



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT2017

# Växa på bredden eller höjden?

Skillnader i budpremie vid horisontella och vertikala förvärv

**Författare:**

Robert Dostan

Carl Gustafsson

Mikael Lättman

**Handledare:**

Anna Glenngård

## **Abstrakt**

*Examensarbetets titel:* Växa på bredden eller höjden? - Skillnader i budpremie mellan horisontella och vertikala förvärv

*Seminariedatum:* 2017-05-31

*Ämne/kurs:* FEKH89, Examensarbete i Finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng

*Författare:* Robert Dostan, Carl Gustafsson, Mikael Lättman

*Handledare:* Anna Glenngård

*Nyckelord:* Budpremie; Horisontell; Vertikal; Förvärv; Regressionsanalys

*Syfte:* Uppsatsens syfte är att undersöka ifall det finns någon skillnad i budpremie mellan horisontella och vertikala förvärv.

*Metod:* Utifrån uppsatsens syfte har en kvantitativ inriktning valts. Studien använder sig av redan tillgänglig data som sedan testats i en multipel regressionsanalys. Bortsett från variablerna budpremie och förvärvstyp ingår även sex stycken kontrollvariabler.

*Teoretiska perspektiv:* Uppsatsen baseras på tidigare forskning om budpremien samt neoklassisk- och beteendevetenskaplig teori.

*Empiri:* I denna uppsats har 99 förvärv på den svenska marknaden mellan år 2002 till år 2016 undersökts. Samtliga målföretag var vid tiden för förvärvet börsnoterade i Sverige.

*Resultat:* Studien finner inget signifikant samband mellan budpremien och förvärvstypen. Av de sex kontrollvariablerna är det tre variabler som har ett signifikant samband med budpremien. Tidigare ägande, gränsöverskridande förvärv och betalningssätt. För övriga variabler hittades ingen signifikans. Totalt hade modellen en justerad förklaringsgrad på 7,2 procent för budpremien.

## **Abstract**

*Title:* Growing tall or growing wide? - Differences in bid premium for horizontal and vertical mergers

*Seminar date:* 2017-05-31

*Course:* FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS-cr

*Authors:* Robert Dostan, Carl Gustafsson, Mikael Lättman

*Advisor:* Anna Glenngård

*Keywords:* Bid premium; Horizontal; Vertical; Mergers & Acquisitions; Regression analysis

*Purpose:* The aim of this thesis is to determine whether there is any difference in the bid premium between horizontal and vertical mergers.

*Methodology:* Based on the purpose of the paper, a quantitative approach has been chosen. The study uses already available data that has been tested in a multiple regression analysis. Apart from the variables bid premium and acquisition type, there are also six control variables.

*Theoretical perspectives:* This thesis is based on previous research about bid premium as well as neoclassical and behavioral theory.

*Empirical foundation:* In this thesis, 99 acquisitions on the Swedish market between year 2002 and 2016 have been investigated. At the time of acquisition all target companies were listed in Sweden.

*Conclusions:* The study finds no significant relationship between the bid premium and the acquisition type. Of the six control variables, there are three variables that have a significant relationship to the bid premium: Previous ownership, cross-border acquisition and payment method. For the other variables, no significance was found. In total, the model had an adjusted explanation rate of 7.2 percent for the bid premium.

## **Förord**

Vi vill tacka alla berörda parter som hjälpt till under resans gång. Ett stort tack ska framförallt riktas till vår handledare Anna Glenngård som varit till stor hjälp.

Lund den 29 maj 2017

*Robert Dostan*

*Mikael Lättman*

*Carl Gustafsson*

## Innehållsförteckning

1. Inledning .....	1
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problemformulering.....	2
1.3 Syfte .....	3
1.4 Frågeställning .....	3
1.5 Tänkt forskningsbidrag .....	4
1.6 Avgränsningar.....	4
1.7 Disposition .....	5
2. Uppsatsens referensram .....	6
2.1 Centrala begrepp .....	6
2.2 Effektiva marknadshypotesen.....	10
2.3 Neoklassiska motiv till förvärv.....	12
2.4 Synergieffekter.....	13
2.5 Beteendeteoretisk perspektiv på förvärv .....	17
2.6 Tidigare forskning om kontrollvariablerna.....	19
2.7 Tabell hypoteser .....	25
3. Metod.....	26
3.1 Forskningsansats .....	26
3.2 Datainsamling .....	27
3.3 Urval .....	27
3.4 Klassificering.....	28
3.5 Bortfall.....	30
3.6 Regressionsanalys .....	31
3.7 Tester.....	33
3.8 Beroendevariabel och förklarandevariabel .....	33
3.9 Kontrollvariabler .....	34
3.10 Val av teori .....	36
3.11 Kritik mot metodval .....	36
3.12 Reliabilitet .....	37
3.13 Validitet .....	38
4. Resultat .....	39
4.1 Förvärv .....	39
4.2 Beroendevariabel och förklarandevariabel .....	40
4.3 Kontrollvariabler .....	42
4.4 Uteliggare och extremvärden .....	45

4.5 Regressionsanalys .....	47
4.6 Tester.....	48
5. Analys.....	50
5.1 Beroendevariabel och förklarandevariabel .....	50
5.2 Genomgång av varje hypotes .....	55
6. Slutsats.....	61
6.1 Sammanfattning och slutsats .....	61
6.2 Förslag till vidare forskning .....	62
Källförteckning .....	63
Litteratur .....	63
Artiklar.....	63
Elektroniska källor .....	68
Datakällor.....	68
Bilagor.....	69

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

I Sverige har det under de senaste åren varit synnerligen attraktivt att göra företagsförvärv och under år 2015 omsattes nästan 195 miljarder i olika sammanslagningar och uppköp (SvD, 2016). År 2016 blev ett rekordår för antal företagsförvärv sedan den förra toppen år 2007 och antalet förväntas att öka ytterligare år 2017 (EY, 2017). När det kommer till företagsförvärv är Sverige ett intressant land att studera då landet trots sin ringa storlek har en väldigt diversifierad ekonomi med många olika typer av företag i flertalet branscher, något som skapar en mångfald av förvärv (OEC, 2015). Även utländska företag har gjort stora affärer i Sverige där de köpt upp svenska världsledande företag, till exempel Canons förvärv av Axis eller när Volkswagen förvärvade Scania (Zephyr).

Ofta är det mycket stora summor pengar involverade när företag slås samman och det finns höga förhoppningar om att värdeskapande effekter och synergier kan uppnås. Globalt omsätter förvärvsmarknaden mer än \$1 triljon per år och det ger även upphov till en myriad av rådgivningstjänster för advokater, konsulter och revisorer. Mycket forskning har lagts ner på att studera effekterna och motiven bakom företagsförvärv där det i de flesta fallen har varit USA som stått i fokus (Berk & DeMarzo, 2017).

Det är sedan tidigare känt att budpremien i de flesta fall är positiv, det vill säga att uppköpare betalar mer än vad företaget värderas till marknadsmässigt. Exempelvis låg den, för amerikanska företag, genomsnittliga budpremien på 37,5 procent år 2013 (Gaughan, 2015). Budpremien vittnar om det komplexa med att värdera ett företag på ett så korrekt sätt som möjligt. I den enklaste av världar skulle företag förvärvas till sitt marknadsmässiga värde. Detta stämmer dock inte överens med verkligheten då det i och med att en budpremie existerar finns mervärden hos målföretagen som köparen är beredd att betala extra för. Dessa värden går oftast utanför de redovisade värdena och kan innefatta exempelvis synergieffekter (Asquith, 1983) eller att man är ute efter vissa specifika tillgångar som humankapital eller immateriella tillgångar (Angwin, 2007).

Varje förvärv innehåller en mängd intressanta komponenter, varav budpremien är en utav dem. Ett annat intressant perspektiv är vad det förvärvande företaget kan tänkas ha för mål med förvärvet. Är företaget främst intresserade av att vinna marknadsandelar genom att köpa upp konkurrenter, med andra ord förvärva horisontellt (Green & Cromley, 1982), eller är man

mer inriktad på att bygga upp en stark näringskedja för företaget, det vill säga förvärva vertikalt? (Fan & Goyal, 2006) Precis som rubriken indikerar kan detta säga oss om företaget vill växa på bredden eller på höjden.

## 1.2 Problemformulering

Det skall sägas att företagsförvärv är en välkänd företeelse i stora delar av världen vilket har gjort att en mängd studier tillkommit för att skapa förståelse för ämnet. Den mesta av forskningen tycks fokusera på om företagsförvärv skapar eller förstör värde. Det tycks råda delade meningar om vad som kan bevisas. Loughran & Vijh (1997) studerade 947 stycken förvärv under tidsperioden 1970-1989 avseende amerikanska företag. De kom fram till att aktieägarna i det förvärvande företaget får en negativ avkastning vid betalning med aktier och en positiv avkastning vid betalning med kontanter. En annan undersökning som genomfördes av Dutta & Jog (2009) på den kanadensiska marknaden fann inget signifikant samband mellan varken positiv eller negativ avkastning för aktieägarna i det förvärvande företaget.

Oavsett vad som gäller är budpremien viktig att förstå eftersom denna bör ses som referenspunkten för förvärvets fortsatta utveckling efter sammanslagningen. Är premien hög så ställs det högre krav på avkastningen, då det högre priset måste kompenseras med högre framtida vinster. Vanligtvis är det dyrt att göra förvärv eftersom man ofta behöver betala en hög premie för att köpa det andra företags aktier. Den höga premien gör det riskfyllt att förvärva, då värdeskapandet inte alltid når upp till förväntade nivåer (Gaughan, 2015).

Precis som nämnts i bakgrunden så har mycket av forskning inom ämnet företagsförvärv fokuserat på andra länder än Sverige, då främst USA, som länge har varit en stor drivkraft för företagsförvärv (Gaughan, 2015). Tidigare studier har oftast fokuserat på storleken på budpremien och vilka variabler som kan tänkas påverka denna. Det går att utläsa ett tydligt mönster för tidigare studier. Till en början undersökte många en variabls inverkan på budpremien, exempelvis Moeller *et al.* (2004) som undersökte företagets storlek och budpremie och kom fram till att större företag betalar en högre premie. Ett annat exempel är Davidsson och Oddbjörn (2013) som i sin masteruppsats undersökte hur tidigare ägande i målföretaget påverkar budpremien. De fann ett negativt samband mellan budpremien och storleken på "toeholden", vilken kan definieras som tidigare ägda aktier som köpts på den öppna marknaden innan själva budet avgetts (Betton & Eckbo, 2000). Med andra ord, ju större tidigare ägande desto lägre blir budpremien. På senare tid har fler studier likt Edvardsson *et al.* (2015) och Raad (2012) undersökt flera variablers påverkan på budpremien. De förstnämnda kom fram till att variablerna betalningssätt, tidigare ägarandel och om



målföretaget verkar inom den finansiella sektorn har ett signifikant samband med storleken på premien.

Denna uppsats har till syfte att bidra med ännu en bit till det stora pusslet genom att addera ett ytterligare perspektiv. Detta görs genom att klassificera förvärv som antingen vertikala eller horisontella och undersöka budpremien på dessa. Ekonomi är ett komplicerat ämne där många olika variabler påverkar verkligheten. Att enbart studera budpremien för alla förvärv under en tidsperiod är att förenkla dynamiken i ett företagsförvärv.

Genom att klassificera förvärven som vertikala eller horisontella tillkommer en variabel som gör att de undersökta förvärven kan urskiljas på ett annat sätt. Detta är till stor nytta ur strategisk synpunkt eftersom företag kan växa antingen organiskt, genom företagsförvärv eller genom olika samarbeten (Coulter, 2008). I den allt mer globaliserade världen har förvärv blivit det kanske enklaste sättet för företag att fortsätta växa, skaffa sig konkurrensfördelar eller träda in i nya geografiska områden (Angwin 2007). Sett ur detta tillväxtperspektiv är det intressant att utforska hur företag applicerar detta i praktiken, eftersom det avslöjar en del om hur företagets tillväxtstrategi ser ut. Detta är av relevans för många olika parter kring företaget, dessa kan enligt intressentmodellen betecknas som intressenter med olika förväntningar och beroenden till företagets verksamhet (Freeman, 2010). Som potentiell investerare vill man exempelvis kunna värdera företaget på ett så korrekt sätt som möjligt, och som konkurrent kan det vara viktigt att känna till sina konkurrenters förvärvsstrategi, då det i vissa situationer kan finnas en risk för att själv bli uppköpt.

### **1.3 Syfte**

Syftet med studien är att bidra med kunskap kring vilka faktorer som kan spela roll när budpremien vid ett företagsförvärv ska bestämmas. Genom arbetet ska vi skapa förståelse för hur olika förvärvsstrategier påverkar förvärvet gällande vad som betalas för målföretaget.

Uppsatsen vänder sig till studenter inom finansiering samt intresserade inom ämnet. Vårt syfte och fokus i uppsatsen gör därmed att nivån kommer att anpassas därefter.

### **1.4 Frågeställning**

Kan skillnader observeras i budpremie vid horisontella kontra vertikala förvärv?

## 1.5 Tänkt forskningsbidrag

Mycket har skrivits inom området företagsförvärv. Vanliga perspektiv att utvärdera är vilka motiv som ligger bakom företagsförvärv, hur den fortsatta utvecklingen ser ut efter förvärvet samt budpremien. Tidigare studier om budpremien har undersökt vilka variabler som är med och bestämmer budpremien. Vad som inte tidigare studerats är huruvida förvärvsstrategi, såtillvida det är ett horisontellt eller vertikalt förvärv, kan ha någon inverkan på budpremien. Genom att tillföra denna variabel i modellen hoppas vi att vårt arbete skall skapa en större förståelse för fenomenet företagsförvärv. Forskning och studier som görs inom området bidrar till att steg för steg bryta ner ämnet och se det ur olika perspektiv. Detta i förhoppning om att få en djupare förståelse för ämnet.

## 1.6 Avgränsningar

De avgränsningar som gjorts i arbetet finns för att ge uppsatsen en röd tråd och samtidigt en förutsättning för att i slutändan besvara vår frågeställning. Avgränsningarna är även gjorda för att urvalet av data tydligt skall kunna hänföras till variabler såsom tid och land för förvärv och förvärvare. Detta för att man ska kunna göra jämförelser med andra uppsatser och studier. Många av de avgränsningar som gjorts kan tydligt ses i avsnittet Urval. Nedan följer dock ett tydliggörande av uppsatsens avgränsningar.

Företagsförvärv, kan förklaras som företeelsen när två företag slås samman till ett. Inga andra former av sammanslagningar, exempelvis "Joint Ventures" mellan företag, inkluderas i uppsatsen. Företagsförvärv brukar klassificeras i tre olika typer: horisontella, vertikala och diversifierande (Green & Cromley, 1982). Med ett diversifierande förvärv menas att det inte finns en tidigare relation eller koppling i näringskedjan mellan företagen. Denna uppsats kommer att enbart fokusera på de två förstnämnda. En klarare definition av respektive förvärvstyp följer i teoridelen.

Med tanke på förekomsten av olika röststarka aktier så kan det i praktiken uppstå situationer där en aktieägare äger mindre än hälften av totala aktierna men likväl har stark kontroll över företaget. Dessa situationer kan vara väldigt svåra att kvantifiera och filtrera ut från databaser. Detta är anledningen till varför denna uppsats enbart undersöker kontrollpremier.

En annan avgränsning är tidsramen för genomförandet av de förvärv och sammanslagningar som ingår i uppsatsen. Tidsperioden som undersöks i sträcker sig från år 2002 till år 2016 och förvärvet skall under dessa år officiellt vara genomfört. Förvärv som enbart annonserats men ännu inte genomförts utesluts. Tack vare en tidsperiod på 15 år täcks in både ned- och

uppgångar i konjunkturen samt möjliggör att ett tillräckligt stort urval ingår för att kunna göra det statistiskt relevant.

Uppsatsen fokuserar enbart på förvärv där målföretaget är noterade på någon av de svenska börserna och har säte i Sverige. Detta gör att skattepolitik, konkurrensläget och andra förutsättningar blir mer likvärdiga för de undersökta företagen. En del av de förvärvande företagen är dock utländska men vanligast är att svenska företag förvärfvar andra svenska företag.

Den sista avgränsningen som gjorts är betalningsmetoden för förvärvet som avgränsats till att enbart inkludera förvärv där betalningen gjordes kontant eller med aktier, alternativt en kombination av dessa. Detta har varit nödvändigt för att kunna beräkna budpremie och kontrollvariabler på ett tillförlitligt och systematiskt sätt.

## **1.7 Disposition**

I det andra kapitlet redovisas uppsatsens referensram i form av centrala begrepp, teoretisk referensram och tidigare forskning om kontrollvariablerna. Detta för att ge läsaren en överblick varför företag gör förvärv och över tidigare studier inom ämnet. I nästa kapitel beskrivs de olika metoderna som använts för att samla in, bearbeta och analysera datan. I kapitel fyra presenteras resultatet. Därefter kopplas det teoretiska ramverket ihop med resultaten i kapitel fem. Arbetet avslutas med en diskussion kring vilka slutsatser som kan dras av uppsatsens resultat samt förslag till fortsatt forskning.

## 2. Uppsatsens referensram

---

*I följande del kommer olika centrala teorier och begrepp för företagsförvärv att gås igenom som sedan följs av hypoteserna som har formulerats med dessa som grund. Avslutningsvis finns en sammanfattning av alla hypoteserna i en tabell.*

---

### 2.1 Centrala begrepp

#### 2.1.1 Företagsförvärv

Vid ett företagsförvärv tar förvärvaren kontrollen över ett målföretaget genom att köpa en majoritet av dess aktier. Dessa köper man från målföretagets aktieägare som erbjuder kontanter, aktier eller annan betalning. Ett förvärv kan vara “vänligt” om målföretagets styrelse är överens med förvärvaren eller “fientligt” om målföretagets styrelse motsätter sig övertagandet (Berk & DeMarzo, 2017). Det är även en skillnad mellan förvärv och konsolidering. Vid ett förvärv, som denna uppsats fokuserar på, så införlivar förvärvaren målföretaget i sin verksamhet. Vid en konsolidering upphör båda företagen att existera och bildar ett nytt företag (Gaughan, 2015).

Blickar man bakåt historiskt så går det att observera att antalet företagsförvärv skett i olika cykler under 1900-talet. (Banerjee & Eckard, 1998). Totalt går det att urskilja sex stycken förvärvsvågor. Dessa vågor har främst tillkommit genom förändring i regleringar, tillgång på kapital, konjunktur och teknologisk utveckling. Ekonomiska kriser har sedan kylt ned marknaden för förvärv (Gaughan, 2015).

Det totala värdet av förvärvet uppkommer ofta från förhandlingar. Det händer att bud accepteras i sin helhet men allt ofta förkastas budet och förhandlingar inleds. Detta sker ofta genom ett så kallat fientligt bud, som innebär att ett företag lägger ett bud utan att ha målföretagets lednings acceptans (Gaughan, 2015). Detta är något som konstateras av Kusewitt (1985) som menar att det främst är förhandlingsmomentet som kan förklara de höga budpremierna. Därför bör förhandlingar undvikas i största möjliga mån, sett ur det förvärvande företagets perspektiv enligt författaren.

### **2.1.2 Kontrollpremie**

I denna uppsats undersöks enbart den så kallade kontrollpremien. Med det avses att det förvärvande företaget förvärvar mer än hälften av målföretagets aktier, och därmed genom majoritet kan styra företaget på egen hand. Kontrollen över företaget är en faktor som påstås öka budpremien markant (Gaughan, 2015). Nedan kommer en genomgång om tidigare forsknings slutsatser gällande olika variablers påverkan på budpremien. Budpremien är för alla förvärv en kritisk faktor och speciellt för den fortsatta utvecklingen av förvärvet. Budpremien tillkommer för att det finns en skillnad i hur respektive part i förvärvet ser på målföretaget. Det förvärvande företaget tror att de framtida vinsterna rättfärdigar förvärvet medan målföretagets aktieägare anser att förvärvssumman rättfärdigar att sälja företaget. Detta är något att se som helt centralt enligt Hayward *et al.* (1997) som menar att premien sätts utifrån det förvärvande företagets förväntningar på förvärvet.

Premien måste vara tillräckligt hög för att erhålla kontroll över företaget samtidigt som man får se upp för att betala för mycket, då det kan leda till värdeförstörande (Ferris & Varaiya, 1987). Det senare har utvecklats till ett teoretiskt resonemang, vinnarens förbannelse, som innebär att den potentiella köpare som övervärderar målföretaget mest är den som vinner budgivningen/förhandlingen, men som då samtidigt förmodligen betalat för mycket för förvärvet.

Att kontrollera ett företag ses i de flesta situationer som något positivt då det ger möjlighet att styra företaget på ett förmånligt sätt som möjliggör framtida synergieffekter för verksamheten. Det ska sägas att värdet på budpremien fluktuerar på grund av olika marknadsmekanismer. Från tillkännagivandet av att ett företag vill förvärva ett annat företag vidare genom förhandling mellan de olika parterna, brukar priserna förändras. Vanligtvis så stiger målföretagets aktiekurs medan det förvärvande företagets aktiekurs rör sig i motsatt håll (Jovanovic & Braguinsky, 2004). Det finns även starka bevis för att budpremien är en viktig faktor för att förstå det förvärvande företagets framtida utveckling, Empiriska bevis finns att det förvärvande företaget utveckling kan påverkas i upp till fyra år efter förvärvet (Hayward *et al.*, 1997).

### **2.1.3 Förvärvsstrategi**

Precis som tidigare nämnt så kommer denna uppsats att fokusera enbart på horisontella och vertikala förvärv. Denna klassificering är att se förvärvet som en enskild händelse som har sin grund i en mer långsiktig strategi för att skapa tillväxt. Författarna Amburgey och Miner (1992) undersökte 262 företag under en 29-årsperiod. De kom fram till att en typ av förvärv

oftast leder till fler liknande förvärv. Görs det ett horisontellt förvärv är sannolikheten större att företaget nästa gång det förvärvar också kommer att göra ett horisontellt förvärv. Författarna menar att det ofta finns en tydlig förvärvsstrategi för hur företag vill växa. Nedan följer en definition av både horisontella och vertikala förvärv samt en kort sammanfattning om tidigare forskning.

### **Horisontella förvärv**

Ett förvärv klassas som horisontellt när det förvärvande företaget och målföretaget är verksamma inom samma bransch. De är att se som direkta konkurrenter på marknaden (Green & Cromley, 1982). Som exempel kan nämnas när det svenska medicinföretaget Astra gick samman med den brittiske konkurrenten Zeneca och bildade AstraZeneca (Zephyr).

Horisontella förvärv minskar konkurrensen och gör att ett företag kan öka sin marknadsandel och makt genom att konkurrenter som säljer liknande produkter och tjänster absorberas. Det kan föra en marknad från att vara konkurrensutsatt till att mer likna oligopol eller ytterst monopol. Därför kan denna typ av förvärv ibland hindras av konkurrensmässiga skäl, då man anser att företaget kan få en allt för stor marknadspåverkan. Av detta skäl finns det många förvärv som aldrig genomförs eftersom myndigheter motsätter sig eller aktörerna tror att de kommer att motsätta sig planerna (Gaughan, 2015).

Teorin om att horisontella förvärv drivs av en önskan att öka företagets marknadsandelar stöds av Halebian *et al.* (2009) som argumenterar för att ökade marknadsandelar är det starkaste motivet för horisontella förvärv. Hur detta i sin tur påverkar budpremien är fortfarande ett relativt outforskat ämne. En av få som berört ämnet är Sonenshine och Reynolds (2013) som hävdar att budpremien ökar i takt med möjligheten att öka sina marknadsandelar. Hårdare konkurrens vid förvärv som motiveras av ökade marknadsandelar bidrar också till att förklara varför budpremien stiger. Därutöver spelar en strängare konkurrenslagstiftning in när förvärvaren ska skaffa sig viktiga marknadsandelar, budpremien blev nämligen högre när en myndighet prövade om det hade för stor marknadspåverkan.

En annan infallsvinkel inom ämnet är Sahlberg (2006) som i sin uppsats "*En eventstudie för vertikala och horisontella förvärv*" inte finner någon skillnad i värdeskapande mellan horisontella och vertikala förvärv. Detta beror bland annat på att marknaden har svårt att kunna avgöra de framtida vinsterna av förvärvet på grund av att det är alldeles för stor osäkerhet kring det förvärvande företagens förmåga att integrera målföretaget i sin verksamhet. Författaren skriver vidare att trots de olika motiven till respektive förvärv så är

det förvärvande företaget i grund och botten ute efter lönsamhet. Enligt resonemanget kan det därmed tänkas att det inte går att uppvisa någon skillnad i budpremie mellan horisontella och vertikala förvärv.

Carpon *et al.* (1998) beskriver i sin artikel att det vid horisontella förvärv oftast sker en resursförflyttning från målföretaget till det förvärvande företaget. Resurserna förflyttas inom branschen för att det förvärvande företaget skall kunna dra nytta av dessa i sin egna verksamhet. Att få kontroll över vissa specifika resurser är enligt författarna ett av motiven för ett företag att genomföra ett horisontellt förvärv.

Motiv specifikt för horisontella förvärv är enligt Green och Cromley (1982) främst “economies of scale”, tillgång till råvaror som används i produktionen, modernisering och att utöka produktionskapaciteten. Detta är även något som stöds av Sahlberg (2006) som menar att horisontella förvärv uppkommer för att det finns starka förhoppningar om att förvärvet skall leda till bättre kapacitetsutnyttjande av exempelvis personal och maskiner.

### **Vertikala förvärv**

Ett förvärv klassas som vertikalt när två företag inom samma industri, men verksamma i olika delar av en leverantörskedja går samman. Företagen är alltså inte att ses som direkta konkurrenter men det finns likväl en tydlig koppling i leverantörskedjan mellan företagen. Som exempel kan nämnas en möbeltillverkare som går bakåt i sin leverantörskedja och förvärvar ett sågverk. Detta benämns som att de integrerar bakåt. Om sågverket skulle förvärva möbeltillverkaren så sägs de integrera framåt (Gaughan, 2015).

Det finns många komplikationer vad gäller just klassificeringen av vad som är ett vertikalt förvärv. Beskrivningen ovan är den moderna definitionen av vertikala förvärv. Tidigare fanns dock en helt annan definition som innebar att om ett förvärv skulle klassas som vertikalt så skulle förvärvande företaget äga 100 procent av målföretaget samt kunna använda 100 procent av målföretagets resurser (Harrigan, 1984). Denna klassificering resulterade i att väldigt få förvärv ansågs som vertikala förvärv. Dessa ansågs istället ofta som diversifierande vilket gjorde det svårare att jämföra med horisontella förvärv.

Vertikal integration används ofta för att man vill få en stabil leverans av material eller annat som krävs för produktionen av företagets produkt. Man önskar till exempel vara oberoende av leverantörer, minska transaktionskostnader samt även kontrollera kvalitet och leveranstider. I vissa fall vill man kunna skaffa specialkomponenter som saknar värde för andra än det egna företaget. Då kan man köpa upp leverantören för att slippa vara i beroendeställning till denna

(Fan & Goyal, 2006). I många industrier blir vertikala förvärv en nödvändighet för att kunna växa och öka effektiviteten enligt Harrigan (1984). Det krävs dock starka samarbetsmekanismer och flexibla organisationer för att kunna lyckas med vertikala förvärv.

Harrigan (1984) redovisar i sin artikel "*Formulating Vertical Integration Strategies*" några av de vanligaste anledningarna till varför ett företag väljer att genomföra ett vertikalt förvärv enligt klassisk teori. Ett av de främsta skälen är att ta kontroll och makt över organisationens miljö. Detta stöds även av Haleblan *et al.* (2009) som menar att skapa och bygga nätverk är ett viktigt motiv vid förvärv. Genom att få tillgång till värdefulla nätverk kan företag få tillgång till resurser och kunskaper som kan hjälpa företaget. Exempel på värdefull kunskap kan vara ny teknologi och varumärkesbyggande. Andra anledningar enligt Harrigan (1984) är koordinering av olika aktiviteter som exempelvis lagerhållning eller att det finns stora vinster i att kunna minska olika tidskrävande uppgifter. Detta kan exempelvis vara att man slipper förhandlingar och kontraktsskrivande med olika leverantörer. Författaren poängterar dock att det är väldigt kostsamt att integrera olika företag i näringskedjan.

Fan & Goyal (2006) skriver att värdeskapandet vid vertikala förvärv är jämförbart med horisontella förvärv. Vidare så genererar vertikala förvärv bättre värde än förvärv som är diversifierande enligt författarnas undersökning.

## **2.2 Effektiva marknadshypotesen**

Den effektiva marknadshypotesen bygger på antagandet att konkurrens mellan marknadens aktörer tar bort möjligheterna att göra affärer med ett positivt nuvärde. Vidare innebär hypotesen att värdepapper som har identisk risk ska ha samma förväntade avkastning. Slutligen om all relevant information finns tillgänglig för marknadens aktörer så kommer tillgångar att vara korrekt prissatta och därför eliminera möjligheterna till arbitrage (Berk & DeMarzo, 2017).

Enligt Fama (1970) så reflekterar priserna all tillgänglig informationen på den effektiva marknaden och han beskriver tre villkor som ska vara uppfyllda för att en marknad ska kunna anses som effektiv:

1. Det finns inga transaktionskostnader för att handla värdepapper
2. All information finns tillgänglig gratis för alla marknadsaktörer
3. Alla parter är överens om implikationerna av den tillgängliga informationen för det nuvarande priset samt fördelningen av framtida priser för varje värdepapper



Vidare så anser Fama att det finns tre nivåer av marknadseffektivitet:

- *Svag*: Den enda informationen som finns på marknaden är historiska priser och avkastning.
- *Halvstark*: Priserna på marknaden baseras på all tidigare publicerad information.
- *Stark*: Priserna på marknaden speglar all tillgänglig information samt insiderinformation.

Vad gäller information som är tillgänglig för allmänheten kan den effektiva marknadshypotesen sägas fungera ganska väl eftersom förändringar genast brukar speglas i priset vilket gör det osannolikt att kunna tjäna pengar på denna typ av information. I verkligheten är det dock svårt att finna marknader med stark effektivitet. För det första så finns det mycket så kallad privat information som vissa individer skaffat sig genom att t.ex. undersöka ett företag mer noggrant än andra. Sedan kan information som är tillgänglig för allmänheten ändå kräva stor kunskap för att kunna utvärderas. Till exempel kan lanseringen av en ny produkt vara svårbedömd för personer som inte är insatta branschen eller som saknar teknisk expertis (Berk & DeMarzo, 2017).

Malkiel (2003) försvarar i sin artikel "*The Efficient Market Hypothesis and It's Critics*" den effektiva marknadshypotesen genom att beskriva ett experiment där apor fick konstruera en aktieportfölj genom att med ögonbindel kasta pilar på The Wall Street Journal aktielista. De lyckades på detta vis att skapa en lika bra portfölj som många aktivt förvaltade. Kontentan är att man ska investera brett för att man ändå inte kan slå den genomsnittliga långsiktiga avkastningen på marknaden. Med andra ord kan marknaden ses som effektiv eftersom en konsekvent överavkastning nästan är omöjlig att nå. Malkiel säger dock att även om marknaden är ganska effektiv så kan investerare fortfarande göra kollektiva felbedömningar, något som till exempel hände under it-bubblan. Vidare så ligger förklaringen till många så kallade förutsägbara mönster i företagens karaktär och att olika parametrar används för att göra värderingar.

Marknadens effektivitet är dock ett omtvistat område där många forskares åsikter går isär. Exempelvis hävdar Rosenberg *et al.* (1985) att marknaden inte alls kan ses som effektiv. De fann att felvärderingar fanns på den amerikanska aktiemarknaden och detta kunde utnyttjas genom olika investeringsstrategier som ledde till överavkastning. Därmed drogs slutsatsen att marknaden inte var effektiv.

Teorin om den effektiva marknadshypotesen är en viktig del för att kunna förstå vad som ligger bakom priset på målföretaget. Grundantagandet om att all tillgänglig information återspeglas i företagets pris och därmed påverkar budpremien är att se som centralt i denna uppsats.

### **2.3 Neoklassiska motiv till förvärv**

Artikeln "*Motive Archetypes in Mergers and Acquisitions*" som är skriven av Angwin (2007) redogör för den neoklassiska teorin som bygger på att det finns enskilda rationella motiv till varför företag förvärvar. Dessa härstammar från finans, nationalekonomi, och strategiforskningen. Inom finans är företagets uppgift att maximera aktieägarnas värde. Nationalekonomen ser företag som homogena beslutstagande enheter som söker långsiktig lönsamhet genom att skaffa sig konkurrensfördelar gentemot sina konkurrenter. Detta sker genom kostnadsreducering och ökad marknadsmakt. Det strategiska perspektivet fokuserar på företagets position på marknaden, och överlappar med både det finansiella och nationalekonomiska perspektivet. Fokus ligger även på företags unika kompetenser och resurser som skapar långsiktiga konkurrensfördelar. Enligt den neoklassiska teorin så skall endast förvärv som "maximerar det ekonomiska värdet för det förvärvande företagets aktieägare" genomföras. Förvärv som inte leder till detta klassas som misslyckade.

Det skall dock sägas att det ytterst sällan enbart är ett motiv som kan förklara varför förvärvet sker. Ofta är det flera motiv som samspelar. Motiven till förvärven berättar för oss varför ett företag vill förvärva ett annat med vetskapen att man förmodligen kommer att betala mer än marknadsvärdet.

Angwin (2007) delar upp de olika motiven i olika kategorier. Den första kategorin är engångsvinster från förvärvet och innehåller bland annat följande punkter: tillgång till likvida medel, skatteeffekter och förändring av kapitalstrukturen. Genom att köpa upp exempelvis mindre belånade företag kan koncernens skuldsättningsgrad minskas.

Den andra kategorin fokuserar mer på långvariga vinster som uppstår när två företags verksamheter kombineras: "economies of scale", som innebär att besparingar görs genom större produktionsvolym, "economies of scope", att man sprider exempelvis marknadsföringskostnader över fler enheter. Sen finns det även vissa specifika motiv med ett förvärv som att exempelvis få tillgång till specifika resurser eller kunskaper.

Dessa motiv är ett urval av alla tänkbara motiv. Inom forskningen av förvärv brukar synergier

ses som ett nyckelbegrepp för att förstå vad som är drivande bakom viljan att förvärva ett annat företag för en köpeskilling som överstiger nuvarande marknadsvärde.

## 2.4 Synergieffekter

Synergier vid företagsförvärv kan ses som att de sammanslagna företagen tillsammans blir mer lönsamma än de individuella företagen enskilt. Därför har förvärvaren råd att betala en premie för målföretaget, då värdet av sammanslagningen blir högre än priset som betalats (Gaughan, 2015). Med andra ord så behöver *net acquisition value* (NAV) vara positivt, vilket matematiskt kan beskrivas på följande vis:

$$NAV = V_{AB} - [V_A + V_B] - P - E$$

där:

$V_{AB}$  = det kombinerade värdet av de två företagen

$V_A$  = värdet av företag A

$V_B$  = värdet av företag B

$P$  = premien som man betalat för B

$E$  = kostnaderna för förvärvsprocessen (transaktionskostnader)

Det kräver därför att synergieffekterna är större än  $P + E$  (premien plus transaktionskostnaderna) för att kunna motivera till förvärv, annars betalar förvärvaren ett överpris för målföretaget. Omskrivet blir det:

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

När man genomför förvärv så hoppas man på att olika positiva synergieffekter ska uppnås under de nästkommande åren. Beskrivet över en längre tidshorisont så måste:

$$P < [SG_1/(1+r) + SG_2/(1+r)^2 + \dots + SG_n/(1+r)^n]$$

där:

$P$  = betald premie

$SG$  = synergistiska värdeökningar

$r$  = riskjusterad räntesats

$n$  = antal tidsperioder

Problematiken med att räkna ut rimliga premier är att synergieffekterna vanligen inträffar längre fram i tiden. Desto längre fram i tiden desto mindre nuvärde, vilket då kräver en större värdeutveckling för att kompensera för premien. Då behöver man använda en hög räntesats,

vilket kan göra det svårt att motivera förvärvet. Ytterligare en faktor är hur konkurrenterna kommer att reagera på förvärvet. Troligen ser de inte passivt på när ett företag förvärvar andra aktörer i branschen. Värdeökningar som man förväntades få genom sammanslagningen kan bli mindre om konkurrenterna vidtar olika motåtgärder. Detta är mycket svårt att räkna in vid förvärv, men är något som bör finnas i åtanke när man begrundar synergieffekterna. (Gaughan, 2015).

Trautwein (1990) menar att synergier uppstår när det förvärvande företaget ersätter målföretagets ineffektiva ledning med en mer effektiv ledning. Synergier definieras även mer specifikt och delas upp i tre typer:

1. *Operationella synergier* - ökad lönsamhet och kostnadseffektivitet på grund av skalfördelar, större volym och att kunskap kan transfereras mellan företagen.
2. *Finansiella synergier* - minskad kapitalkostnad då företaget kan ta billigare lån och även skapa en intern kapitalmarknad.
3. *Ledningssynergier* - genom förvärvarens nya strategier och bättre samordningsförmåga ökas produktiviteten hos målföretaget.

#### **2.4.1 Operationella synergier**

Operationella synergier kan uppstå vid både horisontella och vertikala förvärv och ger ökade intäkter och lägre kostnader. I verkligheten är lägre kostnader enklare att uppnå än ökade intäkter. Operationella synergier som ger upphov till ökade intäkter erhålls framförallt från följande källor:

- Prissättningsmakt
- Kombination av funktionella styrkor
- Tillväxt från snabbväxande marknader eller nya marknader

Två företag kan tillsammans skapa en större makt över priset på marknaden. Tillsammans får de en bättre förhandlingsposition som exempelvis kan ge lägre inköspriser. Ofta förutsätter dessa fördelar att företagen är verksamma i samma bransch.

Företag som går samman kan ha olika funktionella styrkor. Ett företag kan vara bra på marknadsföring och ett annat företag bättre på att få ut nya produkter på marknaden. Genom att kombinera sina styrkor och kompensera varandras svagheter kan företaget skapa nya konkurrensfördelar (Gaughan, 2015). Asquith (1983) fann att företag har unika resurser som när de kombineras med andra företags kan ge upphov till synergieffekter. Vinsterna från dessa

tillfaller främst målföretaget eftersom budgivningen gör att vinsten försvinner för de förvärvande företagen, något som även visar på att förvärvsmarknaden är relativt effektiv.

Slutligen så kan företag som verkar på mogna marknader med låg tillväxt investera i nya snabbväxande marknader för att fortsätta expandera. Genom att förvärva företag verksamma på till exempel tillväxtmarknader kan man nå dessa nya marknader.

Det är vanligast att förvärvaren försöker reducera sina kostnader genom förvärv. Tillverkande företag söker "economies of scale" genom att bli större och därigenom minska de rörliga kostnaderna genom ökad volym. Genom ökad storlek på verksamheten kan även personal och utrustning specialiseras mer. Dessa positiva synergier verkar upp till en viss nivå där "dissynergier" börjar uppstå på grund av svårigheterna med att styra väldigt stora organisationer effektivt, vilket istället driver upp kostnaderna. Man kan genom förvärv även söka "economies of scope", vilket är möjligheten att utnyttja samma inputs för att skapa fler typer av produkter och tjänster. Economies of scope är viktigt inom bland annat bank- och finansbranschen (Gaughan, 2015).

#### **2.4.2 Finansiella synergier**

Vid sammanslagningar kan finansiella synergier uppstå som sänker kapitalkostnaderna för de inblandade företagen (Gaughan, 2015). Tillsammans kan olikheter i företagens kassaflöde jämnas ut, vilket kan leda till att kapitalmarknaden ser företaget som mindre riskfyllt att ha som låntagare. Ett jämnare kassaflöde minskar även risken för obestånd. Detta förutsätter dock att företagen innan en sammanslagning har relativt okorrelerade kassaflöden, vilket då leder till en utjämning när de sammanfogas. Detta gör att om ena företaget hamnar i finansiellt trångmål så kan det andra, ifall de då har ett bättre kassaflöde, täcka det andra företags utbetalningar. Denna effekt kallas för "debt coinsurance" och leder till följande samband mellan aktieägares och kreditgivarens avkastning:

$$R_T = R_S + R_B$$

där:

$$R_T = \text{total avkastning}$$

$$R_S = \text{avkastning aktieägare}$$

$$R_B = \text{avkastning obligationsägare}$$

Här uppstår problematiken att kreditgivare tjänar på att företaget de lånar ut pengarna till blir mindre riskfyllt, medan aktieägarna förlorar för att de får betala för sammanslagningen. Det skapas en omfördelning av avkastning från  $R_S$  till  $R_B$ , alltså från aktieägare till kreditgivare.

Ett sätt för aktieägarna att få tillbaka en del av avkastningen är att företaget efter sammanslagningen tar nya och billigare lån som kan användas som ränteskuld. Då höjs risken samtidigt som man sänker kapitalkostnaderna. (Gaughan, 2015)

Större företag kan sänka sina finansiella kostnader jämfört med mindre företag eftersom de har bättre tillgång till finansiella marknader och för att de anses som mindre riskfyllda. Detta leder till lägre ränte- och transaktionskostnader vilket ger företaget finansiella stordriftsfördelar. Större företag med tillgång till billigt kapital blir därför attraktiva på förvärvsmarknaden. Detta gör att det kan bli gynnsamt för mindre företag att slå sig samman med större företag för att nå lägre kapitalkostnader. Detta brukar ses som ett bättre sätt att tillförskaffa sig kapital än att söka sig till externa finansiärer. (Trautwein, 1990).

En annan liknande situation är när ett stort och kapitalrikt företag som saknar intressanta projekt, kan kapitalisera ett litet och kapitalfattigt företag som har många intressanta projekt, men som inte har råd att genomföra dem. Då kan sammanslagningen leda till att både sänka kapitalkostnaden samtidigt som avkastningen höjs för alla inblandade (Gaughan, 2015).

### **2.4.3 Ledningssynergier**

Det finns ibland en tro hos det förvärvande företaget att deras ledning bättre kan utnyttja målföretagets resurser än nuvarande ledningen och därför öka värdet på företaget. Då man förutspår en värdeökning så kan man vara villig att betala en budpremie, till exempel när ett stort och väletablerat företag köper upp ett litet entreprenörsföretag. Där kan det stora företagets ledningskompetens och distributionsnätverk komma till stor användning för att ta det lilla företagets produkt ut på den breda marknaden. Det kan dock vara svårt att finna förvärv där ledningssynergier är den primära orsaken, eftersom det brukar vara ett av många motiv (Gaughan, 2015).

Asquith (1983) visar på att det förvärvande företaget kan uppnå synergieffekter genom att ersätta en ineffektiv ledning hos målföretaget. Ledningens effektivitet återspeglas i aktiepriset och därför kan man få överavkastning på sina aktier när den byts ut till en ny som bättre kan utnyttja företagets resurser, vilket beskrivs som "Inefficient Management Hypothesis".

### **2.4.4 Kritik mot vid förvärv**

Viss kritik mot synergieffekterna riktar Trautwein (1990) i sin artikel "*Merger Motives and Merger Prescriptions*" och menar att operationella och ledningssynergier anses som tvetydiga koncept som sällan infinner sig vid själva sammanslagningen. Tänka operationella synergier som "economies of scale" kan också motverkas av att tidigare kunder hos målföretaget inte

vill vara kvar när man slår sig samman med förvärvaren (Gaughan, 2015). Finansiella synergier har starkt ifrågasatts då de inte bör existera på en effektiv marknad. Rent av ses förhoppningarna på synergier främst som ett sätt att marknadsföra förvärv så att aktieägare, legala organ och myndigheter kan acceptera att de genomförs.

## **2.5 Beteendeteoretisk perspektiv på förvärv**

Då de neoklassiska teorierna fokuserar på hur aktieägarna strävar efter att maximera sitt värde så fokuserar de beteendeteoretiska perspektiven på hur psykologi påverkar ledningsgruppen och finansmarknaden i samband med beslut om förvärv (Gugler *et al.*, 2012). Då förvärv utförs av företag men beslutas av individer så kan beslutsfattarna vara påverkade av olika personliga motiv som är bortom värdemaximeringen för företagets aktieägare (Berk & DeMarzo, 2017). Nedan följer ett avsnitt som beskriver vilka bakomliggande beteendemässiga faktorer som kan sägas förklara uppkomsten av de höga budpremierna som skiljer sig från de strikt rationella och ekonomiska skälen.

### **2.5.1 Principal-agent teori**

Eftersom de flesta aktieägare är så kallade passiva investerare så har de inte någon önskan att delta aktivt i styrningen av företaget. Deras innehav är bara ett av många i en diversifierad portfölj och de kan inte lägga lika mycket tid eller kraft på att övervaka alla företag där de äger aktier. Problemet uppstår när aktieägarnas intressen skiljer sig från ledningens. Detta sker när ledningen sätter sina egna intressen över aktieägarnas även om de är tillsatta att öka värdet för ägarna. Principal-agent problematiken kan lösas genom olika incitamentsprogram och övervakning. Genom till exempel aktier eller optioner försöker man att sammanfoga ledningens ersättning till aktieägarnas intresse. Styrelsen verkar för att minska gapet genom att övervaka ledningen å aktieägarna vägnar men av olika skäl så kan styrelsens oberoende gentemot ledningen vara underminerat. (Kim *et al.*, 2009)

Det finns starka empiriska bevis för att ett företags förvärvsaktivitet ökar ledningens kompensation. Detta beskriver bland annat Agrawal och Walking (1994) som undersökte samband mellan kompensation och förvärv hos de 800 största företagen i världen. De fann bevis för att just förvärvsaktivitet hos företag ökade kompensationen till ledningen. Detta stöds även av Harford och Li (2007) som i sin artikel "Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs" finner att VD:ar blir rikligt belönade med aktier och aktieoptioner efter förvärv. Vidare beskriver man även vikten av välfungerande företagsstyrningsmekanismer för att hålla kompensation till VD på en skälig nivå. Författarna

fann ett samband mellan en styrelse med starkt mandat och för en VD:s kompensationsutveckling efter ett förvärv.

### **2.5.2 Empire Building**

Skälet till varför ledningen ibland kan bevilja investeringar som har negativt nuvärde sägs bero på att de vill bygga imperium. Ju större företag som man leder, desto större ersättning och förmåner tilldelas man och detta skapar motiv till att göra förvärv och sammanslagningar endast i syfte att öka företagets storlek utan att tillföra aktieägarna något extra värde. Stora sammanslagningar ger också publicitet och prestige till de inblandade som också kan ha svårt att till exempel sälja olönsamma avdelningar eller att avskeda personal eftersom detta skapar negativ press (Berk och DeMarzo, 2017).

Enligt teorin för "empire building" så genomförs förvärv för att maximera ledningens nytta snarare än aktieägarnas, något som härstammar från företags separering av ägare och ledning. I detta ingår även den så kallade "overpayment hypothesis" som säger att ledningar är överoptimistiska och har andra intressen än ägarna, något som gör att de betalar överpris för att förvärva företag. Här borde alltså utannonseringen av ett förvärv sänka förvärvarens aktiekurs, men detta sker inte då investerare redan räknat in "slöseriet" av pengar tidigare (Trautwein, 1990).

Teorin blir väldigt aktuell för uppsatsen då förutsättningarna oftast förändras i takt med att företaget växer och blir större. Moeller och Schlingeman (2004) fann i sin studie "*Firm size and the gains from acquisitions*" att större företag betalar mer i premie än mindre företag. Budpremien för stora företag var i snitt 68 procent medan motsvarande siffra för små företag var 62 procent. Författarna kom inte bara fram till att de större företagen betalade mer för sina förvärv, de hade även svårare att skapa värde av förvärvet.

Agrawal och Walking (1994) fann bevis i sin studie för att storleken på företaget påverkade kompensationen till ledningen. Desto större företaget var desto högre var kompensationen till ledningen. Detta kan förklara varför det finns starka incitament för en ledning att vilja få företaget växa genom förvärv.

Empire building-teorin kan sägas ha sin grund i principal-agent teorin (Trautwein, 1990). Det kan tänkas att aktieägarnas största intresse inte är att maximera storleken på företaget utan att maximera sin egna avkastning. Teorin vittnar om ledningens oförmåga att inse vikten av budpremien vid förvärv. Vid fokus på att maximera sin egen makt och kompensation torde budpremien tonas ned i betydelse av ledningen.



### **2.5.3 Hybrishypotesen**

Roll (1986) beskriver hybrishypotesen som att ledningen hos det förvärvande företaget tror sig kunna värdera målföretaget bättre än marknaden. På grund av denna övertro betalar förvärvaren för mycket för förvärvet samt överskattar värdeskapandet och synergieffekterna. Denna teori är en förklaring till varför förvärvaren ibland betalar en orimlig premie över det korrekta marknadspriset och pekar också på att ledningen kan ha vissa andra motiv än ekonomiska när förvärv skall göras.

Det finns också teorier kopplat till hur ledningens självförtroende kan kopplas till frekvensen och förutsättningarna för förvärv. Malmendier och Tate (2008) hävdar i sin artikel "*Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*" att en VD som kan anses besitta ett högt självförtroende har en 65 procent högre chans att genomföra ett förvärv än en VD med lägre självförtroende. En VD med högre självförtroende har även en större risk att genomföra förvärv med sämre utgång när det förvärvande företaget har rikligt med resurser. Denna bild stärks även av Hayward och Hambrick (1997) som menar att budpremien vittnar om ledningens förväntade vinster av förvärvet. Vidare menar de även att en VD:s hybris påverkar budpremien. Denna hybris påverkas mycket av situationen vid tidigare förvärv, som exempelvis medial uppmärksamhet eller hur det gick vid förra förvärvet.

Detta är även något som stöds av Jensen (1986) som i sin artikel förklarar utifrån "free cash flow model" att desto mer fritt kassaflöde ett företag har desto större är risken för att ledningen tar sämre investeringsbeslut. Det fria kassaflödet kan antingen delas ut till ägarna eller investeras. Ledningen brukar förespråka det sistnämnda då det ofta innebär att företaget växer och ledningen blir mäktigare. Ett bra exempel på detta är just att förvärva andra företag. För mycket fritt kassaflöde kan alltså leda till att effektiviteten i investeringarna sjunker och företaget ger sig in på värd förstörande aktiviteter.

## **2.6 Tidigare forskning om kontrollvariablerna**

Den tidigare forskningen har precis som nämnts i inledningen inte enhetligt kunna fastställa vilka faktorer som ligger bakom budpremiens storlek. En väsentlig del av den tidigare forskningen har antingen fokuserat på en enskild variabel eller främst på den amerikanska marknaden. Nedan följer en beskrivning om tidigare forskning för varje kontrollvariabel.

### **2.6.1 Målföretagets skuldsättningsgrad**

Ett företags skuldsättningsgrad är ett mått som säger oss något om företagets kapitalstruktur. Hur stor andel av företaget som finansieras med lån. Företagets belåningsgrad kan kopplas

tydligt till upplåningskostnaderna. Vid ränteförändringar påverkas företagens kapitalkostnad. Clayton och Ravid (2002) undersökte skuldsättningsgradens påverkan på budpremien. De kom fram till att det finns ett negativt samband mellan variablerna. När skuldsättningen på målföretaget ökar så minskar budpremien bland annat med tanke på risken som förknippas med hög belåning.

En annan infallsvinkel på ämnet är Stulz (1988) som fann det motsatta sambandet i sin undersökning. Stultz menar att om ägarnas andel i företaget är konstant samtidigt som skuldsättningsgraden ökar så ökar ägarnas makt relativt. Detta eftersom företaget får in kapital från långgivare istället för att sälja ut andelar i företaget för att på så sätt anförskaffa kapital. Vilket leder till att det krävs högre budpremier för att kompensera ägarna. En annan studie inom samma område är Elias Raad (2012) som undersökte 190 förvärv mellan 1995-2005. Han fann likt Stulz stöd för att skuldsättningen ökar budpremien, dock med förbehållet att målföretagets ägare har starkare kontroll över företaget. Detta är något som även stöds av Moeller (2005) som i sin undersökning av 388 förvärv fann att skuldsättningen också ökar budpremien.

**Hypotes 1:** *När skuldsättningen är hög krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna*

### **2.6.2 Målföretagets market-to-book kvot (M/B-kvot)**

Företagets market-to-book kvot säger oss hur företaget värderas marknadsmässigt jämfört med värdet i böckerna, det vill säga rent redovisningsmässigt. Haleblan *et al.* (2009) menar att högt värderade företag, med hög M/B-kvot, söker andra liknande företag som är högt värderade. Detta gör att förhandlingsläget inte alltid är så bra som det hade varit ifall högt värderade företag hade sökt lågt värderade företag. Det finns tydliga bevis för att antalet förvärv följer samma mönster som konjunkturerna. När värderingarna av företag är höga sker flest förvärv (Jovanovic & Rousseau, 2001). Genom att följa detta resonemang kan vi dra slutsatsen att de flesta förvärv sker när M/B-kvoten är hög.

Goergen och Renneboog (2004) undersökte 187 förvärv under 1990-talet. De fann ett positivt samband mellan M/B-kvoten och budpremien. När M/B-kvoten stiger så stiger även budpremien. Författarna beskriver vidare att M/B-kvoten handlar främst om förväntningarna på företaget i framtiden. Värderingen av företaget grundar sig på att marknaden tror att företaget kommer att generera en positiv värdeutveckling som rättfärdigar dagens pris. Vi kan dra slutsatsen att köparna som betalar en högre premie för företaget delar marknads syn på

företagets framtida vinster.

**Hypotes 2:** *När företaget är högt värderat (hög M/B-kvot) så krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna*

### 2.6.3 Betalningssätt

Ett företagsförvärv kan betalas med kontanter, aktier eller en kombination av båda. Man kan även använda målföretagets aktier som en del av betalningen eller obligationer. Aktierna som används kan vara både stam- och preferensaktier. Betalning med aktier kan ge vissa skattefördelar kontra betalningar gjorda med kontanter. Dock måste man vid betalning med aktier komma överens om aktiepriser både för det förvärvande företaget och målföretaget separat. En problematik med rena kontantbetalningar är att förvärvaren då ofta använt sig av lånefinansiering och därmed tar på sig extra finansiell risk i samband med förvärvet (Gaughan, 2015).

Många studier har undersökt vilket av betalningssätten kontant eller med aktier som kan ha påverkan på budpremien. Davidson och Cheng (1997) undersökte 219 förvärv under tidsperioden 1981-1987 och kom fram till att förvärv som betalas kontant har en högre premie. Budpremien för förvärv betalda med aktier uppmättes till 29,3 procent och för kontant till 39,9 procent. Författarna trycker framförallt på att skattesystemets uppbyggnad påverkar de olika betalningssättens förutsättningar. Förvärv betalda med kontanter kapitalbeskattas medan förvärv betalda med aktier innebär fler möjligheter att skjuta upp skatten. Detta gör att målföretagets aktieägare kräver en högre premie vid betalning med kontanter.

För att kunna finansiera ett förvärv kontant krävs likvida medel. Precis som nämnts i principal-agent teorin finns det en risk för sämre investeringsbeslut vid god tillgång på likvida medel (Jensen, 1986). Detta borde leda till att förvärv som betalas med kontanter leder till högre budpremier. Ett annat perspektiv vad gäller variabelns påverkan ger Edvardsson *et al.* (2015) som i sin uppsats hittar ett samband mellan budpremien och betalning med både aktier och kontant.

**Hypotes 3:** *Vid förvärv som betalas med kontanter krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna*

### 2.6.4 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv

Antingen kan man förvärva ett företag inhemskt, vilket innebär att den ekonomiska strukturen och kulturen är sig lik, eller så kan man förvärva ett företag i ett annat land. I detta läge

kommer man att möta helt andra förutsättningar som ställer helt andra krav på integration. Harzing (2002) menar att det finns många anledningar till varför företag vill förvärva utomlands men allt som oftast finns det en väldigt tydlig global strategi bakom. Företag som förvärvar utomlands har ofta ett uttalat mål att söka sig utanför sitt egna lands gränser. Utländska förvärv har stigit väsentligt i antal de senaste åren. Det finns flera anledningar till detta. Shimizu *et al.* (2004) menar att det främst kan förklaras utifrån liberalisering av marknaden, privatisering och industriell konsolidering.

I Goergen och Renneborgs (2004) studie hittade de ett samband mellan inhemska förvärv och budpremien. Inhemska förvärv hade i snitt cirka 1 procent högre budpremie än gränsöverskridande förvärv. Författarna beskriver detta som förvånande då motsatsen ofta påvisas i teorin. De kommer inte med någon förklaring till varför detta samband kan uppvisas utan det är något som framtida studier får undersöka.

Enligt Rossi & Volpin (2004) finns det även betydande bevis på att länder med starkt aktieägarskydd, med specifika konkurrenslagor och bolagsrätt som gynnar båda parter i förvärvet bidrar till ökad förvärvsaktivitet. Författarna hittade även bevis för att budpremien är cirka 3 procent högre vid gränsöverskridande förvärv i länder med starkt aktieägarskydd. De kom alltså fram till att länder med starka regleringar kring aktieägarskydd leder till högre förvärvsaktivitet och budpremie. Detta på grund av främst två olika anledningar. För det första så ger ett starkare skydd lägre kapitalkostnader vilket gör att fler är med och budar, vilket gör att budpremien stiger. Den andra anledningen är att starkt skydd leder till ett mer spritt ägande vilket gör att det ställs högre krav i förhandlingar vilket då ökar budet (Rossi & Volpin 2004).

Ovanstående resonemang stöds även av Sonenshine och Reynolds (2013) som genomförde en omfattande studie av gränsöverskridande förvärv. I studien ingick 848 förvärv och författarna hittade starka bevis för att gränsöverskridande förvärv genererar högre budpremier. Detta samband är ännu högre i utvecklingsländer. Antagandet om att gränsöverskridande förvärv genererar högre budpremie stöds även av Cheng och Chan (1995). Sonenshine och Reynolds (2013) fann dock att budpremien påverkas av hur företagsklimatet ser ut i det land som målföretaget befinner sig i. Desto svårare det är att göra affärer i landet desto lägre blir budpremien. Även valutakursen i landet där förvärvaren har sin hemvist kan påverka budpremien, då till exempel en stigande kurs mot kronan gör det billigare att förvärva i Sverige.

#### **Hypotes 4: Gränsöverskridande förvärv kräver en högre budpremie**

##### **2.6.5 Ägarandel innan förvärv**

Moeller (2005) undersökte i sin studie *“Lets make a deal! How shareholder control impacts merger payoffs”* 388 förvärv under 1990-talet. Författaren fann bevis för sin tes att ju starkare kontroll målföretagets aktieägare har över företaget, desto större budpremie krävs för att ägarna skall släppa kontrollen över företaget. Författaren beskriver att styrelserepresentation och kontroll över ledningen är viktiga faktorer för ägarna att kunna maximera sitt förhandlingsläge. Det brukar förekomma ett stort motstånd från målföretagets ledning vid förhandlingar eftersom de inser att det finns en hög risk att de antingen förlorar jobbet eller får en mindre betydande roll (Gortin *et al.*, 2009).

En annan studie inom området är Davidssons och Oddbjörns (2013) masteruppsats som undersökte sambandet mellan ”toehold” och premier. Författarna kom fram till att en större ”toehold” ger en lägre budpremie. Med andra ord, större ägande innan förvärvet av det förvärvande företaget ger en lägre budpremie. Vidare så fann även författarna starka bevis för att en ”toehold” ökar chanserna för att budet accepteras. Hur detta påverkar budpremien påvisas dock inte i uppsatsen. Studien är väldigt intressant och aktuellt då uppsatsen fokuserar på den svenska marknaden.

Författarna Hubbard och Palia (1995) var inne på samma spår och fann bevis för att tidigare ägande på låga nivåer leder till lägre budpremier. Detta för att ledningen ofta blir allierad med dessa ägare. Att sträva efter att kontrollera företaget är något som värderas högt bland de större aktieägarna. Detta är en av anledningarna till varför aktier med olika antal röster har uppkommit. Vidare så säljer ogärna kontrollerande ägare sina andelar på aktiemarknaden då kontroll värderas högt. Det möjliggör nämligen att man får makt över att utse personer till styrelsen, besluta om investeringar och status från att äga och styra ett framgångsrikt företag.

På grund av att variabeln kommer till att klassificeras som en dummyvariabel kommer hypotesen enbart att utgå ifall det finns ett tidigare ägande eller ej.

#### **Hypotes 5: Tidigare ägande i målföretaget leder till en lägre budpremie**

##### **2.6.6 Målföretagets storlek**

Alexandridis *et al.* (2013) hittar i sin artikel *“Deal size, acquisition premia and shareholder gains”* stöd för att affärens värde har ett negativt samband med budpremien. Undersökningen omfattar 3691 förvärv mellan år 1990-2007. I den övre kvartilen i undersökningen som

baseras på affärens värde storleksmässigt, var budpremien i snitt 36,5 procent medan den var 52,6 procent i den undre kvartilen. En tänkbar anledning till detta är enligt författarna att större förvärv oftast till sin natur innebär en högre risk vilket får det förvärvande företaget att lägga ner mer resurser på att exempelvis värdera företaget, undersöka dess leverantörer och marknadskanaler. Detta till trots så är förvärv mer värdeförstörande för förvärvarens aktieägare än för målföretagets. Förklaringen sägs ligga i att stora förvärv är mer komplexa och att de ekonomiska fördelarna därför har svårare att utkristalliseras.

Med utgångspunkten att stora företag gör stora förvärv och att små företag gör små förvärv kom Moeller *et al.* (2004) fram till att storleken på målföretaget är positivt korrelerad med budpremien. Små företag är bättre på att göra förvärv än stora företag och de betalade oftare med kontanter. I små företag brukar ledningen verka mer i samråd med ägarna och även ha ett större aktieinnehav i företaget. Detta skulle vara tänkbara motiv till varför de är mindre slösaktiga när de gör förvärv. I större företag kan ledningen, eftersom de byggt upp ett stort och framgångsrikt företag, vara mer benägen till hybris. Det kan också bero på att stora företag enklare kan göra förvärv och har färre hinder för att genomföra förvärv. Stora och framgångsrika företags aktier kan vara övervärderade och därför skapa incitament att använda dem till att förvärva. Slutligen kan även ett välvuxet företag ha kommit längre in i sin tillväxtecykel och därför ha svårt att finna andra tillväxtmöjligheter än förvärv.

De flesta förvärvar ett mindre företag då det är svårare att finansiera ett större förvärv. Det krävs stora mängder likvida medel vilket de flesta företag inte innehar (Gorton *et al.*, 2009). Detta resulterar i att det finns mindre antal intressenter till större företag vilket gör att det blir mindre konkurrens om de större målföretagen och därmed mindre budpremie.

En tidigare uppsats som undersökt den svenska marknaden under en snarlik period som i denna uppsats kom fram till att målföretagets storlek inte har kunnat påvisa ett signifikant samband med Alexandridis resultat (Edvardsson *et al.*, 2015).

**Hypotes 6:** *Ju större målföretaget är, desto högre budpremie*

## 2.7 Tabell hypoteser

Tabell 2.1 Hypoteser

Variabel	Hypotes
Målföretagets skuldsättningsgrad	<b>H1:</b> När skuldsättningen är hög krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna
Målföretagets market-to-book	<b>H2:</b> När företaget är högt värderat (hög M/B-kvot) så krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna
Betalningssätt	<b>H3:</b> Vid förvärv som betalas med kontanter krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna
Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv	<b>H4:</b> Gränsöverskridande förvärv kräver en högre budpremie
Ägarandel innan förvärv	<b>H5:</b> Tidigare ägande i målföretaget leder till en lägre budpremie
Målföretagets storlek	<b>H6:</b> Ju större målföretaget är, desto högre budpremie

## 3. Metod

---

*I metoddelen så beskrivs vilken typ av studie som valts att göras, hur data samlats in och bearbetats samt hur förvärven har klassificerats i urvalet. De olika analyser och tester som genomförts går igenom samt hur variablerna har räknats ut. Avslutningsvis så framförs kritik mot metoderna som valts där även reliabilitet och validitet för uppsatsen diskuteras.*

---

### 3.1 Forskningsansats

Denna uppsats är gjord som en *kvantitativ* studie av redan tillgänglig sekundärdata. Detta eftersom befintliga data bör anses vara rättvisande och fullt tillräckliga för ändamålet. Enligt Bryman och Bell (2011) så kännetecknas kvantitativ forskning av tre olika punkter:

- Teoriprövningen är att beteckna som deduktiv
- Utgår från ett naturvetenskapligt synsätt
- Uppsatsen bygger på objektivism

Att en uppsats kan ses som deduktiv innebär att författarna till en studie tar fram ett antal hypoteser som skall provas med grund i tidigare forskning. Utgångspunkten för frågeställningarna, syftet och teorin blir alltså förankrat i den tidigare forskningen som i sin tur bestämmer vilken data som skall samlas in. Motsatsen till en deduktiv inriktning är en induktiv inriktning, som innebär att det istället är olika observationer som ligger till grund för den teori och data som skall användas. Den andra punkten berör mer ett allmänt inriktat synsätt som präglar uppsatsens förhållningssätt till vetenskapen. Exempelvis att hypoteser skall formuleras och testas för att kunna förklara en företeelse. Den tredje punkten handlar främst om att personliga värderingar och åsikter inte skall spegla arbetet. Sociala företeelser skall ses i ljuset av yttre fakta. (Bryman & Bell, 2011). Varje situation skall alltså bedömas enligt samma kriterier och inte lämna något utrymme för egen tolkning.

På grund av uppsatsens utformning och inriktning har frågeställningar samt syfte anpassats för att arbetet ska följa en röd tråd som i slutändan leder till frågeställningen besvaras. Ett kvalitativt tillvägagångssätt riskerar att misslyckas på grund av svårigheter att exempelvis finna personer att intervjua inom valda företag.



## 3.2 Datainsamling

I denna uppsats används sekundärdata när det gäller de aktuella förvärven. Enligt författarna till boken *“Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer”* Ulf Lundahl & Per-Hugo Skärvad (1999) kan sekundärdata beskrivas som “data och information som finns tillgängligt om ett visst fenomen”. Anledningen till att sekundärdata används är främst på grund av uppsatsens frågeställningar och tillvägagångssätt. Eftersom uppsatsen till största del bygger på noterade företag finns det god tillgång till information om företagen, detta är på grund av regelverket för noterade företag (Aktiespararna, 2010). Denna statistik kan enligt Lundahl & Skärvad (1999) definieras som “Tillgänglig statistik” på grund av dess offentlighet.

De datakällor som använts vid insamlandet av datan är Zephyr, Bloomberg och Thomson Reuters Eikon. I Zephyr har statistik tagits fram över alla förvärv gjorda under den förutbestämda tidsperioden. Denna information har sedan kompletterats med information från Bloomberg Terminal och Thomson Reuters Eikon. Vad gäller vissa av kontrollvariablerna så har dessa inhämtats från både Bloomberg Terminal och Thomson Reuter Eikon. Detta har ansetts vara tillämpligt då databaserna har använt sig av samma definition och tillvägagångssätt för att ta fram datan.

Författarna Lundahl & Skärvad (1999) förtydligar även vikten av källkritik. Det finns en överhängande risk att källor kan vara ofullständiga och vinklade. All information som inhämtas bör granskas tydligt. Det är av fördel att alltid stämma av med andra källor för att stämma av innehållets riktighet. De databaser som använts vid insamling av datan är välanvända inom forskningsområdet, vilket kan utläsas genom bland annat att tidigare uppsatser använt sig av samma databaser. Detsamma gäller den teori som använts, vilket gör att informationen är att anse som pålitlig.

## 3.3 Urval

För att tillhandahålla ett ur statistisk synvinkel tillräckligt underlag har data från samtliga förvärv de 15 senaste helåren gjorda i Sverige inhämtats från databasen Zephyr. Den data som inte kunnat inhämtas härifrån har kompletterats från databaserna Thomson Reuters samt Bloomberg terminal.

Följande kriterier har använts i Zephyr:

- Förvärvet ska ha skett mellan år 2002 och år 2016.
- Målföretaget som köps upp skall vara svenskt

- Målföretaget skall vara noterat vid tidpunkten för tillkännagivandet av förvärvet
- Minst 50 procent av företaget skall ha förvärvats och högst 50 procent har ägts sedan tidigare.
- Bara “mergers and acquisitions” skall ingå. Andra varianter såsom ”joint ventures” ingår inte.
- Endast förvärv som är betalt kontant, med aktier eller en blandning av dessa skall ingå.

Efter beaktning av kriterier kvarstod totalt 189 transaktioner från sökningen i Zephyr.

En avgränsning är gjord till förvärv av företag som vid tiden för förvärvet varit börsnoterade i Sverige, men där ingen hänsyn har tagits till förvärvande företags hemort. Att de är publikt listade säkerställer möjligheten till att finna redovisade data för gjorda beräkningar, som exempelvis marknadsvärdet, vilket i ett privat företag hade varit mer problematiskt att ta fram.

Endast transaktioner där minst 50 procent av målföretaget förvärvas inkluderas för att endast beakta regelrätta företagsförvärv och inte bara transaktioner där ett företag ökar sitt innehav i ett annat företag. Denna regel är till för att kunna sortera ut alla kontrollpremier, dvs när ett företag tar kontrollen över ett annat företag. Det bör dock tilläggas att det kan finnas situationer där ett företag äger mindre än 50 procent men ändå har kontrollen över det andra företaget. Att kvantifiera ett företags maktstruktur är dock inte enkelt utan kräver en djupare analys vilket inte sker i denna uppsats. Fokus ligger således på att undersöka förvärv där transaktionen innebär att man får kontroll över företaget enligt teorin om kontrollpremier. Slutligen så håller vi oss bara till förvärv som betalas med kontanter eller aktier alternativt en blandning av dessa eftersom dessa är mest lämpliga för att beräkna bland annat budpremier.

### **3.4 Klassificering**

Efter insamlingen av data gjordes en uppdelning av de olika förvärven efter förvärvstyp, dvs om förvärvet kan betecknas som ett horisontellt eller vertikalt förvärv. Många tidigare studier har haft olika tillvägagångssätt vad gäller uppdelning av vertikala och horisontella förvärv. En del har gjort en egen analys och gjort en uppdelning grundad på tillgänglig information. Valet av uppdelning i denna studie har diskuterats fram mellan författarna. Att göra klassifikationen på egen hand innebär en väldigt stor risk, eftersom subjektiviteten i varje beslut riskerar att skapa otydligheter.

Innan har många olika tillvägagångssätt använts för att klassificera de olika förvärven. I sin uppsats “En eventstudie för vertikala och horisontella förvärv” om den svenska marknaden gjorde Sahlberg (2006) en klassificering gjord på en subjektiv grund i form av företagens

årsredovisningar och dylikt. Ett annat tillvägagångssätt användes av Doakas *et al.* (2002) som använde sig av SNI koder, som är en fyrsiffrig industrikod. Författarna klassificerade ett förvärv som horisontellt om de två första siffrorna var desamma och som diversifierande om de två första siffrorna var olika. En liknande metod användes av Fan & Goyal (2006) för att klassificera förvärv som antingen horisontella eller vertikala. Författarna använde sig av SIC-branschkoderna som är att beteckna som väldigt snarlika NACE koderna. De beskriver problematiken med att finna vilka förvärv som är vertikala. Enklare är det med horisontella förvärv då företagen som är verksamma inom samma bransch har så pass liknande koder. I många tidigare studier har det varit svårt att helt kunna särskilja vertikala och diversifierande förvärv. Herger & McCorrison (2014) använde sig också av SIC-koder för att klassificera förvärven, bland annat klassificerades ett förvärv som vertikalt när företagen inte hade samma branschkod men hade minst en gemensam kod bland de sekundära. Denna har legat till grund för denna uppsats tredje regel, som presenteras nedan.

Denna studie använder sig av en mer systematisk uppdelning av förvärven likt Doakas *et al.* (2002). Genom att använda de europeiska branschkoderna Nace (Eurostat, 2016) har författarna på ett systematiskt sätt gjort uppdelningen. Nace-koderna är ett fyrsiffrigt tal som definierar företagets verksamhet. Varje siffra representerar en viss specificering:

- Den första siffran specificerar vilken sektion företaget tillhör
- Andra siffran specificerar vilken division företaget tillhör
- Tredje siffran specificerar vilken grupp företaget tillhör
- Fjärde siffran specificerar vilken klass företaget tillhör (Eurostat, 2008)

I Zephyr har varje företag tilldelats en primär Nace-kod följt av en eller flera sekundära Nace-koder. Denna klassificering har legat till grund för vår egen uppdelning. Nedan följer i punktform vilka regler som använts i klassificeringen, Notera att reglerna står i turordning. Det innebär att varje regel prövas i turordning. Först testas vi om den första regeln stämmer överens med förvärvet, gör den det så appliceras regeln. Skulle det vara så att den inte stämmer så testas nästa regel i ordningen.

Följande regler har använts:

- Om båda företagens primära Nace-kod är identiska skall förvärvet klassificeras som horisontellt.
- Om målföretagets primära kod återfinns bland förvärvande företags sekundära klassificeras det också som horisontellt.

- Om det förvärvande företags sekundära kod finns i målföretagets sekundära kod skall förvärvet klassificeras som vertikalt.
- Om det förvärvande företags primära kods första siffra är densamma som motsvarande i målföretagets primära kod är det ett vertikalt förvärv och inte ett diversifierat.

Tanken med ovanstående klassificering är att göra en tydlig och systematisk uppdelning av de olika förvärven. Genom att göra upp och följa tydliga regler blir det lätt för läsaren att följa med i resonemanget och tillvägagångssättet. Detta underlättar även för andra framtida studier att replikera tillvägagångssättet. Replikation innebär att författarna till ett arbete använder sig av ett tillvägagångssätt som gör det enkelt för andra att genomföra liknande undersökningar (Bryman & Bell, 2011). Vid förståelse för hur man gått tillväga skapas det möjligheter för andra att undersöka samma sak fast i exempelvis andra länder eller tidsperioder.

Tillvägagångssättet innebär samtidigt att vi inte gör en närmare granskning av varje enskilda förvärv. Andra uppsatser har studerat varje förvärv på ett närmare sätt genom exempelvis årsredovisningar, pressmeddelanden och tidningsartiklar. På så sätt kan man gå djupare in på varje förvärv för att försöka bestämma dess kärnverksamhet och sedermera klassificera om det är ett horisontellt eller vertikalt förvärv. Denna uppsats följer dock en tydlig systematisk metod för att eliminera den mänskliga faktorn i analysen. Genom att göra detta får vi bort subjektiviteten i klassificeringen av varje förvärv. Däremot skall det sägas att det i utformningen av reglerna finns en viss subjektiv bedömning. Reglerna baseras på tidigare studier och egen gjord bedömning.

### **3.5 Bortfall**

Trots de relativt strikta kriterier som använts för de förvärv som undersökts, var det många förvärv som av olika skäl plockades bort. Framförallt var det på grund av brist på data, där budpremien stod för de flesta bortfallen. I en del fall fanns det även svårigheter med att hitta information om målföretagen då dessa efter förvärven smält ihop med en större koncern vilket gjorde det svårt att utläsa vilken information som är specifik för företaget innan förvärvet. Ibland kunde även förvärv vara registrerat som avslutat i den tidsperioden som undersökts, men vid närmare granskning så hade det egentligen skett tidigare och hamnade på så vis utanför vår tidsmässiga avgränsning.

Bristen på data gjorde att vi fick öka antalet databaser och sammanställa data från flera källor samt kontrollera data som ansetts tveksam. Vid en kvantitativ uppsats måste alla variabler finnas med som är tänkta att undersökas ifall förvärvet skall kunna ingå i datan.

Risk finns också vid sökning i en databas som Zephyr, att sökkriterier formuleras på ett felaktigt sätt och därför inte fångar upp förvärv som egentligen skulle varit med. Genom att göra flera sökningar med små justeringar av variabler har ett oönskat bortfall kunnat elimineras.

### 3.6 Regressionsanalys

Vi är i denna studie intresserade av att undersöka om det finns ett samband mellan storleken på budpremien som förvärvaren betalar till målföretaget och huruvida förvärvet är av horisontell eller vertikal karaktär. I verkligheten är ett företagsförvärv eller sammanslagning en väldigt komplex affär där det självklart finns en mängd olika variabler som kan tänkas förklara budpremien. Vi vill i denna studie så långt som möjligt försöka kontrollera även för detta genom att addera ett antal kontrollvariabler.

För att kunna kvantifiera eventuella samband mellan vår beroende och våra oberoende variabler tillämpas i denna studie en multipel regressionsanalys. Tanken med en multipel regressionsanalys är att uppsatsens modell och urval ska förklaras så väl som möjligt och tänkas gälla för den fullständiga populationen (Westerlund, 2009).

Till skillnad från en enkel regressionsanalys där man enskilt söker förklara två variablers samverkan, uppfyller den multipla regressionen det så kallade ceteris paribus-kriteriet, vilket innebär att varje variabels effekt kan skattas för sig, allt annat lika. Med detta menas att effekten av de andra variablerna i denna modell kan borträknas. (Westerlund, 2009)

Ekvationen för regressionsanalysen är följande:

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

Där:

$$\begin{aligned} y_i &= \text{beroende variabel} \\ \beta_0 &= \text{intercept} \\ \beta &= \text{koefficient (parameter)} \\ x &= \text{oberoende variabel} \\ e &= \text{slumpterm (residual)} \end{aligned}$$

(Westerlund, 2009)

## OLS-estimatoren

För att en skattning av ekvationens parametrar ska vara så god som möjligt används vanligtvis metoden ordinary least squares (OLS), eller minsta kvadratmetoden. Denna bygger på ett antal antaganden som ska uppfyllas och innebär att estimatet av parametrarna ej enbart ska motsvara ett genomsnitt av observationer från det insamlade urvalet utan så nära som möjligt kunna predicera en variabel. De enligt Westerlund (2009) sex antagandena är att:

1. Modellens variabler kan uttryckas som en linjär funktion

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

2. Urvalet är slumpmässigt, residualernas väntevärde ska vara lika med noll.

$$E(e_i) = 0$$

3. Residualernas varians är konstant, alltså homoskedastisk.

$$\text{Var}(e_i) = \sigma^2$$

4. Residualerna är inte autokorrelerade, kovariansen mellan två variabler är lika med noll

$$\text{Cov}(e_i, e_j) = 0$$

5. Residualerna har en normalfördelning

$$e_i \sim N(0, \sigma^2)$$

6. De oberoende variablerna är inte slumpmässiga och har inget exakt linjärt samband med någon annan, ingen multikollinearitet.

## Regressionsdiagnostik

Modellens förklaringsgrad kan definieras med hjälp av två mått. Det första, "R Square", ger oss den totala förklaringsgraden för modellen i sin helhet. För varje variabel som tillkommer en modell så kommer förklaringsgraden per definition att öka eftersom att det innebär ett tillägg av mer förklarande information. Det andra måttet, "R Square Adjusted", tar också i beaktning antalet variabler som modellen innehåller och innefattar därför även ett visst kvalitativt mått på modellen. Då uppsatsens hypoteser är ensidiga delas de erhållna p-värdena med två och är således relevanta, eller statistiskt signifikanta, vid ett p-värde under 5 procent.

### **3.7 Tester**

För att undersöka om antagandena uppfylls genomförs formella tester men kontrolleras även grafiskt för att kunna åskådliggöra eventuella samband som ett formellt test inte förmår fånga upp. Signifikansnivån vi använder i de formella testerna är genomgående på 5 procent. Nedan följer en beskrivning av de test som genomförs för att modellens antaganden ska uppfyllas. (Westerlund, 2009).

För att undersöka residualernas väntevärde (antagande 2) och fördelning (antagande 5) genomförs ett Jarque-Bera-test. Detta jämför residualernas fördelning med en normalfördelning och bedömer med mått på skevhet och kurtosis, hur sned och toppigt utseendet på fördelningen är. Normalfördelning är nödvändigt för att kunna hävda att urvalet kan tänkas gälla för den fullständiga populationen.

Antagandet om homoskedasticitet (antagande 3) bedöms genom Breusch-Pagan-Godfrey's test för heteroskedasticitet. Heteroskedasticitet innebär att variansen i observationerna skiljer sig åt vilket betyder att regressionen förklarar observationerna olika bra.

I en modell med flera oberoende variabler kan multikolinjäritet (antagande 6) uppstå. Har de oberoende variablerna ett linjärt samband kan de tänkas förklara samma sak. Koefficienterna blir då svåra att skatta eftersom det inte går att säga vilken variabel som orsakat variationen i beroendevariabeln. Detta bedöms efter måttet Variance Inflation Factor (VIF-test) och genom en korrelationsmatris där variablernas bivariata samband åskådliggörs.

Urvalet för denna studie är ett tvärsnittsdata och då autokorrelation (antagande 4) är förenat med tidsseriedata frånses antagandet. Resultatet av testerna redovisas i avsnittet Resultat.

### **3.8 Beroendevariabel och förklarandevariabel**

Nedan följer en beskrivning av varje variabel som ingår i vår data och som sedan skall ingå i bearbetningen och analysen.

#### **3.8.1 Budpremie**

Budpremien, uppsatsens beroendevariabel, är vad det förvärvande företaget betalar utöver marknadsvärdet för målföretaget, uttryckt i procent. Den mäts genom att priset det förvärvande företaget betalar per aktie divideras med det förvärvade företagens genomsnittliga aktiekurs under de senaste fyra veckorna innan tillkännagivande av affären (20 handelsdagar). Tanken med att välja det genomsnittliga aktiepriset 20 handelsdagar tillbaka i tiden är för att utesluta en påverkan av kortsiktiga fluktuationer. Förhoppningen är att få ett värde som på ett

bättre sätt speglar företagets värde. Priset som betalas per aktie är det pris som tillkännages på annonseringsdatum av förvärvet.

Det skall dock sägas att det inte finns en enhetlig definition om vilket aktiepris som skall användas. Olika definitioner har använts i olika studier. Det är vidare känt att det finns många faktorer som påverkar ett företags aktiekurs. Under arbetets gång har författarna i vissa fall kunnat iaktta stora prisförändringar innan annonsering av förvärvet vilket sannolikt har haft en betydande skillnad på budpremien. Detta blir alltid risken när man gör en undersökning av många förvärv. Det viktiga är att följa en tydlig systematisk linje i hur man beräknar budpremien. Detta för att uppsatsens tillvägagångssätt skall vara replikerbart för framtida studier.

**Formel:** *Betalt per aktie / företagets värde per aktie*

### **3.8.2 Horisontellt eller vertikalt förvärv?**

Varje förvärv som ingår i urvalet har klassificerats som antingen horisontellt, vertikalt eller ospecificerat enligt de regler som beskrivits ovan. I uppsatsen är det dock enbart horisontella eller vertikala förvärv som analyserats. Särskiljande sker i modellen genom en dummyvariabel som antar värdet 1 vid klassificering som ett horisontellt förvärv och 0 vid ett vertikalt. Denna klassificering är uppsatsens förklarandevariabel.

## **3.9 Kontrollvariabler**

### **3.9.1 Målföretagets skuldsättningsgrad**

Kvoten mellan ett företags skulder och dess egna kapital. Beskriver kapitalstrukturen i företaget, hur man finansierar sina tillgångar. Ett lågt tal indikerar att man använder eget kapital för att finansiera verksamheten. Ett högre tal betyder istället att man främst finansierar sin verksamhet genom lån. Variabeln har beräknats från senaste årsredovisningen innan förvärvet vilken hämtats från Bloomberg Terminal samt Thomson Reuter Eikon.

**Formel:** *Totala skulder / Eget kapital*

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

En kvot mellan hur marknaden värderar företaget och hur det värderas i bokföringen. Detta ger en indikation på vilka förväntningar som finns på företaget. Ett lägre tal indikerar att marknaden tror att företaget antingen har övervärderat sina tillgångar eller att utsikterna för avkastning på eget kapital är dåliga. Ett högre tal indikerar istället att marknaden ser företaget



som undervärderat eller att det finns potential för företaget att växa och öka sin avkastning. Referenspunkten för dessa bedömningar går vid talet 1. Detta är då att se som utgångspunkten och om kvoten är 1 så värderas företaget exakt till det bokförda värdet av det egna kapitalet.

Marknadsvärdet beräknas som antalet utestående aktier gånger aktiepris och bokfört värde hur mycket företaget är värt om det slutade existera idag, sålde alla tillgångar och betalade alla skulder, det vill säga värdet av det egna kapitalet. Variabeln har beräknats från siffror tagna från Bloomberg Terminal samt Thomson Reuters Eikon.

**Formel:** *Marknadsvärde / Bokfört värde*

### **3.9.3 Betalningssätt**

Hur förvärvet har finansierats. Kontantbetalning, med aktier eller blandat. Andra metoder har uteslutits eftersom det då är svårt att beräkna värdet av transaktionen. Informationen har inhämtats från Zephyr. I modellen konstrueras variabeln som två stycken dummy-variabler där den ena antar värdet 1 för betalning med aktier och 0 för alla andra utfall, samt motsvarande för blandat betalningssätt. En variabel måste uteslutas för att inte orsaka multikolaritet i regressionen.

### **3.9.4 Inhemskt- eller gränsöverskridande förvärv**

Om det förvärvande företaget är registrerat i samma land som målföretaget, det vill säga i Sverige eller annat land. Behandlas som en dummy-variabel som antar värdet 1 vid utländskt förvärvare, annars värdet 0. Informationen har inhämtats från Zephyr.

### **3.9.5 Ägarandel innan förvärv**

Hur många procent av aktierna i målföretaget som det förvärvande företaget ägde innan annonseringen av förvärvet eller sammanslagningen. Informationen har inhämtats från Zephyr. Konstrueras som en dummy-variabel där vi i det fall en "toehold" existerat, att en tidigare ägarandel kunnat observeras, tilldelat förvärvet värdet 1, och i annat fall värdet 0.

### **3.9.6 Målföretagets storlek**

Mäts som målföretagets marknadsvärde på det datum som förvärvet tillkännages för allmänheten och har inhämtats från Bloomberg och Thomson Reuters Eikon. Beräknas genom att använda senaste kurs på en börsdag före köpet och har multiplicerats med antalet utestående aktier.

**Formel:** *Aktiekurs \* Antal utestående aktier*

**Tabell 3.1** Datakällor

Variabel	Datakälla
Målföretagets skuldsättningsgrad	Bloomberg, Thomson Reuters Eikon
Målföretagets market-to-book kvot	Bloomberg, Thomson Reuters Eikon
Betalningssätt	Zephyr
Inhemskt- eller gränsöverskridande förvärv	Zephyr
Ägarandel innan förvärv	Zephyr
Målföretagets storlek	Bloomberg, Thomson Reuters Eikon

### 3.10 Val av teori

De teorier som återfinns i denna uppsats har valts ut för att de ger förutsättningar för att kunna knyta ihop uppsatsens syfte med arbetets övriga delar. Teorierna som använts har sin grund i tidigare uppsatser och studier inom området, exempelvis Edvardsson *et al.* (2015) och Davidsson och Oddbjörn (2013). Detta eftersom uppsatsen är en fortsättning inom den akademiska genren om budpremien. Teorierna är till för att ge uppsatsen en grund i varför förvärv uppkommer och därmed varför budpremier uppstår.

Vad gäller tidigare forskning så precis som benämnt i problemdiskussionen så är det mesta baserat på den amerikanska marknaden. Detta gör att man bör ha i åtanke att slutsatserna kan skiljas åt vad gäller den svenska marknaden. Varje land har sin egen struktur och kultur som gör att man måste vara försiktig med att dra alltför stora paralleller vid jämförelser.

### 3.11 Kritik mot metodval

Valet av metod innebär alltid att det görs aktiva val för att i slutändan kunna besvara uppsatsens frågeställningar och syfte. Detta gör samtidigt att andra metodval väljs bort. Problemet med en kvantitativ undersökning är att man till viss del plockar bort den sociala kontexten (Bryman & Bell, 2011). Varje företagsförvärv är någonstans unikt och involverar en stor mängd människor, som skall ta beslut som i slutändan kan ha en stor betydelse för utgången. Eftersom uppsatsen undersöker en större mängd förvärv under en tidsperiod blir slutresultatet något av en genomsnittligt sammanställd bild. Detta gör att man riskerar missa varje förvärvs unika egenskaper. Att djupare studera varje förvärv ryms dock inte i denna uppsats syfte utan vikt läggs vid att undersöka alla förvärv under en tidsperiod i Sverige. Det finns även en risk med att klassificera så komplexa händelser som företagsförvärv som

antingen horisontella eller vertikala. Genom uppdelningen kan det missas att det rör sig om en blandning av olika typer, och att det därför skapas en förenkling av verkligheten (Sirower & Sahni, 2006).

Det gäller att alltid kritiskt granska källor och dess innehåll. Helst skall man även gå ända till huvudkällan för att kunna filtrera bort andra tolkningar av källan. Vi vill även betona att uppsatsen på grund av omfattningen är tvungen att avgränsas. Företagsförvärv är ett omfattande och komplicerat forskningsområde där stora skillnader kan uppvisas beroende av vilka avgränsningar som görs. Studien fokuserar på Sverige och en femtonårsperiod. Resultaten kan enbart sägas förklara företagsförvärv inom de givna avgränsningarna men kommer förhoppningsvis samtidigt tillföra ny förståelse för ämnet i stort.

Begreppet replikerbarhet syftar till möjligheten av att kunna upprepa en studies tillvägagångssätt i en egen studie (Bryman & Bell, 2011). Det finns många olika anledningar till varför man skulle vilja replikera en studie, det kan vara så att man vill studera ett annat land eller en annan tidsperiod. Det kan även vara så att man ifrågasätter själva tillvägagångssättet och menar att denna leder fram till orimliga slutsatser. Författarna till denna uppsats har i tidigare uppsatser saknat en tydlig beskrivning av tillvägagångssättet, framförallt vad gäller urval och en eventuell klassificering av vertikala respektive horisontella förvärv. Detta gör att författarna på ett utförligt men samtidigt enkelt sätt beskriver tillvägagångssättet så noggrant som möjligt för att kunna möjliggöra för andra intresserade inom området att fortsätta utveckla den akademiska inriktningen.

### **3.12 Reliabilitet**

Begreppet reliabilitet innebär måttens och mätningarnas pålitlighet (Bryman & Bell, 2011) och är en viktig komponent i en kvantitativ studie. De variabler som används i uppsatsen skall spegla företagets verklighet och skall med enkelhet kunna påvisas vara korrekta. Fördelen med detta arbete är att mycket av den data som samlats in är givna i sin kontext. Exempelvis så är alla kontrollvariabler välbeprövade och objektiva mått. Det skall dock sägas att vissa av kontrollvariablerna som exempelvis målföretagets skuldsättningsgrad beräknas med utgångspunkt i den senast gjorda finansiella rapporten från företagets sida. Därmed finns det en möjlighet att en viss tidsförskjutning skett och att variabeln därmed förändrats. Detta är dock inget som kan åtgärdas inom denna uppsats ramar då företagen enbart utkommer med företagsspecifik information vid vissa speciella tillfällen såsom årsredovisningar och eventuella kvartalsrapporter.

I och med att målföretagen är publika företag så finns all sådan information tillgänglig för allmänheten. Svårigheten ligger i hur man sedan skall tolka och analysera resultatet. Vad gäller insamling av sekundärdata skall det alltid finnas i åtanke att informationen kan vara ofullständig, vinklad eller skapad för ett annat ändamål (Lundahl & Skärvard, 1999).

### **3.13 Validitet**

Validitet har att göra med om ett mått verkligen mäter det som den hänför sig att mäta (Bryman & Bell, 2011). Samtliga variabler och teorier i uppsatsen bygger på tidigare forskning inom området. De är att beteckna som väl beprövade inom ämnesområdet ekonomi och allmänt accepterade som bra indikatorer på verkligheten. De flesta av uppsatsens variabler är precis som tidigare nämnt givna i sin kontext. Däremot så finns det vissa svårigheter med mätandet av budpremien då det marknadsmässiga värdet på målföretaget kan variera stort från en tid till en annan. Ett vanligt sätt att mäta budpremien i de flesta tidigare studierna är att använda sig av ett genomsnittligt aktiepris de senaste 20 dagarna innan förvärvet. Författarna till denna uppsats har valt att räkna ut budpremien på samma sätt. Detta innebär att ingen hänsyn tas till eventuella händelser utanför mätperioden. Istället så beräknas priset på samma systematiska sätt för alla förvärv för att kunna möjliggöra replikerbarhet.

## 4. Resultat

---

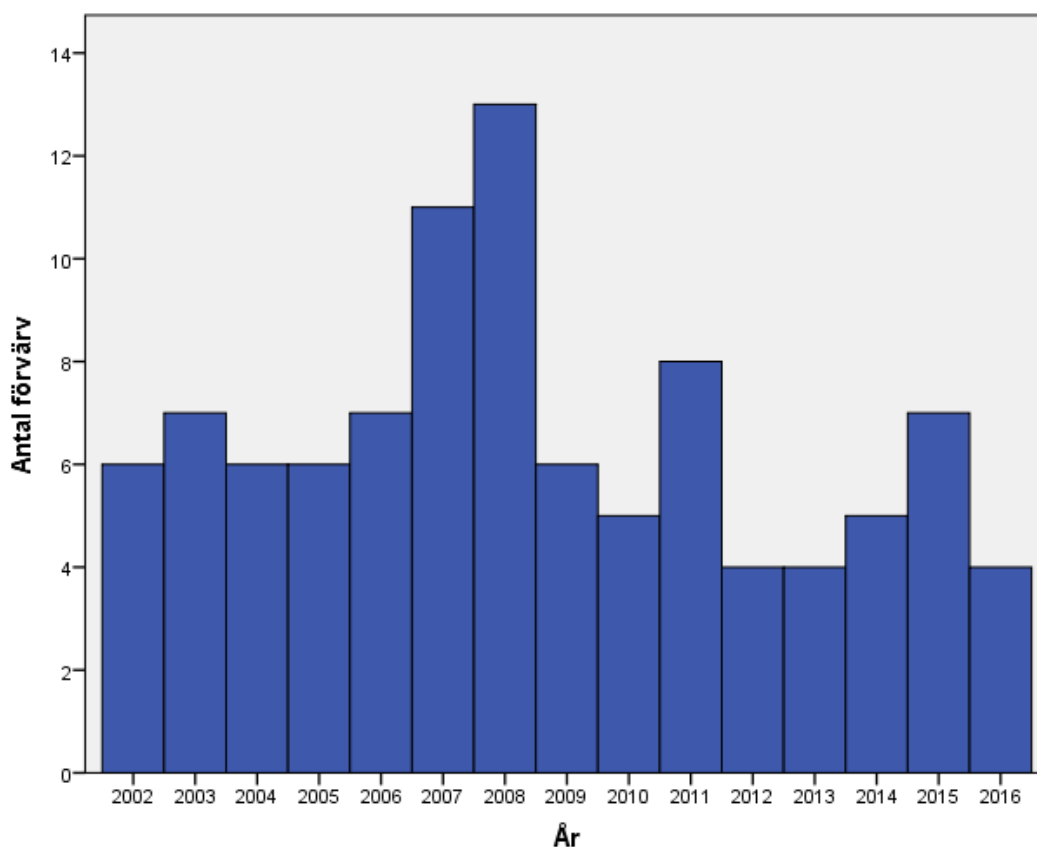
*I denna del redovisas hur många förvärv som blev kvar i urvalet efter bortfall och av vilka skäl de plockades bort. Därefter redovisas resultaten från studien och även vad regressionsanalysen och de olika testerna kom fram till.*

---

### 4.1 Förvärv

Från det ursprungliga urvalet har ett antal förvärv plockats bort antingen på grund av bristfällig information eller extremvärden/uteliggare. Av de ursprungliga 189 förvärven så ingår 99 förvärv i modellen, nedan kommer en tydligare förklaring till vilka förvärv som av olika anledningar försvinner.

**Diagram 4.1** Antal förvärv per år



Ovan finns ett histogram som beskriver förvärvsfrekvensen för de förvärv som ingår i denna uppsats. Antalet förvärv ligger i genomsnitt runt 4-6 varje år, undantaget är perioden 2007-2008 vilket sammanfaller väl med högkonjunkturen innan den senaste stora finanskrisen. Det går även att utläsa en period med något färre förvärv, 2012-2013. Denna nedgång går även att

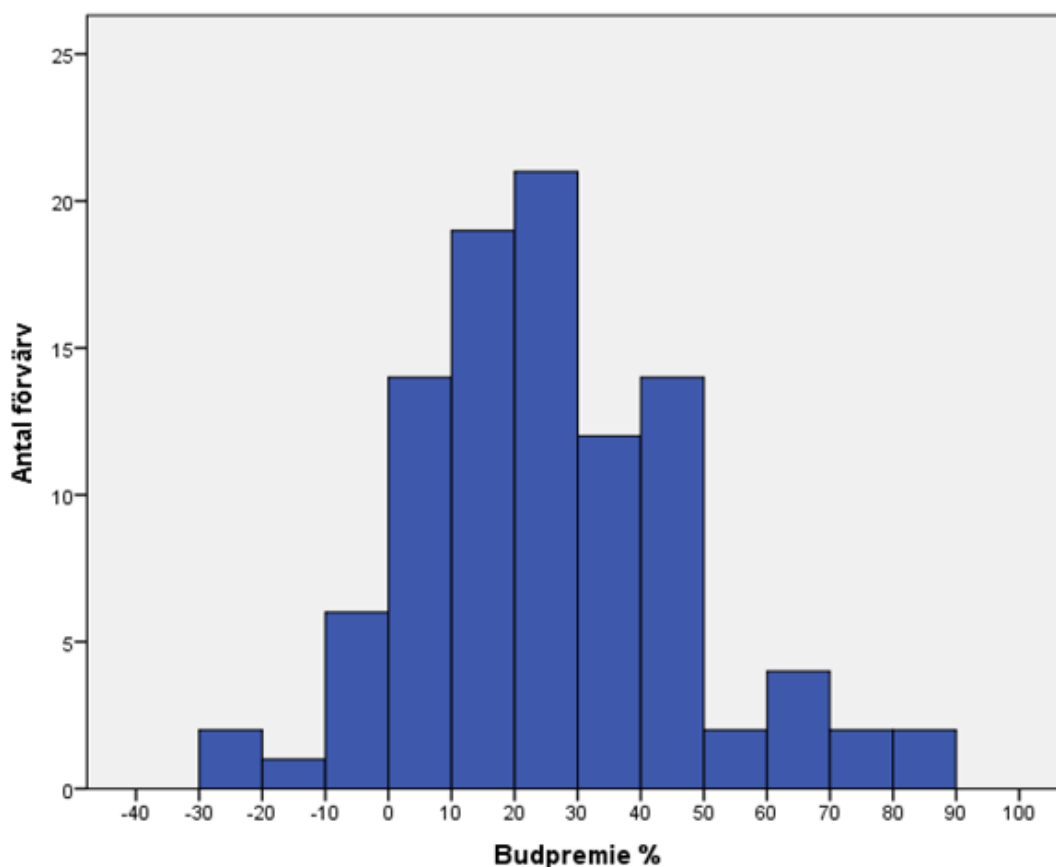
hitta i andra studier på den svenska marknaden, exempelvis Edvardsson *et al.* (2015) och Keberku *et al.* (2014). Det går att utläsa av figuren ovan att den svenska förvärvsmarknaden påverkas av den globala konjunkturen då antalet förvärv sammanfaller väl med övriga världens. Detta har sin förklaring i att en stor del av förvärven är att beteckna som gränsöverskridande.

Samtidigt är det viktigt att betona att antalet förvärv som ingår i denna analys inte bara påverkas av det faktiska antalet förvärv under respektive år utan även av tillgång till information och de extremvärden som har behövts plockas bort.

## 4.2 Beroendevariabel och förklarandevariabel

### 4.2.1 Budpremie

*Diagram 4.2 Budpremie per förvärv*



Av histogrammet ovan kan det tydligt utläsas att de flesta budpremier placerar sig inom intervallet 0 till 50 procent. Ett fåtal budpremier kan sedan hittas i intervallet 50 till 90 procent. Det finns även ett fåtal negativa budpremier.

**Tabell 4.1 Budpremie**

Variabel	Medelvärde	Median	Min	Max
Budpremie	25,2 %	24,5 %	-29 %	86,9 %

Det finns en stor skillnad mellan den högsta och lägsta budpremien i urvalet vilket kan utläsas av tabellen ovan. Budpremiens storlek varierar från tid till tid, främst beroende på konjunkturen (Gaughan, 2015) och eftersom det är 15 år som undersöks med både hög- och lågkonjunkturer kan detta sägas vara en förklaring till den stora variationen.

För budpremien är medelvärdet och medianen av liknande storlek, vilket visar på att de flesta förvärven ligger kring den procentsatsen som histogrammet visar. Jämfört med den genomsnittliga premien på 37,5 procent som amerikanska företag hade år 2013 (Gaughan 2015) så är den svenska premien tydligt lägre. Vad detta kan bero på är svårt att spekulera om, men det kan konstateras att USA är ett land med andra förutsättningar än Sverige. En mer aktuell referenspunkt är budpremien på den svenska marknaden, som uppmättes till cirka 23 procent mellan åren 2003 till 2013 (Edvardsson et al 2015) vilket ligger i samma intervall som denna undersökning.

#### **4.2.2 Horisontella och vertikala förvärv**

**Tabell 4.2 Horisontella och vertikala förvärv**

Variabel	Antal	Andel %
Horisontell	55	56%
Vertikal	44	44%
<b>Summa</b>	99	100%

I vårt urval klassificerades de flesta förvärven som horisontella, även om fördelningen kan sägas vara relativt jämn vilket är en fördel för den fortsatta analysen av variabeln. Att de flesta förvärv är att se som horisontella följer en tidigare trend från de allra flesta tidigare studier. Detta har att göra med främst två faktorer, dels att teorin om vad som är att se som ett vertikalt förvärv har förändrats vilket öppnat upp för en mer flexibel definition av förvärven. För det andra så är det samtidigt oenigheten om hur ett vertikalt förvärv exakt skall definieras som kan påverka fördelningen mellan horisontella och vertikala förvärv.

Denna fördelning mellan de olika förvärvstyperna stämmer överens med tidigare studier inom området som exempelvis Sahlberg (2006) och Jansson & Laas (2013). Detta stärker bilden av att klassificeringen i denna uppsats väl beskriver verkligheten.

## 4.3 Kontrollvariabler

### 4.3.1 Målföretagets skuldsättningsgrad

*Tabell 4.3 Skuldsättningsgrad*

Variabel	Medelvärde	Median	Min	Max
Skuldsättningsgrad	0,667	0,202	0,00	16,59

Skuldsättningsgraden hos målföretaget varierar väsentligt och kan vara allt från noll till många gånger det egna kapitalets värde. På grund av de många nollvärdena så är medianen väldigt låg jämfört med medelvärdet, som påverkas till stor grad av maxvärdet. Detta gör att de flesta av värdena visar sig antingen som noll eller runt medelvärdet. Edvardsson *et al.* (2015) hade ett medelvärde på 0,83 och en median på 0,35. Studien gjordes precis som denna på den svenska marknaden vilket stärker rimligheten i siffrorna.

### 4.3.2 Målföretagets market-to-book kvot (M/B-kvot)

*Tabell 4.4 Målföretagets market-to-book kvot*

Variabel	Medelvärde	Median	Min	Max
Market-to-book	3,11	2,22	0,23	23,76

Likt målföretagets skuldsättningsgrad så varierar market-to-book kvoten stort. Från det lägsta värdet nära noll till det mångfaldigt större maxvärdet. Detta gör att medelvärdet påverkas något och stiger till något över medianen. Detta gör att medianen är ett bättre mått för en approximation för vilka värden som de flesta målföretag besitter. Rimligheten i kvotvärdena är svåra att bedöma då det finns många faktorer som kan påverka företagens marknadsvärdering. Exempel på dessa faktorer är konjunkturen samt tillgången på information. Ett medelvärde på 3,11 kan jämföras med Goergen & Renneboog (2004) som hade 4,26 i sitt urval på den europeiska marknaden under tidsperioden 1993-2000. Att vi fick ett lägre medelvärde kan både bero på att vi studerade en annan marknad och tidsperiod, men



också på att många företag var övervärderade under IT-bubblan som inkluderas i deras urval.

### 4.3.3 Betalningssätt

*Tabell 4.5 Betalningssätt*

Variabel	Antal	Andel %
Kontant	59	60%
Aktier	25	25%
Blandat	15	15%
<b>Summa</b>	99	100%

Gällande dummy-variabeln betalningssätt som kan anta tre olika värden; kontant, aktier eller blandat, visar resultatet att kontanta betalningar är vanligast. Att betala med aktier eller blandat är nästa lika vanliga. Att de flesta förvärv betalas kontant följer ett tydligt mönster från tidigare studier, exempelvis Kjellberg och Schönström (2004).

### 4.3.4 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv

*Tabell 4.6 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv*

Variabel	Antal	Andel %
Gränsöverskridande	35	35%
Inhemskt	64	65%
<b>Summa</b>	99	100%

Förvärv mellan två svenska företag är den vanligaste formen vilket följer av naturliga orsaker såsom liknande kultur och ekonomisk struktur. Svenska företags geografiska position gör det självklart att först och främst söka sig inom det egna landets gränser då man som företag vill växa. Det skall dock sägas att mycket av litteraturen som exempelvis Shimizu *et al.* (2004) tydliggör trenden att företag allt oftare söker sig utanför landets gränser vid företagsförvärv. Detta märks tydligt genom att lite över en tredjedel av alla förvärven i detta urval är gränsöverskridande. Författarna till denna rapport har även kunnat utläsa att många av dessa förvärv kom från geografiskt närliggande länder till Sverige.

### 4.3.5 Ägarandel innan förvärv

*Tabell 4.7 Tidigare ägande*

Variabel	Antal	Andel %
Tidigare ägande	20	20%
Inget ägande	79	80%
<b>Summa</b>	99	100%

Oftast har förvärvaren inget tidigare ägande i målföretaget som de förvärvar. Vilket kan utläsa i förekomsten av dummy variabeln. Vid cirka en femtedel av alla förvärv äger det förvärvande företaget en andel i målföretaget innan själva förvärvet. Liknande andel av tidigare ägande går även att hitta i Betton *et al.* (2009) studie på den amerikanska marknaden, där hamnade andelen på 12,6 procent.

### 4.3.6 Målföretagets storlek

*Tabell 4.8 Market cap*

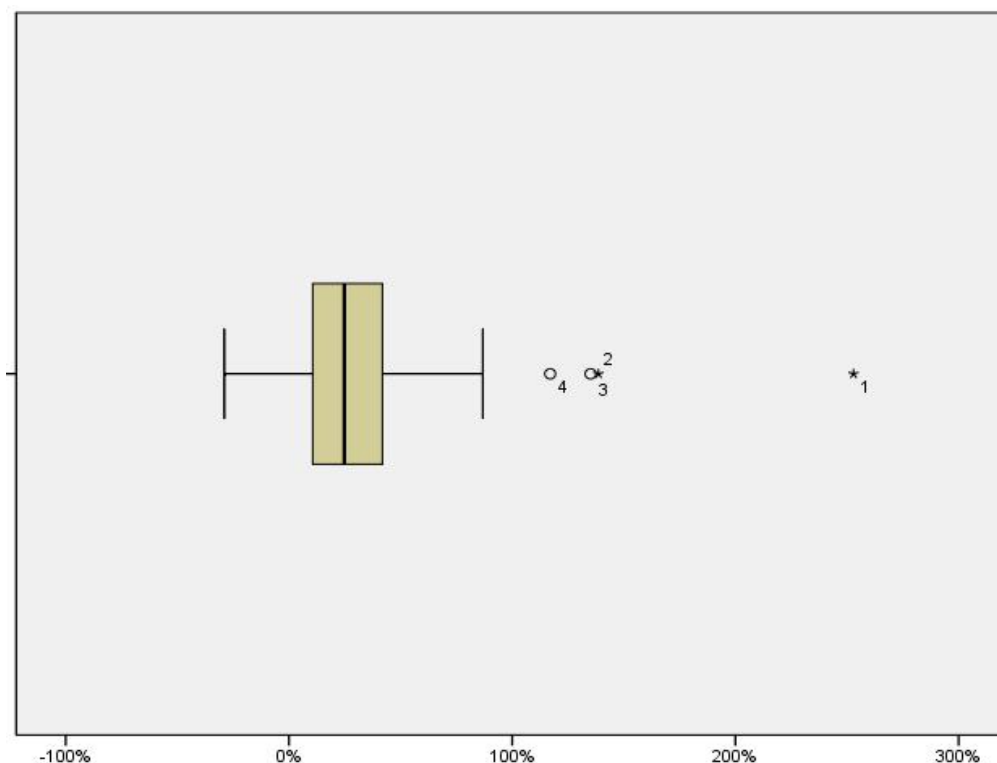
Variabel	Medelvärde	Median	Min	Max
Market Cap (miljoner)	2 802	489	1,2	42 526

Det finns en stor variation mellan minsta och största värdet bland de listade företagen som förvärvats. Från cirka 1,2 miljoner till cirka 42 miljarder. Detta följer naturligt av att företag listade från olika de olika svenska börserna är med i urvalet. På grund av ett fåtal större förvärv inom urvalet har medelvärdet stigit till cirka 2,8 miljarder kronor och till följd av detta blir medianen ett mer representativt värde för de flesta av förvärven som ingår inom urvalet. De flesta av förvärven ligger runt medianen följt av några större förvärv i miljardklassen.

## 4.4 Uteliggare och extremvärden

### 4.4.1 Uteliggare budpremie

Diagram 4.3 *Boxplot budpremie*



\* = Extremvärden      ° = Uteliggare

Extremvärden är sådana som kraftigt skiljer sig från resterande observationer. Det finns olika metoder för att urskilja dem men ingen allmänt vedertagen vilket medföljer en viss grad av subjektiv bedömning (Wooldridge, 2009). Här har i SPSS ett boxplot-diagram skapats för att kunna åskådliggöra extremvärdena. Andra metoder har samtliga inkluderat desamma men vissa även fler. Så länge extremvärden inte uppstår på grund av felaktiga data så kan finnas anledning att även dra slutsatser ur dessa, till exempel om de uppstår av en särskild anledning eller har något uppenbart samband med variablerna i modellen. Någon sådan förklaring har inte kunnat hittas.

Här har valet gjorts att exkludera så få observationer som möjligt för att studien ska ge en så rättvis bild av den fullständiga populationen som möjligt, men samtidigt utan att extremvärden ska få för stor inverkan på modellen och på så sätt riskera att den blir missvisande. Från diagrammet kan utläsas att det i urvalet finns fyra stycken extremvärden/uteliggare vars budpremier ligger mellan 117-250 procent och dessa har alltså

utelämnats från vidare analys. Eftersom denna uppsats primära syfte är att undersöka ifall det finns någon skillnad mellan förvärvstyp och budpremien har dessa fyra extrema uteliggare exkluderats från urvalet för att kunna ge bättre förutsättningar för att besvara frågeställningen.

#### **4.4.2 Extremvärden**

Efter att urvalet hämtats in från Zephyr har information om samtliga förvärv försökt inhämtats. De förvärv där information om samtliga variabler funnits har sedan gått vidare till nästa utgallring. Därefter har alla förvärvs variabler stämts av för att avgöra ifall dessa kan betecknas som naturliga och rimliga.

I urvalet ingick två förvärv som innan annonseringen av förvärvet haft ett negativt eget kapital. Detta har som konsekvens att dessa två förvärv uppvisar både en negativ market-to-book kvot samt skuldsättningsgrad. Att ett företag uppvisar en negativ eget kapital-post i sin balansräkning bör inte ses som naturligt då detta innebär rent redovisningsmässigt att företagets skulder överstiger dess tillgångar, vilket skall leda till att företaget går i konkurs. På grund av ovanstående resonemang har alltså dessa två förvärv plockats bort från urvalet då de med sina icke naturliga värden riskerar att snedvrیدا resultatet på ett sätt som inte kan sägas spegla verkligheten.

Ett förvärv med en extremt hög skuldsättningsgrad har plockats bort från urvalet då värdet på variabeln inte kan sägas spegla verkligheten. Variabelns värde ligger på cirka 9 800 procent. I denna bedömning har det tagits i beaktande att alla andra värden på variabeln inte är i närheten av detta värde.

Variabeln market-to-book kvoten mäter skillnaden mellan ett företags marknadsvärde och dess bokförda värde. Ett av förvärven uppvisade en extremt hög M/B kvot på 98, det vill säga att företaget värderades till 98 gånger det bokförda värdet, vilket är att betrakta som extremt högt. Dessa två sistnämnda förvärv har alltså tagits bort på grund av att värdena är att beteckna som extremvärden och riskerar därmed att snedvrیدا resultatet på ett väsentligt sätt.

#### **4.4.3 Övriga bortfall**

Uppsatsens syfte är att undersöka om det går att utläsa någon skillnad i budpremiens storlek vad gäller horisontella och vertikala förvärv. Därefter har ett antal kontrollvariabler tagits fram för att testa ifall det kan vara andra variabler som kan förklara budpremiens storlek. I denna uppsats finns det ett tydligt syfte att fokusera på företagsförvärv som är att se som antingen horisontella eller vertikala, därav ingår inte förvärv som är att beteckna som diversifierande. Detta gör att antalet förvärv som ingår i uppsatsens urval jämfört med det

totala antalet förvärv under perioden blir mindre. Tillsammans med brist på information om någon av variablerna är detta de största anledningarna till varför förvärv faller bort från uppsatsens urval.

## 4.5 Regressionsanalys

För att kunna besvara uppsatsens frågeställning och syfte har en modell konstruerats med totalt åtta variabler inklusive budpremien och förvärvsklassificeringen. Dessa har sedan testats i en multipel regressionsanalys. Nedan följer en beskrivning av regressionsanalysens resultat.

**Tabell 4.10**

Modellens förklaringsgrad	(procent)
R Square	14,8%
R Square Adjusted	7,2%

Det vi kan utläsa av ovanstående figur är att modellens förklaringsgrad hamnar på 14,8 procent och att den justerade förklaringsgraden hamnar på 7,2 procent.

**Tabell 4.11**

Variabel	Koefficient	P-värde
Horisontell	0,049	0,275
Utländskt	0,119	0,012
Tidigare ägande	-0,106	0,054
Aktier betalning	-0,112	0,034
Blandat betalningssätt	-0,017	0,792
Market-to-book kvot	0	0,966
Skuldsättningsgrad	0,003	0,826
Målföretagets storlek	0,001	0,917

Tittar vi på signifikansen för de skattade koefficienterna kan observeras att det finns tre variabler som har ett signifikant samband med budpremien. Dessa är tidigare ägande, betalningssättet aktier och gränsöverskridande förvärv. Anledningen till varför också tidigare

ägande också kan påvisas med signifikans är för att precis som nämnts i metoden är alla hypoteser att se som ensidiga. Därav kan resultatet delas med två.

Koefficienten för gränsöverskridande förvärv är positiv vilket innebär att gränsöverskridande förvärv genererar en högre budpremie, medan koefficienten för aktier är negativ vilket innebär att aktier som betalsätt sänker budpremien. För tidigare ägande har koefficienten ett minusvärde vilket istället betyder att förekomsten sänker budpremien.

För variabeln horisontella förvärv är signifikansen 0,275 vilket är för svagt för att kunna dra några slutsatser, men kan ändå vara av visst intresse för den fortsatta analysen. Värt att notera är även att inget av nyckeltalen market-to-book eller skuldsättningsgrad enligt den skattade modellen har någon märkbar betydelse för variationen i budpremien. Målföretagets värde har logaritmerats för att bättre kunna skatta dess påverkan i modellen, då detta är en variabel i absoluta tal. Eftersom målföretagets värde varierar så i storlek får varje krona i absoluta tal en väldigt liten påverkan på budpremien. När man logaritmerar dessa värden kan man enklare se deras påverkan och ett tydligare samband kan urskiljas.

## 4.6 Tester

Genomförda tester visar inte på några uppenbara brister i uppsatsens modell. Det första antagandet om att modellen kan definieras som en linjär funktion följer implicit av ekvationens konstruktion. I ett spridningsdiagram har grafiskt också kunnat konstateras att ingen variabel uppvisat ett icke-linjärt samband med beroendevariabeln.

Jarque-Bera-testet för att undersöka residualernas fördelning och väntevärde säger att nollhypotesen om normalitet inte kan förkastas (bilaga 3), med andra ord förutsätter vi att residualerna är normalfördelade. En perfekt normalfördelning innebär att måttet för skevhet är lika med noll och att kurtosis är lika med 3. I ett urval av denna storlek är det svårt att nå en perfekt fördelning, och måttet för skevhet uppmätts till 0,4 och kurtosis till 3,4. Det betyder att fördelningen är något smal och toppig i mitten men bredare i svansen åt höger. Detta indikerar att det finns en dragning åt flertalet högt observerade budpremier, vilket vi redan försökt hantera för genom att exkludera vad som bedömts som alltför onormala observationer.

Antagandet om att residualernas varians är konstant testas genom ett Breusch-Pagan-Godfrey-test och hypotesen formuleras på motsvarande sätt, att nollhypotesen innebär att homoskedasticitet råder. Vi finner ingen signifikans för att förkasta den så heteroskedasticitet verkar således inte vara något problem (bilaga 4).

Det sista antagandet och testet kontrollerar för multikolinjäritet. En situation där inget samband mellan variablerna kan observeras skulle generera ett VIF-värde på 1, och då de beräknade värdena här samtliga hamnar runt 1,1 blir konklusionen att vi inte finner skäl att tro att multikolinjäritet råder (bilaga 6). Sedan finner vi inte heller vid studerande av korrelationsmatrisen (bilaga 5) något större bivariat samband utan högst korrelation (0,24) finns mellan betalsätten Aktier och Blandat, där en tumregel brukar vara att åtgärder bör vidtas först vid en korrelation på 0,8.

Med samtliga antaganden uppfyllda kan modellen betraktas som BLUE (Best Linear Unbiased Estimate), en estimator vars egenskaper är bäst linjärt väntevärdesriktig och alltså med störst möjliga sannolikhet utifrån urvalet kan göra en sannolik skattning av de sanna parametrar som ingår i modellen. (Westerlund, 2009)

## 5. Analys

---

*Denna del går igenom förklaringsgraden för modellen som använts och sedan analyseras och diskuteras resultatet för varje hypotes som har prövats.*

---

### 5.1 Beroendevariabel och förklarandevariabel

#### 5.1.1 Budpremien

Budpremien är viktig att förstå ur många synvinklar. Inte minst sett ur det förvärvande företagets fortsatta utveckling, som är något omtvistad då studier har hittat samband för både positiv och negativ utveckling (Loughran & Vijh, 1997), (Dutta & Jog, 2009). Enligt Hayward *et al.* (1997) kan förvärvet sätta sina spår i företagets utveckling i så mycket som fyra år efter förvärvet.

Budpremien för urvalet i denna uppsats följer tidigare mönster vad gäller storleken och har i tidigare studier vanligtvis legat mellan 25-35 procent. De undersökta förvärven i denna uppsats har ett medelvärde på 25,2 procent. Det skall dock tas i beaktning att premierna sprider sig över ett större intervall vilket indikerar svårigheten med att förklara variabelns storlek.

Precis som nämnts i empirin gav den multipla regressionsanalysen med budpremien som beroendevariabel en total förklaringsgrad på 14,8 procent enligt måttet "R Square" eller på 7,2 procent enligt det alternativa måttet "R Square Adjusted". Eftersom det sistnämnda beaktar antalet variabler i modellen kan det betraktas som det mest korrekta och användbara av de två. Detta reser självklart en del intressanta frågor som är värda att utveckla ytterligare.

Först och främst bör man ha i åtanke att det spelar roll hur man mäter variabeln, detta gäller inte bara budpremien utan även alla andra variabler som undersöks. Precis som Jovanovic och Braguinsky (2004) var inne på så resulterar ett annonserande av ett förvärv ofta att målföretagets aktiekurs stiger. Eftersom en av budpremiens komponenter är vad företaget värderas till på marknaden blir Famas (1970) teori om marknads effektivitet viktig att förstå för budpremiens förklaringsgrad. Vid en stark marknadseffektivitet avspeglas all tillgänglig information i företagets aktiepris, vilket Malkiel (2003) menar att marknaden är att beteckna som. Rosenberg *et al.* (1985) i sin tur hävdar att marknaden inte kan ses som effektiv och att det därmed kan ta tid för marknaden att anpassa sig. Marknadens grad av effektivitet är en av



de mest omtvistade akademiska frågorna i modern tid. För denna uppsats räcker det med att betona att marknadens förmåga att värdera tillgångar påverkar budpremiens storlek.

Ovanstående resonemang är anledningen till varför man beräknar ett genomsnittligt aktiepris på 20 dagar innan annonserat datum. Detta för att få ett värde som är bortrensat från den tillfälliga effekt som annonserandet av förvärv brukar ge. Det kan dock vara svårt att fånga upp denna effekt för varje enskilt förvärv. Anledningen till detta är att uppsatsens innehåll skall vara replikerbart för att möjliggöra för framtida studier att ta vid där denna uppsats slutar.

### **Synergieffekter**

Gaughan (2015) menar att det är de potentiella framtida synergieffekterna när två företag slås ihop som motiverar budpremiens storlek. Enligt Hayward *et al.* (1997) är det ledningens förväntningar på förvärvet som styr budpremiens storlek. Synergieffekter är det kanske rent ekonomiskt mest försvarbara motivet till ett företagsförvärv och därför också budpremien. De tänkta synergierna är också nära kopplat till det strategiska beslutet i att göra ett horisontellt eller vertikalt förvärv. Då synergieffekterna av ett företagsförvärv sällan är omedelbara kan det vara lika svårt att i efterhand härleda dem som att förutse dem. Det kan därför finnas en möjlighet att de också skönmålas. Förhoppningar på synergier kan tänkas vara ett sätt att marknadsföra förvärv så att aktieägare, legala organ och myndigheter kan acceptera att de genomförs vilket är i linje med Hayward *et al.* (1997) resonemang.

### **Beteendeteoretiskt perspektiv**

Den kanske största anledningen till varför det kan vara svårt att få en hög förklaringsgrad för en kvantitativ variabel som budpremien är att det i verkligheten tillkommer en mängd mer dynamiska faktorer, som är svårare att se när man studerar en företeelse från ett externt perspektiv. Man kan därmed ifrågasätta det neoklassiska perspektivet om att alla individer strävar efter nyttomaximering på ett rationellt sätt (Angwin 2007).

Det beteendeteoretiska perspektivet kan till viss del fånga upp budpremiernas svårförklarliga dynamik. Precis som Berk och DeMarzo (2017) hävdar så går det aldrig bortse från att det i grunden är människor som tar beslutet om ett företagsförvärv skall genomföras och därmed vad som skall betalas, med allt vad detta innebär. Enligt Kusewitt (1985) leder förhandling till högre budpremier. Detta styrker den mänskliga påverkan på budpremien.

Ett vanligt förekommande problem enligt principal-agent teorin är separationen mellan ägare och ledning. Det är enligt Kim *et al.* (2009) framförallt problematiskt ur aktieägarnas

synpunkt då ledningen kan ta beslut som enbart gynnar dem själva och inte aktieägarna. För att maximera aktieägarvärdet måste affärens värde spegla de framtida synergieffekter som skall uppstå enligt Gaughan (2015). Budpremiens storlek bör därmed kunna motiveras utifrån tydliga variabler, vilket i denna uppsats och tidigare studier inte helt kan fastställas. Samtidigt skall det sägas att ett företagsförvärv måste accepteras av aktieägarna. Det är en kontrollmekanism för det förvärvande företags aktieägare. Det intressanta i sammanhanget är att det samtidigt finns en motkraft från ledningens sida då de enligt Agrawal och Walking (1994) får högre kompensation vid ett genomfört förvärv. Detta är att se som en intressekonflikt som mycket väl kan tänkas påverka budpremien.

Ur principal-agent teorin har ytterligare en teori vuxit fram. Empire building teorin säger att företags ledning vill maximera storleken på företaget de styr över, då detta ger ökad makt och status för ledningen (Trautwein, 1990). Vid detta synsätt bör ledningen i det förvärvande företaget göra allt för att förvärvet genomförs. Budpremien blir då sekundär i sammanhanget. Agrawal och Walkings (1994) resultat att storleken på företaget är starkt korrelerad med ledningens ersättningsnivåer är något som stödjer detta resonemang. Ledningen har alltså starka personliga skäl till att tona ned budpremiens betydelse i sammanhanget inför sina aktieägare. Separationen mellan ägare och ledning gör också att ledning inte sitter på den finansiella risken vid förvärvet, utan det gör aktieägarna. Ledningen hamnar alltså i en förmånlig situation vid förvärv, större makt och högre kompensation samtidigt som risken är betydligt lägre än aktieägarnas.

Ett annat bidrag till att förklara budpremien är hybrishypotesen som enligt Roll (1986) skapas genom att ledningen tror för mycket på sin egen förmåga. Detta gör att ledningen blir mindre benägen att bry sig om vad man betalar för förvärvet, vilket därmed gör att budpremien stiger. Detta är även i linje med Gaughans (2015) resonemang om att det är de förväntade synergieffekterna som budpremiens storlek legitimeras, utifrån framförallt eftersom det förmodligen är ledningen som gör denna bedömning som de sedan presenterar för sina aktieägare. Den teorins betydelse för budpremien stärks även av Malmendier och Tates (2008) resonemang om att en VD med högt självförtroende har större chans att genomföra ett förvärv och dessutom med sämre prestation i längden.

### **5.1.2 Klassificeringen**

Denna uppsats syfte har formulerats utifrån vetenskapen att ytterst lite av den tidigare forskningen fokuserat på förvärvstypens påverkan på budpremien. Genom att addera klassificeringen horisontellt och vertikalt förvärv som variabel tillfördes ett ytterligare

perspektiv inom ämnet företagsförvärv. Klassificeringen är att se som en tydlig brygga mellan den enskilda företagsförvärv och ett företags långsiktiga strategi för att kunna växa.

Många tidigare studier har enbart delat in det förvärvande företaget och målföretaget enligt bransch-koder. Problemet med denna indelning är att den inte fångar upp det enskilda företags strategiska agerande. Trots att varje bransch kan sägas inneha egna förutsättningar som självklart säger en del vilken miljö företaget agerar i, men säger väldigt lite om hur företaget agerar i denna miljö. Detta sistnämnda perspektiv är precis vad klassificeringen horisontellt och vertikalt tillför företagsförvärv. Enligt Amburgey och Miners (1992) studie går det att utläsa att företag ofta följer en tydlig strategisk linje vad gäller typ av förvärv. Gör ett företag ett horisontellt förvärv ökar sannolikheten att de gör ett horisontellt förvärv även nästa gång. Detta gör det ännu viktigare att förstå vilka förutsättningar och effekter som tillkommer på grund av företagets förvärvsstrategi.

### **5.1.3 Horisontella och vertikala förvärv**

Av den multipla regressionsanalysen går det inte att bevisa ett signifikant förklaring mellan klassificeringen av förvärv och budpremien. Tvärtemot så kan sambandet beskrivas som svagt i denna studie. Trots att det inte går att hitta ett signifikant samband med budpremien i denna uppsats finns det ändå flera iakttagelser som är värda att betona.

En svaghet är att det finns ytterst lite forskning som ålagt sig att studera förvärvstypens påverkan på budpremien. Detta gör det svårt att skapa sig en helt enhetlig bild av dess påverkan på budpremien. Sonenshine och Reynolds (2013) menar att budpremien bör vara högre vid horisontella förvärv eftersom varje aktör på marknaden har liknande incitament att öka sina marknadsandelar. Konkurrensen om dessa marknadsandelar gör alltså att budpremien stiger. Enligt detta resonemang bör konkurrensen om vertikala förvärv vara mindre. Vilket kan anses som rimligt då potentiella vertikala målföretag bör vara fler till det totala antalet då de agerar på fler marknader.

Sahlberg (2006) menar i sin tur att det inte bör skilja något i budpremien mellan de olika förvärven då klassificeringen inte är den väsentliga variabeln vad gäller kompensationen till ägarna. Författaren menar att osäkerheten kring varje förvärvs framtida värden är att se som likvärdiga vid alla typer av förvärv. Detta gör att budpremiens storlek inte bör påverkas av förvärvstypen utan det är snarare helt andra variabler som avgör.

Det går att utläsa av teorin att det existerar olika motiv till varför ett företag väljer att

genomföra antingen ett horisontellt eller vertikalt förvärv. Horisontella förvärv drivs främst av viljan att öka marknadsandelarna (Haleblian *et al.*, 2009). Det främsta motivet för ett vertikalt förvärv är enligt Harrigan (1984) viljan att ta kontroll över företagets närliggande miljö. Angwin (2007) menar att trots alla specifika motiv för varje förvärvstyp så finns det även gemensamma motiv. Ett exempel på gemensamma motiv är vad författaren kallar för engångsvinster vilket kan vara skatteeffekter eller tillgång till likvida medel. En annan infallsvinkel är Sahlberg (2006) som menar att det är jakten på lönsamhet som är huvudanledningen till varför man vill förvärva ett annat företag. En intressant fråga med tanke på de skiftande motiven är om det påverkar budpremien. Detta har en stark koppling till företagets förvärvsstrategi och kan med fördel utvecklas av forskningen i framtiden.

Den neoklassiska teorin om att aktörerna är rationella i sitt beslutsfattande (Angwin, 2007) bidrar inte till att kunna förklara klassificeringens påverkan på budpremien. Detta eftersom det i tidigare studier inte kunnat fastställas vilken typ av förvärv som är mest värdeskapande (Fan & Goyal, 2006). Det blir därmed svårt att hävda att det ena är mer rationellt än det andra.

I analysen av budpremiens förklaringsgrad konstaterades det att ledningens förväntningar gällande synergieffekterna påverkar budpremiens storlek. En relevant fråga att ställa sig är om ledningens förväntningar skulle vara olika beroende på om det är ett horisontellt eller vertikalt förvärv? Det kan därmed hävdas att oavsett motiven bakom förvärvet så kommer ledningens förväntningar att vara situationsanpassade efter andra specifika förutsättningar.

Beteendeteoretiska perspektivet kan även här ge oss en bättre förståelse till varför ingen signifikans kunde hittas mellan förvärvstyp och budpremien. Eftersom det inte går att hävda att ett företag gör bäst i att välja något av förvärven sett ur ovanstående resonemang så kan beteendeteorierna kasta ljus på slumpmässigheten för förvärvstypens påverkan på budpremien. För att stärka detta resonemang kan "empire building" teorin appliceras på situationen, enligt teorin så vill ledningen maximera företagets storlek för att maximera sin egen makt (Berk & DeMarzo, 2017). Frågan är även här ifall detta har någon större betydelse vid horisontella eller vertikala förvärv. Det är oftast det förvärvande företagets finansiella ställning som sätter gränserna för hur stort förvärv som kan göras. Allt annat lika borde storleken inte vara någon skillnad mellan horisontella eller vertikala förvärv. Det kan även tänkas att ledningens tillförda makt vid de olika förvärvstyperna bör vara likvärdig. Ett horisontellt förvärv ökar makten på den egna marknaden medan ett vertikalt förvärv ökar makten i företagets strategiska position, vilket i slutändan kan sägas gå jämnt ut.

Principal-agent teorin är egentligen alltid aktuell för de flesta större företag. Enligt Harford

och Li (2007) är det viktigt att aktieägarna genom olika övervakningsmekanismer ser till så att ledningen agerar efter att maximera aktieägarvärdet. Harrigan (1984) menar att det krävs stora resurser och samarbetsmekanismer vid vertikala förvärv. Enligt detta resonemang borde det därmed vara svårare att kontrollera och integrera ett vertikalt målföretag i verksamheten. Detta bör vara ett orosmoment för aktieägarna då det blir svårare för dessa att övervaka ledningen. Det finns dock ingen forskning som stödjer antagandet att teorin skulle ha någon påverkan på förvärvstypen och därmed i sin tur budpremien.

För att nämna något om den tredje beteendeteorin hybrishypotesen. Så finns det även här inget i den tidigare forskningen som skulle stödja teorins påverkan specifikt på förvärvstypen. Exempelvis är det enligt Malmendier och Tate (2008) främst VD:s med högt självförtroende som har högst chans att genomföra ett förvärv. Detta är något som inte specifikt kan kopplas till varken horisontella eller vertikala förvärv. Man kan hävda att en VD med högt självförtroende bara är ute efter att maximera sin egen makt och lägger ingen vikt vid förvärvstyp.

## **5.2 Genomgång av varje hypotes**

I teoridelen har information om tidigare forskning presenterats för varje variabel som ingår i denna uppsats. Detta har även legat till grund för formulerandet av sex stycken hypoteser som sedermera testas. Av alla de sex kontrollvariablerna som testades hamnade en inom 99-procentigt och två inom det 95-procentiga konfidensintervallet. Av alla hypoteser var det tre stycken som kunde accepteras, resten förkastades därmed. De variabler som testats i modellen men som inte kan påvisas vara signifikanta kan inte bevisligen sägas inneha en större påverkan för budpremien i denna studie.

Trots detta kan det samtidigt konstateras utifrån tidigare forskning inom ämnet att det ofta finns motstridiga uppgifter om enskilda variablers påverkan på budpremien. Detta indikerar att variabler kan ha olika samband i olika situationer. En förklaring till detta är att urvalskriterierna som exempelvis tid och plats skiljer sig åt i studierna. Även konjunkturen kan spela in, då riskaptiten och tillgången på kapital påverkar företags nyckeltal.

**Tabell 5.1** Test av hypoteser

Hypotes	Efter test
<b>H1:</b> När skuldsättningen är hög krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna.	Förkastas (icke signifikant)
<b>H2:</b> När företaget är högt värderat (hög M/B-kvot) så krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna.	Förkastas (icke signifikant)
<b>H3:</b> Vid förvärv som betalas kontant krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna.	Accepteras (med 5-procentig signifikansnivå)
<b>H4:</b> Gränsöverskridande förvärv kräver en högre budpremie	Accepteras (med 1-procentig signifikansnivå)
<b>H5:</b> Tidigare ägande i målföretaget leder till en lägre budpremie	Accepteras (med 5-procentig signifikansnivå)
<b>H6:</b> Ju större målföretaget är, desto högre budpremie	Förkastas (icke signifikant)

### 5.2.1 Målföretagets skuldsättningsgrad

Målföretagets skuldsättningsgrad är den första kontrollvariabeln som testades i regressionsanalysen. Utifrån den tidigare forskningen formulerades följande hypotes: *När skuldsättningen är hög krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna.* Av regressionsanalysen kan vi utläsa att inget signifikant samband kan hittas mellan skuldsättningen och budpremien.

Tidigare forskning är tudelad vad gäller skuldsättningsgradens effekt på budpremien. Enligt Stulz (1988) leder ökad skuldsättning till att ägarnas makt ökar vilket borde leda till högre budpremier. Detta samband stöds även av Moeller (2005) och Raad (2012). Clayton och Ravid (2002) hävdar istället att en högre skuldsättningsgrad ökar risken med förvärvet vilket gör att förvärvaren kräver en rabatt. I denna uppsats gick inget samband att hitta för variabeln.

Skuldsättningsgrad är en del av företags kapitalstruktur vilket beroende på exempelvis kapitalkostnader och marknadsrisk kommer variera över tid. Det kan vara så att urvalet inte kan fånga upp variabelns påverkan över tiden. Skuldsättningsgraden skiljer sig mycket från bransch till bransch, till exempel brukar fastighetsbolag vara högt belånade då deras verksamhet är väldigt kapitalintensiva. Detta gör att skuldsättningsgraden inte alltid signalerar

vilken risk bolaget bär, vilket kan göra det svårt att finna samband med budpremien. Stulz (1988) påstående om att skuldsättningsgraden påverkar ägarförhållandet i företaget är att se som tveksamt då det är svårt att ur enbart skuldsättningsgraden kunna beskriva ett så komplext område som ägarförhållanden i företag.

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

Målföretagets market-to-book kvot ingick även den som en kontrollvariabel. Denna variabel är ett nyckeltal som mäter hur marknaden värderar företaget jämfört med dess bokförda värde. Utifrån den tidigare forskningen formulerades följande hypotes: *När företaget är högt värderat (hög M/B-kvot) så krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna.*

Eftersom ingen signifikans kan påvisas i regressionsanalysen förkastas hypotesen. Enligt Goergen och Renneboog (2004) är nyckeltalet främst ett mått på marknads förväntningar på företaget inför framtiden. Vid en högre kvot finns det en stark tro på marknaden att företaget i framtiden kommer till att vara lönsamt. Samtidigt innebär detta högre risker då det inte med säkerhet går att veta hur framtiden ser ut för företaget. Enligt detta synsätt borde alltså budpremien vara högre när ledningen för det förvärvande företaget delar marknads syn på målföretagets värdering. Intressant är då att ställa sig frågan om ledningen inte delar marknads värdering helt och hållet? Market-to-book kvoten är baserat på marknads syn på företaget men då som ett självständigt företag. Hayward et al (1997) menar att det är förväntningarna från det förvärvande företags ledning som bestämmer budpremien. Detta är även i linje med Gaughans (2015) resonemang att det är de potentiella framtida synergieffekterna när två företag slås ihop till ett som motiverar budpremiens storlek. Beroende på olika skillnader i förväntningar kan alltså budpremiens storlek påverkas. Det skall även tilläggas att det kan finnas många tillgångar utanför det bokförda som är svåra att värdera till verkligt värde. Exempelvis kundlojalitet och andra immateriella tillgångar (Carlsson & Sandell, 2014).

### **5.2.3 Betalningssätt**

Förvärvets betalningssätt var även det en kontrollvariabel i modellen. Antingen betalas förvärvet kontant, med aktier eller en kombination av dessa två. I empirin kan det tydligt utläsas att 64 procent av förvärven betalades kontant följt av 22 respektive 14 procent för aktier respektive blandat. Följande hypotes formulerades: *Vid förvärv som betalas med kontanter krävs det en högre budpremie för att kompensera ägarna.* Det går att utläsa av regressionsanalysen att betalning med aktier ger en något lägre budpremie eftersom detta samtidigt innebär att budpremien blir högre vid betalning med kontanter så accepteras

hypotesen.

Hypotesen grundar sig främst i Davidsson och Chengs (1997) resonemang att skattesystemet och den ekonomiska strukturen i landet påverkar förutsättningarna för respektive betalningssätt. Det är rimligt att dra slutsatsen att detta har en påverkan även på den svenska marknaden. Enligt det neoklassiska perspektivet kommer målföretagets aktieägare att nyttomaximera sin prestation vid förvärvet. Ifall det existerar skillnader i förutsättningar vad gäller exempelvis risk och kompensation för de olika betalningssätten i ett land bör detta avspeglas i kompensationen. Med andra ord bör detta påverka budpremiens storlek.

Vid betalning med kontanter blir affärens värde enklare att fastställa för de inblandade parterna. Betalas förvärvet med aktier tillkommer en mängd faktorer som kan påverka. Det finns framförallt en risk att det förvärvande företags aktiekurs fluktuerar. Samtidigt kan aktiekursen både stiga och sjunka vilket gör att det i varje fall finns en dynamisk faktor som påverkar.

Jensen (1986) menar att det är tillgången på likvida medel som påverkar investeringsviljan hos företagen samt vilket betalningssätt som är möjligt. Enligt författaren leder god tillgång på likvida medel till större utrymme för det förvärvande företagens ledning att genomföra förvärv till högre summor vilket gör att budpremien stiger. Detta är även i linje med "empire building" teorin om att ledningen gärna tar investeringsbeslut som maximerar storleken på deras imperium för att maximera deras makt.

#### **5.2.4 Inhemskt eller gränsöverskridande förvärv**

Gränsöverskridande förvärv är den enda variabel som kunde påvisa ett signifikant samband med budpremien inom ett 99-procentigt konfidensintervall. Sambandet med budpremien är mycket starkt. I teoridelen presenteras tidigare forskning om variabeln och dess påverkan på budpremien. Det togs upp exempel på studier som talade för både ett positivt och ett negativt samband. Följande hypotes formulerades: *Gränsöverskridande förvärv kräver en högre budpremie*. I regressionsanalysen kan variabeln sägas ha ett positivt signifikant samband med budpremien.

Författarna finner det positiva sambandet som väntat. Det mesta av den tidigare forskningen har funnit starka bevis för att gränsöverskridande förvärv ökar budpremien. Enligt Sonenshine och Reynolds (2013) har varje land sin egen ekonomiska struktur vilket gör att förutsättningarna för företag att agera är beroende av i vilket land företaget verkar i. Samtidigt får det förutsättas att det förvärvande företagens ledning är väl medveten om dessa



förutsättningar innan man beslutar sig för att förvärva ett företag i ett annat land.

Ett positivt signifikant samband är helt i linje med tidigare studier som Rossi & Volpin (2004) och Sonenshine & Reynolds (2013). Båda ovanstående studier fokuserar på andra marknader än den svenska. Uppsatsens resultat stärker därmed bilden av att utländska förvärvande företag betalar en högre premie även i Sverige. Mycket av detta har förmodligen sin förklaring i att Sverige är ett land med ett starkt rättsväsende som skyddar aktieägare och skapar harmoni i andra bolagsrättsliga frågor vilket enligt Rossi & Volpin (2004) är avgörande för variabelns påverkan.

Sonenshine & Reynolds (2013) lägger även fram att det inte går att bortse från valutakursens påverkan vid förvärvet. Är värderingen av den svenska kronan låg blir det billigare för utländska investerare och har därmed råd att betala en högre budpremie. Det är även värt att nämna att antalet gränsöverskridande förvärv uppgick till strax över en tredjedel av det totala antalet förvärv. Detta är i linje med Shimizu *et al.* (2004) resonemang att liberalisering och integrering av marknader leder till att fler företag söker sig utanför sitt egna lands gränser.

### **5.2.5 Ägarandel innan förvärv**

Förvärvarens ägarandel i målföretaget innan förvärv, vilket även benämns som ”toehold”, har testats som en dummy variabel i modellen. Skiljelinjen har satts vid fall då det finns ett tidigare ägande eller inte finns sådant. Hypotesen som formulerats med grund i tidigare forskning var följande: *Tidigare ägande i målföretaget leder till en lägre budpremie.* Det går att utläsa av regressionsanalysen att tidigare ägande har en signifikansnivå under 5 procent, eftersom hypotesen är ensidig.

Mycket av den tidigare forskningen har svårt att komma till konsensus om vilken effekt tidigare ägande har på budpremien. Att äga aktier i ett företag innebär förutom de ekonomiska fördelarna en möjlighet att genom bolagsstämman göra sin röst hörd och påverka företaget i en fördelaktig riktning. Moeller (2005) menade att ägarstrukturen innan förvärvet är en viktig komponent för budpremien då aktieägare med stark kontroll över företaget kräver större kompensation för att släppa kontrollen över företaget. Inte minst när det kommer till förhandlingar och acceptering av bud, vilket i slutändan har en väldigt stor betydelse för budpremien enligt Gaughan (2015).

Koefficienten för variabeln är negativ vilket innebär att ett ägande i företaget från det förvärvande företags sida innebär en lägre budpremie. Detta är i linje med Davidssons och Oddbjörns (2013) studie som också fann ett negativt samband. Resultatet stärks i rimlighet då

båda studierna fokuserat på den svenska marknaden. Hubbard och Palia (1995) fann även de ett negativt samband. Det verkar alltså av resultatet att det finns stora fördelar med att äga aktier i en potentiell uppköpskandidat. Vid denna situation uppstår stora möjligheter att påverka och influera företaget och inte minst styrelsen i en fördelaktig riktning, genom att exempelvis marknadsföra den potentiella uppköparen i positiv dager.

### **5.2.6 Målföretagets storlek**

Målföretagets storlek som mäts som företagets marknadsvärde var den sista kontrollvariabeln som testades i regressionen. Denna variabel saknade signifikans och därmed förkastas hypotesen: *Ju större målföretaget är, desto högre budpremie.*

Tidigare forskning är även här tudelad kring vilket samband målföretagets storlek har med budpremien. Alexandridis *et al.* (2013) och Gorton *et al.* (2009) finner ett negativt samband. Moeller *et al.* (2004) i sin tur fann ett positivt samband. En möjlig förklaring till varför ingen signifikans kan hittas är att det mesta av den tidigare forskningen fokuserat på den amerikanska marknaden. Den amerikanska marknaden är betydligt större, både i form av fler företag men även vad gäller storleksintervallen. Vi kan utläsa i empirin att de flesta företag i urvalet är i samma storleksintervall vilket gör det svårare att hitta skillnader. Varje studie med dess specifika urval kommer därmed att sätta olika gränser vilket i slutändan påverkar resultatet och dess slutsatser. En tidigare uppsats som undersökt den svenska marknaden under en snarlik period som i denna uppsats är Edvardsson *et al* (2015) kom fram till att målföretagets storlek inte har kunnat påvisa ett signifikant samband med budpremien. Vilket stärker bilden av svårigheten att hitta signifikans för variabeln.

## 6. Slutsats

---

*Här presenteras en sammanfattning av arbetet tillsammans med slutsatserna för studien. Uppsatsen rundas av med att ge förslag till vidare forskning inom ämnet.*

---

### 6.1 Sammanfattning och slutsats

Syftet med denna uppsats är att undersöka huruvida det finns någon skillnad i budpremie mellan horisontella och vertikala förvärv. Detta har gjorts genom en multipel regressionsanalys med sex stycken kontrollvariabler. I den multipla regressionsanalysen kan vi utläsa en förklaringsgrad på 14,8 procent följt av den justerade förklaringsgraden på 7,2 procent. Vi kan samtidigt konstatera att det inte finns belägg för att det skulle finnas något signifikant samband mellan budpremien och någon av de två förvärvstyperna.

Det har konstaterats i analysen att budpremiens förklaringsgrad inte enbart kan förklaras med kvantitativa variabler. Det beteendeteoretiska perspektivet som fokuserar på den mänskliga faktorns betydelse är ett bra komplement till de kvantitativa variablerna. Tillsammans kan de förklara vad det är som påverkar budpremiens storlek. Problemet med det beteendeteoretiska perspektivet är att det är väldigt svårt att på förhand kunna säga hur mycket detta påverkar budpremiens storlek. Vi får dock nöja oss med att konstatera att det har en effekt på budpremien.

De kontrollvariabler som visade sig ha en signifikant samband med budpremien var betalningssätt, om förvärvaren var utländsk och om förvärvaren hade ägande i målföretaget innan förvärvet. Detta är i linje med vad som tidigare studier kommit fram till. De kontrollvariabler som saknade signifikans var målföretagets skuldsättningsgrad, market-to-book och storlek (market cap). Detta indikerar att faktorer utanför själva målföretaget påverkar budpremien mer än faktorer hos målföretaget, såsom dess nyckeltal. Dock finns det många sådana inre faktorer och nyckeltal som den här uppsatsen inte undersöker och därför är den slutsatsen svår att dra.

Denna uppsats skiljer sig från andra studier som fokuserat på budpremien då klassificeringen horisontellt eller vertikalt förvärv lagts till som en variabel i regressionsanalysen. Precis som tidigare nämnts kunde ingen signifikans hittas. Det innebär att det inte verkar finnas någon skillnad i vad det förvärvande företaget betalar i horisontella respektive vertikala förvärv. En stor anledning till detta resultat är att det är svårt med hjälp av tidigare forskning avgöra

variabelns exakta påverkan. Mer forskning inom ämnet behövs för att fastställa förvärvstypens påverkan på budpremien. Varje tidigare studie om budpremien har hittat olika variabler med signifikanta samband. Därför bör förvärvstyp undersökas i fler studier på olika marknader för att steg för steg kunna avgöra dess påverkan på budpremien.

Ett förvärv är en komplex händelse med många faktorer som påverkar. Olika perspektiv erbjuder olika förklaringar till variabeln budpremien. Det gäller då att koppla ihop de olika perspektiven för att verkligen kunna förstå ämnet på djupet, vilket denna uppsats gjort i och med klassificeringen. Många tidigare studier har gjort det enkelt för sig genom att enbart undersöka diverse nyckeltal och förvärvsspecifika faktorer. Budpremien är inte en enskild händelse som bestäms av en slump. Den uppkommer i en ständigt pågående process med variabler som finns långt innan förvärvet sker och med variabler som uppkommer vid själva förvärvet. Där samspelar både kvantitativa variabler som betalningssätt och kvalitativa variabler som beteendeteorierna.

## **6.2 Förslag till vidare forskning**

Denna uppsats har tillfört ett nytt perspektiv till ämnet genom att undersöka vilken påverkan horisontella respektive vertikala förvärv har på budpremien. Genom att göra detta tillförs ett perspektiv som tillåter oss att få en tydligare förståelse för företagsförvärvs uppkomst och effekter. Det vore även intressant att fokusera på den nordiska marknaden då de få studierna inom ämnet handlar uteslutande om USA.

Tidigare har det funnits klara begränsningar vad gäller tolkningen av olika förvärvstyper, då bland annat definitionen av vad som är att se som ett vertikalt förvärv varit väldigt snäv, vilket givit effekten att en väldigt liten del av förvärven betecknats som vertikala. Detta har fått en stor påverkan på tidigare forskning. Efter hand har dock denna definition luckrats upp vilket har lett till att fler förvärv betecknas som vertikala. Det saknas dock fortfarande tydliga riktlinjer för hur själva klassificeringen skall gå till. Denna uppsats har genom användandet av branschkode gjort klassificeringen. För den fortsatta forskningen borde det vara av yttersta intresse att skapa mer universella riktlinjer för vad som är ett horisontellt och vad som är ett vertikalt förvärv. Genom att göra detta hade en ytterligare pusselbit kunnat läggas i syfte att få ökad förståelse för ämnet företagsförvärv.

# Källförteckning

## Litteratur

Berk, J. & DeMarzo, P. (2017) *Corporate Finance*. 4:e upplagan. Global edition. Harlow: Pearson Education Limited

Bryman, A. & Bell, E. (2011) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 2:a upplagan. Stockholm: Liber AB.

Carlsson, J & Sandell, N. (2014) *Koncernredovisning - koncernredovisningens logik och teknik*. 2:a upplagan. Lund: Liber AB

Coulter, M. (2008), *Strategic management in action*, 4:e upplagan New Jersey: Pierce Hall, Upper saddle river

Freeman, R. (2010). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge: Cambridge University Press.

Gaughan, P. (2015) *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. 6:e upplagan. New Jersey: John Wiley & Sons.

Kim, K., Nofsinger, J. & Mohr, D. (2009) *Corporate Governance*. 3:e upplagan. International Edition. New Jersey: Pearson Prentice Education.

Lundahl, U. & Skärvad, P. (1999) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. 3:e upplagan. Lund: Studentlitteratur.

Westerlund, J. (2005) *Introduktion till Ekonometri*. Lund: Studentlitteratur

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

## Artiklar

Agrawal, A. & Walking, R. (1994) *Executive Careers and Compensation Surrounding Takeover Bids*. The Journal of Finance, Vol. 49, S.985-1014.

Alexandridis, G., Fuller, K., Terhaar, L. & Travlos, N. (2013) *Deal size, acquisition premia and shareholder gains*. Journal of Corporate Finance, Vol. 20, S.1-35.

Amburgey, T. & Miner, A. (1992) *Strategic momentum: The effects of repetitive, positional and contextual momentum*. Strategic management journal, Vol. 13, S.335-348.

Angwin, D. (2007) *Motive Archetypes in Mergers and Acquisitions (M&A): The Implications of a Configurational Approach to Performance*. Advances in Mergers and Acquisitions, Emerald Group Publishing Limited, Vol. 6, S.77-105.

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

Betton, S., Eckbo, E. & Thorburn, K (2009) *Merger negotiations and the toehold puzzle*. Journal of Financial Economics, Vol. 91, S.158-178.

Betton, S. & Eckbo, B. (2000) *Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers*. The Review of Financial Studies Winter, Vol. 13, S.841-882.

Banerjee, A. & Eckard, W. (1998) *Are Mega-Mergers Anticompetitive? Evidence from the First Great Merger Wave*. The RAND Journal of Economics, Vol. 29, S.803-827.

Carpon, L., Dussage, P. & Mitchell, W. (1998) *Resource redeployment following horizontal acquisitions in Europe and North America*. Strategic Management Journal, Vol. 19, S.631–661.

Cheng, L. & Chan, K. (1995) *A comparative analysis of the characteristics of international takeovers*. Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 22, S.637-57.

Clayton, M. & Ravid, S. (2002) *The Effect of Leverage on Bidding Behavior: Theory and Evidence from the FCC Auctions*. The Review of Financial Studies, Vol. 15, S.723-750.

Davidsson, O. & Oddbjörn, F. (2013) *Toeholds, bid premiums and bid success in public takeovers, Sweden 1997-2012*. Lund School of Economics and Management, Business Administration Degree, Project Master of Science in Business and Economics

Davidson, W. & Cheng, L. (1997) *Target Firm Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns?* Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 24, S.465-479.

Doakas, J., Holmen, M. & Travlos, N. (2002) *Diversification, Ownership and Control of Swedish Corporations*. European Financial Management, Vol. 8, S.281-314.

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

Eckbo, B. (1983) *Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth*. Journal of Financial Economics, Vol. 11, S.241-273.

Edvardsson, R., Johansson, J., Johansson, C. & Rynebrant, H. (2015) *Påverkansfaktorer för budpremier*. Examensarbete i finansiering, Lunds Universitet.

Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. Journal of Finance, Vol. 25, S.383-417.

Fan, J. & Goyal, V. (2006) *On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers*. The Journal of Business, Vol. 79, S.877-902.

Ferris, K. & Varaiya, N. (1987) *Overpaying in Corporate Takeovers: The Winner's Curse*. Financial Analysts Journal, Vol. 43, S.64-70.

Goergen, M. & Renneboog, L. (2004) *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids*. European Financial Management, Vol. 10, S.9-45.

Gortin, G., Kahl, M. & Rosen, R. (2009) *Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size*. The Journal of Finance, Vol. 64, S.1291-1344.

Green, M. & Cromley, R. (1982) *The Horizontal Merger: Its Motives and Spatial Employment Impacts*. Economic Geography, Vol. 58, S.358-370.

Gugler, K., Mueller, D., Weichselbaumer, M. & Burcin Yurtoglu, B. (2012) *Market Optimism and Merger Waves*. Managerial & Decision Economics. Vol. 33, S.159-175.

Haleblian, J., Devers, C., McNamara, G., Carpenter, M. & Davison, R. (2009) *Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda*. Journal of Management, Vol. 35, S.469-502.

Harford, J. & Li, K. (2007) *Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs*. Journal of Finance, Vol. 62, S.917-949.

Harrigan, K. (1984) *Formulating vertical integration strategies*. Academy of Management Review, Vol. 9, S.638-652.

- Harzing, A. (2002) *Acquisitions versus greenfield investments: International strategy and management of entry modes*. Strategic Management Journal, Vol. 23, S.211-227.
- Hayward, M. & Hambrick, D. (1997) *Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris*. Administrative Science Quarterly, Vol. 42, S.103-127.
- Herger, N. & McCorrison, S. (2014) *Horizontal, Vertical, and Conglomerate FDI: Evidence from Cross Border Acquisitions*. IMF Economic Review, Vol. 64, S.319-353.
- Hubbard, G. & Palia, D. (1995) *Benefits of Control, Managerial Ownership, and the Stock Returns of Acquiring Firms*. The RAND Journal of Economics, Vol. 26, S.782-792.
- Jansson, J. & Laas, A. (2013) *Effekten av förvärv på aktieavkastningen hos de inblandade företagen*. Kandidatuppsats i finansiell ekonomi, Nationalekonomiska institutionen på Handelshögskolan i Göteborg.
- Jensen, M. (1986) *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*. American Economic Review, Vol. 76, S.323-329.
- Jovanovic, B. & Braguinsky, S. (2004) *Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers*. The American Economic Review, Vol. 94, S.46-56.
- Jovanovic, B. & Rousseau, P. (2001) *Mergers and Technological Change: 1885-1998*. Working Paper, Vanderbilt University, Department of Economics, Nr. 116.
- Kerberku, D. & Saidac, J. & Treschow, G. (2014) *Nyckeln till budet*. Examensarbete i finansiering, Lunds Universitet.
- Kjellberg, C. & Schönström, A. (2004) *Vad påverkar storleken på budpremien i praktiken? en studie av några faktorer*. Examensarbete, Lunds Universitet.
- Kusewitt, J. (1985) *An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance*. Strategic management journal, Vol. 6, S.151-169.
- Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?*. The journal of finance, Vol. 5, S.1765-1790.
- Malkiel, B. (2003) *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. Journal of Economic Perspectives Vol. 17, S.59-82.



- Malmendier, U. & Tate, G. (2008) *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*. Journal of Financial Economics, Vol. 89, S.20-43.
- Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2005) *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave*. The Journal of Finance, Vol. 60, S.757-782
- Moeller, S. & Schlingemann, F. & Stulz, R. (2004) *Firm Size and the Gains from Acquisitions*. Journal of Financial Economics, Vol. 73, S.201-28.
- Moeller, T. (2005) *Let's make a deal! How shareholder control impacts merger payoffs*. Journal of Financial Economics, Vol. 76, S.167-190.
- Raad, E. (2012) *Why do acquiring firms pay higher premiums*. The Journal of Applied Business Research, Vol. 28, S.725-734.
- Roll, R. (1986) *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. The Journal of Business, Vol. 59, S.197-216.
- Rosenberg, B., Reid, K. & Lanstein, R. (1985). *Persuasive Evidence of Market Inefficiency*. Journal of Portfolio Management, Vol. 11, S.9-16.
- Rossi, S. & Volpin, P. (2004) *Cross-country determinants of mergers and acquisitions*. Journal of Financial Economics, Vol. 74, S.277-304.
- Sahlberg, F. (2006) *En eventstudie för vertikala och horisontella förvärv*. Examensarbete D, Nationalekonomiska institutionen, Uppsala Universitet.
- Shimizu, K., Hitt, M., Vaidyanath, D., & Pisano, D. (2004). *Theoretical foundations for cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future*. Journal of International Management, Vol. 10, S.307-353.
- Sirower, M. & Sahni, S. (2006) *Avoiding the "Synergy Trap": Practical Guidance on M&A Decisions for CEOs and Boards*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 18, S.83-95.
- Stulz, R. (1988) *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*. Journal of Financial Economics, Vol. 20, S.25-54.
- Sonenshine, R. & Reynolds, K. (2013) *Determinants of cross-border merger premia*. Review of World Economics, S.173-189.

Trautwein, W. (1990) *Merger Motives and Merger Prescriptions*. Strategic Management Journal, Vol. 11, S.283-295.

### **Elektroniska källor**

Aktiespararna (2010). *Ägarstyrningspolicy*. <http://www.aktiespararna.se/sajt/om-oss/Agarstyrningspolicy/Regler/>. Hämtad: 2017-04-16

Eurostat (2016). *Glossary: Statistical classification of economic activities in the European Community (NACE)*. [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Statistical\\_classification\\_of\\_economic\\_activities\\_in\\_the\\_European\\_Community\\_\(NACE\)](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Glossary:Statistical_classification_of_economic_activities_in_the_European_Community_(NACE)) . Hämtad: 2017-04-15

Eurostat (2008). *Statistical classification of economic activities in the European Community*. <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF/dd5443f5-b886-40e4-920d-9df03590ff91?version=1.0>. Hämtad: 2017-04-15

EY. *Starkt 2016 för förvärv och avyttringar*. (2017-03-17)  
<http://www.ey.com/se/sv/newsroom/news-releases/pressmeddelande-2017-03-21-starkt-2016-for-forvarv-och-avyttringar> Hämtad: 2017-05-24

OECD - The Observatory of Economic Complexity. *Economic Complexity Rankings (2015)*.  
<http://atlas.media.mit.edu/en/rankings/country/> Hämtad: 2017-04-24

SvD Näringsliv (2016) *Sverige het marknad för fusioner och förvärv*.  
<https://www.svd.se/sverige-het-marknad-for-fusioner-och-forvarv> Hämtad: 2017-04-15

### **Datakällor**

Bloomberg Terminal

Thomson Reuter Eikon

Zephyr

# Bilagor

## Bilaga 1: Förklaringsgrad

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,385 <sup>a</sup>	,148	,072	,207591

a. Predictors: (Constant), log mark cap, hor=1, Toehold=1, M/B, Utländskt=1, Aktier, D/Eq, Blandat

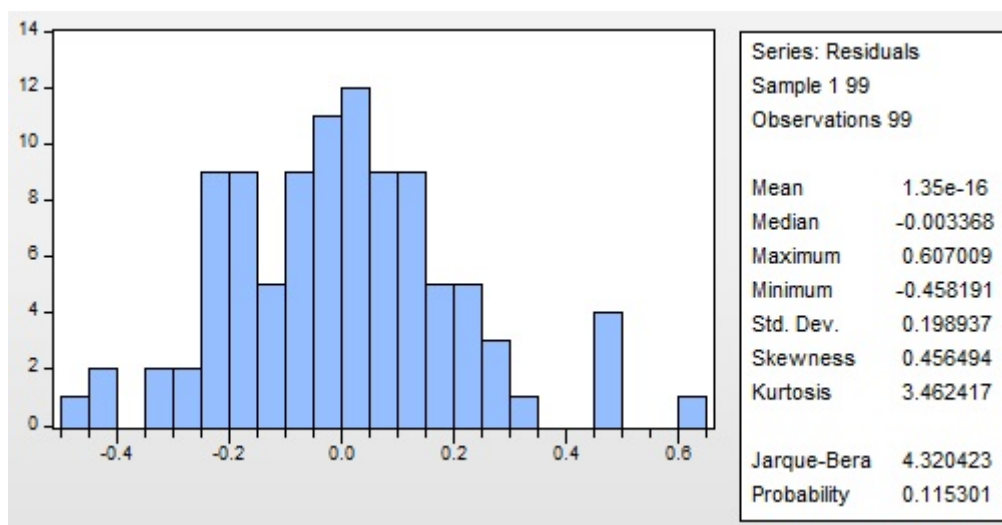
## Bilaga 2: Samtliga variabler, koefficient och p-värde

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,215	,161		1,336	,185
	hor=1	,049	,044	,113	1,098	,275
	Utländskt=1	,119	,047	,266	2,550	,012
	Toehold=1	-,106	,054	-,199	-1,956	,054
	Aktier	-,112	,052	-,227	-2,159	,034
	Blandat	-,017	,063	-,028	-,265	,792
	M/B	,000	,007	,004	,042	,966
	D/Eq	,003	,012	,023	,221	,826
	log mark cap	,001	,012	,011	,104	,917

a. Dependent Variable: Budpremie

## Bilaga 3: Residualernas fördelning



#### Bilaga 4: Test för heteroskedasticitet, Breusch-Pagan-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.699793	Prob. F(8,90)	0.6909
Obs*R-squared	5.797546	Prob. Chi-Square(8)	0.6699
Scaled explained SS	5.899164	Prob. Chi-Square(8)	0.6585

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/22/17 Time: 16:46

Sample: 1 99

Included observations: 99

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.019895	0.048536	0.409890	0.6829
UTLANDSKT_1	-0.001540	0.014090	-0.109309	0.9132
TOEHOLD_1	-0.023408	0.016391	-1.428068	0.1567
M_B	0.000254	0.002078	0.122122	0.9031
LOG_MARK_CAP	0.001675	0.003714	0.451057	0.6530
HOR_1	-0.007368	0.013381	-0.550607	0.5833
D_EQ	-0.001069	0.003762	-0.284217	0.7769
BLANDAT	0.027387	0.019120	1.432343	0.1555
AKTIER	0.008872	0.015650	0.566886	0.5722
R-squared	0.058561	Mean dependent var	0.039176	
Adjusted R-squared	-0.025122	S.D. dependent var	0.061789	
S.E. of regression	0.062560	Akaike info criterion	-2.618871	
Sum squared resid	0.352239	Schwarz criterion	-2.382951	
Log likelihood	138.6341	Hannan-Quinn criter.	-2.523417	
F-statistic	0.699793	Durbin-Watson stat	0.656556	
Prob(F-statistic)	0.690866			

#### Bilaga 5: Korrelationsmatris

	AKTIER	BLANDAT	D_EQ	HOR_1	LOG_MARK...	M_B	TOEHOLD_1	UTLANDSK...
AKTIER	1.000000	-0.245618	-0.033221	0.098776	-0.286689	-0.039972	-0.060830	-0.040773
BLANDAT	-0.245618	1.000000	-0.016746	0.207880	0.243198	-0.031033	-0.072291	0.041071
D_EQ	-0.033221	-0.016746	1.000000	0.154796	0.138139	-0.102181	0.198077	-0.187272
HOR_1	0.098776	0.207880	0.154796	1.000000	0.069698	-0.085908	-0.005625	-0.103940
LOG_MARK...	-0.286689	0.243198	0.138139	0.069698	1.000000	0.171684	0.074377	0.189069
M_B	-0.039972	-0.031033	-0.102181	-0.085908	0.171684	1.000000	-0.113252	0.193195
TOEHOLD_1	-0.060830	-0.072291	0.198077	-0.005625	0.074377	-0.113252	1.000000	0.101527
UTLANDSK...	-0.040773	0.041071	-0.187272	-0.103940	0.189069	0.193195	0.101527	1.000000

#### Modell 6: VIF-test

Variance Inflation Factors

Date: 05/22/17 Time: 16:48

Sample: 1 99

Included observations: 99

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.025939	59.59013	NA
UTLANDSKT_1	0.002186	1.775394	1.147730
TOEHOLD_1	0.002958	1.372987	1.095616
M_B	4.75E-05	2.091051	1.100781
LOG_MARK_CAP	0.000152	62.56366	1.249030
HOR_1	0.001972	2.516335	1.118371
D_EQ	0.000156	1.310172	1.151109
BLANDAT	0.004025	1.401124	1.188833
AKTIER	0.002697	1.564589	1.169491

## Bilaga 8: Förvärv inom urvalet för analys

Datum	Förvärvare	Utländsk	Målföretag	Bud-premie	M/B	D/E	MV (MSEK)	Toe-hold	Förvärvstyp	Betalsätt
2001-12-10	TELECA AB	Nej	AU-SYSTEM AB	32,3%	12,4	0,3	4 402	Nej	Horisontell	Blandat
2001-12-17	DIMENSION AB	Ja	KIPLING HOLDING AB	21,8%	1,7	0,0	26	Nej	Horisontell	Blandat
2002-02-18	MARTINSSON GRUPPEN AB	Nej	INTELLIGENT MICRO SYSTEMS DATA AB	41,6%	1,5	0,5	97	Nej	Vertikal	Kontant
2002-03-15	JEFFERSON SMURFIT GROUP PLC	Nej	MUNKSJÖ AB	32,8%	1,4	0,6	3 572	Nej	Vertikal	Kontant
2002-07-05	TELECA AB	Ja	PRONYX AB	2,9%	1,5	1,4	22	Nej	Vertikal	Kontant
2002-08-29	KAUPTHING BANK HF	Nej	JP NORDISKA AB	41,3%	0,9	0,5	667	Nej	Horisontell	Aktier
2003-01-21	LGP TELECOM HOLDING AB	Ja	ALLGON AB	64,1%	0,8	0,3	571	Nej	Vertikal	Kontant
2003-03-20	RAMBOLL A/S	Ja	SCANDIACONSULT AB	8,8%	2,3	0,0	1 080	Nej	Horisontell	Kontant
2003-06-13	LJUNGBERGGRUPPEN AB	Ja	FASTIGHETS AB CELTICA	17,9%	0,8	3,3	160	Nej	Vertikal	Kontant
2003-07-21	PERSEA INTRESSENER AB	Ja	PERSEA AB	22,4%	3,0	0,1	68	Nej	Vertikal	Kontant
2003-10-20	LRT ACQUISITION AB	Ja	FASTIGHETS AB TORNET	7,3%	0,8	2,9	5 193	Nej	Vertikal	Kontant
2003-12-01	POWERWAVE TECHNOLOGIES INC.	Nej	LGP ALLGON HOLDING AB	30,0%	2,3	0,2	2 903	Nej	Vertikal	Kontant
2003-12-10	RAMIRENT OYJ	Nej	ALTIMA AB	11,2%	3,1	0,0	699	Nej	Horisontell	Aktier
2004-04-26	INVESTMENT AB ORESUND	Nej	CUSTOS AB	1,6%	1,2	0,0	644	Nej	Horisontell	Kontant
2004-05-05	SIGMA AB	Nej	RKS AB	12,2%	1,2	0,0	90	Nej	Horisontell	Blandat
2004-07-19	WIHLBORGS FASTIGHETER AB (OLD)	Ja	FABEGE AB (OLD)	-3,9%	1,2	1,3	7 261	Nej	Vertikal	Kontant
2004-08-24	COGNOS INC.	Nej	FRANGO AB	60,9%	4,4	0,0	383	Nej	Horisontell	Aktier
2004-08-31	MEDIAINTRESS ENTER PLMS AB	Ja	VLT AB	46,0%	1,6	0,1	659	Nej	Horisontell	Aktier
2004-11-15	ELECTRONIC ARTS EA HOLDING AB	Ja	DIGITAL ILLUSIONS CE AB	18,7%	2,5	0,0	609	Nej	Vertikal	Kontant
2005-04-13	TELELOGIC AB	Ja	FOCAL POINT AB	-8,8%	6,3	0,0	114	Nej	Vertikal	Kontant
2005-05-12	AGNICO EAGLE MINES LTD	Ja	RIDDARHYTTAN RESOURCES AB	36,2%	4,3	0,0	1 026	Nej	Horisontell	Aktier
2005-06-02	LAWSON SOFTWARE INC.	Nej	INTENTIA INTERNATIONAL AB	42,7%	3,1	0,3	2 783	Nej	Horisontell	Kontant
2005-06-20	HAGSTRÖMER & QVIBERG AB	Nej	HQ FONDER AB	1,2%	9,5	0,0	489	Nej	Horisontell	Kontant

Datum	Förvärvare	Utländsk	Målföretag	Bud-premie	M/B	D/E	MV (MSEK)	Toe-hold	Förvärvstyp	Betalsätt
2005-09-02	OLD MUTUAL PLC	Ja	FORSÄKRINGSÅK TIEBOLAGET SKANDIA AB	-1,0%	4,1	0,1	42 526	Ja	Horisontell	Aktier
2005-11-22	POSTEN NORGE AS	Ja	OPTIMAIL AB	35,1%	2,4	0,0	235	Nej	Vertikal	Kontant
2006-01-09	ACANDOFRONT EC AB	Nej	RESCO AB	28,3%	1,9	0,0	192	Nej	Vertikal	Kontant
2006-02-08	TELIGENT AB	Ja	TRIO AB	13,8%	1,9	0,0	256	Ja	Horisontell	Aktier
2006-03-21	FRAMFAB AB	Ja	LB ICON AB	-7,2%	3,3	0,4	1 720	Nej	Horisontell	Blandat
2006-05-09	RNB RETAIL AND BRANDS AB	Ja	JC AB	11,1%	3,3	0,0	2 034	Ja	Horisontell	Kontant
2006-08-21	LOGICACMG PLC	Nej	WM-DATA AB	14,1%	4,0	0,5	10 716	Nej	Vertikal	Kontant
2006-11-08	SPX CORPORATION	Nej	CUSTOS AB	13,9%	2,7	0,2	1 114	Ja	Vertikal	Kontant
2006-12-19	CPST SWEDEN HOLDINGS AB	Ja	PROTECT DATA AB	10,3%	7,5	0,1	4 284	Ja	Vertikal	Kontant
2007-03-27	KOMPLETT ASA	Nej	INWAREHOUSE AB	44,5%	2,3	0,0	129	Nej	Horisontell	Blandat
2007-04-26	MILESTONE EHF	Ja	INVIK & CO AB	26,1%	0,4	0,1	216	Nej	Vertikal	Kontant
2007-06-11	WATCHTOWER AB	Nej	TELELOGIC AB	24,8%	2,9	0,2	5 066	Ja	Horisontell	Kontant
2007-06-14	E&I INTRESSENER AB	Ja	EL & INDUSTRIMONTAGE SVENSKA AB	19,4%	1,5	0,1	249	Nej	Horisontell	Aktier
2007-08-20	DNB NOR ASA	Nej	SALUSANSVAR AB	50,9%	1,9	0,0	719	Nej	Vertikal	Kontant
2007-08-27	NPNC INTRESSENER AB	Nej	NEFAB AB	3,4%	3,9	0,3	2 639	Nej	Horisontell	Kontant
2007-09-24	XPONCARD GROUP AB	Nej	ALL CARDS SERVICE CENTER AB	15,8%	1,5	0,3	165	Nej	Horisontell	Aktier
2007-09-26	BORSE DUBAI LTD	Nej	OMX AB	22,3%	6,2	0,4	27 989	Nej	Horisontell	Kontant
2007-09-30	STOCKMANN OYJ	Nej	LINDEX AB	10,3%	9,7	0,2	7 855	Nej	Horisontell	Blandat
2007-10-08	FUJITSU SERVICES OVERSEAS HOLDING LTD	Nej	MANDATOR AB	31,4%	1,8	0,0	398	Ja	Vertikal	Kontant
2007-10-22	GOLDCUP D 3319 AB	Nej	ARK TRAVEL AB	26,4%	5,3	0,1	268	Nej	Horisontell	Kontant
2008-01-17	INTERNATIONAL MARKETING & SALES GROUP LTD	Nej	ONE MEDIA HOLDING AB	7,4%	5,6	0,4	107	Nej	Horisontell	Kontant
2008-02-13	GEMED AB	Ja	BOSS MEDIA AB	70,7%	2,4	0,0	1 107	Ja	Vertikal	Kontant
2008-02-19	OBERTHUR TECHNOLOGIES SA	Ja	XPONCARD GROUP AB	43,2%	1,8	0,7	693	Nej	Vertikal	Kontant
2008-04-15	PSI GROUP ASA	Nej	CASHGUARD AB	-10,3%	2,5	0,3	511	Nej	Horisontell	Kontant

Datum	Förvärvare	Utländsk	Målföretag	Bud-premie	M/B	D/E	MV (MSEK)	Toe-hold	Förvärvstyp	Betalsätt
2008-05-16	STENA ADACTUM AB	Nej	BALLINGSLOV INTERNATIONAL AB	16,4%	3,1	1,2	1 995	Nej	Horisontell	Kontant
2008-05-26	KAIDOZ AB	Nej	ZODIAK TELEVISION AB	42,1%	1,2	1,0	997	Nej	Horisontell	Blandat
2008-07-30	MOBISPINE AB	Ja	MYSKOOP INTERNATIONAL AB	-29,0%	1,2	0,0	4	Nej	Horisontell	Blandat
2008-08-27	MAERSK PRODUCT TANKERS AB	Nej	BROSTRÖM AB	14,7%	1,3	1,8	3 685	Nej	Vertikal	Aktier
2008-09-30	GRUNDSTENEN 122 485 AB	Nej	ARENA PERSONAL AB	36,6%	2,7	0,0	103	Nej	Horisontell	Kontant
2008-10-16	ADDNODE AB	Nej	STRAND INTERCONNECT AB	22,7%	0,7	0,2	34	Nej	Horisontell	Kontant
2008-10-31	CAYTEL 1 LP	Ja	TELECA AB	26,4%	0,8	0,2	245	Ja	Horisontell	Kontant
2008-11-10	PEAB AB	Nej	PEAB INDUSTRI AB	6,2%	4,6	2,1	2 882	Nej	Horisontell	Aktier
2008-11-24	SODEXO SA	Nej	JAMES CONCEPTS AB	67,0%	7,6	0,0	17	Nej	Horisontell	Kontant
2009-04-17	PEAB AB	Nej	ANNEHEM FASTIGHETER AB	4,3%	0,8	1,2	270	Nej	Vertikal	Blandat
2009-06-26	FASTIGHETS BALDER AB	Ja	DIN BOSTAD SVERIGE AB	43,5%	0,4	4,1	422	Ja	Vertikal	Kontant
2009-07-02	VEGA RONNEBY AB	Nej	WATER JET SWEDEN AB	6,3%	1,1	1,2	92	Nej	Horisontell	Kontant
2009-09-02	MANNERHEIM INVEST AB	Nej	MEGACON AB	27,9%	1,2	0,2	37	Ja	Horisontell	Kontant
2009-10-14	BURE EQUITY AB	Nej	SKANDITEK INDUSTRIFÖRVA LTNING AB	46,0%	0,6	0,0	191	Ja	Horisontell	Kontant
2009-11-30	THUBAN AB	Ja	LEDSTIERNAN AB	9,5%	0,2	0,1	169	Nej	Vertikal	Blandat
2010-01-25	ORC SOFTWARE AB	Nej	NEONET AB	21,2%	3,2	0,3	1 178	Ja	Horisontell	Blandat
2010-09-20	SVENSKA RESEGRUPPEN AB	Nej	SCANWORLD TRAVELPARTNER AB	6,9%	5,6	0,0	227	Ja	Vertikal	Kontant
2010-09-27	SOFTRONIC AB	Nej	MODUL 1 DATA AB	86,9%	1,7	0,0	60	Nej	Vertikal	Aktier
2010-10-13	CIDRON INTRESSENER AB	Nej	MUNTERS AB	3,4%	2,5	0,8	5 690	Nej	Horisontell	Kontant
2010-12-13	ASSA ABLOY AB	Ja	CARDO AB	47,9%	3,8	0,1	11 300	Nej	Vertikal	Blandat
2011-01-14	WALDIR AB	Ja	NETONNET AB	-6,4%	3,1	0,9	278	Nej	Horisontell	Kontant
2011-02-10	GALDERMA HOLDING AB	Nej	Q-MED AB	29,9%	3,8	0,0	7 429	Nej	Horisontell	Aktier
2011-04-11	MEDIVIR AB	Nej	BIOPHAUSIA AB	45,5%	0,8	0,5	528	Nej	Vertikal	Kontant
2011-04-28	CDON GROUP AB	Nej	TRETTI AB	28,3%	4,4	0,0	343	Nej	Vertikal	Aktier

Datum	Förvärvare	Utländsk	Målföretag	Bud-premie	M/B	D/E	MV (MSEK)	Toe-hold	Förvärvstyp	Betalsätt
2011-06-22	KAMIC ELECTRONICS AB	Ja	ELEKTRONIKGRUPPEN BK AB	29,9%	0,9	0,8	209	Nej	Horisontell	Aktier
2011-06-27	SBD HOLDING AB	Nej	NISCAYAH GROUP AB	10,2%	2,9	0,7	6 644	Nej	Horisontell	Blandat
2011-12-06	KLOVERN AB	Nej	DAGON AB	24,5%	0,9	2,6	1 410	Nej	Vertikal	Kontant
2011-12-19	CIDRON DELFI INTRESSENER AB	Ja	ORC GROUP AB	42,8%	1,4	0,1	2 039	Nej	Horisontell	Kontant
2012-01-12	SCHIBSTED ASA	Nej	ASPIRO AB	37,0%	1,5	0,0	316	Nej	Horisontell	Kontant
2012-03-21	ADOPERATOR AB	Nej	ADTAIL AB	-4,3%	6,1	3,2	1	Ja	Horisontell	Kontant
2012-10-15	HJELP24 SVERIGE AB	Ja	AVONOVA SVERIGE AB	33,9%	0,7	0,0	134	Ja	Horisontell	Kontant
2012-11-07	ARCTIC PAPER SA	Ja	ROTTNEROS AB	36,0%	0,3	0,0	161	Nej	Horisontell	Aktier
2013-02-20	DANIR AB	Nej	SIGMA AB	33,2%	1,0	0,2	577	Nej	Horisontell	Kontant
2013-06-04	NOVAVAX INC.	Nej	ISCONOVA AB	43,3%	2,7	0,1	250	Nej	Horisontell	Kontant
2013-06-17	SECTOR ALARM AB	Nej	TRYGGA HEM SKANDINAVIEN AB	13,7%	3,8	0,2	190	Nej	Vertikal	Kontant
2013-09-04	H INTRESSENER AB	Nej	HOGANAS AB	30,3%	2,4	16,6	11 267	Nej	Vertikal	Aktier
2014-04-01	GUSGUS FORVALTNINGS AB	Ja	HEDSON TECHNOLOGIES INTERNATIONAL AB	21,6%	0,9	0,4	96	Nej	Vertikal	Kontant
2014-05-15	IP-ONLY AB	Nej	AVAILO AB	-22,5%	1,9	0,5	283	Nej	Vertikal	Kontant
2014-06-09	ACANDO AB	Nej	CONNECTA AB	29,9%	3,0	0,2	437	Nej	Vertikal	Kontant
2014-06-26	NORTH INVESTMENT GROUP AB	Nej	ACAP INVEST AB	26,6%	0,9	1,1	47	Nej	Vertikal	Kontant
2014-08-20	LEXMARK INTERNATIONAL TECHNOLOGY SA	Nej	READSOFT AB	4,6%	1,7	0,1	1 313	Nej	Horisontell	Aktier
2015-01-30	PROJECT PANTHER BIDCO LTD	Nej	ASPIRO AB	58,1%	23,8	0,0	464	Ja	Vertikal	Aktier
2015-02-10	CANON INC.	Nej	AXIS AB	63,0%	12,6	0,0	23 624	Nej	Vertikal	Aktier
2015-05-25	SCANFIL OYJ	Ja	PARTNERTECH AB	49,9%	0,8	0,7	441	Nej	Horisontell	Blandat
2015-06-29	INFINERA CORPORATION	Nej	TRANSMODE AB	24,5%	3,5	0,0	3 119	Ja	Horisontell	Blandat
2015-10-20	CATENA AB	Nej	TRIBONA AB	16,7%	1,1	1,5	2 048	Nej	Horisontell	Aktier
2015-11-30	RANDSTAD NORDIC AB	Nej	PROFFICE AB	26,1%	2,2	0,0	1 717	Ja	Vertikal	Kontant
2015-12-16	CAREDX INC.	Nej	ALLENEX AB	17,1%	1,4	0,5	296	Nej	Vertikal	Aktier
2016-02-10	MYLAN NV	Nej	MEDA AB	84,4%	1,9	1,2	31 448	Nej	Horisontell	Aktier



Datum	Förvärvare	Utländsk	Målföretag	Bud-premie	M/B	D/E	MV (MSEK)	Toe-hold	Förvärvstyp	Betalsätt
2016-02-29	ETIB HOLDING II AB	Ja	NORDIC SERVICE PARTNERS HOLDING AB	22,4%	1,6	2,2	251	Ja	Vertikal	Aktier
2016-10-27	GE HEALTHCARE SWEDEN HOLDING AB	Nej	ARCAM AB	70,7%	4,2	0,7	5 713	Nej	Vertikal	Kontant
2016-11-28	AHEAD GLOBAL INVESTMENT LTD	Nej	MEDIROX AB	19,6%	7,3	0,0	83	Nej	Vertikal	Aktier

### *Bilaga 9: Utelligare och extremvärden*

Datum	Förvärvare	Utländsk	Målföretag	Bud-premie	M/B	D/E	MV (MSEK)	Toe-hold	Förvärvstyp	Betalsätt
2015-10-13	PROGENICS PHARMACEUTICALS INC.	Ja	EXINI DIAGNOSTICS AB	117,0%	2,6	0,0	21	Nej	Vertikal	Kontant
2015-03-10	PANOSTER INVESTMENT AB	Nej	H1 COMMUNICATION AB	135,1%	5,4	0,7	18	Nej	Horisontell	Kontant
2012-12-27	ONIVA ONLINE GROUP EUROPE AB	Nej	SERVAGE AB	138,6%	1,5	0,0	18	Ja	Horisontell	Aktier
2008-12-09	VODAFONE EUROPE BV	Ja	WAYFINDER SYSTEMS AB	252,9%	2,1	0,0	227	Nej	Vertikal	Kontant
2010-05-19	GOOGLE ACQUISITION HOLDINGS INC.	Ja	GLOBAL IP SOLUTIONS (GIPS) HOLDING AB	26,0%	66,4	0,0	416	Nej	Horisontell	Kontant
2014-02-24	ANDERS HEDIN INVEST AB	Nej	MABI RENT AB	29,6%	8,5	99,0	25	Nej	Vertikal	Kontant
2015-05-15	CIRCASSIA PHARMACEUTICALS PLC	Ja	AEROCRINE AB	3,4%	-1,4	-2,3	1717	Nej	Horisontell	Kontant
2009-04-17	RICOH EUROPE HOLDINGS PLC	Ja	CARL LAMM HOLDING AB	17,9%	-1,9	-1,7	375	Nej	Vertikal	Kontant