie om 52,6 procent. Vidare är även korrelationen konstant över tid och bransch.

Studien förklarar dessa samband enligt följande; företagsförvärv av stora bolag implicerar en större finansiell risk, vilket medför mer minutiösa och följaktligen korrekta värderingar av målföretagen, vilket leder till lägre budpremier. Vid förvärv av mindre bolag å andra sidan betraktas transaktionen i högre grad vara av ringa betydelse, vilket medför att uppköparen föredrar smidiga transaktionsprocesser snarare än noggranna värderingar. Vidare förklarar Alexandridis *et al.* (2012) att färre uppköpskandidater finns för transaktioner av relativt stora målföretag, vilket leder

till att färre budkrig uppstår jämfört med för mindre bolag vilket skulle kunna tänkas påverka budpremier positivt.

Däremot hävdar Herd och McManus, i sin studie från 2012 om värdeskapande vid företagsförvärv, att hybrishypotesen i högre grad är applicerbar på större förvärv, vilka därmed förväntas generera högre budpremier. Vidare förklarar Henry och Jespersen (2002) att den tidigare vedertagna uppfattningen har varit att förvärv av stora målföretag implicerar större värdeförstörande, vilket har styrkts av empiriska undersökningar. Följaktligen har förväntningar uppkommit om att dessa skulle karaktäriseras av högre budpremier (Henry & Jespersen, 2002).

Avseende målföretagets storleks inverkan på budpremier storlek presenteras en omfattande studie av Alexandridis *et al.* (2012), vars resultat tydligt indikerar ett negativt samband däremellan. Vidare presenteras några studier vars resultat kan tolkas tyda på ett motsatt samband, men med anledning av den relativa tyngden i studien av Alexandridis *et al.*, väljer författarna att presentera följande antagande:

*Antagande 2: Målföretagets storlek har en negativ inverkan på budpremier storlek.*

### **2.3.3 Typ av uppköpare**

I det tidigare underavsnittet 2.1.2 Budpremier redogjordes det för att synergieffekter rationellt bör vara det som ger upphov till budpremier. Dessa synergieffekter går att utvinna i olika utsträckning beroende på vad det uppköpande företaget har för motiv med affären. Företag som private equity- och investmentbolag har dock generellt motivet att förvärva målföretaget och förbättra det för att sedan göra avkastning på avyttringen. Synergieffekterna är således inte det centrala för denna typ av förvärv, vilka kategoriseras som finansiella. Vid andra typer av förvärv, såsom för två bolag i samma bransch, blir synergieffekterna istället det huvudsakliga motivet med transaktionen vilka kategoriseras som strategiska förvärv (Ferris & Petitt, 2013; Berk & DeMarzo, 2013).

Gorbenko och Malenko (2014) har i sin studie studerat strategiska och finansiella förvärv på den amerikanska marknaden under perioden 2000-2008. I denna skriver de att strategiska uppköpare och finansiella uppköpare tar hänsyn till olika faktorer i sin värdering av målföretaget. Den enligt studien mest slående skillnaden i värdering är att finansiella uppköpare värderar målföretaget mer

baserat på observerbara faktorer från räkenskaper och marknaden. Strategiska uppköpare ska enligt studien i mindre utsträckning värdera målföretag utifrån sådana observerbara faktorer. Värderingar från strategiska och finansiella uppköpare skiljer sig därför åt och författarna av denna studie finner att strategiska uppköpare i genomsnitt är villiga att betala 16,7 procent över marknadsvärdet medan finansiella köpare bara är villiga att betala 11,7 procent över marknadsvärde. Däremot skriver de att dessa förhållanden fluktuerar med målföretagets karaktär och de ekonomiska förhållandena vid förvärvets tidpunkt. Ytterligare stöd för detta presenteras i en studie av Bargeron *et al.* (2008), vilken påvisar att strategiska köpare i genomsnitt betalar 63 procent högre budpremier än finansiella köpare.

I en artikel i Business Insider (2011) intervjuades finansiella och strategiska uppköpare om anledningar till varför strategiska uppköp genererar högre budpremier. Resultatet från dessa intervjuer indikerar att strategiska uppköp resulterar i synergieffekter gällande intäkter, kostnader, eliminering av hot samt ökad förutsägbarhet för verksamheten som finansiella uppköp inte renderar på samma sätt och därför blir värderingen av målföretaget högre.

Tidigare forskning påvisar övervägande bevis för att strategiska uppköp resulterar i större budpremier än finansiella uppköp vilket motiverar det angivna antagandet.

*Antagande 3: Strategiska uppköp har ett positivt orsakssamband med budpremiers storlek och finansiella uppköp har ett negativt orsakssamband*

#### **2.3.4 Uppköparens tidigare ägande i målföretaget**

En alternativ taktik för en uppköpare vid förvärv av målbolag är att initiera sitt uppköp med en *toehold*, en taktik vars främsta syfte är att begränsa de totala kostnaderna för förvärvet och således budpremien. Detta genomförs via ett anonymt köp på marknaden av en andel i bolaget till marknadspris efterföljt av det offentliga budet på resterande aktier. En *toehold* definieras i detta exempel som en position motsvarande minst 5 procent (Goldman & Jian, 2005).

Förutom att lyckas undvika att betala en premie för de första aktierna och därmed lyckas sänka de totala kostnaderna, ger även dessa aktier det uppköpande bolaget rösträtt och samma rättigheter som andra ägare i bolaget. Detta kan följaktligen sänka tröskeln för att få övriga ägare att godkänna

premien tillhörande det offentliga budet på resterande aktier (Gaughan, 2011). Vidare kan även ett tidigare ägande, om posten är tillräckligt stor (ungefär 20 procent) minska risken för konkurrerande bud, vilket annars kan pressa upp priset (Betton & Eckbo, 1999).

En studie mer lik denna, både avseende tidsperiod och geografisk vidd, genomfördes 2013 av Davidsson & Oddbjörn på svenska publika företagsförvärv mellan åren 1997 och 2012. Deras resultat underbygger ovan presenterade studier ytterligare, då studien i fråga påvisar att en toehold genererar 10,3 procent lägre budpremie. Studien påvisar vidare att toehold-strategin ökar sannolikheten för att förvärvet aktualiseras, vilket bör göra strategin attraktiv som metod för företag i förvärvstankar.

Trots de ovan konstaterade fördelarna med toehold-taktiken hävdar Betton och Eckbo, i sin studie från 2005 av 12 000 amerikanska företag under tidsperioden 1980-2003, att ynka elva procent av alla företagsförvärv föregicks av en toehold. En möjlig förklaring till detta begränsade användande av toehold presenteras av både Burkart (1995) och Singh (1998). De båda framför en alternativ syn på företeelsen då de hävdar att en toehold visserligen ökar chanserna för ett slutfört förvärv, men att det kommer med ett pris. Singh konstaterar nämligen att aggressiviteten i budet från den tidigare ägaren ökar med dess andel i bolaget, vilket förstärks ytterligare i takt med att köparen känner oro för att inte få igenom budet. Ett toehold-ägande kan alltså bidra till en försvagad förhandlingsstyrka då förvärvaren redan har hängett sig att fullfölja köpet och därmed får svårt att lämna förhandlingsbordet. Sammantaget gör det tidigare ägandet det rationellt för uppköparen att buda högre än dennes ursprungliga värdering på resterande aktier för att genomföra affären, kontra att enbart kvarhålla ursprungspositionen (Burkart, 1995).

Slutligen väljer författarna av denna studie att förlita sig på det antagande som antyder att tidigare ägande har en negativ inverkan på budpremier. Detta då både Davidsson och Oddbjörn (2013), samt Edvardsson *et al.* (2015), vilka har studerat 85 förvärv mellan 2003-2013 på den svenska marknaden, också har nått denna slutsats. Trots att deras dataområde endast innefattar Sverige, medan denna studie även täcker Norge, Danmark, Island och Finland, antas deras resultat vara applicerbart även i denna studie.

*Antagande 4: Tidigare ägande i målföretaget har en negativ inverkan på budpremiers storlek.*

### **2.3.5 Betalningssätt**

De vanligast förekommande betalningsmetoderna vid förvärv är uppköp genom kontant betalning, uppköp med aktier eller en blandning av de båda (Gaughan, 2011). Flertalet studier har gjorts om huruvida valet av betalningssätt påverkar budpremiers storlek. I en artikel av Rappaport och Sirower från 1999, diskuterar författarna vad betalningsmetoden vid ett förvärv innebär för köpare och säljare. De menar att vid en kontant affär är det mer tydligt att ägandet av målföretaget övergår från målföretagets aktieägare till det uppköpande företaget. Vid ett förvärv där betalning sker med aktier är det inte lika tydligt vem som är köpare och säljare eftersom båda parter delar framtida risk och synergivinster efter transaktionen. Valet av betalningsmetod beror därför på om målföretaget delar tron kring huruvida de framtida synergieffekterna kommer realiseras. Om synen delas av båda parter menar Rappaport och Sirower att budpremier vid kontant betalning bör vara större. En studie av Burch *et al.* (2012) visar också orsakssamband mellan kontant betalning och större budpremier. De förklarar sambandet med den relativa skattefördel som uppstår för målföretagets ägare när en uppköpare förvärvar målföretaget med aktier istället för kontant. Ägarna i målföretaget vill därför vid kontant betalning ha kompensation i form av högre budpremie eftersom de i direkt samband med uppköpet behöver betala skatt på vinsten.

Däremot påvisar studier av Moeller *et al.* (2004) och Alexandridis *et al.* (2012), som båda undersöker amerikanska publika företagsförvärv, ett negativt orsakssamband mellan kontant betalning och budpremiers storlek vid förvärv. I studien av Moeller *et al.* (2004) hävdar författarna att målföretagets aktieägare kräver större premie vid aktieuppköp eftersom de då behöver ta del av risken från uppköpet. Alexandridis *et al.* (2012), menar också att kontant betalning vid uppköp genererar något lägre premier och att skatteeffekter inte har någon inverkan på budpremiers storlek.

De tidigare studiernas slutsatser hävdar sammanfattat att betalningssättet innebär en kompromiss för aktieägare i målföretaget där de antingen ådrar sig oönskade skatteeffekter vid kontant betalning eller fortsatt risk vid aktieuppköp. Således blir budpremiers storlek ett resultat främst av målföretagets aktieägares preferenser mellan de olika alternativen, vilka är svåra att forma ett antagande kring.



*Antagande 5: Då tidigare forskning sammantaget är tvetydig kan inte ett tydligt antagande om samband mellan budpremiers storlek och betalningssätt framföras.*

### **2.3.6 Förvärvsaktivitet på marknaden**

Den globala förvärvsmarknaden karaktäriseras av förvärvsvågor (Berk & DeMarzo, 2013). Totalt har sex sådana identifierats sedan 1893 och har tagit skepnad av perioder med hög förvärvsaktivitet, följt av dalar med få förvärv. Dessa vågor, vilka historiskt varit starkt kopplade till konjunktursvängningar för ekonomin i helhet, ska ha en direkt påverkan på värdet som skapas av förvärvet beroende på när under vågen förvärvet inträffade (Gaughan, 2011). Detta visar även Moeller *et al.* i sin studie från 2004 som säger att transaktioner genomförda i början av den femte vågen (1992-1997), då aktiviteten var lägre, skapade positivt värde om totalt USD 24 miljarder för det förvärvande bolagets aktieägare. Detta i jämförelse med kulmen av samma våg motsvarande 1998-2001, där aktieägarna i de förvärvande bolagen istället fick erfara förluster på den tiofaldiga summan gentemot vinsterna tidigare fem år, på totalt USD 240 miljarder. En del av denna värdeförstöring härleds därefter direkt till en för hög betald budpremie.

Denna företeelse har också beteendeterelaterade förklaringar, vilket både Gugler *et al.* och Rhodes-Kropf och Viswanathan påvisar i sina studier från 2010 respektive 2004. Vid toppen av vågen råder, likt vid en högkonjunktur, stor optimism och övervärdering både av tillgångarna och de synergieffekter bolaget anser kunna uppnå med det aktuella målbolaget. Dessutom följs denna ökade optimism och förvärvsaktivitet av en större konkurrens vid företagsförvärv vilket följaktligen riskerar orsaka budstrider som pressar upp budpremien.

Värt att nämna är att det däremot finns tillförlitliga studier som hävdar att ingen korrelation mellan förvärvsaktiviteten och budpremier existerar, och det påvisas att inget positivt samband påträffas mellan konjunktur och budpremiers storlek. Snarare ger resultaten från de två senaste konjunkturernas dalar (2002-03 och 2008-09) indikationer på det motsatta sambandet. Detta förklaras därefter av att målbolagets aktieägare hellre väntar ut konjunkturen snarare än att sälja när företaget värderas lågt, vilket resulterar i ett högre krav på premie för att affären ska komma till stånd, vilket därmed motbevisar tidigare teorier (Gaughan, 2011).

*Antagande 6: Tidigare studier presenterar såpass motstridiga resultat att inget antagande kan göras om förvärvsaktiviteten inverkan på budpremiers storlek.*

### **2.3.7 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv**

Gaughan (2011) förklarar att gränsöverskridande förvärv särskiljer sig i den bemärkelse att de är mycket beroende av valutakursrisk. För ett förvärvande bolag medför en apprecierande egen valuta ökad köpkraft och utvidgad möjlighet till att betala en högre premie för bolag i länder med relativt deprecierade valutor. Harris och Ravenscraft (1991) har, med ett urval av transaktioner under tidsperioden 1970-1987, åskådliggjort att gränsöverskridande förvärv i genomsnitt sker med en tio procent högre budpremie än inhemska. Denna avvikelse i budpremierna hänför de till valutakursfluktuationerna.

Incitamenten för gränsöverskridande förvärv jämfört med inhemska kan särskilja sig något, då det för gränsöverskridande kan finnas fler parametrar som rättfärdigar potentiella förvärv. Dessa utgörs exempelvis av tillgång till fler marknader, kostnadsfördelar rörande arbetskraft, handelshinder, reguljära och skattemässiga anledningar (Reynolds & Sonenshire, 2013).

En ytterligare studie som undersöker förvärv inom Europa under tidsperioden 1985-2009 påvisar, likt Gaughan gör, att budpremier för gränsöverskridande förvärv i genomsnitt är 10,3 procentenheter högre än de är vid inhemska förvärv. Vidare förklarar studien att denna avvikelse framför allt avser publika uppköp (Grote & Rustige, 2011).

Däremot är det värt att notera att uppköpande företag, vid gränsöverskridande förvärv, potentiellt exponeras mot ett nytt legalt system, annorlunda politik samt en ny marknad vilket riskerar att många hinder uppstår såsom kulturella-, skattemässiga- och redovisningsmässiga skillnader (Sudarsanam, 2003).

Tidigare studier presenterar övervägande bevis för större budpremier vid gränsöverskridande förvärv vilket motiverar det angivna antagandet.

*Antagande 7: Gränsöverskridande förvärv har en positiv inverkan på budpremiers storlek.*

### **2.3.8 Ägarstruktur**

Enligt agentteorins centrala tes, analyserat i företagskontext av Jensen och Meckling (1976), kan agentkostnader uppstå i intressekonflikten mellan ägare och företagsledning. Dessa agentkostnader kan dels ta form av kontrollkostnader för att övervaka ledningen men även i potentiellt värdeförstörande investeringar från denna. Det sistnämnda gestaltas tydligt i Empire Building-teorin där ledningen ser till sin egna välfärd snarare än aktieägarnas avseende förvärvsinvesteringar. Dessa agentkostnader kan kontrolleras på två sätt, antingen genom att förena ledningens ekonomiska intressen med ägarnas eller genom att instruera ägarnas företrädare, styrelsen, att utöva hårdare kontroll av dess arbete. Utan en stark ägarstruktur är det senare svårt att upprätthålla (Kim *et al.*, 2010).

Då agentteorin antyder att det kan uppstå agentkostnader i intressekonflikten mellan ägare och ledning och att dessa vidare kan hanteras genom typ av ägarstruktur, finner författarna det intressant att studera dennes påverkan på budpremier. En liknande kandidatuppsats har genomförts med denna variabel för svenska publika förvärv under tidsperioden 2002-2012 utan att finna något orsakssamband (Elger *et al.*, 2013). Den studien granskade enbart ägarstrukturen i det uppköpande bolaget och utelämnar därmed en granskning av målbolagets ägarstruktur. Mot denna bakgrund finner författarna det intressant att studera en mer utvidgad form av variabeln, och på ett större geografisk område - Norden.

#### **2.3.8.1 Uppköpande bolags ägarstruktur**

För uppköpande bolag appliceras den argumentation som Kim *et al.* (2010) för om att agentkostnader motverkas genom stark ägarstruktur. Resonemanget som förs ligger i linje med *freerider-problematiken*, vilken hävdar att ett utspritt ägande bland många små ägarposter leder till att ingen ägare anser att kostnaderna av att kontrollera ledningen är värda att bära själv och därav gör ingen det (Hart, 1995).

I linje med *freerider-problematiken* styrker en studie av Amihud och Lev (1999) vidare sambandet mellan svag ägarstruktur och agentkostnaderna. Deras studie, som kategoriserar koncentrerat ägande som starkt och vice versa, visar på att ett svagt ägande leder till större risktagande och värdeförstörande vid företagsförvärv där bolaget förvärvar ofta och till dyra summor i förhållande till marknadsvärdet. Allen och Sinan Cebenoyan (1990) förklarar vidare att ett mer koncentrerat

ägande leder till att bolag blir mer eftertänksamma vid förvärv för att undvika risk och därav gör färre förvärv. Pound (1988) bygger vidare på detta genom att förklara att om övervakning av förvärvande företags ledning är effektiv resulterar förvärv i värdeskapande. Är ägarstrukturen å andra sidan svag blir kontrollen av ledningen lidande vilket kan resultera i värdeförstörande förvärv genom aggressiva budpremier.

Motbevis mot ovanstående resonemang presenteras av Holland *et al.* (1996), vilkas slutsats är att närvaron av stora aktieägare hos förvärvande bolag resulterar i värdeförstörelse och slösaktiga uppköp. Bristen på samband stärks av en ytterligare studie av Sudarsanam (1996) som inte heller finner något samband mellan budpremier och andel större aktieägare.

Tidigare studier är motstridiga men mot bakgrund av centrala företeelser såsom freeriderproblematiken och agentkostnader presenterade i teorierna ovan väljer författarna därför att presentera ett antagande om att ett negativt orsakssamband råder mellan ägarstruktur i uppköpande bolag och budpremier.

*Antagande 8: Stark ägarstruktur i förvärvande bolag har ett negativt orsakssamband med budpremiers storlek.*

### **2.3.8.2 Målföretagets ägarstruktur**

Vad gäller målföretagets ägarstruktur finner Herd och McManus (2012) i sin studie att ett spritt ägande i målföretaget kan resultera i svårigheter för det uppköpande bolaget att övertyga alla ägare om en viss prisnivå, vilket därav härleder högre budpremier. Företeelsen i fråga kopplas också till freerider-problemet och handlar i detta fall om att små ursprungliga ägare vill åka snålskjuts på den värdeökning det uppköpande bolaget tror sig kunna generera. De avvaktar därav med att sälja tills de tycker att de fått motsvarande värdeökning i budpremie, en företeelse som förstärks vid mer utspritt ägande (Berk & DeMarzo, 2013).

Ovanstående orsakssamband går även i linje med vad Caves och Slusky presenterar i sin studie från 1991. I denna studie finner de ett negativt samband mellan koncentrerat och starkt ägande i målföretag och budpremier, vilket länkas till kontrollkostnaderna av ledningen i agentteorin. Vid en förvärvssituation anses nämligen målföretag med svag ägarstruktur ha större manageriella

synergier än bolag som redan har en stark ägarstruktur där kontroll av ledning är effektiv och agentkostnaderna låga. I de fall med stark ägarstruktur anses alltså agentkostnaderna redan vara väl hanterade genom effektiv kontroll av ledningen genom styrelsen, vilket lämnar mindre rum för att betala premie för manageriella synergier.

Gislén och Johnsson presenterar dock ett motbevisande resultat i sin studie på den svenska marknaden från 1999 där de konstaterar att koncentrerat ägande leder till högre budpremier, framförallt i de fall målföretaget har en enskild kontrollerande ägare. Deras tolkning är att enskilda kontrollerande ägare föredrar betalning i kontanter snarare än aktier vilket ska leda till en högre budpremie.

Samtliga ovanstående studier beskriver ett intressant samband mellan ägarstruktur i målföretag och budpremier, men mot bakgrund av tyngden i freerider-problematiken fastställer denna studie ett antagande om att ett positivt orsakssamband råder mellan ett svagt ägande i målföretaget och budpremier.

*Antagande 9: Svag ägarstruktur i målföretag har ett positivt orsakssamband med budpremiers storlek.*

### 2.3.9 Sammanfattning antaganden

Variabel	Korrelation	Typ	Referens
<b>Målföretagets branschtillhörighet</b>		Målföretaget	(Alexandridis <i>et al.</i> , 2011) (Mergerstat Review, 2010) (Gaughan, 2011)
<b>Högteknologisk</b>	Positiv		
<b>Konsumentvaror och - tjänster</b>	-		
<b>Hälsovård</b>	-		
<b>Tillverkande</b>	-		
<b>Övriga</b>	-		
<b>Finansiella</b>	Negativ		
<b>Målföretagets storlek</b>	Negativ	Målföretaget	(Alexandridis <i>et al.</i> , 2012) (Henry och Jespersen, 2002) (Herd och McManus, 2012)
<b>Typ av uppköpare (finansiell)</b>	Negativ	Förvärvare	(Gorbenko & Malenko, 2012) (Bargeron <i>et al.</i> , 2008) (Business Insider, 2011) (Ferris & Pettit, 2013)

<b>Tidigare ägande i målföretaget</b>	Negativ	Målföretaget	(Gaughan, 2011) (Betton & Eckbo, 1999) (Davidsson & Oddbjörn, 2013) (Edvardsson <i>et al.</i> , 2013) (Goldman & Jian, 2005) (Burkart, 1995) (Singh, 1998)
<b>Betalningsätt</b>	-	Transaktionen	(Rappaport & Sirower, 1999) (Burch <i>et al.</i> , 2012) (Moeller <i>et al.</i> , 2004) (Alexandridis <i>et al.</i> , 2012)
<b>Förvärvsaktivitet</b>	-	Marknaden	(Moeller <i>et al.</i> , 2005) (Rhodes-Kopf & Viswanathan, 2004;2010) (Gugler <i>et al.</i> , 2010)
<b>Gränsöverskridande</b>	Positiv	Transaktionen	(Gaughan, 2011) (Harris & Ravenscraft, 1991) (Rustige & Grote, 2011) (Sonenshire & Reynolds, 2013) (Sudarsanam, 2003)
<b>Ägarstruktur uppköpande företag</b>	Negativ	Förvärvare	(Amihud & Lev, 1999) (Hart, 1995) (Jensen & Meckling, 1976) (Allen & Sinan Ceneboyan, 1990) (Pound, 1988) (Holland <i>et al.</i> , 1996)
<b>Ägarstruktur målföretag</b>	Negativ	Målföretaget	(Herd & McManus, 2012) (Berk & DeMarzo, 2013) (Slusky & Cave, 1991) (Gislén & Johnsson, 1999)

### **3. Metod**

I följande kapitel presenteras metoden för studiens genomförande. Kapitlet inleds med en redogörelse för vad det är för typ av studie och dess urval. Därefter följer avsnitt med förklaring för den statistiska undersökningsmetoden och de tester som gjorts för att säkerställa att det erhållna resultatet är tillförlitligt. Efter detta följer en redogörelse för datainsamlingen för varje enskild variabel vilket rundas av med en avslutande diskussion om studiens reliabilitet, validitet och databortfall.

#### **3.1 Undersökningsmetod**

Denna studie är en orsaksförklarande undersökning då den ämnar förklara ett antal faktorer påverkan på budpremiers storlek. Antagandena för orsaksfaktorernas effekt på budpremier är grundade i teorier och tidigare forskning som sedan statistiskt testas på observationer. Eftersom teori och tidigare forskning används för att göra antaganden om en företeelse är studien deduktiv (Lundahl & Skärvad, 1999). Tidigare studier med liknande frågeställningar har gjorts genom kvantitativa metoder och främst genom multipel regressionsanalys vilket motiverat författarna att använda det även i denna studie. Vidare motiveras författarna att göra en kvantitativ studie eftersom ett större antal observationer då kan undersökas givet studiens omfattning. Med ett större antal observationer blir resultatet bredare och mer generaliserbart vilket gör det mer trovärdigt att grunda slutsatser kring. Hade en kvalitativ undersökning istället använts hade studien kunnat ge mer djupgående förståelse för varje enskilt fall, men eftersom studien ämnar komma fram till generella orsakssamband är kvantitativ metod bättre lämpad (Lundahl & Skärvad, 1999).

#### **3.2 Urval**

För att besvara studiens frågeställning och kartlägga vilka faktorer som påverkar budpremiers storlek har tidigare forskning i ämnet inledningsvis analyserats för att utreda vilka faktorer och förhållanden som har en rent teoretisk koppling till budpremier. Utifrån detta har det framgått att förhållanden rörande målföretaget, det uppköpande företaget, förvärvstransaktionen och marknaden är påverkande. Vidare har författarna vid granskning av tidigare forskning identifierat följande variabler som intressanta att undersöka orsakssamband för med budpremiers storlek på den nordiska marknaden:

- Målföretagets branschtillhörighet

- Målföretagets storlek
- Typ av uppköpare (strategisk eller finansiell)
- Tidigare ägande i målföretaget
- Förvärvets betalningssätt
- Förvärvsaktivitet på marknaden
- Inhemska eller gränsöverskridande förvärv
- Ägarstrukturen i det uppköpande företaget
- Ägarstrukturen i målföretaget

Bland variablerna ovan finns fall där tidigare studier är motbevisande och orsakssamband inte har kunnat säkerställas. I dessa fall anser författarna att variablernas inverkan på budpremiers storlek har tillräckligt teoretiskt understöd för att testas på nytt med ett annat urval av observationer, vilket i denna studies fall utgörs av de publika företagsförvärv som skett på hela den nordiska marknaden mellan tidsperioden 2005 och 2015. Vidare har den tidigare forskningen rörande dessa variabler kompletterats med ekonomiska teorier vilka ämnar förklara faktorer vars påverkan på budpremier är svårare att kvantifiera såsom exempelvis relationen ägare och ledning emellan. Trots svårigheten i att kvantifiera dessa implicita faktorerna tjänar de en viktig roll i en fortsatt analys av vad som egentligen påverkar budpremier i praktiken.

Studien utgår från de nordiska länderna vilka trots sina många likheter besitter smärre skillnader. Till en början är Sverige, Danmark och Finland alla medlemmar i EU medan Norge och Island enbart är med i det ekonomiska EES associeringsavtalet konstituerat av EU som möjliggör frihandel länderna sinsemellan. Förutom att Finland är det enda land som använder sig av euro istället för lokala valutor, finns många uppenbara likheter. Bland dessa är att de legala systemen i länderna är mycket lika, vilket förenklar jämförandet av företagshandlingar (La Porta *et al.*, 1998). Vidare finns det tydliga likheter i kultur, öppenhet och utveckling av ekonomierna vilket är författarnas motiv till att behandla Norden som ett enhetligt geografiskt område.

Utöver avgränsningen till den nordiska marknaden har ytterligare kriterier använts för att avgränsa studien. Till en början har studien enbart granskat förvärv av publika bolag där budet ska ha varit i kontrollsyfte. Med andra ord ska syftet ha varit att förvärva minst 50 procent av målföretaget och



det lagda budet ska ha realiserats. Alla övriga bud förutom det slutgiltiga har exkluderats. Det är möjligt att inneha kontroll över ett bolag trots en ägarposition om mindre än 50 procent om övrigt ägande är väl utspritt, samt genom förekomsten av A- och B-aktier men 50 procent utgör dock en tydlig gräns för när en aktieägare anses ha kontroll över bolaget, varför författarna har valt att använda sig av den gränsen. Vidare ska även målföretaget ha varit noterat på en nordisk börs vid förvärvstillfället - ett kriterium som inte gäller för uppköparen. Slutligen har datan justerats för att utesluta förvärv inom koncerner då dess inverkan på budpremiers storlek inte är representerbara.

Det slutgiltiga urvalet (se bilaga 9) uppgår till 183 företagsförvärv efter att ha filtrerats enligt nedanstående kriterier:

- Realiserat förvärv mellan 2005-01-01 och 2015-12-31
- Målbolaget ska vid tidpunkten ha varit noterat på en nordisk börs
- Uppköpande bolag får ej ha ägt mer än 50 procent av aktierna innan förvärvet och måste äga mer än 50 procent av aktierna efter slutfört förvärv

Då urvalet uppgår till 183 observationer, vilket avsevärt överskrider flertalet liknande tidigare studiers urval, anses det vara tillräckligt för att genomföra en multipel regressionsanalys. Värt att poängtera är dock att ett ytterligare större urval hade medfört bättre förutsättningar då det finns risk att vissa dummyvariabler har för få positiva värden för att kunna rendera statistiskt relevanta resultat.

### **3.3 Statistisk undersökningsmetod**

I följande underavsnitt redogörs för hur författarna har gått tillväga för att statistiskt undersöka variablernas samband med budpremier.

#### **3.3.1 Multipel regression**

Studiens syfte är att granska vad som påverkar budpremiers storlek genom att analysera ett antal variabler med hjälp av en multipel regressionsanalys, vilket är passande när studien innefattar flertalet variabler (Wooldridge, 2009). Regressionen utgörs av en OLS (Ordinary Least Squares), vilken är en metod som identifierar det linjära samband som har lägst kvadrerade avvikelser mellan utfallen och den prognostiserade linjära ekvationen, och på så vis utgör den bästa modellen

(Brooks, 2008). Nackdelen med att enbart använda enkla regressionsmodeller är att de, för fall liknande denna studies, omöjligt kan hålla de variabler som inte undersöks konstanta. Multipla regressionsanalyser å andra sidan har större utrymme till det. Följaktligen blir variablernas påverkan tydligare och mer lättolkade med den multipla modellen som återger information kring sambandens påverkan och dess säkerhet. I modellen utgör budpremier den beroende variabeln och resterande variabler de oberoende. De potentiellt förklarande variablerna har valts utifrån stöd från tidigare forskning, och vissa har medtagits i modellen trots att inget antagande har fattats för studien, då de har omfattande forskning kring sig sedan tidigare.

Den multipla regressionsmodellen förklaras av följande ekvation:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + e_i$$

Där:

y = beroende variabel

$\beta_0$  = Ekvationens intercept

$\beta$  = Variablernas koefficient

x = Oberoende variabel

e = Residual

i = Observationsnummer

k = antal förklarande variabler

Modellen åskådliggör varje oberoende variabels påverkan på budpremier. Både dess riktning, vilken representeras av koefficienternas tecken, och även dess magnitud, vilken representeras av koefficientens absolutvärde.

För OLS-metoden råder fem underliggande antaganden, vilka är nödvändiga för att metoden ska återge en rimlig modell. Dessa utgörs, enligt Brooks (2008), av:

1.  $E(u_i) = 0$

Felen har medelvärde 0

- |                                          |                                                          |
|------------------------------------------|----------------------------------------------------------|
| 2. $\text{var}(u_t) = \sigma^2 < \infty$ | Variansen av felen är konstant och ändlig för alla $x_t$ |
| 3. $\text{cov}(u_i, u_j) = 0$            | Felen är linjärt oberoende av varandra                   |
| 4. $\text{cov}(u_t, x_t) = 0$            | Inget samband råder mellan felen och dess $x$ -värde     |
| 5. $u_t \sim N(0, \sigma^2)$             | $u_t$ är normalfördelade                                 |

### 3.3.2 Regressionsdiagnostik

Studien antar ett krav på signifikansnivå om fem procent då det är den mest statistiskt vedertagna nivån. För att avgöra huruvida koefficienten för en variabel är signifikant skild från noll används dess statistiska  $p$ -värde. Om  $p$ -värdet understiger angiven signifikansnivå är koefficienten statistiskt skild från noll, vilket innebär att det statistiskt kan hävdas att det föreligger ett samband mellan variabeln och dess beroende variabel - budpremien. Det motsatta gäller om  $p$ -värdet överstiger fem procent.

För att säkerställa att de ovan fem nämnda kraven uppfylls har nedanstående statistiska test utförts.

#### 3.3.2.1 Whites test för heteroskedasticitet

Avseende huruvida felens varians är konstanta eller inte görs test för heteroskedasticitet, vilket kan göras med Whites test. Just Whites test för heteroskedasticitet är användbart då det gör få antaganden om den presumtiva formen av heteroskedasticiteten (Brooks, 2009). En av de oberoende variablerna i denna studie, nämligen *målföretagets storlek*, bidrar till att antagande två, att variansen är konstant, riskerar att inte uppfyllas. Följaktligen bör test göras för att kontrollera att standardfelen är konstanta, vilket är önskvärt och innebär att variansen är homoskedastisk.

#### 3.3.2.2 Normalfördelningstest för residualer

För att bedöma om residualerna är normalfördelade, hänförligt till antagande ett, två och fem utförs normalfördelningstest för residualer, vilket görs för att jämföra residualernas fördelning med dess teoretiska fördelning om de hade varit normalfördelade. Mer specifikt jämförs den observerade fördelningens skevhet och nivå av spetsighet med en normalfördelning. Om diskrepansen dem emellan är för stor förkastas nollhypotesen att den observerade fördelningen av residualerna är ekvivalent med normalfördelningen (Westerlund, 2009).

### **3.3.2.3 Test för multikollinearitet**

Hög nivå av multikollinearitet innebär att variationen mellan olika variabler är liten eller obefintlig, och att det följaktligen föreligger hög korrelation mellan variablerna (Brooks, 2008). För att säkerställa att multikollinearitet inte råder mellan några av variablerna, vilket rör antagande tre, kan inledningsvis en korrelationsmatris mellan variablerna produceras. Antagandet håller om det i matrisen framgår att inget av korrelationsvärdenas absolutvärde överstiger 0,8, vilket är den mest vanligt statistiskt vedertagna brytpunkten för huruvida variablerna korrelerar eller inte. Vid korrelationsnivåer kring 0,5 bör misstänksamhet fattas och variablerna undersökas ytterligare (Wooldridge, 2009). Matrisen kan dock inte enskilt avgöra om multikollinearitet råder eller ej då den enbart mäter en variabls korrelation mot en annan och inte flera samtidigt. Därför kommer även VIF-värden för varje enskild variabel tas fram med hjälp av EViews där gränsvärdet för om multikollinearitet råder är 4 (Pallant, 2007).

Vidare utförs även enskilda regressionsanalyser för budpremier och varje enskild variabel för att identifiera huruvida någon variabel avviker markant från den multipla regressionsanalysen. En stor avvikelse mellan de enskilda analyserna och den multipla är en indikator på att stor korrelation mellan några variabler kan föreligga (Isberg, 2017).

### **3.4 Datainsamling**

I följande underavsnitt presenteras datahanteringen för de utvalda orsaksfaktorerna, vilka utgör de oberoende variablerna i regressionsanalysen, samt den beroende variabeln budpremien. Syftet med de oberoende variablerna är att i regressionen mäta effekter i den beroende variabeln (Lundahl & Skärvad, 1999). Data för variablerna har inhämtats främst i form av finansiell sekundärdata via ett flertal databaser då ingen databas enskilt har kunnat förse data för alla variabler. Av dessa olika databaser har Zephyr använts i störst utsträckning men för vissa variabler har det krävts kompletterande data från databaserna Bloomberg och S&P Capital IQ. Slutligen har pressmeddelanden och nyhetsartiklar från pålitliga källor använts i de fall databaserna ej har lyckats framställa tillräcklig information samt för att komplettera där databaserna har presenterat tvetydig information.

### 3.4.1 Budpremier

Den mest centrala variabeln av de alla är den beroende variabeln - budpremien. Mot bakgrund av att det är storleken på denna variabel studien ämnar mäta, är det avgörande att denna data beräknas korrekt och att den aktiekurs budpremier beräknas på filtreras från kurspåverkande händelser orsakade av informationsläckage.

Budpremie definieras som det pris över aktiekursen det förvärvande bolaget betalar, se ekvation nedan. Värt att poängtera är att olika databaser definierar aktiepriset olika.

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

För att finna den mest korrekta metodiken har tidigare studier analyserats. Elger *et al.*, beräknar budpremier i sin studie från 2013 genom att jämföra budet per aktie med aktiekursen dagen innan budet offentliggjordes. Ett sådant tillvägagångssätt gör ett vågat antagande i att ingen information kring förvärvet, som kan ha påverkat aktiekursen, har läckt ut innan budet offentliggörs. Edvardsson *et al.*, diskuterar problematiken med detta i sin studie från 2015 och angriper problemet genom att beräkna transaktionernas budpremie utifrån målföretagets genomsnittliga aktiepris fyra veckor innan tillkännagivandet av budet. Detta avvägande grundar sig i en diskussion av den effektiva marknadshypotesen och antagandet att den svenska marknaden besitter halvstark effektivitet. För att ta hänsyn till den potentiella påverkan på aktiekursen av insiderinformation som finns i en halvstark marknad, väljer Edvardsson *et al.* därför att granska aktiekursen under en längre tid innan tillkännagivandet (fyra veckor), samtidigt som de konstaterar att det fortfarande finns risk för informationsläckage från insiders. Problemet med denna metodik är att datan blir vilseledande i de fall då målföretagets aktiekurs har minskat påverkats vid något tillfälle under intervallet, inte minst vid senare skeden av intervallet, till följd av något annat än spridning av insiderinformation.

Mot bakgrund av komplexiteten att konstatera marknadens effektivitet och unikheten av informationsläckage i varje situation har författarna valt att tillämpa följande metodik:

Data kring budpremierna har primärt hämtats från både Bloomberg och Zephyr. Se nedan för respektive databas definition av målföretagets aktiekurs att räkna budpremien med.

Bloomberg	Aritmetiskt medelvärde av aktiekursen under det 20 dagars långa intervall innan budet tillkännagavs
Zephyr	Aktiekursen dagen innan budets tillkännagivande

Mot bakgrund av antagandet om en huvudsakligen halvstark effektivitet enligt den effektiva marknadshypotesen, har författarna valt att främst använda sig av budpremier från Bloomberg, då den tittar på en mer historisk aktiekurs, för att ta hänsyn till potentiell ryktesspridning av insiderinformation innan tillkännagivandet av budet. Med avseende på den nämnda risken för vilseledande information när enbart en databas granskas, har data för budpremier även hämtats från Zephyr, som definierar dem annorlunda. I de fall då data om budpremier enbart varit tillgänglig från en databas, eller då budpremier mellan Bloomberg och Zephyr har skiljt sig åt med mer än fem procentenheter, har pressmeddelanden kring förvärvet framtagits via internetsökningar för en kvalitativ granskning av den mest lämpliga budpremien. Vid denna granskning har en subjektiv bedömning gjorts för att finna den mest representativa budpremien i pressmeddelandet med minst risk för informationsläckage. Ovanstående har även gjorts när båda databaserna har angett negativa budpremier vilket i flertalet fall, enligt dess tillhörande pressmeddelanden, har orsakats av ett långvarigt rykte om uppköp eller en utdragen process med flera nekade bud som gjort att den budpremie databaserna angett inte tar hänsyn till informationsläckagets påverkan på aktiekursen. Den angivna efterforskande metoden har skett för en klar majoritet av transaktionerna, varför studien bör uppnå hög precision avseende dess observationers budpremier.

Sammantaget har Bloomberg använts som primär källa, men samtliga transaktioners budpremier har jämförts med Zephyrs data för att bilda en uppfattning om dess rimlighet. I de fall minsta osäkerhet har förelegat har författarna funnit en mer korrekt budpremie genom att forska djupare i respektive transaktions tillhörande pressmeddelanden. Värt att poängtera är att detta utrymme för subjektivitet försämrar replikerbarheten, men för att säkerställa att studien har erhållit en så korrekt budpremie som möjligt har författarna ansett detta vara nödvändigt.

Vidare har vissa transaktioner, trots att hänsyn har tagits till informationsläckage, skett till negativ budpremie. Somliga tidigare studier (Elger *et al.*, 2013; Edvardsson *et al.*, 2015) har uteslutit dessa ur sina granskningar med argumentet att de saknar relevans, men för denna studie har författarna valt att inkludera dessa. Detta enbart i de fall då förvärvet faktiskt har skett till en negativ budpremie och därmed är korrekt observerat, snarare än att det är en felberäkning av databaserna på grund av informationsläckagets påverkan på aktiekursen.

### **3.4.2 Målföretagets branschtillhörighet**

För att kategorisera respektive målföretags branschtillhörighet har Fama-Frenchs femindustriindelning använts. Detta tillvägagångssätt har använts i tidigare studier, exempelvis i studien av Alexandridis *et al.* från 2011. Målföretagen delas in i kategorierna högteknologi, konsumentvaror och -tjänster, tillverkning, hälsovård och övrigt. Vidare har det i ovan nämnda studie valts att addera en sjätte kategori, Finansiella företag, vilket har gjorts även i denna studie. Då databaserna inte kunnat förse författarna med fullständig information kring SIC-koder eller liknande har indelningen skett genom att subjektivt bedöma varje enskilt företag utifrån deras företagsinformation för att sedan tilldela dem en kategori. Detta tillvägagångssätt innebar i några fall att viss osäkerhet uppstått, men i de få fall där osäkerheten varit för påtaglig har ingen kategori tilldelats och observationen har uteslutits ur regressionen. Det angivna antagandet för variabelns påverkan på budpremier är att högteknologiska målföretag genererar högre budpremier och finansiella målföretag lägre. Övriga bransch kategorier antas inte konsekvent medföra högre eller lägre budpremier men samtliga kategorier har inkluderats i regressionen för att undersöka kausalitet. I regressionen har samtliga kategorier tilldelats dummyvariabler förutom kategorin övrigt, som istället har angivits som grundform, vilken resterande kategoriers koefficienter anger skillnaden gentemot. Kategorin övrigt valdes som grundform eftersom det är den minst väldefinierade kategorin och därför ger minst generaliserbara resultat om en viss branschs påverkan på budpremier, då kategorin inte utgör en faktisk bransch

### **3.4.3 Målföretagets storlek**

Avseende variabeln för målföretagets storlek har marknadsvärdet vid datumet för förvärvets tillkännagivande uppskattats. Information som uppskattningarna baseras på har inhämtats via databasen Zephyr. Anledningen till att uppskattningar har gjorts är att information avseende

marknadsvärdet av bolagen saknades i Zephyr. Vidare är värdets exakthet tämligen irrelevant då det råder enorm diskrepans mellan de olika målföretagens storlek, varför de även har logaritmerats för att rendera mer statistiskt jämförelsebara värden.

För att åstadkomma en jämförbar mätning av variabeln har marknadsvärdena inflationsjusterats, med år 1980 som bas. Data om KPI har hämtats från Bloomberg (instrument: Swedish CPI Index 1980=100) och använts på årsbasis, vilket medför ett marginellt fel. Däremot är det marginella felet irrelevant, enligt tidigare argument. Notera att detta inflationsindex endast avser svensk inflation, men har bedömts kunna representera hela nordiska marknaden, i brist på bättre mått. Anledningen till att indexet avser just Sverige av alla de observerade marknaderna är att det är den marknad på vilken flest transaktioner har skett, enligt studiens urval av transaktioner.

Målföretagens storlek har uppskattats enligt beräkning nedan:

$$MV \approx \log \frac{DV \times KPI}{\left( \frac{(100 + BP)(FS - IS)}{100} \right)}$$

Där:

MV = Marknadsvärde

DV = värdet av affären (deal value)

KPI = konsumentprisindex

BP = Budpremie

FS = slutgiltig ägarandel (final share)

IS = initial ägarandel (initial share)

Notera att deal value har justerats för att motsvara hela bolaget, vilket är nödvändigt i de fall då uppköparen har förvärvat mindre än 100 procent. Vidare har värdets justerats för att exkludera budpremien och dividerats med dess KPI-värde för att skapa jämförelsebara storleksnivåer oberoende av tidpunkt. Slutligen har värdet logaritmerats.

Antagandet för målföretagets storlek är att budpremier blir lägre vid högre marknadsvärde av målföretaget.



### **3.4.4 Typ av uppköpare**

Med typ av uppköpare avses huruvida förvärvet är strategiskt eller finansiellt. För att avgöra detta har respektive uppköparens och målföretags ovan nämnda branschtillhörighet granskats. I de fall då uppköpande företag är kategoriserat som finansiellt har alla uppköp bedömts vara finansiella såvida företaget inte förvärvar ett annat finansiellt företag - då har det bedömts som ett strategiskt uppköp. Strategiska uppköp åsyftar även då uppköpare ur någon av de övriga fem kategorierna förvärvar ett målföretag i någon av alla sex kategorier.

Antagandet för denna variabel är att strategiska förvärv bör resultera i högre budpremier än vad finansiella förvärv gör. I regressionsanalysen kommer variabeln utgöras av en dummyvariabel, för vilken finansiella förvärv tilldelas värde 1 och strategiska värde 0.

### **3.4.5 Uppköparens tidigare ägande i målföretaget**

Tidigare ägande i målföretaget, även kallat toehold, definieras som när det uppköpande företaget innan förvärvet innehar en ägarandel om minst fem procent och max femtio procent. Antagandet för variabeln är att det råder ett negativt orsakssamband mellan toeholds och budpremiers storlek. För att undersöka detta kommer dummyvariabler användas där förvärv utan toehold tilldelas värde 0 och förvärv med toehold värde 1. Datan från Zephyr har varit tillräcklig för denna variabel.

### **3.4.6 Betalningssätt**

Variabeln ämnar undersöka om det finns samband mellan betalningssättet och budpremiers storlek. Datan för hur de undersökta transaktionerna har betalats har hämtats från databasen Zephyr. De har kategoriserats som kontant betalning, betalning med aktier och blandat kontant och aktier. Tidigare studier, såsom Edvardsson *et al.* (2015), har valt kontant betalning som grundform då det är det mest förekommande. Detta kommer även göras i denna studie, men för att även testa kontant betalning i regressionen kommer ytterligare en multipel regression göras, med aktiebetalning som grundform. Vidare kommer dummyvariabler användas för att testa de två variabelerna som inte utgör grundform, vilka antar värde 1 när det stämmer och 0 när det inte gör det. Således blir koefficienterna för dummyvariablerna skillnaden gentemot grundformen. Metodiken har motiverats med att det minskar multikollinearitet och har därmed använts även i denna studie. Eftersom tidigare forskning kring betalningssättets påverkan på budpremier sammantaget är tvetydig har författarna valt att inte framföra ett antagande om dess påverkan.

### 3.4.7 Förvärvsaktivitet på marknaden

Variabeln har inkluderats för att undersöka sambandet mellan förvärvsaktivitet på marknaden och budpremiers storlek. Enligt Berk och DeMarzos lärobok från 2013 inträffade den senast identifierade förvärvsvågen 2003-2007, vilket för denna studies urval omfattar åren 2005-2007. Vidare har flertalet studier antytt att marknaden i dagsläget befinner sig i en ny våg som pågått ett antal år. Deloitte (2016) skriver bland annat i sin årliga rapport över globala förvärvstrender att 2015 var ett rekordår för förvärvsaktivitet, vilket var en trend som fortsatte starkt även under 2016. För denna studies undersökta tidsperiod som tar slut 2015 är det dock intressant att fastställa när denna våg tog vid efter nedgången i förvärvsaktivitet 2007. Svaret på denna fråga går att urskilja av en sammanställd studie över det senaste decenniets förvärvsaktivitet publicerad 2016 av det amerikanska kapitalförvaltningsbolaget Loomis Sayles. Studien, som med hjälp av data från Bloomberg, urskiljer att den senaste vågen tog vid under 2013.

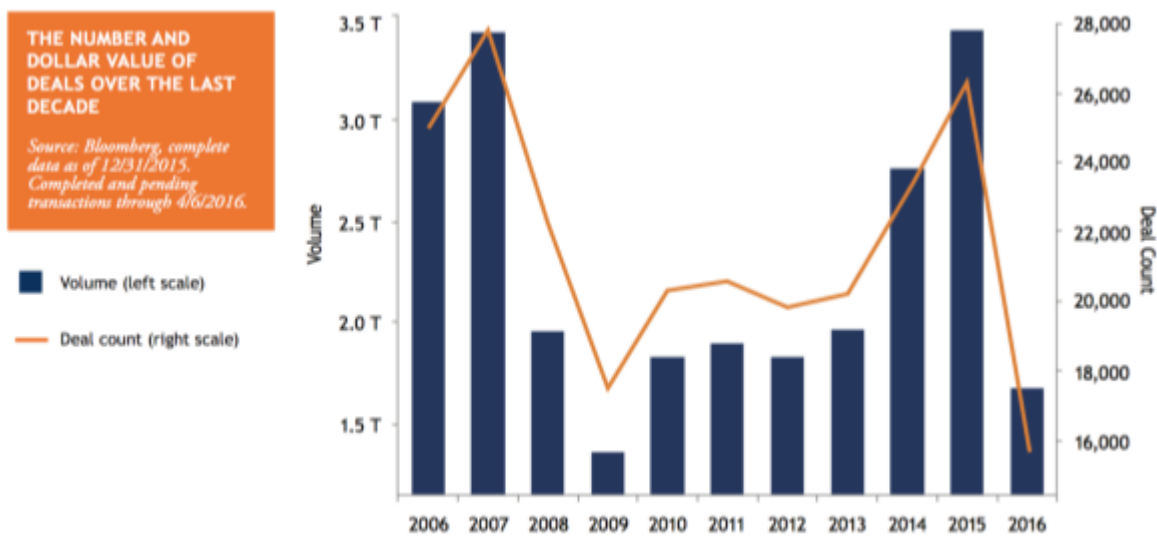


Bild 1- Loomis Sayles graf över volym och värdet på amerikanska förvärv hämtat från Bloomberg (notera att stapeln för 2016 enbart avser förvärv fram tills april)

Därför har förvärv slutförda mellan datumen 2005-01-01 till 2007-12-31 samt 2013-01-01 till 2015-12-31 kategoriserats vara genomförda under en period av hög förvärvsaktivitet - förvärvsvåg. Även vid dessa förvärv har dummyvariabler använts där förvärv som skett under förvärvsvåg tilldelats värde 1 och övriga förvärv tilldelats värde 0. För denna variabel har inget antagande gjorts mot bakgrund av motstridighet i tidigare studier.

### 3.4.8 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv

Alla målföretag i studien var vid tidpunkten för budet noterade på en nordisk börs, detsamma behöver dock inte gälla för förvärvaren vilken i denna studies urval tillåts vara av utländsk härkomst. Ett förvärv kategoriseras således som gränsöverskridande om förvärvaren och målföretaget ej är från samma land. När båda är från samma land kategoriseras uppköpet som inhemskt. Data för denna variabel har främst erhållits genom Zephyr och dummyvariabler har i regressionen använts för att undersöka samband. Vidare har denna data ytterligare kompletterats genom omfattande granskning av pressmeddelanden för att säkerställa att det uppköpande bolaget inte enbart är ett lokalt registrerat holdingbolag under ett utländskt bolag. Antagandet för variabeln är att gränsöverskridande förvärv renderar högre budpremier än inhemska. I regressionen har dummyvariabler använts där gränsöverskridande förvärv har tilldelats värde 1 och inhemska värde 0.

### 3.4.9 Ägarstrukturerna

Distinktionen mellan starkt och svagt ägande görs genom att se till summan av ägarandelarna för samtliga ägare som innehar en ägarandel om minst fem procent. Om summan utgör femtio procent eller mer anses ägarstrukturen vara stark - gäller det motsatta antas ägarstrukturen vara svag. Denna kategorisering har tidigare använts av Elger *et al.* i deras kandidatuppsats från 2013 där det konstateras, utifrån en granskning av tidigare studier, att en position om fem procent anses vara en stor ägarposition. Mot bakgrund av den bristfälliga tillgången av data kring ägarstrukturen för alla studerade bolag från en enskild databas, har författarna behövt komplettera olika databasers resultat. Författarna har därför i första hand sökt data via Zephyr, därefter har Standard & Poors Capital IQ använts, varpå dessa siffror har jämförts databaserna emellan. Slutligen har författarna gjort sökningar i de fall datan är fortsatt utebliven för att leta information om ägarförhållanden i pressmeddelanden vid buddatumet samt årsrapporter. Vad gäller årsrapporterna har datan hämtats från året innan förvärvet realiserats, vilket har resulterat i ett antagande om att ägarförhållandena ej har förändrats markant under den maximalt ett år långa perioden tills förvärvet har skett. För många av transaktionerna för vilka data har saknats har författarna kunnat konstatera, med hjälp av internetsökningar, att dessa bolag är helägda lokala filialer av utländska bolag. I dessa fall har ägarstrukturen hos moderbolaget använts.

Vidare har de private equity-bolag med bristande information antagits ha stark ägarstruktur, mot anledning av att private-equity vanligtvis är partnerägda och att de ytterst sällan är publika.

Bristande information om ägarstruktur har framförallt rått för de många observationer av sparbanker som undersökts. Då sparbankerna enligt sin verksamhetsform drivs av en stiftelse och ägs av kunderna och enligt definition inte har några egentliga enskilda ägare med vinstkrav, har dessa banker kategoriserats ha svag ägarstruktur om inte de ovan angivna databaser har angett något annat (Sparbankernas Riksförbund, 2016).

Antagandet för dessa variabler är att det råder ett negativt orsakssamband mellan stark ägarstruktur i uppköpande företag och budpremier samt ett positivt orsakssamband mellan svag ägarstruktur i målföretag och budpremier. Dummyvariabler används även här och antar värdet 1 för stark ägarstruktur och 0 för svag ägarstruktur.

#### **3.4.10 Kontrollvariabler**

Slutligen har även ett antal kontrollvariabler undersökts men inte tagits med i den huvudsakliga regressionen. Dessa undersöker skillnader för varje årtal under urvalsperioden, om det varit budstrid samt om det råder skillnader de nordiska länderna emellan. Resultaten för dessa redovisas i bilaga 7.

Anledningen till att länder och årtal valts som kontrollvariabler är att det saknas stöd för att de skulle ha påverkan. Budstrid har slutligen använts som kontrollvariabel då det inte är något förvärvaren kan förutse innan en förvärvssituation, utan snarare något som uppstår vid förvärvstillfället. Samtliga kontrollvariabler utgörs av dummyvariabler.

#### **3.4.11 Sammanfattning variabler, typ och databas**

<b>Variabel</b>	<b>Typ</b>	<b>Databas</b>
<b>Budpremier</b>	Skala	Zephyr, Bloomberg och pressmeddelanden
<b>Målföretagets branschtillhörighet</b>	Dummy	Zephyr och resp. företags hemsidor
<b>Målföretagets storlek</b>	Skala	Zephyr
<b>Typ av uppköpare</b>	Dummy	Zephyr, årsredovisningar och resp. företags hemsidor
<b>Tidigare ägande i målföretaget</b>	Dummy	Zephyr
<b>Betalningssätt</b>	Dummy	Zephyr
<b>Förvärvsaktivitet</b>	Dummy	Zephyr

<b>Gränsöverskridande eller inhemskt</b>	Dummy	Zephyr, artiklar och resp. företags hemsidor
<b>Ägarstruktur förvärvande företag</b>	Dummy	Zephyr, Capital IQ, årsredovisningar och artiklar
<b>Ägarstruktur målföretag</b>	Dummy	Zephyr, Capital IQ, årsredovisningar och artiklar

### 3.5 Metoddiskussion

I de följande underavsnitten diskuteras studiens reliabilitet, validitet samt tillvägagångssättet för hantering av databortfall.

#### 3.5.1 Reliabilitet

Lundahl och Skärvad (1999) definierar reliabilitet som frånvaron av slumpmässiga mätfel och god reliabilitet kännetecknas av att undersökningen inte påverkas av vem som utför den eller omständigheter under vilka den sker. Vidare skriver Bell och Bryman (2011) om *stabilitet*, *intern reliabilitet* och *interbedömarreliabilitet* som tre viktiga faktorer att ta hänsyn till för att avgöra om ett mått är reliabelt. Huruvida måttet är stabilt eller ej beror på om det erhållna resultatet fluktuerar med tiden. Eftersom denna studie bygger på genomförda förvärv är den inhämtade datan inte direkt utsatt för stabilitetsproblem då den inte kan skifta med tiden, vilket gör resultatet stabilt. Däremot är kontroll över sekundärdata begränsad och kan naturligt innefatta reliabilitetsproblem. Vidare beror intern reliabilitet på i vilken utsträckning de olika variablerna har samband med varandra och då denna studie har multipla indikatorer är det därför relevant att undersöka. Som tidigare nämnts har multikollinearitets-test gjorts för att undersöka hur de oberoende variablerna är korrelerade, vilket har påvisat att den interna reliabiliteten håller godkänd nivå. Slutligen behandlar interbedömarreliabilitet om bedömning och kategorisering av datan skett enhetligt bland studiens författare. Vid varje tillfälle för subjektiva bedömningar har författarna utförligt diskuterat och enats om en enhetlig metodik för indelning av data i olika kategorier. Därför bedömer författarna att även interbedömarreliabiliteten för studien uppfyller kraven.

#### 3.5.2 Validitet

Validitet definieras av Lundahl och Skärvad (1999) som frånvaro av systematiska mätfel. Med andra ord rör frågan hur indikatorer som används för att mäta ett begrepp verkligen mäter begreppet. För validiteten blir därför diskussionen som fördes ovan kring inhämtandet av data för budpremiernas storlek intressant. Det finns ingen vedertagen metodik för hur budpremiernas storlek ska uppskattas utan tidigare studier och forskning väljer olika tillvägagångssätt för detta. Författarna anser dock att valet för tillvägagångssättet i denna studie är väl motiverat. Det är också

intressant för validiteten om de oberoende variablerna faktiskt förklarar den beroende variabeln. Urvalet av oberoende variabler till regressionen har skett genom att enbart använda sådana variabler som har stöd i tidigare forskning och teorier för att de skulle kunna uppvisa kausalitet med den beroende variabeln. Därför anser författarna att valen av oberoende variabler också är motiverade ur validitetssynpunkt.

Vidare beskrivs möjligheten till replikation av studien som viktig för validiteten för att minimera påverkan från författarnas skevheter och värderingar. Som åtgärd mot dessa subjektiva faktorer ses då möjligheten att replikera och reproducera resultat (Bell & Bryman, 2011). För att försöka åstadkomma detta har metoddelen utförligt beskrivit processen och hur respektive komponent i undersökningarna använts. Däremot har det som nämnts krävts subjektivitet vid flera tillfällen från författarna vilket gör att det är svårt att helt och hållet replikera denna studie. Bortsett från subjektiviteten för vissa variablers kategoriseringar och inhämtande av data är tillvägagångssättet i övrigt likt tidigare studier om samma ämne.

### **3.5.3 Databortfall**

Utöver studiens urval på 183 observationer har databortfall skett för att säkerställa att studien uppnår hög nivå av precision. Bortfallen utgörs av koncernförvärv eller transaktioner där uppköparen haft latent ägande i målföretaget genom privatpersoner, dotter- eller övriga bolag.

Vidare har ett fåtal transaktioner saknat information avseende någon enskild variabel, vilket gör att transaktionen inte kan tolkas alls i analysen. Dessa har följaktligen uteslutits.

Vad gäller uteliggare avser författarna att göra två regressioner: en med samtliga observationer samt en justerad för uteliggare. Uteliggare definieras som de extremvärden som i ett lådagram är belägna längre än 1,5 kvartilavstånd till höger om den tredje kvartilen. Kvartilavstånd definieras som differensen mellan tredje och första kvartilerna (Körner & Wahlgren, 2012). Anledningen till att författarna ämnar justera för uteliggare är för att säkerställa att några få transaktioner inte avsevärt driver modellens förklaringsgrad på ett vilseledande sätt. Anledningen till att författarna även väljer att presentera en modell med uteliggarna är för att de har ansetts vara legitima förvärv och inte innefattar någon egentlig felaktig eller missvisande information och därav är intressanta att granska.

## 4. Resultat

Resultatkapitlet inleds med en redogörelse av insamlad data för att sedan presentera resultatet från genomförda regressionsanalyser, med och utan justering för uteliggare. Slutligen presenteras resultat från de tester som gjorts på regressionsanalysen.

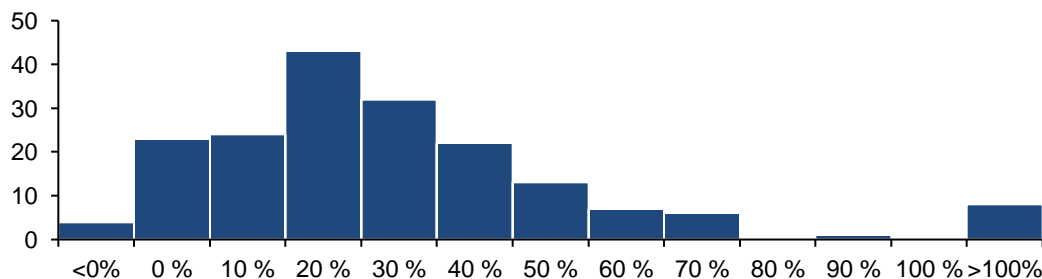
### 4.1 Redogörelse av insamlad data

Med hjälp av tidigare angivna databaser har information för 183 transaktioner framtagits. Den ursprungliga listan innehöll ytterligare transaktioner, men har justerats mot de anledningar som nämns i underavsnittet Databortfall (3.5.3). Trots bortfallet har ett, i jämförelse med tidigare liknande studier, stort antal observationer erhållits. Slutligen är det värt att notera att samtliga förvärv på den isländska marknaden har uteblivit mot bakgrund av de givna urvalskriterierna.

#### 4.1.1 Statistiska variabler

Budpremiernas fördelning presenteras i histogrammet nedan, diagram 1. Som framgår i histogrammet finns det ett antal transaktioner som skett till budpremier som avsevärt överstiger resterande. För att säkerställa att studiens modell ger en så pass rättvis bild som möjligt görs justering för dessa uteliggare. Enligt bilaga 5, vilken åskådliggör beräkningen av samt information kring uteliggare, uppgår antal uteliggare till nio. Vidare presenteras i tabell 1 ytterligare statistisk information kring budpremievariabeln. Utifrån tabellen urskiljs att uteliggarna driver upp medelvärdet markant medan medianen är liknande för båda urval.

Diagram 1 - Histogram över observerade budpremier



Tabell 1 - Statistisk data av observerade budpremier

Variabler	Medel	Median	Min	Max
Budpremie, ojusterad	35,95 %	29,91 %	-6,42 %	252,94 %

**Budpremie, justerad för uteliggare**    29,94 %    28,36 %    -6,42 %    79,49 %

Värdena för respektive dummyvariabel är fördelade enligt tabell 2, vilken baserats på det justerade urvalet. Tabellen åskådliggör frekvensen för samtliga variabler, vilken kan varna för att någon variabel saknar tillräckligt med observationer för att kunna dra slutsatser kring. För att ytterligare identifiera skillnader i budpremierna för varje dummyvariabels respektive värde har tabell 3 framtagits, som studerar aritmetiskt medelvärde för respektive variabels grupper.

Tabell 2 - Respektive variabels frekvens

<b>Förklarande variabler</b>	<b>Antal</b>	<b>Andel</b>
<b>Branschtillhörighet: Finansiell</b>	17	9,8%
<b>Branschtillhörighet: Konsumentvaror och -tjänster</b>	17	9,8%
<b>Branschtillhörighet: Hälsovård</b>	9	5,2%
<b>Branschtillhörighet: Tillverkande</b>	42	24,1%
<b>Branschtillhörighet: Övrigt</b>	39	22,4%
<b>Branschtillhörighet: Högteknologisk</b>	50	28,7%
<b>Finansiella uppköpare</b>	44	25,3%
<b>Toehold</b>	42	24,1%
<b>Förvärvsaktivitet</b>	100	57,5%
<b>Gränsöverskridande förvärv</b>	84	48,3%
<b>Målföretag ägarstruktur (stark)</b>	94	54,0%
<b>Uppköparens ägarstruktur (stark)</b>	133	76,4%
<b>Betalning blandat</b>	16	9,2%
<b>Betalning aktier</b>	25	14,4%
<b>Betalning kontant</b>	133	76,4%

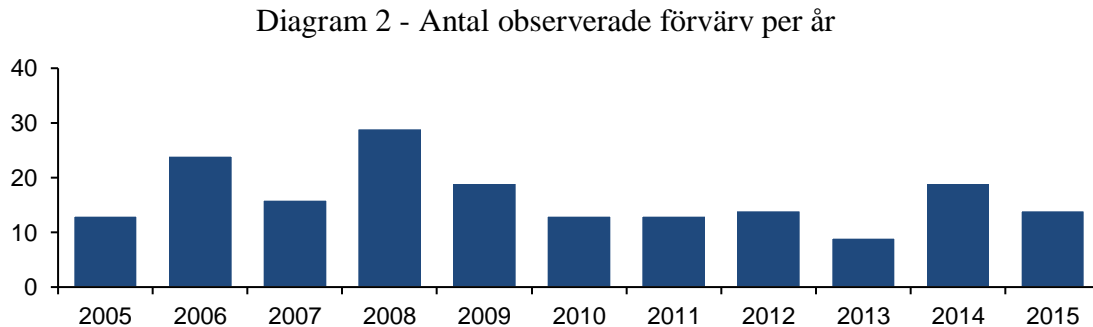
Tabell 3 - Aritmetiskt medelvärde för respektive variabels grupper

<b>Variabler</b>	<b>Medelvärde 0</b>	<b>Medelvärde 1</b>	<b>Differens</b>
<b>Branschtillhörighet: Finansiell</b>	29,7 %	32,6 %	3,0 %
<b>Branschtillhörighet:</b>			
<b>Konsumentvaror och -tjänster</b>	30,0 %	29,5 %	-0,5 %
<b>Branschtillhörighet: Hälsovård</b>	29,8 %	33,2 %	3,4 %
<b>Branschtillhörighet: Tillverkande</b>	30,3 %	28,9 %	-1,3 %
<b>Branschtillhörighet: Övrig</b>	30,6 %	27,7 %	-2,9 %
<b>Branschtillhörighet: Högteknologiskt</b>	29,4 %	31,2 %	1,8 %
<b>Strategisk (0) eller finansiell uppköpare (1)</b>	30,6 %	28,1 %	-2,5 %
<b>Toehold</b>	30,5 %	28,2 %	-2,3 %
<b>Betalning blandat</b>	30,1 %	28,7 %	-1,4 %
<b>Betalning aktier</b>	31,1 %	23,2 %	-7,8 %
<b>Betalning kontant</b>	25,4 %	31,4 %	6,0 %



<b>Förvärsaktivitet</b>	35,0 %	26,2 %	-8,7 %
<b>Inhemskt (0) eller Gränsöverskridande (1)</b>	29,7 %	30,2 %	0,4 %
<b>Stark (1) eller svag (0) ägarstruktur - uppköpare</b>	30,7 %	29,7 %	-1,0 %
<b>Stark (1) eller svag (0) ägarstruktur - målföretag</b>	29,1 %	30,7 %	1,6 %

För att analysera huruvida tesen om förvärvsvågorna är applicerbar på den nordiska marknaden har diagram 2 producerats, som åskådliggör antal förvärv per studerat år.



För att komplettera den multipla regressionsanalysen avseende målföretagens storleks inverkan på budpremier har tabell 4 framtagits.

Tabell 4 - Aritmetiskt medelvärde för olika storleksgrupper

<b>Decil</b>	<b>Genomsnittlig budpremie</b>
<b>Toppdecil</b>	28,30 %
<b>Bottendecil</b>	31,07 %

## 4.2 Regressionsanalyser

Ur tabellerna för de multipla regressionsanalyserna indikerar koefficienten om variabelns samband med budpremier, både i riktning och omfattning, medan p-värdet anger sannolikheten för att förkasta nollhypotesen om variabelns oberoende och åskådliggör därmed hur statistiskt säkert resultatet är.

Som presenterats ovan har nio statistiska uteliggare identifierats för urvalet, vilket har motiverat författarna att presentera en regressionsanalys med uteliggare och en utan, för att belysa

skillnaderna i resultaten. Vidare har även regressionerna gjorts med både betalning kontant och betalning aktier som grundform, för att möjliggöra undersökning av de båda.

#### 4.2.1 Komplettn modell - inklusive uteliggare

Modell 1- Komplettn regressionsmodell

n = 183

Variabel	Koefficient	Standard- avvikelse	T- stat	p-värde	Antagande
<b>Branschtillhörighet</b>					
Finansiell	0,13	0,09	1,52	0,131	Negativ
Konsumentvaror- och tjänster	0,02	0,07	0,29	0,773	-
Hälsovård	0,22	0,17	1,30	0,197	-
Tillverkande	0,01	0,06	0,16	0,873	-
Högteknologiskt	0,10	0,07	1,28	0,201	Positiv
Målföretagets storlek	-0,03	0,04	-0,97	0,335	Negativ
Finansiell uppköpare	-0,04	0,07	-0,59	0,557	Negativ
Toehold	-0,04	0,05	-0,78	0,435	Negativ
Betalning aktier	-0,13	0,07	-1,86	0,065	-
Betalning blandat	-0,06	0,07	-0,84	0,403	-
Betalning kontant	0,13	0,04	2,42	0,017	-
Förvärvsaktivitet	-0,16	0,05	-3,45	0,001	-
Gränsöverskridande (eller inhemskt)	0,02	0,05	0,45	0,650	Positiv
Uppköparens ägarstruktur (stark)	0,02	0,06	0,29	0,773	Negativ
Målföretagets ägarstruktur (stark)	0,00	0,05	-0,05	0,956	Negativ
<b>Konstant</b>	0,50	0,10	4,86	0,000	n.a.
Förklaringsgrad	0,126				
Justerad förklaringsgrad	0,053				

Modell 1, som inkluderar samtliga observationer, renderar en justerad förklaringsgrad på 5,3 procent. Det innebär att modellen kan förklara 5,3 procent av variansen i budpremiers storlek. Vidare är variablerna förvärvsaktivitet och betalningssätt kontant de enda signifikanta, då inga andra variablers p-värden understiger gränsen om fem procent.

#### 4.2.2 Modell justerad för uteliggare

Modell 2 - Uteliggarejusterad modell

n = 174

Variabel	Koefficient	Standard- avvikelse	T-stat	p-värde	Antagande
<b>Branschtillhörighet</b>					
Finansiell	0,05	0,06	0,89	0,376	Negativ
Konsumentvaror- och tjänster	0,04	0,06	0,64	0,521	-
Hälsovård	0,08	0,06	1,33	0,187	-
Tillverkande	0,03	0,04	0,69	0,490	-
Högteknologiskt	0,04	0,04	1,04	0,299	Positiv
<b>Målföretagets storlek</b>	0,00	0,02	-0,09	0,928	Negativ
Finansiell uppköpare	-0,05	0,04	-1,35	0,180	Negativ
Toehold	-0,03	0,04	-0,91	0,364	Negativ
Betaling aktier	-0,10	0,04	-2,51	0,013	-
Betaling blandat	-0,05	0,04	-1,25	0,212	-
Betaling kontant	0,10	0,04	2,51	0,013	-
Förvävsaktivitet	-0,09	0,03	-3,21	0,002	-
Gränsöverskridande (eller inhemskt)	-0,02	0,03	-0,69	0,494	Positiv
Uppköparens ägarstruktur (stark)	-0,01	0,04	-0,32	0,751	Negativ
Målföretagets ägarstruktur (stark)	0,03	0,03	0,91	0,362	Negativ
<b>Konstant</b>	0,37	0,06	5,79	0,000	n.a.
Förklaringsgrad	0,114				
Justerad förklaringsgrad	0,036				

Att konstatera från modell 2 i kontrast till modell 1, presenterad i underavsnittet tidigare, är att uteliggarna driver den justerade förklaringsgraden markant, vilken ökar från 3,6 procent till 5,3 procent. Värt att notera är att i modell 2 blir även betalning aktier signifikant.

I tabell 5 nedan följer en sammanställning av effekterna på resultatet när urvalet justeras för uteliggare<sup>1</sup>. De nio uteliggarna ökar som nämnts den justerade förklaringsgraden med cirka 50 procent, vilket författarna anser gör resultatet missvisande. Att notera är dock att uteliggarna faktiskt kan anses vara relevanta i och med att de är korrekta observationer och faktiskt skett till den angivna budpremien. Då skillnaden i resultatet dock blir så markant, på grund av ett så litet antal observationer, anser författarna att det helt enkelt är för missvisande att inkludera dem, varför studien fortsatt enbart kommer fokusera på den uteliggarjusterade modellen.

<sup>1</sup> Notera att analysen kring huruvida koefficienterna och p-värdena har förändrats är baserad på andradecimalsnivå, och att samtliga variabler på mer exakt nivå ändras

Tabell 5 - Förändring vid justering för uteliggare

Variabler	Koefficient	Förändring	P-värde	Förändring
<b>Branschtillhörighet: Finansiell</b>	Minskar	0,13 till 0,05	Ökar	0,13 till 0,38
<b>Branschtillhörighet: Konsument.</b>	Ökar	0,02 till 0,04	Minskar	0,77 till 0,52
<b>Branschtillhörighet: Hälsovård</b>	Minskar	0,22 till 0,08	Minskar	0,2 till 0,19
<b>Branschtillhörighet: Tillverkande</b>	Ökar	0,01 till 0,03	Minskar	0,87 till 0,49
<b>Branschtillhörighet: Högtek.</b>	Minskar	0,10 till 0,04	Ökar	0,20 till 0,30
<b>Målföretagets storlek</b>	Ökar	-0,03 till 0,00	Ökar	0,34 till 0,93
<b>Strat. (0) eller fin. (1) uppköpare</b>	Minskar	-0,04 till -0,05	Minskar	0,56 till 0,18
<b>Toehold</b>	Ökar	-0,04 till -0,03	Minskar	0,44 till 0,36
<b>Betalning aktier</b>	Ökar	-0,13 till -0,10	Minskar	0,06 till 0,01
<b>Betalning blandat</b>	Ökar	-0,06 till -0,05	Minskar	0,40 till 0,21
<b>Betalning kontant</b>	Minskar	0,13 till 0,10	Minskar	0,02 till 0,01
<b>Förvävsaktivitet</b>	Ökar	-0,16 till -0,09	Ökar	0,00 till 0,00
<b>Gränsöverskridande</b>	Minskar	0,02 till -0,02	Minskar	0,65 till 0,49
<b>Ägarstruktur - uppköpare</b>	Minskar	0,02 till -0,01	Minskar	0,77 till 0,75
<b>Ägarstruktur - målföretag</b>	Ökar	0,00 till 0,03	Minskar	0,96 till 0,36

Nämnvärt från modellen ovan är att sambandet för betalning i aktier blir signifikant först när modellen justeras för uteliggare, medan sambandet för betalning kontant är signifikant både före och efter justering. Vidare är den variabel som är närmast att vara signifikant efter justeringen typ av uppköpare (strategisk eller finansiell uppköpare), vars p-värde justeras till 0,18 vilket är närmre den acceptabla nivån, men fortfarande inte signifikant. I övrigt sker stora svängar i p-värde för de flesta variablerna, men inget värt att notera då de fortfarande är långt ifrån att vara signifikanta i båda modellerna.

#### 4.2.3 Kontrollvariabler

Vidare har även en regressionsanalys gjorts inkluderande kontrollvariablerna land, årtal och huruvida en budstrid skett, se bilaga 7, för att undersöka om någon av dessa har haft ett signifikant samband med budpremier. Denna regression påvisade att ingen av kontrollvariablerna utgör en signifikant förklaringsvariabel för budpremier storlek, vilket är förvånansvärt då budstrid, i enlighet med grundläggande teorier om utbud och efterfrågan, bör utgöra en drivare i budpremierna. En potentiell anledning till avsaknaden av ett signifikant samband är att det enbart skett för 16 observationer. Vidare uppvisar årtalen 2014 och 2015 koefficienter om 0,13 respektive 0,14, med p-värden nära signifikansnivån om fem procent, vilket kan vara en indikation på att dessa faktiskt har haft en tendens till samband med storleken på budpremierna.

#### 4.2.4 Tester för OLS-antaganden

Då analysen grundas på den uteliggjarjusterade modellen har de tester som gjorts för OLS-antagandena utförts på denna. Inledningsvis har Whites test för heteroskedasticitet gjorts vilket har påvisat att det erhållna resultatet inte är heteroskedastiskt och därför kan det konstateras att variansen för residualerna är konstant, vilket gör resultatet tillförlitligt. Resultatet av Whites test framgår i bilaga 1 och 2.

Testet om residualernas normalfördelning, som presenteras i bilaga 3, anger ett värde för residualernas skevhet om cirka 0,17 för urvalet. Detta innebär en positiv skevhet och renderar en längre högra svans för fördelningen, vilket förklaras av att det finns fler negativa residualer än positiva. Vidare visar testet ett kurtosisvärde på 2,69 för residualernas fördelning där normalfördelning antar ett värde om 3. Eftersom kurtosis beskriver kurvans spetsighet och det erhållna värdet är ett lägre värde än 3 innebär det att kurvan är plattare än normalfördelningen. Slutligen anges ett p-värde på 0,45, vilket gör att nollhypotesen om att resultatet inte är normalfördelat kan förkastas eftersom det är större än 0,05 (EViews, 2016).

För att säkerställa att ingen multikollinearitet föreligger har inledningsvis en matris över variablernas korrelationer producerats, se bilaga 8. Matrisen tyder på att ingen betydande korrelation mellan variablerna råder då det största värdet i absoluta tal uppgår till 0,36 vilket påträffas mellan variablerna för högteknologisk och tillverkande branschtillhörighet samt mellan variablerna för inhemsk eller gränsöverskridande förvärv och ägarstrukturen i uppköpande företag. Som nämndes i metoden går den vedertagna brytpunkten för när variabler korrelerar eller inte vid 0,8 i absoluta värden, och att vid värden över 0,5 bör misstänksamhet fattas. Att enbart använda sig av en korrelationsmatris för att undersöka multikollinearitet är dock inte tillräckligt eftersom en korrelationsmatris bara mäter en variabels korrelation mot en annan och inte flera samtidigt. Därför har även VIF-värden från EViews inhämtats för respektive variabel där gränsvärdet för om multikollinearitet råder är 4. Ingen variabels VIF-värde i regressionen översteg 4 vilket tyder på att multikollinearitet inte råder.

För att ytterligare säkerställa att ingen avsevärd korrelation föreligger emellan variablerna har även enskilda regressionsanalyser utförts för budpremier och varje förklarande variabel, dessa återfinns

i bilaga 10. En stor avvikelse mellan de enskilda analyserna och den multipla är en indikator på att stor korrelation bör föreligga. Då ingen variabel avviker betydande slutleds att ingen för stor korrelation föreligger.

## 5. Analys

Analyskapitlet inleds med en statistisk analys av regressionsmodellen, och därefter analyseras den beroende och de oberoende variablerna var för sig. Slutligen analyseras budpremier utifrån de ekonomiska teorier som presenteras i teorikapitlet.

### 5.1 Statistisk analys av regressionsmodellen

Den framtagna multipla regressionsmodellen, vilken är justerad för uteliggare, uppvisar en förklaringsgrad på 3,6 procent, vilket statistiskt innebär att 3,6 procent av variationen i budpremiers storlek går att förklara med hjälp av modellen. I regressionsanalysen framgår att endast två av de undersökta variablerna har signifikanta samband med den beroende variabeln - betalningssätt samt förvärvsaktivitet. Värt att poängtera är att det resultat regressionsanalysen presenterar egentligen bara kan påvisa samband mellan variablerna och budpremier, och inget faktiskt statistiskt orsakssamband åt någon riktning, även om logiska antaganden om orsakssamband rimligen kan göras.

Modellen är att betrakta som gångbar då samtliga OLS-krav uppfylls enligt de tester som utförts. Vad som vidare kan kommenteras avseende testerna är att de variabler som starkast korrelerar är typ av uppköpare (finansiell) och uppköparens ägarstruktur (stark), vilket kan förklaras med antagandet om private equity-aktörers starka partnerägandeskap.

Modellens förklaringsgrad är avsevärt lägre än tidigare studiers. Studien av Edvardsson *et al.* (2015) exempelvis, vilket är den studie vars urval och metod är mest lika dennas, uppvisar en förklaringsgrad på 23 procent. Anledningarna till studiens relativt låga förklaringsgrad kan tänkas vara många. Delvis kan det argumenteras att budpremier är svåra att förklara enbart med kvantitativ analys, vilken bortser från exempelvis förklaringar med personliga inslag som hade kunnat granskats djupare genom kvalitativa undersökningar av varje fall, för att öka studiens precision. En ytterligare aspekt som påverkar förklaringsgraden är den mängd variabler som studien omfattar, då den justerade förklaringsgraden i studiens resultat minskar i takt med att antal variabler ökar. Variablerna branschtillhörighet och betalningssätt, som egentligen utgör två variabler, utgör i den statistiska modellen sammanlagt åtta dummyvariabler för att de statistiskt ska kunna undersökas, och av dessa åtta kommer enbart två tilldelas värden för varje transaktion. För att ytterligare öka modellens förklaringsgrad hade även stegvis regression kunnat utföras,

vilket hade förbättrat förklaringsgraden då enbart signifikanta variabler hade medtagits i analysen. Då studiens syfte dock är att undersöka vilka variabler som faktiskt har samband med budpremier, och dess respektive styrka, så valdes en sådan regression bort. Ytterligare begränsningar med modellen utgörs av att den täcker ett tämligen litet urval av transaktioner, även om det är avsevärt större än många tidigare studiers. Ett för litet urval av observationer kan statistiskt medföra osäkra samband, vilket tydligt framgår vid granskning av variabeln branschtillhörighet hälsovård, vars koefficient minskade från 0,225 till 0,08 och p-värde minskade från 0,20 till 0,19 efter justering för uteliggare. Antal observationer i denna kategori uppgick innan justeringen för uteliggare till tio och efter till nio, vilket påverkade resultatet avsevärt.

Vad som talar för att modellen borde uppvisa en högre förklaringsgrad än tidigare studiers är denna studies omfattande arbete med att uppvisa mer korrekta branschtillhörigheter, ägarstrukturer, budpremier och huruvida transaktionen varit gränsöverskridande, vilkas information har framtagits på mest lämpliga sätt för varje enskild transaktion, se metodkapitel.

## **5.2 Analys av variabler**

I följande underavsnitt analyseras den beroende variabeln och samtliga förklarande variablerna var för sig.

### **5.2.1 Beroende variabel**

Studiens uteliggjarjusterade urval av transaktioner uppvisar en genomsnittlig budpremie om 29,94 procent, med en median som uppgår till 28,36 procent. Enligt den visuella representationen av observationerna i histogrammet kan budpremiernas fördelning upplevas likna en normalfördelning. Det intervall med flest observationer är *20 - 30 procent*, och uppgår till 43 observationer - cirka 25 procent av det totala uteliggjarjusterade urvalet.

### **5.2.2 Förklarande variabler**

I följande underavsnitt analyseras de förklarande variablerna.

#### **5.2.2.1 Branschtillhörighetsvariabel**

För variabeln branschtillhörighet antogs förvärv av högteknologiska målföretag ha ett positivt orsakssamband med budpremier och det motsatta för förvärv av finansiella målföretag, i övriga branscher gjordes inget antagande. Dessa samband har styrkts av tidigare studier som Alexandridis



*et al.* (2011), Gaughan (2011) och i en tidigare kandidatuppsats av Edvardsson *et al.* (2015). Så blev dock inte utfallet för denna studie, vilken inte kunde påvisa ett statistiskt säkerställt samband mellan någon utav de sex undersökta branscherna och budpremier. Vidare har regressionsanalysen kompletterats med det resultat som framgår i tabell 3, över de genomsnittliga budpremierna för respektive grupp inom variablerna, som också tyder på att ingen större skillnad föreligger mellan de olika branscherna.

Branschindelningen skedde som tidigare nämnts med hjälp av Fama Frenchs femindustriindelning, med tillägg för finansiella företag som sjätte kategori. Denna indelning genomfördes subjektivt och författarnas tolkning, som dock genomgående varit enhetlig, kan vara bristfällig då viss osäkerhet har rått vid kategorisering av vissa branscher, som exempelvis huruvida IT-konsultbolag borde kategoriserats som högteknologiskt eller övrigt (tjänsteföretag). En felaktighet i denna kategorisering skulle medföra missvisande resultat och förklara varför statistisk signifikans ej kan säkerställas. Trots utrymmet för felkategorisering som följd av subjektiviteten bör denna metodik för indelning vara mer precis än tidigare studiers, såsom Alexandridis *et al.* (2011), då den varit mer utförlig och inte fullständigt förlitat sig på SIC-koder från databaserna. Följden blir dock sämre replikerbarhet. Ytterligare en potentiell brist med denna indelning är att den är relativt grov - att dela in marknadens alla företag i enbart sex branscher kan leda till att kategoriseringen tappas precision och risk uppstår för att vissa observationer borde ha kategoriserats annorlunda. Värt att notera är även att färre än 20 observationer påträffades för respektive bransch inom *hälsovård*, *finansiella*, och *konsumentvaror och -tjänster*, vilket kan tänkas göra det svårt att dra generella slutsatser av studiens resultat.

Slutligen går det att diskutera om kategorin övrigt var den optimala kategorin att använda som grundform för att jämföra de andra variablerna mot i regressionen, och huruvida det kan ha påverkat resultatet. Detta val har däremot motiverats i metoddelen med att den branschen är svårast att dra slutsatser kring då den är minst väldefinierad och författarna anser därför att denna avvägning är den mest rimliga.

### 5.2.2.2 Storleksvariabel

Antagandet för variabeln om målföretagets storlek var att det förelåg ett negativt orsakssamband med budpremiers storlek. Däremot påvisade resultatet för denna studie att dess koefficient inte är signifikant skild från noll, varför inget samband kan säkerställas.

Studien av Alexandridis *et al.* från 2012 påvisar att medelvärdet av budpremierna från dess urval uppgick till 36,5 procent för den högsta decilen och 52,6 procent för den lägsta, i termer av storlek. För denna studies undersökta observationer uppgick medelvärdet av budpremierna för den högsta decilen till 28,3 procent, och 31,1 procent för den lägsta decilen i termer av storlek för målföretaget. Att skillnaden är så liten för urvalet indikerar ytterligare att storleken på målföretaget inte bör vara av större betydelse för budpremiers storlek.

Antagandet om orsakssambandet för storleksvariabeln baserades på flera fundament. Som tidigare nämnts är ett förvärvs komplexitet mycket avgörande för ett potentiellt uppköpande bolags benägenhet till att slutföra förvärvet. Vidare kan det antas att ett bolag bör vara mer komplext ju större det är. Enligt författarnas åsikt bör denna komplexitet vara av stor betydelse till följd av att det uppköpande företaget potentiellt får ett mer diversifierat erbjudande; mer personal att integrera et cetera, varför större målföretag komplexitet därmed borde motivera lägre budpremier. Motstridigt nog hävdar viss forskning att förvärv av större företag har högre nivå av värdeförstörande, vilket förklaras av att budpremierna för dessa har varit för höga (Henry & Jespersen, 2002). Även om värdeförstörandet är beroende av det pris uppköparen betalar, så finns det andra faktorer som kan föranleda värdeförstörande, exempelvis integrationssvårigheter eller varumärkesskador, oavsett ett förvärvs storlek på budpremie. Detta indikerar att det inte nödvändigtvis enbart är höga budpremier som leder till värdeförstörande för större företag. Resonemanget ovan lyfter därför fram brister i den teori som motargumenterar det antagande studien fattat om storleksvariabelns negativa inverkan på budpremier.

Författarna kan dock konstatera att det finns ytterligare argument mot det antagande som gjordes, vilket kan orsaka den brist på samband som resultatet visar. Författarna anser nämligen att foreteelsen imperiebyggande kan tänkas vara mer applicerbart när målföretaget är större, då de har större inverkan på det uppköpande bolagets slutgiltiga storlek efter förvärvet. Av den anledningen

bör uppköpande bolags ledning vara mer benägna att betala högre budpremier vid förvärv av stora målföretag för att få sina imperier att växa snabbare.

Något som kan tyda på variabelns odefinierade inverkan på budpremier är metodiken för att ange målföretagens storlek. Alexandridis *et al.* (2012) hävdar i sin studie att större bolag medför en mer betydande finansiell risk vilket gör att budpremier vid dessa förvärv är lägre. Däremot är det för analys enligt denna teori nödvändigt att jämföra det relativa storlekssambandet mellan det uppköpande bolaget och målföretaget. Ett och samma målföretag kan medföra avsevärt olika stor finansiell risk beroende på om det uppköpande bolaget exempelvis utgörs av en stor global koncern eller om det består av ett mindre lokalt bolag, varför enbart marknadsvärde av målföretagets utestående aktier är ett tämligen felaktigt mått för denna teori. För att bättre kunna testa för denna teoris applicerbarhet på studiens urval bör istället relationen mellan det uppköpande bolagets och målföretagets storlek granskas ytterligare.

### **5.2.2.3 Typ av uppköpare**

I teorikapitlet presenteras övervägande stöd för att strategiska uppköp skulle rendera ett positivt samband med budpremiers storlek och finansiella uppköp ett negativt, vilket därmed även var studiens antagande. Dessutom antog författarna att det var den vedertagna uppfattningen, till följd av de uppenbara synergieffekts fördelar strategiska uppköp har. Trots det erhöles inte ett signifikant samband för variabeln från den multipla regressionen. Således kan ett statistiskt samband inte säkerställas för denna förklarande variabel och budpremier. Däremot är det värt att notera att koefficientens riktning är i linje med tidigare forskningsresultat och att signifikansnivån uppgår till 0,18, vilket inte är markant avskilt från kravet på fem procent och därför kan anses indikera att viss tendens till samband föreligger. Vid jämförelse av respektive grupps genomsnittliga budpremie framgår även att finansiella uppköp har haft en lägre budpremie, men av marginell storlek, vilket fortsatt indikerar att något tydligt samband är svårt att statistiskt säkerställa för urvalet.

En möjlig förklaring till att inget statistiskt säkerställt samband påträffas kan ligga i metodiken för författarnas bedömning av huruvida förvärvet varit strategiskt eller finansiellt. I enlighet med diskussionen ovan om potentiella brister med den grova branschindelningen, som görs med femindustriindelning, är det möjligt att det uppstår följdfel för variabeln om typ av uppköpare då

den bygger på den branschindelning som har gjorts. Å andra sidan är indelningen för denna variabel mer uppenbar och det har ingen betydelse för denna variabels resultat om en observation skulle vara felkategoriserad branshmässigt, så länge den är korrekt kategoriserad som strategiskt eller finansiellt uppköp. Ungefär 25 procent av urvalet har kategoriserats som finansiella vilket gör att det åtminstone är en relativt stor mätbar grupp observationer.

Gorbenko och Malenko (2014) hävdar i sin studie av strategiska och finansiella köp att ekonomiska förhållanden under tidpunkten för förvärvets genomförande påverkar sambandet mellan typ av uppköpare och budpremiers storlek. Det är möjligen också en förklaring till varför resultatet från denna studie inte överensstämmer med tidigare forskning, då den undersökta perioden innefattar en av de största finanskriserna någonsin. Detta kan snedvrída resultatet eftersom den perioden inte är att anse som normal.

#### **5.2.2.4 Toehold**

Avseende tidigare ägande i målföretaget pekade majoriteten av tidigare forskning på att ett negativt orsakssamband med budpremier skulle föreligga. Extra starkt bevis var det resultat från en studie på den svenska marknaden av Davidsson och Oddbjörn (2013), vilken presenterade att toehold i genomsnitt genererade hela 10,3 procent lägre budpremier.

Variabeln toehold har för denna studies urval ett p-värde som avsevärt överskrider gränsen på fem procent, vilket gör att inget statistiskt samband kan säkerställas. Resultatet har kompletterats med en jämförelse av respektive grupps genomsnittliga budpremie, vilken gör samband ytterligare svårt att säkerställa då differensen i budpremier med och utan toehold för urvalet enbart var 2,3 procentenheter.

Ett argument som talar för ett negativt orsakssamband mellan toehold och budpremier är det förbättrade förhandlingsläge och de aktieägarrättigheter en toehold medför. I rak motsats till ett sådant argument är att företaget kan tänkas vara mer villiga att betala en högre premie för resterande del, då de redan har undvikit att betala någon premie för toeholden. Att det, som illustrerat ovan, finns argument åt båda håll styrker vidare att denna studie inte finner något samband.

Ytterligare värt att kommentera är att många av de observerade transaktionerna med toehold handlar om tidigare ägande som innehafts under längre tid, snarare än enbart ur ett kortsiktigt förvärvsstrategiskt syfte. Potentiellt skulle dessa typer av ägande under lång tid kunna förklaras av att en stor aktieägare har haft en position i bolaget länge, och på grund av frustration i hur bolaget drivs vara villig att betala en större budpremie för att erhålla kontrollen av bolaget och förvalta det enligt egen önskan. Burkart (1995) presenterar en liknande tes i sin studie där slutsatsen är att ett tidigare ägande leder till högre budpremier, då förvärvaren innan köpet är fullbordat förbinder sig ekonomiskt till bolaget och därför försvagar sin förhandlingsposition. Motstridigheten i tidigare studier ger upphov till funderingar kring huruvida ett samband verkligen existerar, vilket skulle kunna förklara varför denna variabel inte blir signifikant i studiens resultat.

Slutligen finns risk för att den gräns för toehold på fem procent, som även använts i majoriteten av tidigare studier, inte är den mest lämpliga för att lyckas förklara ett samband mellan variabeln och budpremiers storlek, eftersom fem procents ägande inte nödvändigtvis behöver innebära en stor ägarandel.

#### **5.2.2.5 Betalningssätt**

För variabeln betalningssätt var tidigare forskning tvetydig kring hur de olika sätten att betala påverkar budpremiers storlek. Sammantaget gav tidigare forskning en bild av att betalningssätt vid förvärv innebär en kompromiss för ägare i målföretaget, där de antingen fick oönskade skatteeffekter vid kontant betalning eller fortsatt risktagande vid betalning med aktier. Författarna ansåg därför att ett tydligt antagande om hur det skulle påverka urvalet för denna studie inte kunde framföras.

Betalningssätt var däremot en av studiens två förklaringsvariabler som gav ett signifikant samband med budpremiers storlek. Kontant betalning användes som grundform mot vilken aktiebetalning och blandad betalning jämfördes och renderade koefficienter om cirka -0,1 respektive -0,05, där betalning med aktier fick ett signifikant samband med ett p-värde på cirka 0,01 medan blandad betalning inte fick det. Med andra ord kan det för urvalet antas att betalning med aktier vid förvärv genererar lägre budpremier och kontant högre. Dessutom indikerar tabell 3 även att det kan föreligga ett samband mellan betalning med aktier och budpremier då differensen för medelvärdena är relativt stor - 7,8 procentenheter. Detta talar för att argumentet Burch *et al.* (2012)

för, om att en relativ skattenackdel uppstår vid kontant betalning som renderar högre budpremier, stöds av denna studies insamlade data på den nordiska marknaden. Även det argument Rappaport och Sirower (1999) för, om att det för valet av betalningsmetod är avgörande huruvida målföretagets ägare delar synen kring realiserandet av synergieffekterna, blir intressant för urvalet. Resultatet är i linje med deras antagande att om målföretagets aktieägare delar synen om realiserandet av synergieffekterna renderar det en högre budpremie vid kontant betalning. Genom att få betalt kontant, istället för i aktier, frånsäger sig ägarna möjligheten att ta del av dessa synergieffekter, då de annars fortfarande hade varit ägare i den sammanslagna entiteten. Vidare kan en möjlig förklaring till att sambandet inte blev signifikant för blandad betalning vara att betalningsformen inte skiljer sig tillräckligt mycket från ren kontant betalning. Det är dessutom möjligt att det vid transaktioner med blandad betalning varit så pass olika fördelning av aktier och kontanta medel, transaktionerna emellan, att ett statistiskt samband varit svårt att säkerställa. Av resultatet att döma verkar dock budpremier bli större ju större del av betalningen som sker kontant. Dessutom har enbart 16 transaktioner skett med blandad betalning vilket möjligtvis också gör resultatet svårt att generalisera.

#### **5.2.2.6 Förvärvsaktivitet**

Mot bakgrund av tidigare studiers tvetydighet kunde inget antagande för variabeln förvärvsaktivitet utformas. Däremot visar studiens resultat på att variabeln har ett statistiskt signifikant samband med budpremier, i och med dess p-värde på 0,002 och en koefficient på -0,09, vilket innebär att förvärvsvågor kan antas ha en negativ inverkan på budpremiers storlek för det undersökta urvalet. Vidare framgår vid jämförelse av de genomsnittliga budpremierna att de observationer som skett under förvärvsvågor haft 8,7 procentenheter lägre budpremier än de som skett utanför vågorna.

För att förstärka relevansen i resultaten och undersöka huruvida förvärvsvågorna faktiskt har skett på den nordiska marknaden har ett stapeldiagram över årlig förvärvsaktivitet på studiens urval producerats, se diagram 2, för att sedan jämföras med stapeldiagrammet över de amerikanska förvärvsvågorna, se bild 1. Vid granskning av förvärvsaktivitet på den nordiska marknaden framgår att viss nivå av vågor har skett, men det är svårt att urskilja om det i Norden faktiskt skett förvärvsvågor i samma utsträckning som på den amerikanska marknaden.

Gaughans studie från 2011 finner samma negativa samband som denna studie, och förklarar det med att målföretagets aktieägare hellre väntar in en högkonjunktur snarare än att sälja under en pågående lågkonjunktur när företaget värderas lågt, vilket resulterar i ett högre krav på premie för att affären ska slutföras under en period med låg förvärvsaktivitet. Slutligen kan en lågkonjunktur och dess skepticism tänkas dra ner ett bolags aktiekurs omotiverat lågt jämfört med bolagets egentliga värde vilket skulle förklara att budpremier i dessa tider kan bli högre.

#### **5.2.2.7 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv**

Det presenterade antagandet i studien var att ett positivt orsakssamband skulle föreligga mellan gränsöverskridande förvärv och budpremier. Detta är ett antagande som styrks i majoriteten av tidigare studiers resultat med motivering att utländska bolag får en ny dimension av synergieffekter när de penetrerar en ny marknad. Som motargument innefattar ett intåg i en ny marknad skattemässiga- kulturella och redovisningsmässiga hinder, som Sudarsanam presenterar i sin studie från 2003.

Sett till denna studies resultat är det otydligt om huruvida ett förvärv är gränsöverskridande påverkar storleken på budpremien, då resultatet ej är statistiskt signifikant. Värt att poängtera är att författarna, vid sin granskning av pressmeddelande, har identifierat 21 observationer där en utländsk förvärvare har använt sig av ett lokalt registrerat holdingbolag enbart i förvärvssyfte. Enligt informationen hämtad från Zephyr har dock dessa transaktioner kategoriserats som inhemska trots att de egentligen är gränsöverskridande. Vid justeringen för denna felaktiga information sjönk p-värdet för variabeln från 0,65 till 0,49 vilket, trots att den fortfarande inte är signifikant, belyser potentiella brister i databasernas sätt att samla in information och följaktligen i studiens resultat för denna variabel. Tabell 3 visar slutligen att den genomsnittliga skillnaden i budpremier mellan de olika typerna av förvärv enbart är 0,4 procentenheter vilket gör det ytterligare svårt att uttyda någon skillnad mellan inhemska och gränsöverskridande förvärv.

Slutligen går det att avläsa att majoriteten av de observerade gränsöverskridande förvärven sker inom Norden. I linje med studiens avvägande att behandla Norden som en enhet, på grund av likheter i marknaderna, kan det dels tänkas att de hinder som finns vid förvärv inom Norden är av ringa betydelse, men även att dess synergieffekter bör anses vara mindre än för exempelvis ett amerikanskt bolag som vill penetrera den nordiska marknaden. Detta går i sådana fall emot

förutsättningarna för teorierna som hävdar att gränsöverskridande förvärv innefattar större synergieffekter, vilket ligger till grund för författarnas antagande och sedermera kan förklara osäkerheten i detta statistiska resultat.

#### **5.2.2.8 Ägarstruktursvariabler**

Mot bakgrund av centrala företeelser, såsom agentkostnader i agentteorin och freerider-problemet, fann författarna det intressant att granska huruvida något samband kunde påträffas mellan ägarstrukturer och budpremier. Nedan analyseras resultatet som båda dessa variabler har gett upphov till på det undersökta urvalet.

Antagandet som gjordes för ägarstrukturen i det uppköpande bolaget grundades i agentteorins argumentation om att ägande och styrning av bolag är åtskilt, och att det därav finns risk för att ledningen agerar i sitt egna intresse, vilket ger upphov till slösaktiga investeringar och höga budpremier. Således löd antagandet att en stark ägarstruktur i det uppköpande bolaget leder till lägre budpremier, vilket studiens resultat inte kan stödja då p-värdet för variabeln uppgick till 0,75. Ur tabell 3 går det vidare att urskilja att skillnaden mellan budpremier för stark respektive svag ägarstruktur i uppköpande företag genomsnittligen enbart skiljer sig åt med en procentenhet, vilket ytterligare indikerar att inget samband bör föreligga för urvalet.

En potentiell lucka i tidigare studier är att dessa enbart undersökt ägarstrukturen hos det uppköpande företaget. Eftersom det även finns teorier för hur ett målföretags ägarstruktur påverkar budpremier fann författarna det relevant att även granska detta. Antagandet författarna gjorde om variabelns påverkan i målföretaget grundade sig i freerider-problematiken, som indikerar att en svag ägarstruktur bidrar till en högre budpremie. Från resultatet av denna studie kan dock inget samband mellan målföretagets ägarstruktur och budpremier säkerställas då resultatet är icke-signifikant. Även vid granskning av de genomsnittliga budpremierna för svag respektive stark ägarstruktur i målföretaget är skillnaden marginell. Motstridigheten i tidigare studier ger upphov till funderingar kring huruvida ett samband faktiskt existerar, vilket skulle kunna förklara varför båda ägarstruktursvariablerna inte blir signifikanta i studiens resultat.

Vidare bör nämnas att smärre osäkerhet rått kring insamlandet av data avseende ägarstrukturer. Då ingen databas enskilt kunnat sammanställa dessa variablers data har även årsrapporter och



pressmeddelanden behövs granskas, vilket medfört att antaganden har behövs göras om att ägarstrukturen varit oförändrad mellan tiden för informationen och budets annonseringsdatum. Denna period har dock inte för någon observation överstigit ett år. Det kan dessutom tänkas att den subjektiva kategoriseringen av stark ägarstruktur för de PE-bolag där data inte har framkommit, besitter möjliga brister.

Slutligen bör det poängteras att kategoriseringen av stark ägarstruktur som använts i tidigare studier, och även i denna (huruvida samtliga ägarpositioner över fem procent summerar till minst 50 procent), innefattar vissa brister. Det kan nämligen argumenteras att en ägarstruktur med tio aktieägare som har fem procents ägande vardera är svagare än en ägarstruktur där två ägare innehar 25 procent vardera. Att två storägare ska vara eniga (relevant för målföretag) och kvalitativt kontrollerande (relevant för uppköpande företag) kan anses vara rimligare än att tio ska vara det, vilket potentiellt gör kategoriseringen bristfällig.

### **5.3 Teoretisk analys av människors inverkan**

Efter att ha granskat studiens resultat står det klart att faktorerna som avgör budpremiers storlek är många och att förhållandena i målföretaget, det uppköpande företaget, förvärvstransaktionen och marknaden är komplexa. Detta tydliggjordes vid granskningar av pressmeddelanden, där omständigheterna för förvärven beskrevs mer utförligt. Av den kvalitativa granskningen framgår att det är mycket svårt att utforma en komplett förklaringsmodell för budpremiers storlek, och att förvärv vanligtvis är mycket komplexa och starkt påverkade av människors individuella handlande.

Ett exempel på människors påverkan vid företagsförvärv presenterades 1986 av Richard Roll i hybrishypotesen, vilken hävdar att människor i ledningspositioner överskattar sina egna förmågor och följaktligen de potentiella synergieffekterna av förvärv. Hypotesen belyser framförallt människors inverkan i det uppköpande företaget men även indirekt människorna i målföretaget, eftersom det är deras förmåga att driva bolaget som ledningen tror sig kunna överträffa. Vidare kan det tänkas att hybris påverkas av förhållanden på marknaden, där högkonjunkturer och förvärvsvågor skapar en övertro om att aggressiva uppskattningar av synergieffekter ska realiseras i varje förvärv när ekonomin expanderar. Denna övertro i form av aggressiva budpremier vid ökad förvärvsaktivitet är något som tidigare studier vittnar om, men som inte har stöd i denna studies

resultat, vilket då talar emot hybris inverkan på budpremier under tider med hög förvärvsaktivitet. För att granska hybris påverkan på budpremier djupare skulle ytterligare en variabel kunna inkluderas som åskådliggör kvaliteten på målföretagets ledning, då en sämre ledning bör ge större upphov till ett hybrisrelaterat uppköp, där uppköparen tror sig kunna driva målföretaget bättre än dess aktuella ledning. Problemet med en sådan variabel är att bedömningen av ledningens kvalitet är svårdefinierad och högst subjektiv.

En annan central teori för att belysa individens påverkan vid förvärv är agentteorin om separationen av ägande och styrning, vilken skapar agentkostnader orsakade av ledningens personliga incitament. Den kanske mest applicerbara agentkostnaden vid en förvärvssituation gestaltas av teorin om Empire Building, där företagsledningens personliga intressen, snarare än aktieägarnas, leder till imperiebyggande genom förvärv och höga budpremier. Företeelsen sensation seeking, vilken beskrivs i förvärvskontext som företagsledningens behov av att förvärva enbart för spänningen, förklarar ytterligare en del av dessa agentkostnader (Kay, 1996). Oavsett vad de personliga motiven till förvärv är, blir det centralt att granska storleken på agentkostnaderna för att förstå omfattningen av den påverkan företagsledningen som individer har. I denna studie har ägarstruktursvariabler inkluderats med syfte att kartlägga förhållandet mellan ägare och ledningen och därmed en del av dessa agentkostnader. Av resultatet framgår dock att en mer kvalitativ granskning av denna relation behöver göras. För att förstå förhållandet dem emellan djupare och företagsledningens personliga motivs påverkan vid förvärv, hade fler delar av bolagsstyrningen behövts granskas djupare, exempelvis styrelsens sammansättning och relation till ledningen.

Ytterligare mänskliga inslag som bidrar till komplexiteten kring att studera förvärv upptäcktes när data om budpremierna samlades in. Som nämnts tidigare valde författarna att granska budpremierna från fall till fall eftersom de erhållna budpremierna från en enskild databas inte ansågs rättvist gestalta den verkliga budpremien, till följd av informationsläckage och ryktesspridning om förvärvet innan det hade annonserats. Att författarna tror sig kunnat se tecken på att sådan information sprider sig tyder på att antagandet om att marknaden är halvstarkt effektiv inte fullständigt håller, utan att det i flera fall tyder på att marknaden istället skulle vara närmre starkt effektiv där insiderinformation faktiskt har påverkat aktiekursen och därmed den insamlade

budpremien. Den effektiva marknadshypotesens relevans är sedan tidigare ifrågasatt och kritiserad på grund av investerares psykologiska beteenden som gör dem irrationella. Marknaden har sannolikt inslag av olika styrkor av effektivitet vilket författarna har försökt avhjälpa med ovan nämnda metodik för insamling av budpremier. Detta har dock rimligtvis inte fullständigt eliminerat utrymmet för fel, vilket kan ha påverkat resultatet.

Sammanfattningsvis bestäms budpremiers storlek vid företagsförvärv till stor del av individers bedömningar, vilket skapar komplexa situationer som gör det svårt att använda en "one size fits all-metodik" för att kategorisera variablerna. Dessutom finns oändligt många faktorer och individuella omständigheter som kan påverka budpremiers storlek för varje unik transaktion, varför komplettering genom kvalitativ granskning av varje fall hade behövts.

## **6. Slutsats**

I det avslutande kapitlet inleder författarna med att ange en slutsats för huruvida studien har lyckats med dess syfte och dess kunskapsbidrag samt att svara på de angivna frågeställningar för att därefter avsluta med att ge förslag på vidare forskning inom ämnet.

### **6.1 Slutsatser och forskningsbidrag**

Syftet med studien var att, med hjälp av ett antal utvalda ekonomiska teorier och faktorer hos målföretag, uppköpande företag, förvärvstransaktioner och marknaden, skapa förståelse kring vad som avgör budpremiers storlek. Studiens tänkta forskningsbidrag var att förklara budpremiers storlek på ett geografiskt område där påverkansfaktorer inte enhetligt studerats tidigare - Norden. Förhoppningen var att studien skulle ge ökad förståelse för vad det är som påverkar den slutligen betalda premien i Norden, vilket bör vara av intresse för beslutsfattare i förvärvssituationer. Mot bakgrund av att flertalet presenterade studier konstaterar att majoriteten av alla företagsförvärv resulterar i värdeförstörande bör det vara centralt för förvärvande bolag att förstå vad som påverkar budpremier, då det betalda priset är centralt i denna värdeförstöringsekvation. Utifrån studiens resultat anser författarna att studien har bidragit till ökad kunskap kring vad som, för budpremier i Norden, är relevant för transaktionen och marknaden i fråga, samt betydelsen av individers påverkan på budpremier i både målföretag och uppköpande företag.

Studiens två signifikanta variabler, betalningssätt och förvärvsaktivitet, återfinns i två av de fyra huvudområdena för studien - förvärvstransaktionen respektive marknaden. Vad som vidare kan konstateras vid analysen är att det framför allt i de två övriga huvudområdena, målföretaget och det uppköpande företaget, finns tydliga inslag av individers påverkan som gör företagsförvärv som företeelse mycket komplexa. Att konstatera är att denna mänskliga påverkan är ytterst viktigt att beakta och förstå som beslutsfattare vid en förvärvssituation och att det, för djupare förståelse av vad som bestämmer utfallet för budpremiers storlek, är viktigt att kvalitativt granska varje unikt fall.

För att vidare klargöra om denna studie lyckats åstadkomma ett relevant forskningsbidrag är det väsentligt att diskutera urvalet som studien bygger på. Till att börja med vill författarna återigen belysa att den undersökta perioden, 2005 till 2015, innefattar en världsomfattande finanskris som utbröt under år 2008. Faktumet att denna finanskris kan ha påverkat studiens erhållna resultat behandlades i analysen för variabeln om typ av uppköpare, men författarna misstänker att krisen även kan ha gett utslag för resultatet i helhet. Trots att det för studien är relevant att undersöka påverkansfaktorer under olika typer av ekonomiska förhållanden finns det risk för att finanskrisen i fråga snedvridit resultatet då den hör till en av de värsta genom tiderna. Dessutom är det också relevant att diskutera Norden som geografisk avgränsning och huruvida avgränsningen möjliggör generaliserbara slutsatser. De nordiska länderna är som tidigare nämnts en relativt homogen grupp och samtliga länder är mycket välutvecklade i förhållande till resten av världen. Detta gör att urvalet inte är särskilt diversifierat i det hänseendet och företagsklimatet bör karaktäriseras av sådana förhållanden som råder för utvecklade länder. Således kan kunskapsbidraget från studien ses som mest applicerbart för länder av liknande karaktär.

Den tidigare forskning som underbygger de påverkansfaktorer som undersöks för samband med budpremier är delvis grundade på studier som är baserade på tidsperioder långt före denna studies. De är även i huvudsak baserade på den amerikanska marknaden, där förvärvsaktivitet historiskt varit mest koncentrerat. Eftersom förvärv blivit mer och mer av en global företeelse, som dessutom har förändrats över tid, är det möjligt att de tidigare studier som gjorts och de samband de påvisar inte är aktuella för en förvärvssituation idag. Följaktligen kan det vara en förklaring till varför så

få av de undersökta faktorerna i denna studie, trots tidigare understöd, inte visat på signifikanta samband.

Slutligen bör studien kunna ge vägledning kring hur förvärvsaktivitet och betalningssätt påverkar budpremier på den nordiska marknaden genom att besvara studiens andra frågeställning - hur påverkar dessa faktorer budpremiers storlek och vilka har störst påverkan? Betalningssätt var den variabel som påvisade störst inverkan på budpremier då dess negativa koefficient var den största i absoluta tal medan den negativt påverkande variabeln förvärvsaktivitet hade lägst p-värde och därmed bör ses som det säkraste sambandet. Författarna bedömer sambandet mellan betalningssätt och budpremier som det starkaste bidraget, medan frågetecken fortfarande råder kring sambandet mellan förvärvsaktivitet och budpremier. Trots att denna variabel uppvisade lägst p-värde är det förvånande att hög förvärvsaktivitet skulle leda till lägre budpremier, eftersom tidigare forskning övervägande påvisar det motsatta. Å andra sidan skulle en förklaring till det erhållna sambandet kunna vara att market-to-book-kvoten, på grund av skepticism, sjunker vid lågkonjunkturer och dess vanligen tillhörande förvärvsvågsdalar, vilket ger mer utrymme för höga budpremier om uppskattningen av synergieffekternas värde är densamma även under lågkonjunktur. Då studien inte har inkluderat någon variabel för att mäta denna kvot är denna förklaring dock svår att fastställa. Sammantaget anser författarna att relevansen för resultatet, gällande förvärvsaktivitets påverkan på budpremier, bör beaktas med försiktighet mot bakgrund av tidigare forskningsresultat, då det är möjligt att det enbart gäller för denna studies undersökta period och urval av transaktioner.

## **6.2 Förslag på vidare forskning**

Syftet med denna studie och det tänkta forskningsbidraget har varit att bidra till kartläggningen av vad som påverkar budpremiers storlek. Mot bakgrund av att denna studie inte lyckas presentera särskilt många signifikanta variabler står det klart att det finns fler faktorer som påverkar budpremier än de som inkluderats i denna studie.

Ett problem med denna studies metodik, vilket har uppenbarats vid djupgående granskning av pressmeddelanden, är att varje observation innefattar många unika inslag som är svåra att mäta korrekt med en "one size fits all-metodik" för variablernas datainsamling. För att därav bli mer korrekt i sina mätningar krävs att framtida studier innefattar mer kvalitativa faktorer och kvalitativ

granskning, något författarna har insett under arbetets gång och försökt åtgärda så väl som möjligt. Att konstatera är nämligen att brister naturligt uppstår med kvantitativt hårddragna variabler, varför en studie med mer kvalitativa sådana hade varit intressant.

Slutligen vore det intressant att undersöka budpremier på den nordiska marknaden för en annan tidsperiod, med anledning av diskussionen i slutsatsen kring finanskrisens möjliga påverkan på denna studies resultat. Dessutom vore det intressant att undersöka budpremier påverkansfaktorer på ett större och mer diversifierat geografiskt urval, för att möjliggöra mer generella slutsatser samt undersöka eventuella skillnader som kan tänkas uppkomma vid större kulturella och reguljära skillnader.

## Källförteckning

### Litteratur

Allen, F. Brealey, R. & Myers, S. (2006). Corporate Finance. *McGraw-Hill Inc., New York*. uppl.

8

Bell, E. & Bryman, A. (2011). Företagsekonomiska forskningsmetoder. *Liber förlag*, uppl. 2

Berk, J. & DeMarzo, P. (2013). Corporate Finance. *Boston: Pearson*, uppl. 3

Borglund, T., De Geer, H. & Sweet, S. (2012). CSR - en guide till företagets ansvar. *Sanoma utbildning AB*

Brooks, C. (2008). Introductory Econometrics for Finance. *Cambridge University Press*, uppl. 2

Eriksson, L. & Wiedersheim, P. (1991). Att utreda forska och rapportera. *Liber förlag*

Gaughan, P. (2011). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. *Hoboken, NJ: John Wiley & Sons*, uppl. 5

Kay, J. (1996). The Business Of Economics. *Oxford University Press*

Kim, K., Nofsinger, J. & Mohr, D. (2010). Corporate Governance. *Pearson Prentice Hall*, uppl.

3

Körner, S. & Wahlgren, L. (2012). Praktisk statistik. *Lund; Studentlitteratur* uppl. 4

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

Pallant, J. (2007). *SPSS Survival Manual: A Step By Step Guide to Data Analysis Using SPSS*. Buckingham: *Open University Press*, uppl. 3

Sandelin, B., Trautwein, H. & Wundrak, R. (1995). *Det ekonomiska tänkandets historia. SNS (Studieförb. Näringsliv och samhälle)*, uppl. 3

Sevenius, R. (2003). *Företagsförvärv – en introduktion*. Lund; *Studentlitteratur*

Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Pearson Education Limited

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

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

### **Vetenskapliga artiklar**

Agarwal, A., Jeffrey F. & Gershon N. (1992). The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly. *Journal of Finance*, vol. 47, no. 4, ss. 1605-1621

Alexandridis, G., Fuller, K., Terhaar, L. & Travlos, N. (2012). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, vol. 20, ss. 1-13

Alexandridis, G., Mavrovitis, C. & Travlos, N. (2011). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, vol. 18, no. 8, ss. 663-688

Allen, L. & Sinan Cebenoyan, A. (1990). Bank acquisitions and ownership structure: Theory and evidence. *Journal of Banking and Finance*, vol. 15, ss. 425-448

Amihud, Y. & Lev, B. (1999). Does Corporate Ownership Structure affect its strategy towards Diversification?. *Strategic Management Journal*, vol. 20, ss. 1063-1069



Bargeron, L., Schlingemann, P., Stulz, R. & Zutter, C. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers?. *Journal of Financial Economics*, vol. 89, ss. 375–390

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

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

Burkart, M. (1995). Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests. *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 5, ss. 1491-1515

Caves, R. & Slusky, A. (1991). Synergy, Agency and the Determinants of Premia Paid in Mergers. *The journal of Industrial Economics*. vol. 39, no.3, ss. 277-296

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

Davidsson, O. & Oddbjörn, F. (2013). Toeholds, bid premiums and bid success in public takeovers, Sweden 1997-2012. *Masteruppsats - Lund University School of Economics & Management*.

Tillgänglig via LUP Student Papers <https://lup.lub.lu.se/student-papers/search/publication/3918740>

[Hämtad 07/04/2017 11.50]

Denis, D., Denis, K. & Yost, K. (2002). Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value. *Journal of Finance*, vol. 57, ss. 1951-1979

Edvardsson, R., Johannesson, J., Johansson, C. & Rynebrant, H. (2015). Påverkansfaktorer för budpremien - En studie av den svenska marknaden 2003-2013. *Kandidatuppsats - Lund*

Tillgänglig via LUP Student Papers

<https://lup.lub.lu.se/student-papers/search/publication/7472296>

[Hämtad 07/04/2017 12.34]

Elger, S., Lundin, H. & Prukhattapong, N. (2013). Budpremie vid företagsförvärv - En studie om några tänkbara faktorer som påverkar budpremiens storlek vid företagsförvärv. *Kandidatuppsats - Lund University School of Economics & Management*.

Tillgänglig via LUP Student Papers:

<https://lup.lub.lu.se/student-papers/search/publication/4437131>

[Hämtad 07/05/2017 17.43]

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets. *Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, ss. 383-417

Ferris, K. & Pettit, B. (2013). Valuation for Mergers and Acquisitions: An overview.

<http://www.ftpress.com/articles/article.aspx?p=2109325>

[Hämtad 2015-04-27 13.38]

Ferris, K. & Variya, N. (1987). Overpaying in corporate takeover: The Winner's Curse. *CFA Institute*, ss. 67-70

Forcione, A. (2016). Is This the Endgame for the Current M&A Boom?. *Loomis Sayles research sammanställd av VP Senior Equity Analyst Anthony Forcione* - tillhörande diagram över amerikanska M&A vågor

[https://www.advisorperspectives.com/white\\_papers/2016/09/07/is-this-the-endgame-for-the-current-m-a-boom](https://www.advisorperspectives.com/white_papers/2016/09/07/is-this-the-endgame-for-the-current-m-a-boom)

[Hämtad 29/04/2017 19.53]

Garay, M., Russel, T. & Thomas, T. (2016). Deloitte: M&A Trends - Year-End report.

Tillgänglig via Deloitte's hemsida:

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-ma-mergers-and-acquisitions-trends-2016-year-end-report.pdf>

[Hämtad 01/05/2017 18.25]

Gislèn, P. & Johnsson, P. (1999). Determinants of method of Payment in Mergers and Acquisitions on the Stockholm Stock Exchange. *Master Thesis in Finance - Stockholm School of Economics*

Goldman, E. & Qian, J. (2005). Optimal toeholds in takeover contests. *Journal of Financial Economics*, vol. 77, ss. 321-346

Gorbenko, A. & Malenko, A. (2014). Strategic and Financial Bidders in Takeover Auctions. *The Journal of Finance*, vol. 69, no. 6, ss. 2513–2555

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

Gugler, K., Mueller, D., Weichselbaumer, M. & Yurtoglu, B. (2010). Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*, vol. 33, ss. 159-175

Hambrick, D. & Hayward, M. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Sage Publications*, vol. 42, no. 1 ss. 103-127

Harris, R. & Ravenscraft, D. (1991). The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market. *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 3, ss. 825-844

Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory And Implications. *The Economic Journal*, vol. 105, no. 430, ss. 678-689

Henry, D. & Jespersen, F. (2002). Mergers: Why most big deals don't pay off. *Bloomberg-Business Week*, vol. 14, no. 10

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

Holland, P., Sudarsanam, S. & Salami, A. (1996). Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 23, no. 5 & 6, ss. 0306-686

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, ss. 305-360

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of political economy*, vol. 106, no. 6, 1113-1155

Marris, R. (1964). The Economic Theory of "Managerial" Capitalism. *New York, NY: Free Press of Glencoe*

Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, vol. 73, ss. 201-228

Pound, J. (1988). Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, ss. 237-265.

Rappaport, A. & Sirower, M. (1999). Stock or Cash? The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions. *Harvard Business Review*, vol. 77, no. 6, ss. 147-158

Reynolds, K. & Sonenshine, R. (2013). Determinants of Cross-border Merger Premia. *Review of World Economics*, vol. 150, no. 1, ss. 173-189

Rhodes-Kropf, M. & Viswanathan, S. (2004). Market Valuation and Merger Waves. *The Journal of Finance*, vol. 59, no. 6, ss. 2 685-2 718

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, vol. 59, no. 2, ss. 197-216

Singh, R. (1998). Takeover Bidding with Toeholds: The Case of the Owner's Curse. *The Review of Financial Studies*, vol. 11, no. 4, ss. 679-704

Sudarsanam, S. (1996). Large Shareholders, Takeovers and Target Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 23, no. 2, ss. 295-314.

Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic Management Journal*, vol. 11, no. 4, ss. 283-295

Varma, A. (2012). Google's Motorola Acquisition: A Case Study. *Viewpoint*, vol. 3, no. 2, s. 61

### **Elektroniska källor**

Orr, B. (2011). HP closes Autonomy deal, *Reuters*, 3 oktober.

Tillgänglig online:

<http://www.reuters.com/article/us-hp-autonomy-idUSTRE79269E20111003>

[Hämtad 07/04/2017 11.23]

Palmer, M. (2011). HP wins control of Autonomy, *Financial Times*, 3 oktober

Tillgänglig online:

<https://www.ft.com/content/c5f1f118-eddc-11e0-a491-00144feab49a>

[Hämtad 07/04/2017 11.23]

Rushton, K. (2012). Rage of the Titans: Whitman vs Lynch, *The Telegraph*, 25 November

Tillgänglig online:

<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/mediatechnologyandtelecoms/9700557/Rage-of-the-Titans-Whitman-vs-Lynch.html>

[Hämtad 07/04/2017 11.38]

Robertson, J. (2016). Micro Focus - from takeover target to FTSE 100 newcomer, *BBC*, 8 September

Tillgänglig online:

<http://www.bbc.com/news/business-37304939>

[Hämtad 07/04/2017 11.40]

La Monica, P. (2006). Google buying Youtube, *CNN*, 9 Oktober

Tillgänglig online:

[http://money.cnn.com/2006/10/09/technology/googleyoutube\\_deal/index.htm?cnn=yes](http://money.cnn.com/2006/10/09/technology/googleyoutube_deal/index.htm?cnn=yes) [Hämtad

07/04/2017 13.15]

Huffington Post (2010). Google CEO Eric Schmidt: 'We voluntarily paid \$1 billion too much for Youtube'.

Tillgänglig online:

[http://www.huffingtonpost.com/2009/10/06/eric-schmidt-on-youtube-d\\_n\\_311390.html](http://www.huffingtonpost.com/2009/10/06/eric-schmidt-on-youtube-d_n_311390.html)

[Hämtad 07/04/2017 13.20]

Youtube (2017). Statistics

Tillgänglig online:

<https://www.youtube.com/yt/press/statistics.html>

[Hämtad 07/04/2017 13.30]

Google (2011). Supercharging Android: Google to acquire Motorola Mobility

Tillgänglig online:

<https://googleblog.blogspot.se/2011/08/supercharging-android-google-to-acquire.html> [Hämtad

07/04/2017 14.34]

Lenovo (2014). Lenovo completes acquisition of Motorola Mobility from Google

Tillgänglig online:

<http://news.lenovo.com/news-releases/lenovo-completes-acquisition-motorola-mobility-from-google.htm>

[Hämtad 07/04/2017 14.38]

Stämningansökan av Sushovan Hussain mot HP. (2014). *San Francisco Legal Court*

Tillgänglig online:

<https://www.scribd.com/document/236603308/170-Sushovan-Hussain-s-Reply-ISO-Motion>

[Hämtad 07/04/2017 11.50]

Business Insider (2011). 4 reasons strategic buyers will pay more

Tillgänglig online:

<http://www.businessinsider.com/4-reasons-strategic-buyers-will-pay-more-2011-8?r=US&IR=T>

[Hämtad 03/05/2017 16.40]

Sparbankernas Riksförbund (2016). Sparbanken - mer än en vanlig bank

Tillgänglig online:

<http://www.sparbankerna.se/om-sparbankerna>

[Hämtad 10/05/2017 13.10]

Veckans Affärer (2015). 2014 var ett rekordår för företagsförvärv - 2015 har börjat sämre

Tillgänglig online:

<https://www.va.se/nyheter/2015/03/26/2014-rekordar-for-foretagsforv---2015-har-borjat-samre/>

[Hämtad 10/05/2017 14.06]

Veckans Affärer (2014). Hälften av alla förvärv misslyckas

Tillgänglig online:

<https://www.va.se/nyheter/2014/05/19/halften-av-alla-forvarv-misslyckas/>

[Hämtad 10/05/2017 14.23]

EViews (2016). EViews Help: Descriptive Statistics & Tests

Tillgänglig online:

[http://www.eviews.com/help/helpintro.html#page/content/series-Descriptive Statistics Tests.html](http://www.eviews.com/help/helpintro.html#page/content/series-Descriptive%20Statistics%20Tests.html)

[Hämtad 17/05/2017 16.22]

### **Personlig kommunikation**

Isberg, Per-Erik; Universitetsadjunkt vid Statistiska Institutionen, Lunds Universitet. (2017).

Möte 17 maj för statistisk vägledning

### **Databaser**

Zephyr (Databas tillgänglig via Lunds Universitet)

Bloomberg (Databas tillgänglig via Linc-labbet)

Standard & Poor's Capital IQ (Databas tillgänglig via Linc-labbet)



## Appendix

### Bilaga 1 - Resultat från EViews, modell 1 - komplett

Dependent Variable: BUDPREMIE

Method: Least Squares

Date: 05/28/17 Time: 16:45

Sample: 1 183

Included observations: 183

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BETALNING_AKTIER	-0.131724	0.070779	-1.861053	0.0645
BETALNING_BLANDAT	-0.055437	0.066089	-0.838820	0.4028
BRANSCHTILLHORIGHET__KO	0.021054	0.072984	0.288477	0.7733
BRANSCHTILLHORIGHET__FIN	0.129304	0.085264	1.516500	0.1313
BRANSCHTILLHORIGHET__HAL	0.219646	0.169574	1.295280	0.1970
BRANSCHTILLHORIGHET__HOG	0.095941	0.074754	1.283414	0.2011
BRANSCHTILLHORIGHET__TIL	0.009584	0.059805	0.160262	0.8729
FORVARVS_AKTIVITET	-0.161912	0.046976	-3.446727	0.0007
INHEMSKT_ELLER_GRANSOVER	0.024901	0.054808	0.454337	0.6502
MALFORETAG_AGARSTRUKTUR	-0.002828	0.051584	-0.054828	0.9563
MARKNADSVARDE__LOG_	-0.034675	0.035886	-0.966249	0.3353
UPPKOPARENS_AGARSTRUKT...	0.016325	0.056434	0.289274	0.7727
TYP_AV_UPPKOPARE	-0.040575	0.068981	-0.588215	0.5572
TOEHOLD	-0.042016	0.053687	-0.782613	0.4350
C	0.501622	0.103177	4.861758	0.0000
R-squared	0.125674	Mean dependent var		0.359532
Adjusted R-squared	0.052813	S.D. dependent var		0.336188
S.E. of regression	0.327190	Akaike info criterion		0.681863
Sum squared resid	17.98499	Schwarz criterion		0.944935
Log likelihood	-47.39045	Hannan-Quinn criter.		0.788499
F-statistic	1.724852	Durbin-Watson stat		0.274711
Prob(F-statistic)	0.054759	Wald F-statistic		1.485180
Prob(Wald F-statistic)	0.121232			

Bilaga 2 - Resultat från EViews, modell 2 - uteliggjarjusterad

Dependent Variable: BUDPREMIE

Method: Least Squares

Date: 05/28/17 Time: 16:24

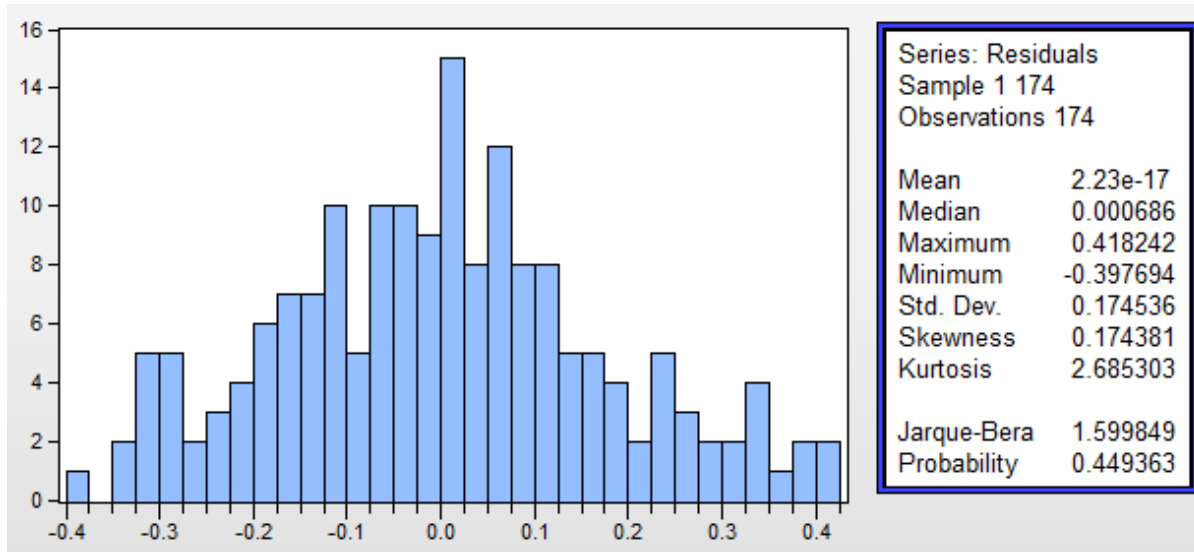
Sample: 1 174

Included observations: 174

White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BETALNING_AKTIER	-0.104394	0.041654	-2.506221	0.0132
BETALNING_BLANDAT	-0.049795	0.039765	-1.252224	0.2123
BRANSCHTILLHORIGHET__KO	0.037643	0.058476	0.643727	0.5207
BRANSCHTILLHORIGHET__FIN	0.053585	0.060316	0.888404	0.3757
BRANSCHTILLHORIGHET__HAL	0.076178	0.057438	1.326263	0.1867
BRANSCHTILLHORIGHET__HOG	0.040873	0.039205	1.042545	0.2987
BRANSCHTILLHORIGHET__TIL	0.029095	0.041999	0.692745	0.4895
FORVARVS_AKTIVITET	-0.093140	0.029007	-3.210969	0.0016
INHEMSKT_ELLER_GRANSOVER	-0.022450	0.032750	-0.685506	0.4940
MALFORETAG_AGARSTRUKTUR	0.025958	0.028390	0.914334	0.3619
MARKNADSVARDE__LOG_	-0.001617	0.017943	-0.090133	0.9283
UPPKOPARENS_AGARSTRUKT...	-0.011548	0.036347	-0.317708	0.7511
TYP_AV_UPPKOPARE	-0.054317	0.040357	-1.345903	0.1802
TOEHOLD	-0.033545	0.036851	-0.910267	0.3641
C	0.372516	0.064345	5.789358	0.0000
R-squared	0.113731	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	0.035695	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.182058	Akaike info criterion	-0.486721	
Sum squared resid	5.270069	Schwarz criterion	-0.214389	
Log likelihood	57.34472	Hannan-Quinn criter.	-0.376246	
F-statistic	1.457409	Durbin-Watson stat	0.237439	
Prob(F-statistic)	0.133067	Wald F-statistic	1.703508	
Prob(Wald F-statistic)	0.059568			

### Bilaga 3 - Residualernas fördelning



### Bilaga 4 - VIF-presentation.

Variance Inflation Factors  
 Date: 05/23/17 Time: 15:28  
 Sample: 1 174  
 Included observations: 174

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
BETALNING_AKTIER	0.001862	1.404359	1.202584
BETALNING_BLANDAT	0.002499	1.206201	1.095286
BRANSCHTILLHORI...	0.002977	1.526981	1.377794
BRANSCHTILLHORI...	0.003091	1.585240	1.430360
BRANSCHTILLHORI...	0.004887	1.326877	1.258245
BRANSCHTILLHORI...	0.001588	2.395239	1.706952
BRANSCHTILLHORI...	0.001822	2.308848	1.751540
FORVARVS_AKTIVITET	0.000851	2.568249	1.092244
INHEMSKT_ELLER_...	0.000996	2.525185	1.306130
MARKNADSVARDE_...	0.000387	14.64017	1.208013
MALFORETAG_AGAR...	0.000831	2.357885	1.084085
UPPKOPARENS_AG...	0.001427	5.724066	1.348774
TYP_AV_UPPKOPARE	0.001362	1.808161	1.350925
TOEHOLD	0.001107	1.402200	1.063738
C	0.005012	26.30877	NA

Bilaga 5 - Beräkning av uteliggare.

Minimum	-6,42 %
Kvartil 1	18,05 %
Median	29,91 %
Kvartil 3	43,34 %
Maximum	252,94 %
Kvartilavstånd	25,29 %
Uteliggargräns	81,3%
<b>Antal uteliggare</b>	<b>9</b>

Bilaga 6 - Jämförelse av multipla och enskilda regressionsanalyser.

Variabel	Koefficient		P-värde		Förklarings-grad
	Multipl	Enskild	Multipl	Enskild	Enskild
Branschtillhörighet: Finansiell	0,059	0,029	0,287	0,532	0,23%
Branschtillhörighet: Konsument-	0,041	-0,005	0,453	0,919	0,01%
Branschtillhörighet: Hälsovård	0,08	0,034	0,249	0,593	0,16%
Branschtillhörighet: Tillverkande	0,031	-0,013	0,469	0,689	0,09%
Branschtillhörighet: Högteknologiskt	0,043	0,018	0,289	0,568	0,19%
Målföretagets storlek	-0,004	-0,006	0,858	0,745	0,06%
Betalning blandat	-0,047	-0,014	0,349	0,774	0,05%
Betalning kontant	n.a.	0,06	n.a.	0,07	0,02%
Betalning aktier	<b>-0,1</b>	<b>-0,078</b>	<b>0,019</b>	<b>0,05</b>	<b>2,20%</b>
Förvärvsaktivitet	<b>-0,09</b>	<b>-0,087</b>	<b>0,002</b>	<b>0,001</b>	<b>5,50%</b>
Inhemskt Vs. gränsöverskridande	-0,011	-0,007	0,73	0,815	0,03%
Målföretagets ägarstruktur	0,024	0,016	0,397	0,561	0,19%
Uppköparens ägarstruktur	-0,008	-0,01	0,831	0,768	0,05%
Toehold	-0,032	-0,022	0,338	0,494	0,27%
Typ av uppköpare	-0,05	-0,025	0,171	0,442	0,34%

Bilaga 7 – Resultat från EViews - kontrollvariabler.

Dependent Variable: BUDPREMIE

Method: Least Squares

Date: 05/24/17 Time: 15:53

Sample: 1 174

Included observations: 173

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BETALNING_AKTIER	-0.105944	0.046427	-2.281945	0.0240
BETALNING_BLANDAT	-0.064754	0.052792	-1.226585	0.2220
BRANSCHTILLHORIGHET__KO	0.055827	0.056135	0.994513	0.3216
BRANSCHTILLHORIGHET__FIN	0.070956	0.059160	1.199390	0.2323
BRANSCHTILLHORIGHET__HAL	0.085561	0.073419	1.165391	0.2458
BRANSCHTILLHORIGHET__HOG	0.063994	0.041735	1.533356	0.1274
BRANSCHTILLHORIGHET__TIL	0.049642	0.045015	1.102779	0.2720
BUDSTRID	0.052943	0.054282	0.975342	0.3310
DANSKT	-0.009164	0.047252	-0.193945	0.8465
FINSKT	-0.026734	0.063444	-0.421386	0.6741
FORVARVS_AKTIVITET	-0.149574	0.068468	-2.184579	0.0305
INHEMSKT_ELLER_GRANSOVER	-0.031449	0.033785	-0.930859	0.3535
MALFORETAG_AGARSTRUKTUR	0.032531	0.031356	1.037494	0.3012
MARKNADSVARDE__LOG__	0.005527	0.021572	0.256202	0.7982
NORSKT	-0.049011	0.035977	-1.362285	0.1752
NUM2006	0.023508	0.069413	0.338675	0.7353
NUM2007	0.003605	0.072881	0.049465	0.9606
NUM2008	0.030922	0.078223	0.395307	0.6932
NUM2009	-0.004888	0.097976	-0.049888	0.9603
NUM2010	-0.013103	0.104304	-0.125623	0.9002
NUM2011	-0.062672	0.103493	-0.605570	0.5458
NUM2012	0.037738	0.099940	0.377612	0.7063
NUM2013	-0.005490	0.092658	-0.059246	0.9528
NUM2014	0.129944	0.075037	1.731732	0.0855
NUM2015	0.136091	0.078294	1.738215	0.0843
TOEHOLD	-0.017346	0.035497	-0.488659	0.6258
TYP_AV_UPPKOPARE	-0.068302	0.038924	-1.754768	0.0814
UPPKOPARENS_AGARSTRUKT...	-0.028671	0.041193	-0.696012	0.4875
C	0.370333	0.112375	3.295505	0.0012
R-squared	0.188506	Mean dependent var		0.299338
Adjusted R-squared	0.030716	S.D. dependent var		0.185933
S.E. of regression	0.183055	Akaike info criterion		-0.406274
Sum squared resid	4.825337	Schwarz criterion		0.122313
Log likelihood	64.14269	Hannan-Quinn criter.		-0.191830
F-statistic	1.194661	Durbin-Watson stat		0.383414
Prob(F-statistic)	0.246839			

Bilaga 8. Korrelationsmatris.

	Branschtillhörighet													
	Betalning aktier	Betalning blandat	Fin.	Hälsovård	Högtek.	Konsument	Tillverkande	Förvärvsaktivitet	Gränsö. (1) eller inhemskt	Marknadsvärde	Mål. Ägars.	Uppk. Ägars.	Fin. Uppk. (1)	Toehold
Betalning aktier	1													
Betalning blandat	-0,13	1												
Br: Finansiellt	0,03	0,03	1											
Br: Hälsovård	0,05	0,02	-0,08	1										
Br: Högtek.	0,07	0,06	-0,21	-0,15	1									
Br: Konsument	-0,02	0,03	-0,11	-0,08	-0,21	1								
Br: Tillverkande	-0,08	0,01	-0,19	-0,13	-0,36	-0,19	1							
Förvärvsaktivitet	0,02	0,03	0,01	0,04	-0,10	0,05	0,08	1						
Gränsö. (1)	-0,05	0,08	0,03	-0,13	0,03	-0,01	0,12	0,14	1					
Marknadsvärde	-0,21	0,03	0,01	0,08	-0,16	0,15	0,13	0,20	0,12	1				
Mål. Ägarstruktur	-0,08	-0,03	-0,01	-0,15	0,00	-0,08	0,09	0,07	0,09	-0,05	1			
Uppk. Ägarstruktur	0,00	-0,15	-0,18	0,07	-0,01	0,05	-0,13	-0,09	-0,36	-0,08	0,09	1		
Fin. uppköpare (1)	-0,24	-0,14	-0,15	-0,02	0,01	0,03	0,10	-0,03	-0,29	0,03	0,03	0,32	1	
Toehold	-0,04	-0,09	0,09	-0,13	-0,09	0,00	0,12	-0,09	0,06	0,03	0,01	0,00	0,04	1

Bilaga 9. Dataset<sup>2</sup>.

Uppköpande bolag	Målföretag	Budpremie	Bransch- tillhörighet:	Marknads- värde (log)	Typ av uppköpare	Toehold	Betalning	Förvärvs- aktivitet	Inhemskt eller Gränsöver- skridande	Uppköparens ägarstruktur	Målföretags ägarstruktur
Vodafone Europe Bv	Wayfinder Systems Ab	252,94 %	Högteknologiskt	1,316	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Star Healthcare Oy	Terveystalo Healthcare Oyj	203,03 %	Hälsovård	2,533	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Oniva Online Group	Servage Ab	156,00 %	Högteknologiskt	1,076	Strategisk	Ja	Aktier	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Wintershall Nordkaspische...	Revus Energy Asa	145,00 %	Övrig	3,193	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Google Acquisition Holdings	Global Ip Solutions (Gips)...	142,00 %	Högteknologiskt	2,227	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Svenska Handelsbanken Ab	Lokalbanken Nordsjælland	130,77 %	Finansiell	2,197	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Mcafee Suomi Funding Llc	Stonesoft Oyj	127,62 %	Högteknologiskt	2,603	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Sydbank A/S	Diba Bank A/S	114,02 %	Finansiell	1,989	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Inhemskt	Svag	Svag
Transocean Services As	Aker Drilling Asa	98,50 %	Övrig	3,506	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Nykredit Realkredit A/S	Forstædernes Bank A/S	79,49 %	Finansiell	2,690	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Kubota Norway Holdings As	Kverneland Asa	76,60 %	Tillverkande	2,840	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Ip-Only Ab	Availo Ab	72,63 %	Konsument	2,216	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Vitico As	Grégoire Asa	71,20 %	Tillverkande	1,382	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Gemed Ab	Boss Media Ab	70,65 %	Högteknologiskt	2,631	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Nordjyske Bank A/S	Norresundby Bank A/S	70,60 %	Finansiell	2,886	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Segulah Stellata Holding Ab	Gunnebo Industrier Ab	68,33 %	Tillverkande	2,558	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Visma As	Mamut Asa	66,00 %	Högteknologiskt	2,476	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Macs Holdings Ltd	Fast Search & Transfer...	65,94 %	Högteknologiskt	3,424	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Cooperation International...	Origio A/S	65,34 %	Högteknologiskt	2,463	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Deltek Inc.	Maconomy A/S	63,35 %	Högteknologiskt	2,244	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Canon Inc.	Axis Ab	63,02 %	Högteknologiskt	3,808	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Finisar Corporation	Ignis Asa	61,31 %	Högteknologiskt	2,411	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Grand Success Investment...	Copeinca Asa	59,57 %	Tillverkande	3,189	Finansiell	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Nokia Oyj	Trolltech Asa	59,24 %	Högteknologiskt	2,537	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Project Panther Bidco Ltd	Aspiro Ab	58,07 %	Högteknologiskt	1,998	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Silk Bidco As	Hurtigruten Asa	55,90 %	Övrig	2,824	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Promens Hf	Polimoon Asa	54,90 %	Konsument	2,734	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Geberit Ag	Sanitec Oyj	54,58 %	Tillverkande	3,330	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Cidron Intressenter Ab	Munters Ab	54,00 %	Tillverkande	3,311	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Trimble Finland Oy	Tekla Oyj	53,03 %	Högteknologiskt	3,030	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Scandza As	Synnøve Finden Asa	51,32 %	Konsument	2,312	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Dnb Nor Asa	Salusansvar Ab	50,93 %	Finansiell	2,232	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Bv Acquisitions Ab	Jeeves Information Systems	50,23 %	Högteknologiskt	1,750	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Anders Hedin Invest Ab	Mabi Rent Ab	50,00 %	Konsument	0,951	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Panoster Investment Ab	H1 Communication Ab	50,00 %	Övrig	0,817	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Mitsubishi Caterpillar Forklift...	Rocla Oyj	49,70 %	Tillverkande	2,248	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Rolls-Royce Marine As	Odim Asa	48,88 %	Övrig	2,783	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Aegir Norge Holding As	Roxar Asa	48,57 %	Tillverkande	2,852	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Opica Ab	Capio Ab	47,00 %	Hälsovård	3,799	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Bioalliance Pharma Sa	Topotarget A/S	46,96 %	Hälsovård	2,330	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag

<sup>2</sup> Notera att uteliggare markerats som kursiva. Datasetet är sorterat på budpremielkolumnen

Bure Equity Ab	Skanditek											
Medivir Ab	Industriförvaltning	46,01 %	Finansiell	2,620	Strategisk	Nej	Aktier	Nej	Inhemskt	Stark	Stark	
Dan Agro Holding A/S	Biophausia Ab	45,48 %	Hälsovård	2,130	Strategisk	Nej	Blandat	Nej	Inhemskt	Svag	Svag	
Svensk Utbildning	Hedegaard A/S	44,23 %	Övrig	2,490	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Intressenter...	Academedi Ab	44,10 %	Övrig	2,910	Finansiell	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Tav Ab	Tricorona Ab	43,56 %	Övrig	2,457	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Fastighets Balder Ab	Din Bostad Sverige Ab	43,52 %	Övrig	2,049	Strategisk	Nej	Aktier	Nej	Inhemskt	Stark	Stark	
Oberthur Technologies Sa	Xponcard Group Ab	43,15 %	Högteknologiskt	2,273	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Lockman Electronic...	Thrane & Thrane A/S	43,00 %	Tillverkande	3,014	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Cidron Delfi Intressenter Ab	Orc Group Ab	42,83 %	Högteknologiskt	2,735	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Lawson Software Inc.	Intentia International Ab	42,71 %	Högteknologiskt	2,983	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Cosl Norwegian As	Awilco Offshore Asa	42,40 %	Övrig	3,684	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Couche-Tard Norway As	Statoil Fuel & Retail Asa	42,14 %	Konsument	3,829	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Kaidoz Ab	Zodiak Television Ab	42,10 %	Övrig	2,531	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag	
Avocet Mining Plc	Wega Mining Asa	41,36 %	Tillverkande	2,259	Strategisk	Ja	Blandat	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Svag	
Spike Exploration Holding As	Bridge Energy Asa	41,20 %	Tillverkande	2,419	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark	
Silver Holding As	Solvtrans Asa	41,07 %	Övrig	2,349	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark	
Lite-On Oy	Perlos Oyj	40,05 %	Tillverkande	2,960	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Svag	Stark	
Vestjysk Bank A/S	Ringkjøbing Bank A/S	38,71 %	Finansiell	2,336	Strategisk	Nej	Aktier	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Dupont Denmark Holding Aps	Danisco A/S	38,29 %	Konsument	4,160	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Svag	
Sparekassen Vendsyssel	Sparekassen Hvetbo A/S	38,24 %	Finansiell	1,590	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Svag	Svag	
Kemet Electronics Corporation	Evox Rifa Group Oyj	37,93 %	Tillverkande	1,820	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark	
Borea Opportunity Management	Software Innovation Asa	37,65 %	Högteknologiskt	1,659	Finansiell	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Grundstenen 122 485 Ab	Arena Personal Ab	37,06 %	Övrig	1,477	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Schibsted Asa	Aspiro Ab	37,04 %	Högteknologiskt	1,963	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Svag	
Aviator Acquisition As	Algeta Asa	37,00 %	Hälsovård	3,787	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag	
Íslandsbanki Hf	Kreditbanken Asa	37,00 %	Finansiell	2,167	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark	
Posten Norge As	Optimail Ab	37,00 %	Övrig	1,816	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag	
Corporate Express Norway...	Andvord Tybring-Gjedde											
Agnico Eagle Mines Ltd	Asa	36,23 %	Övrig	2,829	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark	
Hjelp24 Sverige Ab	Riddarhyttan Resources Ab	36,23 %	Övrig	2,500	Strategisk	Ja	Aktier	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag	
Arctic Paper Sa	Avonova Sverige Ab	36,00 %	Hälsovård	1,720	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Cidron Invest Ab	Rottneros Ab	35,98 %	Tillverkande	2,068	Strategisk	Nej	Blandat	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Npnc Intressenter Ab	Finnveden Ab	35,00 %	Tillverkande	2,759	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag	
Circassia Pharmaceuticals Plc	Nefab Ab	34,40 %	Tillverkande	2,815	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark	
Posten Ab	Aerocrine Ab	34,28 %	Övrig	2,710	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Yara Nederland Bv	Stralfors Ab	34,06 %	Tillverkande	2,797	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark	
Salling Bank A/S	Kemira Growhow Oyj	34,03 %	Tillverkande	3,349	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
Oter Invest As	Vinderup Bank A/S	33,96 %	Finansiell	1,269	Strategisk	Nej	Aktier	Nej	Inhemskt	Svag	Svag	
Danir Ab	Otrum Asa	33,62 %	Högteknologiskt	1,660	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark	
Car Carrier Investments As	Sigma Ab	33,19 %	Högteknologiskt	2,239	Finansiell	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag	
Esmi Intressenter Ab	Norwegian Car Carriers Asa	32,30 %	Övrig	2,301	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark	
Indap Ab	Securitas Direct Ab	32,20 %	Konsument	3,494	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag	
Ge Medical Holding Ab	Gambro Ab	31,96 %	Högteknologiskt	4,183	Finansiell	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag	
Fujitsu Services Overseas...	Biacore International Ab	31,47 %	Hälsovård	2,968	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark	
Purusco A/S	Mandator Ab	31,43 %	Högteknologiskt	2,151	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag	
Cgg Veritas Sa	Iss A/S	31,28 %	Konsument	5,285	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag	
Hvs Invest As	Wavefield Inseis Asa	31,00 %	Övrig	2,746	Strategisk	Nej	Aktier	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Stark	
Stockmann Oyj	Grenland Group Asa	31,00 %	Tillverkande	2,182	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark	
	Lindex Ab	30,60 %	Konsument	3,418	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag	



H Intressenter Ab	Hoganas Ab	30,31 %	Tillverkande	3,622	Finansiell	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Orkla Asa	Chips Oyj Abp	29,92 %	Konsument	3,149	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Galderma Holding Ab	Q-Med Ab	29,91 %	Hälsovård	3,420	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Kamic Electronics Ab	Elektronikgruppen Bk Ab	29,91 %	Högteknologiskt	1,751	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Acando Ab	Connecta Ab	29,86 %	Övrig	2,103	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Kögun Hf	Hands Asa	29,45 %	Högteknologiskt	2,193	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
North Investment Group Ab	Acap Invest Ab	28,50 %	Övrig	1,204	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Engel Holding As	Visma Asa	28,41 %	Högteknologiskt	3,309	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Acandofrontec Ab	Resco Ab	28,31 %	Högteknologiskt	1,783	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Inhemskt	Svag	Svag
Parker Hannifin Corporation	Scan Subsea Asa	28,28 %	Tillverkande	2,706	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Ratos Ab	Biolin Scientific Ab	28,06 %	Övrig	1,953	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Softronic Ab	Modul 1 Data Ab	27,69 %	Högteknologiskt	1,347	Strategisk	Nej	Blandat	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Obos Bbl	Bwg Homes Asa	27,56 %	Övrig	2,669	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Adoperator Ab	Adtail Ab	27,00 %	Högteknologiskt	-0,392	Strategisk	Nej	Aktier	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Erik Olesens Ejendomsselskab	Jensen & Moller Invest A/S Bolig- Og Næringsbanken Asa	26,98 %	Övrig	1,356	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Íslandsbanki Hf	Asa	26,95 %	Finansiell	3,061	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Scanfil Oyj	Partnertech Ab	26,82 %	Övrig	2,073	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Coolguard Ab	Iniris Ab	26,79 %	Högteknologiskt	1,174	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Caytel 1 Lp	Teleca Ab	26,41 %	Högteknologiskt	1,765	Finansiell	Ja	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Milestone Ehf	Invik & Co Ab	26,13 %	Finansiell	3,334	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Goldcup D 3319 Ab	Ark Travel Ab	26,00 %	Övrig	1,971	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Rnb Retail And Brands Ab	Jc Ab	25,40 %	Konsument	2,825	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Old Mutual Plc	Forsakring Skandia	25,00 %	Finansiell	4,219	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Investment Ab Latour	Säki Ab	25,00 %	Finansiell	3,106	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Watchtower Ab	Telelogic Ab	24,78 %	Högteknologiskt	3,283	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Klovern Ab	Dagon Ab	24,48 %	Övrig	2,627	Strategisk	Nej	Blandat	Nej	Inhemskt	Svag	Stark
Infinera Corporation	Transmode Ab Gamers Paradise Holding Ab	24,47 %	Högteknologiskt	3,041	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Cisl Gruppen Ab	Ab	24,44 %	Högteknologiskt	1,977	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Aker Maritime Finance As	Kværner Asa (Old)	24,00 %	Tillverkande	3,586	Strategisk	Ja	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Thuban Ab	Ledstieman Ab	23,73 %	Finansiell	1,770	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Affecto Oyj	Component Software Group	23,71 %	Högteknologiskt	2,125	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Lexmark International ...	Readsoft Ab	23,10 %	Högteknologiskt	2,786	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Weland Ab	Klippan Ab	23,08 %	Tillverkande	1,914	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Airbus Denmark Holding Aps	Satair A/S	23,00 %	Övrig	3,039	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Bluestar Elkem Investment	Rec Solar Asa	22,60 %	Övrig	3,156	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Borse Dubai Ltd	Omx Ab	22,32 %	Finansiell	4,068	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Stena Adactum Ab	Ballingslov International Ab	22,10 %	Tillverkande	2,702	Finansiell	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Curtiss-Wright Controls Inc.	Vmetro Asa	22,00 %	Högteknologiskt	2,044	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Nordstjernan Ventures...	Karolin Machine Tool Ab	21,70 %	Tillverkande	2,421	Finansiell	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Teligent Ab	Trio Ab	21,50 %	Högteknologiskt	1,858	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Gusgus Forvaltnings Ab	Hedson Technologies...	21,21 %	Tillverkande	1,527	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Orc Software Ab	Neonet Ab	21,17 %	Högteknologiskt	2,545	Strategisk	Nej	Blandat	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Alma Media Oyj	Talentum Oyj	21,16 %	Konsument	2,217	Strategisk	Ja	Blandat	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Metso Oyj	Tamfelt Oyj Abp	20,31 %	Tillverkande	2,689	Strategisk	Ja	Aktier	Nej	Inhemskt	Svag	Svag
Xponcard Group Ab	All Cards Service Center Ab	19,00 %	Högteknologiskt	1,776	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Nocom Ab	Turnit Ab	18,93 %	Högteknologiskt	1,582	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Deltronics (Netherlands) Bv	Eltek Asa	18,84 %	Tillverkande	3,083	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Kroll Inc.	Ibas Holding Asa	18,70 %	Övrig	2,097	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Ssab Ab	Rautaruukki Oyj	18,24 %	Tillverkande	3,467	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark

Ricoh Europe Holdings Plc	Carl Lamm Holding Ab	17,86 %	Övrig	2,028	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Mc Ocean Holdings Ltd	Cermaq Asa	17,13 %	Tillverkande	3,466	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Basf As	Pronova Biopharma Asa	16,88 %	Högteknologiskt	3,312	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Logicaacmg Plc	Wm-Data Ab	16,60 %	Högteknologiskt	3,596	Strategisk	Nej	Blandat	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Rheinmetall Ag	Simrad Optronics Asa	15,80 %	Tillverkande	2,368	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Svag	Svag
A-Com Ab	Spits Asa	15,27 %	Konsument	1,731	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Maersk Product Tankers Ab	Broström Ab	14,67 %	Övrig	2,983	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Spx Corporation	Custos Ab	13,87 %	Tillverkande	2,583	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Danfoss Oy	Vacon Oyj	13,11 %	Övrig	3,466	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Telelogic Ab	Focal Point Ab	12,99 %	Högteknologiskt	1,626	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Svag	Stark
Flsmidth & Co A/S	Potagua Fls A/S	12,84 %	Hälsovård	3,210	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Team Tankers International Ltd	Eitzen Chemical Asa	12,50 %	Övrig	1,179	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Blue Canyon Holdings Ab	Cision Ab	12,33 %	Övrig	2,491	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Renideo Holding Oy	Oral Hammaslaakarit Oyj	11,88 %	Hälsovård	2,249	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Segulah Ab	Närkes Elektriska Ab	11,11 %	Konsument	2,661	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Elisa Oyj	Saunalahti Group Oyj	11,02 %	Högteknologiskt	3,034	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Svag	Svag
Sbd Holding Ab	Niscayah Group Ab	10,19 %	Tillverkande	3,357	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Svag
Scandinavian Telecom Invest	Intelecom Group As	10,09 %	Högteknologiskt	1,721	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Superinvest As	Superoffice Asa	10,01 %	Högteknologiskt	2,346	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Stoöir Hf	Keops A/S	9,00 %	Tillverkande	3,288	Finansiell	Nej	Blandat	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Cet Holding As	Technor Asa	8,11 %	Tillverkande	2,361	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Telefonaktiebolaget Ericsson	Tandberg Television Asa	8,10 %	Tillverkande	3,526	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Cisco Systems Netherlands...	Tandberg Asa	7,87 %	Högteknologiskt	3,871	Strategisk	Nej	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Skandinaviska Enskilda Banken	Privatbanken Asa	7,66 %	Finansiell	2,649	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Nordic Capital Fund V	Kompan A/S	7,53 %	Tillverkande	2,517	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Seadrill Ltd	Smedvig Asa	7,43 %	Övrig	3,582	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
International Marketing & Sales...	One Media Holding Ab	7,43 %	Övrig	1,564	Strategisk	Nej	Aktier	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Lyngen Bidco As	Evry Asa	6,98 %	Högteknologiskt	3,181	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Poloniaco Aps	Foras Holding A/S	6,83 %	Övrig	2,848	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Pcp 2006 Holding A/S	Color Print A/S	6,63 %	Tillverkande	2,662	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Nordic Telephone Company Aps	Tdc A/S	6,37 %	Konsument	4,531	Finansiell	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Mamut Asa	Active 24 Asa	5,63 %	Högteknologiskt	2,031	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Yinson Production Ltd	Fred Olsen Production Asa	4,85 %	Tillverkande	2,557	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Oslo Properties As	Norgani Hotels Asa	3,00 %	Övrig	3,200	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Deccan Value Advisors Lp	lbs Ab	2,55 %	Högteknologiskt	2,399	Finansiell	Ja	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Cpst Sweden Holdings Ab	Protect Data Ab	2,19 %	Högteknologiskt	3,208	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Svag
Mr Oystein Stray Spetalen	Saga Tankers Asa	2,13 %	Övrig	1,939	Finansiell	Nej	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Arendals Fossekompani Asa	Norsk Vekst Asa	1,89 %	Finansiell	2,391	Strategisk	Ja	Kontant	Ja	Inhemskt	Stark	Stark
Scania Ab	Ainax Ab	1,10 %	Tillverkande	3,469	Strategisk	Nej	Aktier	Ja	Inhemskt	Stark	Svag
Sparekassen Sjælland	Sparekassen Faaborg A/S	0,87 %	Finansiell	1,885	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Inhemskt	Svag	Svag
Orkla Asa	Sapa Ab	0,67 %	Tillverkande	2,829	Strategisk	Nej	Kontant	Ja	Gränsöverskridande	Svag	Stark
Arendals Fossekompani Asa	Powel Asa	0,67 %	Högteknologiskt	2,014	Finansiell	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark
Spencer Energy As	Ocean Heavylift Asa	-0,63 %	Övrig	2,663	Strategisk	Ja	Kontant	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Psi Group Asa	Cashguard Ab	-4,53 %	Konsument	2,273	Strategisk	Ja	Aktier	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Svag
Colexon Energy Ag	Renewagy A/S	-6,12 %	Tillverkande	2,377	Strategisk	Ja	Aktier	Nej	Gränsöverskridande	Stark	Stark
Waldir Ab	Netonnet Ab	-6,42 %	Konsument	1,986	Finansiell	Ja	Kontant	Nej	Inhemskt	Stark	Stark

## Bilaga 10. Enskilda regressionsanalyser

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:59  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MALFORETAG_AGARSTRUKTUR C	0.016464 0.290505	0.028255 0.020768	0.582694 13.98833	0.5609 0.0000
R-squared	0.001970	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.003832	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185752	Akaike info criterion	-0.517384	
Sum squared resid	5.934638	Schwarz criterion	-0.481073	
Log likelihood	47.01239	Hannan-Quinn criter.	-0.502654	
F-statistic	0.339533	Durbin-Watson stat	0.005720	
Prob(F-statistic)	0.560862			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:55  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BRANSCHTILLHORIGHET__HOG C	0.017768 0.294294	0.031119 0.016682	0.570980 17.64175	0.5688 0.0000
R-squared	0.001892	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.003911	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185759	Akaike info criterion	-0.517305	
Sum squared resid	5.935103	Schwarz criterion	-0.480994	
Log likelihood	47.00556	Hannan-Quinn criter.	-0.502575	
F-statistic	0.326018	Durbin-Watson stat	0.005255	
Prob(F-statistic)	0.568758			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:59  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MARKNADSVARDE__LOG_ C	-0.005965 0.314733	0.018280 0.049056	-0.326326 6.415830	0.7446 0.0000
R-squared	0.000619	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.005192	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185877	Akaike info criterion	-0.516031	
Sum squared resid	5.942674	Schwarz criterion	-0.479720	
Log likelihood	46.89466	Hannan-Quinn criter.	-0.501301	
F-statistic	0.106489	Durbin-Watson stat	0.003105	
Prob(F-statistic)	0.744574			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:58  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INHEMSKT_VS__GRANSOVERSK C	-0.006814 0.301945	0.029134 0.017807	-0.233893 16.95700	0.8153 0.0000
R-squared	0.000318	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.005494	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185905	Akaike info criterion	-0.515730	
Sum squared resid	5.944462	Schwarz criterion	-0.479419	
Log likelihood	46.86848	Hannan-Quinn criter.	-0.501000	
F-statistic	0.054706	Durbin-Watson stat	0.002499	
Prob(F-statistic)	0.815346			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:57  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BRANSCHTILLHORIGHET__TIL C	-0.013178 0.302580	0.032925 0.016176	-0.400244 18.70547	0.6895 0.0000
R-squared	0.000931	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.004878	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185848	Akaike info criterion	-0.516343	
Sum squared resid	5.940820	Schwarz criterion	-0.480032	
Log likelihood	46.92181	Hannan-Quinn criter.	-0.501613	
F-statistic	0.160195	Durbin-Watson stat	0.003874	
Prob(F-statistic)	0.689473			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:56  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BRANSCHTILLHORIGHET__OVR C	-0.029274 0.306961	0.033728 0.015968	-0.867937 19.16110	0.3866 0.0000
R-squared	0.004361	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.001429	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185529	Akaike info criterion	-0.519782	
Sum squared resid	5.920423	Schwarz criterion	-0.483471	
Log likelihood	47.22102	Hannan-Quinn criter.	-0.505052	
F-statistic	0.753314	Durbin-Watson stat	0.011146	
Prob(F-statistic)	0.386638			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:53  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BETALNING_BLANDAT C	-0.014034 0.300690	0.048769 0.014789	-0.287758 20.33250	0.7739 0.0000
R-squared	0.000481	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.005330	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185890	Akaike info criterion	-0.515893	
Sum squared resid	5.943492	Schwarz criterion	-0.479582	
Log likelihood	46.88269	Hannan-Quinn criter.	-0.501163	
F-statistic	0.082805	Durbin-Watson stat	0.002950	
Prob(F-statistic)	0.773879			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:58  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FORVARVS_AKTIVITET C	-0.087370 0.349612	0.027722 0.021016	-3.151624 16.63537	0.0019 0.0000
R-squared	0.054596	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	0.049099	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.180788	Akaike info criterion	-0.571554	
Sum squared resid	5.621708	Schwarz criterion	-0.535243	
Log likelihood	51.72522	Hannan-Quinn criter.	-0.556824	
F-statistic	9.932737	Durbin-Watson stat	0.096426	
Prob(F-statistic)	0.001916			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:56  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BRANSCHTILLHORIGHET__KON C	-0.004785 0.299867	0.047473 0.014839	-0.100784 20.20831	0.9198 0.0000
R-squared	0.000059	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.005755	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185929	Akaike info criterion	-0.515471	
Sum squared resid	5.946002	Schwarz criterion	-0.479160	
Log likelihood	46.84595	Hannan-Quinn criter.	-0.500741	
F-statistic	0.010157	Durbin-Watson stat	0.001909	
Prob(F-statistic)	0.919840			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:52  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BETALNING_AKTIER	-0.078274	0.039740	-1.969637	0.0505
C	0.310646	0.015063	20.62247	0.0000
R-squared	0.022058	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	0.016372	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.183873	Akaike info criterion	-0.537716	
Sum squared resid	5.815191	Schwarz criterion	-0.501405	
Log likelihood	48.78130	Hannan-Quinn criter.	-0.522986	
F-statistic	3.879471	Durbin-Watson stat	0.041007	
Prob(F-statistic)	0.050486			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/19/17 Time: 17:22  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BETALNING_KONTANT	0.059975	0.032897	1.823106	0.0700
C	0.253556	0.028762	8.815785	0.0000
R-squared	0.018958	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	0.013254	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.184164	Akaike info criterion	-0.534551	
Sum squared resid	5.833624	Schwarz criterion	-0.498240	
Log likelihood	48.50596	Hannan-Quinn criter.	-0.519821	
F-statistic	3.323715	Durbin-Watson stat	0.037752	
Prob(F-statistic)	0.070024			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 14:01  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TOEHOLD	-0.022575	0.032895	-0.686264	0.4935
C	0.304848	0.016161	18.86269	0.0000
R-squared	0.002731	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.003067	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185681	Akaike info criterion	-0.518146	
Sum squared resid	5.930115	Schwarz criterion	-0.481835	
Log likelihood	47.07871	Hannan-Quinn criter.	-0.503416	
F-statistic	0.470958	Durbin-Watson stat	0.006704	
Prob(F-statistic)	0.493471			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:54  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BRANSCHTILLHORIGHET_HAL	0.034074	0.063593	0.535815	0.5928
C	0.297637	0.014463	20.57927	0.0000
R-squared	0.001666	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.004138	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185780	Akaike info criterion	-0.517079	
Sum squared resid	5.936444	Schwarz criterion	-0.480768	
Log likelihood	46.98591	Hannan-Quinn criter.	-0.502349	
F-statistic	0.287097	Durbin-Watson stat	0.004949	
Prob(F-statistic)	0.592779			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 13:54  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BRANSCHTILLHORIGHET_FIN	0.029670	0.047421	0.625675	0.5324
C	0.296501	0.014822	20.00359	0.0000
R-squared	0.002271	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.003530	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185724	Akaike info criterion	-0.517685	
Sum squared resid	5.932850	Schwarz criterion	-0.481374	
Log likelihood	47.03860	Hannan-Quinn criter.	-0.502955	
F-statistic	0.391470	Durbin-Watson stat	0.006062	
Prob(F-statistic)	0.532357			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 14:00  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
UPPKOPARENS_AGARSTRUKT...	-0.009819	0.033205	-0.295711	0.7678
C	0.306905	0.029031	10.57170	0.0000
R-squared	0.000508	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.005303	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185888	Akaike info criterion	-0.515920	
Sum squared resid	5.943331	Schwarz criterion	-0.479609	
Log likelihood	46.88503	Hannan-Quinn criter.	-0.501190	
F-statistic	0.087445	Durbin-Watson stat	0.002847	
Prob(F-statistic)	0.767808			

Dependent Variable: BUDPREMIE  
Method: Least Squares  
Date: 05/17/17 Time: 14:00  
Sample: 1 174  
Included observations: 174

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TYP_AV_UPPKOPARE	-0.024928	0.032374	-0.770013	0.4423
C	0.305703	0.016280	18.77836	0.0000
R-squared	0.003435	Mean dependent var	0.299399	
Adjusted R-squared	-0.002359	S.D. dependent var	0.185397	
S.E. of regression	0.185615	Akaike info criterion	-0.518853	
Sum squared resid	5.925925	Schwarz criterion	-0.482542	
Log likelihood	47.14021	Hannan-Quinn criter.	-0.504123	
F-statistic	0.592921	Durbin-Watson stat	0.008240	
Prob(F-statistic)	0.442348			