



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

VT19

”Vad fan får jag för pengarna?”

En komparativ studie om budpremiens påverkansfaktorer i Sverige och Frankrike

Författare:

Jacob Klingvall

Justus Melin

Rasmus Selin

Handledare:

Maria Gårdängen

ABSTRAKT

Titel	”Vad fan får jag för pengarna?” - En komparativ studie om budpremiens påverkansfaktorer i Sverige och Frankrike
Seminariedatum	2019-06-05
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15HP
Författare	Jacob Klingvall, Justus Melin, Rasmus Selin
Handledare	Maria Gårdängen
Nyckelord	Företagsförvärv, Budpremie, Synergier, Kulturella skillnader, Sverige, Frankrike
Syfte	Syfte med studien är att undersöka vilka faktorer som förklarar budpremiens storlek vid förvärv av svenska respektive franska publika företag. Vidare syftar studien till att diskutera kulturella skillnader vid förvärv och hur dem kan tänkas påverka budpremiens storlek utifrån den svenska och franska marknaden.
Metod	Studien är gjord med kvantitativ metod och har en deduktiv ansats. Multipel regressionsanalys har använts för att tolka och analysera studiens sekundärdata.
Teoretisk referensram	Studien utgår från framträdande teorier relevanta för studiens syfte samt tidigare forskning av budpremiens påverkansfaktorer.
Empiri	Urvalet utgörs av 154 publika förvärv i Sverige och Frankrike, från år 2003 till 2018.
Slutsats	Resultatet i studien visar på negativa signifikanta samband mellan budpremien och betalning med aktier samt tillhörighet i tillverkningsbranschen för svenska företag. För franska företag uppvisas inga signifikanta samband.

ABSTRACT

Title	”Vad fan får jag för pengarna?” - En komparativ studie om budpremiens påverkansfaktorer i Sverige och Frankrike
Seminar date	2019-06-05
Course	FEKH89, Corporate Finance Degree Project, Undergraduate level, 15 ECTS
Authors	Jacob Klingvall, Justus Melin, Rasmus Selin
Advisor	Maria Gårdängen
Key words	Acquisition, Bid premium, Synergies, Cultural differences, Sweden, France
Purpose	The purpose of the study is to examine what factors that are affecting the size of the bid premium in public takeovers in Sweden and France. Moreover is the purpose to discuss possible cultural differences and what effect they might have.
Methodology	The authors used quantitative method with a deductive approach. Secondary data have been collected and interpreted through multiple regression analysis.
Theoretical perspective	The study is based on theories relevant for the purpose of the study along with earlier research regarding the factors explaining bid premium.
Empirical foundation	The data sample in the study consists of 154 public takeovers in Sweden and France, the years 2003 to 2018.
Conclusions	The study shows significant relationships between the bid premia and payment with shares, and targets in manufacturing among Swedish firms. The study shows no significant relationships among French firms.

Förord

Den här uppsatsen från Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet är skriven våren 2019. Vi vill tacka vår handledare Maria Gårdängen som har varit till stor hjälp under arbetets gång. Vi vill även tacka avgångne ordförande för Svenskt Näringsliv Leif Östling för inspiration till titel.

Lund 31 maj 2019

Jacob Klingvall

Justus Melin

Rasmus Selin

Innehållsförteckning

1. <i>Inledning</i>	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	7
1.3 Syfte	8
1.4 Frågeställningar	9
1.5 Avgränsningar	9
1.6 Målgrupp	9
1.7 Disposition	9
2. <i>Teoretisk referensram</i>	11
2.1 Budpremie	11
2.2 Beteendeteoretiskt perspektiv	12
2.3 Tidigare forskning om faktorer vilka påverkar budpremien	15
3. <i>Metod</i>	22
3.1 Forskningsstrategi	22
3.2 Urval	22
3.3 Hantering av Budpremie	24
3.4 Hantering av oberoende variabler	25
3.5 Datainsamling och databearbetning	26
3.6 Statistisk undersökningsmetodik	27
3.7 Metoddiskussion	30
4. <i>Resultat</i>	35
4.1 Deskriptiv statistik	35
4.2 Regressioner	38
4.3 Regressionsdiagnostik	44
5. <i>Analys och diskussion</i>	46
5.1 Beroende variabel - Budpremien	46
5.2 Oberoende variabler med statistisk signifikans	47
5.3 Oberoende variabler utan statistisk signifikans	49
5.4 Skillnader förklarade utifrån Hofstedes index	53
5.5 Beteendeteoretiskt synsätt	55
5.6 Ekonomisk signifikans	56
6. <i>Slutsats och förslag till vidare forskning</i>	57
6.1 Slutsats	57
6.2 Förslag till vidare forskning	59
<i>Bilagor:</i>	65
Bilaga 1. Samtliga transaktioner	65
Bilaga 2. Jarque-Bera med uteliggare	71
Bilaga 3. Jarque-Bera utan uteliggare	72
Bilaga 4. E-views-rapportering om regressioner	73
Bilaga 5. Ramsey's RESET test	79
Bilaga 6. Korrelationsmatris & VIF	81
Bilaga 7. White's heteroskedasticity test	83
Bilaga 8. Genomsnittlig växelkurs USD/SEK 2003-2018	84
Bilaga 9. Frankrike regression utan extremvärde skuldsättningsgrad	85

1. Inledning

I det här kapitlet behandlas bakgrunden till ämnesvalet, vilken sedan mynnar ut i en problemdiskussion med efterföljande frågeställningar. Det inledande kapitlet beskriver även studiens avgränsningar, målgrupp och disposition.

1.1 Bakgrund

När det svenska spelbolaget Mr Green & Co förvärvades under det senaste året betalade brittiska William Hill över 100 miljoner dollar mer än vad Mr Green värderades till på Stockholmsbörsen (Sangameswaran, 2018). Den 30 oktober 2018 värderades Mr Greens aktie till 46,50 kronor på Stockholmsbörsen, dagen därpå tillkännagavs William Hills bud till Mr Greens aktieägare om 69 kronor per aktie, motsvarande en budpremie på nära 49 procent (Sangameswaran, 2018). Mr Greens styrelse uppmanade aktieägarna att acceptera budet och några månader senare kontrollerade William Hill 98,5 procent av aktierna i Mr Green (Mothander, 2018; Gaming Intelligence, 2019).

Merger-waves eller förvärvsvågor är ett begrepp inom företagsförvärv som innebär en period med förhöjd aktivitet. Företagsförvärv har historiskt sett varit koncentrerat till den amerikanska marknaden, men under den femte förvärvsvågen (1993-2000) började fenomenet på allvar ta fart även i Europa (Goergen & Renneboog, 2004; Gaughan, 2011). Forskning inom företagsförvärv från den amerikanska marknaden visar att en budpremie på nära 49 procent inte är onormalt på något vis då budpremier vanligen överskrider målföretagets marknadsvärde med 40 till 60 procent (Mergerstat Review 2010, refererad till i Gaughan, 2011; Alexandridis, Mavrovitis och Travlos, 2012). Det är tydligt i forskningen att budpremier av den här storleken har förekommit under flera decennier i USA och numera i stor utsträckning även i Europa. Varför budpremier ligger på en så hög nivå och vilka faktorer som påverkar budpremiens storlek har forskare på området däremot haft svårare att enas kring.

Att få tillgång till andra marknader är en faktor som förvärvande företag ofta vill åstadkomma vid förvärv (Goergen & Renneboog, 2004). Synergieffekten av att två bolag med delvis olika tillgångar, teknik och kompetens går samman är också en faktor som lyfts fram som avgörande för budpremiens storlek (Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012). Andra förklaringar berör agentproblematiken och visar att förvärvande företag kan erbjuda höga budpremier eftersom ledningen ofta har egna incitament att styra över ett större företagsimperium (Hambrick & Hayward, 1997).

Eftersom företagsförvärv är ett relativt nytt fenomen på den europeiska marknaden blir det intressant att undersöka vad som styr budpremiens storlek i europeiska länder som Sverige och Frankrike. Dessa båda länder har skilda kulturer, vilket också avspeglar sig på arbetsplatser och i affärssammanhang. Susan Gustafsson är en svensk jurist som under en längre tid jobbade i Paris och hon berättar om de

stora kulturella skillnader som råder mellan Sverige och Frankrike (Arbeta utomlands, 2017). Enligt Gustafsson har fransmännen ofta svårt att uppfatta vem som bestämmer i ett svenskt bolag då svenska bolag generellt följer en avsevärt mer horisontell företagsstruktur. Hennes iakttagelse stämmer bra överens med Hofstedes (2019) modell som beskriver kulturella skillnader mellan länder. Hofstedes modell inbegriper parametern *Power Distance* som visar att Frankrike jämfört med Sverige tolererar mer ojämlikhet, centralisering och ofta har fler hierarkiska nivåer i sina företag. Förutom *Power Distance* består Hofstedes modell av fem andra parametrar åskådliggörande kulturella skillnader, vilka kommer ligga till grund för den här studiens jämförelse av budpremiens påverkansfaktorer i Sverige och Frankrike.

1.2 Problemdiskussion

Det finns en grundläggande problematik med budpremier då de innebär att de förvärvande företagen betalar ett högre pris för målföretagens aktier än vad marknaden värderar dem till. Eftersom budpremier ofta är så stora som 40 till 60 procent indikerar det att förvärvande företag vanligen har väldigt höga förhoppningar vid förvärv (Mergerstat Review 2010, refererad till i Gaughan, 2011; Alexandridis, Mavrovitis och Travlos, 2012). Forskning från samtliga förvärvsvågor visar däremot att förvärv snarare tenderar att vara värdeförstörande, vilket gör det intressant att undersöka vilka faktorer som driver företag att erbjuda så höga budpremier (Roll, 1986; Gaughan, 2011).

Att förvärv tenderar att bli värdeförstörande kan förstås bero på en rad olika anledningar. Oväntade problem och samarbetssvårigheter kan uppstå i en organisation vid förvärv som gör att förvärvet inte lever upp till förväntningarna. Andra anledningar kan vara att synergieffekter och potentialen på nya marknader överskattas. I vissa fall kan en stor budpremie bero på en allmän överoptimism och att marknaden övervärderar målföretaget. Tidigare forskning visar däremot att det värdeförstörande som förvärv ofta leder till har att göra med att förvärvaren har haft en övertro och överskattat effekterna av förvärvet, vilket har resulterat i en alltför stor budpremie (Roll, 1986; Alexandridis, Mavrovitis och Travlos, 2012).

Även om företagsförvärv med stora budpremier är vanligt på såväl den europeiska som den amerikanska marknaden har tidigare forskning haft svårt att förklara vilka faktorer som påverkar budpremiens storlek. Tidigare forskning har framförallt fokuserat på den amerikanska marknaden eller presenterat allmänna resultat för den europeiska marknaden. Tidigare forskning består dessutom i huvudsak av studier av enskilda marknader och inte av komparativa studier av olika marknader.

Som *Diagram 1* visar finns det stora kulturella skillnader mellan Sverige och Frankrike för flera av parametrarna i Hofstedes (2019) index. Till exempel visar Frankrike på ett betydligt högre värde för *Uncertainty Avoidance*, vilket indikerar att fransmännen känner avsevärt större oro inför framtiden och

försöker kontrollera den med hjälp av planering, lagar och regler. Beslut vid företagsförvärv kan påverkas av hur man ser på framtiden och hur man ställer sig till olika typer av risktagande. Då företagsvärderingar grundar sig i förväntade kassaflöden företag genererar blir framtidsuppfattningen av stor betydelse. En budpremie innebär per definition att det förvärvande företaget värderar målföretaget högre än marknaden. Budpremiens storlek är således en individuell bedömning från förvärv till förvärv, en bedömning som kan tänkas skilja sig från investerare till investerare och från en kultur till en annan.

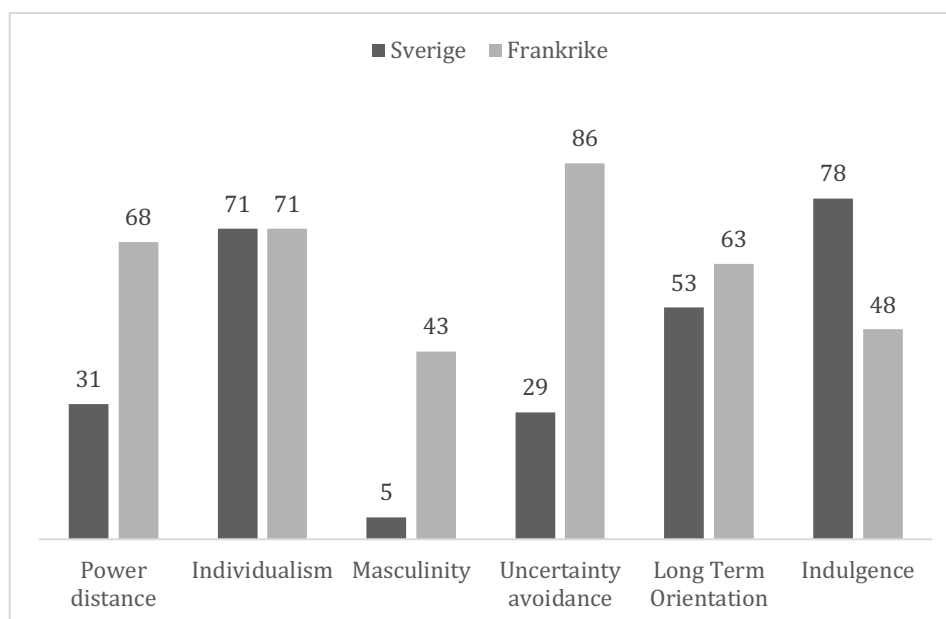


Diagram 1. Hofstedes kulturella index för Sverige och Frankrike

Eftersom tidigare forskning till stora delar har fokuserat på den amerikanska marknaden är författarnas förhoppning att den här studien ska bidra till att fylla delar av de forskningsgap som finns på den europeiska marknaden. Tidigare forskning från Europa har framförallt studerat den europeiska marknaden i sin helhet. Genom att jämföra två olika europeiska marknader har den här studien möjlighet att identifiera eventuella skillnader och fylla gap i den europeiska forskningen samt bidra till en mer nyanserad bild av vilka faktorer som påverkar budpremiens storlek. Eftersom Hofstedes (2019) index visar tydliga kulturella skillnader mellan Sverige och Frankrike kommer dessa båda länders marknader ligga till grund för studiens genomförande.

1.3 Syfte

Studiens syfte är att undersöka vilka faktorer som förklarar budpremiens storlek vid förvärv av svenska respektive franska publika företag. Vidare syftar studien till att diskutera kulturella skillnader vid förvärv och hur de kan tänkas påverka budpremiens storlek utifrån den svenska och franska marknaden.

1.4 Frågeställningar

1. Kan storleken på budpremien förklaras av (1) målföretagets branschtillhörighet, (2) målföretagets storlek, (3) målföretagets skuldsättningsgrad, (4) målföretagets market-to-book-kvot, (5) förekomsten av toehold, (6) betalningssätt, (7) förvärvsvåg?
2. Är de förklarande faktorerna av olika betydelse vid förvärv för svenska respektive franska företag och kan dessa förklaras av kulturella skillnader?

1.5 Avgränsningar

Studiens urval har avgränsats till publika svenska och franska företag. För att tydliggöra den kulturella aspekten ska både förvärvande bolag och målföretag vara från samma land. Tidsperioden är avgränsad till den senast identifierade förvärvsvågen fram till föregående år, det vill säga från 2003-01-01 till 2018-12-31. Vidare avser studien enbart transaktioner där förvärvande företag innan tillkännagivandet av förvärvet kontrollerade mindre än 50 procent av aktierna i målföretaget.

1.6 Målgrupp

Studiens målgrupp är i första hand studenter och akademiker med grundläggande kunskap inom ekonomi. Författarnas förhoppning är dock att studien ska kunna vara till nytta även för andra grupper som till exempel investerare.

1.7 Disposition

Inledning - I det här kapitlet behandlas bakgrunden till ämnesvalet, vilken sedan mynnar ut i en problemdiskussion med efterföljande frågeställningar. Det inledande kapitlet beskriver även studiens avgränsningar, målgrupp och disposition.

Teoretisk referensram - I det här kapitlet presenteras framträdande teorier relevanta för studiens syfte. Därefter redogörs för tidigare forskning av budpremiens påverkansfaktorer vilka hypoteser formulerats utifrån.

Metod - I det här kapitlet presenteras författarnas tillvägagångssätt vid studiens genomförande. Här beskrivs vilka variabler som har studerats, hur data har samlats in och hur frågeställningarna har angripits. Här motiveras även olika beslut som tagits under arbetets gång.

Resultat - I det här kapitlet presenteras deskriptiv statistik samt data från de regressionsanalyser som gjorts. Dessutom redogörs utfallet av de hypoteser som formulerats i tidigare kapitel.

Analys och diskussion - I det här kapitlet analyseras och diskuteras det empiriska materialet utifrån relevanta teorier samt tidigare forskning för att besvara studiens frågeställningar.

Slutsats och förslag till vidare forskning - I det här kapitlet reflekterar författarna över analysen och ger en slutsats. Här görs kopplingar till teorin och förslag till vidare forskning ges.

2. Teoretisk referensram

I det här kapitlet presenteras framträdande teorier relevanta för studiens syfte. Därefter redogörs för tidigare forskning av budpremiens påverkansfaktorer vilka hypoteser formulerats utifrån.

2.1 Budpremie

2.1.1 Budpremie

En budpremie innebär att förvärvande företag betalar ett högre pris för målföretagets aktier än vad marknaden värderar dem till. Med utgångspunkt i neoklassisk teori där investerare antas vara rationella och värdemaximerande betyder en budpremie att förvärvande företag värderar målföretaget högre än marknaden. En högre värdering kan bero på att det förvärvande företaget vill få åtkomst till nya marknader eller uppskattar att ett förvärv kommer leda till synergieffekter (Goergen & Renneboog, 2004; Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012).

Det finns inget allmänt vedertaget sätt som används för vilket aktiepris budpremien grundar sig på. Även om tidigare studier visar på att den största aktieprisförändringen hos målföretaget sker på dagen då förvärvet offentliggörs finns det forskning som visar på att prisförändringar till följd av ett ryktat förvärv sker tidigare än så (Antoniou, Arbour & Zhao, 2008; Berk & DeMarzo, 2013). Med anledning av detta använder sig bland andra Antoniou, Arbour och Zhao och Betton, Eckbo och Thorburn av en metod vilken utgår från en specifik dag för att bedöma aktiepriset då det är opåverkat av rykten. Antoniou, Arbour och Zhao använde sig av aktiepriset 30 dagar innan förvärvets tillkännagivande och Betton, Eckbo och Thorburn 42 dagar innan. Nackdelen med denna metod är att man inte beaktar händelser som sker efter dag 30 eller 42 vilket skulle kunna påverka aktiepriset. Ett annat sätt som Alexandridis *et al.* (2013) bland annat använder sig är ett volymvägt genomsnitt av aktiepriset för 30-dagarsperioden innan tillkännagivandet. Denna metod kan dock ha nackdelen att man släpper igenom prisförändringar orsakade av insiderinformation i beräkningarna vilket kan snedvrider resultatet.

2.1.2 Effektiva marknadshypotesen

Effektiva marknadshypotesen (EMH) är en hypotes om att finansiella marknader är effektiva (Fama, 1970). En effektiv marknad enligt EMH innebär att värderingen av ett företags aktie alltid är korrekt eftersom priset återspeglas av marknadens samlade bedömning av all tillgänglig information. Enligt EMH tar marknaden hänsyn till om ny information blir tillgänglig och värderingen justeras direkt utefter marknadens reaktion.

Graden av marknadseffektivitet delas i EMH in i tre grader, vilka benämns som svag, halvstark och stark (Fama, 1970). På en marknad som är svagt effektiv är det inte möjligt att förutse prisutvecklingen genom historisk data som till exempel teknisk analys. När marknaden är halvstarkt effektiv går det inte att förutse prisutvecklingen genom offentlig information som delårsrapporter eller årsredovisningar, det vill säga det går inte att förutse prisutvecklingen genom fundamental analys. Slutligen på en starkt effektiv marknad är det inte möjligt att förutse prisutvecklingen ens med hjälp av insiderinformation, vilket enligt hypotesen innebär att ingen kan nå högre avkastning än marknaden på längre sikt.

I en studie som granskar graden av marknadseffektivitet inom Europeiska Unionen finner Tuck (2005) att marknaden bör klassificeras som halvstark. En halvstark marknad gäller alltså enligt studien för såväl den svenska som den franska marknaden. Att den svenska marknaden bör klassificeras som halvstark styrks även i en äldre studie av Claesson (1987). Med tanke på de senaste decenniernas tekniska utveckling går det att anta att såväl den svenska som den franska marknaden går mot en mer effektiv utveckling. Då få studier har visat på starkt effektiva marknader Chan *et al.* (1997) kommer den här studien utgå från att marknaderna är halvstarka.

EMH har fått kritik för att sätta allt för stor tro till marknadens effektivitet (Volcker, 2011). Andra studier avvisar också EMH, ofta med hänsyn till psykologiska faktorer (Shleifer, 2000). Trots att det råder delade meningar om EMH, så är hypotesen relevant som ett teoretiskt förhållningssätt till marknaden.

2.2 Beteendeteoretiskt perspektiv

Neoklassisk teori där investerare är rationella och antas agera värdemaximerande har haft svårt att förklara budpremiens påverkansfaktorer (Gugler, 2010). Följaktligen tyder tidigare forskning på att investeringar inte alltid är värdemaximerande varför ett beteendeteoretiskt perspektiv är nödvändigt för den här typen av studier. De beteendeteoretiska teorier som behandlas i den här delen av kapitlet har sin utgångspunkt i att beslut ofta fattas av enskilda individer och inte av företaget som institution. Då enskilda individer kan ha egna incitament i olika beslut påverkar det här i vilken mån företag kan anses vara rationella och värdemaximerande.

2.2.1 Agentteori

Agentteorin grundar sig i det som kallas principal-agent-problemet och beskriver förekomsten av hur så kallade "agenter" i en företagsledning kan ha egna intressen i verksamheten, det vill säga intressen som skiljer sig från, eller till och med står i konflikt med aktieägarnas intressen (Berk & DeMarzo, 2017). Med utgångspunkt i principal-agent-problemet ger teorin en förklaring till vad som gör att ett förvärvande företags ledning i vissa fall har begränsat intresse att gynna aktieägarna och inte agerar i

ett vinstmaximerande syfte. När ledningens intresse inte är förenligt med aktieägarnas intresse uppstår ett etiskt dilemma för ledningen gentemot ägarna.

2.2.2 Empire-building

Enligt Empire-building-teorin utförs företagsförvärv av en ledning som maximerar sin egen nytta och låter ägarnas intresse komma i andra hand (Trautwein, 1990). Trautwein menar att ledningen har egna incitament att förvärva andra företag då större företagsimperium vanligen innebär mer makt och högre ersättning för ledningen. Således är empire-building ett exempel på hur problematiken i agentteorin kan utspela sig i praktiken.

Walsh (1988 refererad till i Trautwein, 1990) kommer fram till att förvärvande företag ger högre ersättningsnivåer till ledningen än företag som inte förvärvar, vilket stödjer resonemanget om ledningens incitament till förvärv. Vidare finner You *et al.* (1986 refererad till i Trautwein, 1990) att ett lågt ägandeskap hos ledningen är positivt korrelerat med misslyckade förvärv, vilket tyder på att en sådan ledning är benägen att förvärva även mindre attraktiva förvärvsobjekt tack vare ledningens egna incitament till förvärv.

Vanligen är det fler anledningar än endast empire-building som bidrar till att ett företagsförvärv kommer till stånd. Det är däremot tydligt att teorin om empire-building är en bidragande faktor vid företagsförvärv, varför den är relevant för den här studien.

2.2.3 Hybrishypotesen

Hybrishypotesen av Roll (1986) ger en förklaring på varför företagsförvärv sällan motsvarar förväntningarna. Hybrishypotesen utgår från en marknad utan synergieffekter där målföretaget är korrekt prissatt och marknaden starkt effektiv. Eftersom målföretaget, enligt hypotesen, är korrekt prissatt implicerar hypotesen att alla företagsförvärv uppstår genom att det förvärvande företags ledning tror att de kan styra målföretaget bättre än de tidigare ägarna. Följaktligen tenderar förvärvande ledning att övervärdera målföretaget eftersom de övervärderar sin egen förmåga att göra målföretaget mer framgångsrikt (Ogden, Jen & O'Connor, 2003).

Hybrishypotesen är väletablerad som en teoretisk modell inom företagsekonomisk forskning. Att mäta hybris är däremot svårare då det grundar sig i enskilda individers beteende och beslutsfattande. Hayward och Hambrick (1997) har genomfört en kvalitativ studie om hybris baserat på intervjuer med VD:ar för 106 förvärvande amerikanska företag och finner ett tydligt samband mellan ett antal variabler och budpremiens storlek. Faktorer som enligt studien påverkar budpremiens storlek är företagets prestation på senare tid, beröm i media riktat mot VD:ar samt ett mått för VD:ars egen uppfattning om sin betydelse. Det här är faktorer som kan påverka budpremiens storlek, men då studien bara omfattar 106

företag är det svårt att dra några mer generella slutsatser utifrån studiens resultat. Det går även att ifrågasätta hur väl dessa parametrar verkligen beskriver hybris då många andra saker kan spela in.

Att mäta hybris i kvantitativa undersökningar är än mer komplicerat då det är svårt att identifiera mätbara variabler för hybris. Däremot är hybris ett ämne för diskussion som en kompletterande förklaring då andra påverkansfaktorer inte fullständigt kan förklara budpremiens storlek. Enligt Roll (1986) är hybris den huvudsakliga anledningen till varför företag återkommande genomför förvärv som sedan visar sig vara värdeförstörande. Även om Rolls antagande om en starkt effektiv marknad utan synergieffekter inte accepteras, är det lämpligt att ta hybris i beaktning vid studier om budpremiens påverkansfaktorer.

2.2.4 Hofstedes kulturella dimensioner

För att beskriva kulturskillnader, och så även i affärssammanhang, används ofta Hofstedes (2011) modell bestående av sex dimensioner av kultur. Hofstede beskriver kultur som det kollektiva tankesätt som särskiljer en grupp av människor från andra grupper och hans modell består av dimensionerna *Power Distance*, *Uncertainty Avoidance*, *Individualism/Collectivism*, *Masculinity/Femininity*, *Long/Short Term Orientation* och *Indulgence/Restraint*. I modellen bedöms en kultur med ett värde 1 till 100 för respektive parameter.

Power Distance är parametern i Hofstedes (2011) modell som behandlar att individer i ett samhälle inte är jämlika och uttrycker hur kulturen ser på ojämlikheter i samhällets organisationer och institutioner. Ett högt värde för *Power Distance* speglar att samhällets individer i hög grad accepterar och förväntar sig att makt fördelas ojämlikt. Ett högt värde indikerar att beslut fattas centralt i landet och inom dess företag.

Uncertainty Avoidance handlar om samhällets syn att se på framtidens ovisshet (Hofstede, 2011). Ovisshet kan medföra oro och *Uncertainty Avoidance* behandlar huruvida samhället försöker kontrollera framtiden eller bara låter den hända. Ett högt värde för *Uncertainty Avoidance* indikerar att struktur, planering, lagar och regler är viktigt för landet, dess företag och dess invånare för att undvika oönskade överraskningar.

Individualism/Collectivism beskriver i vilken utsträckning samhällets invånare har ett ömsesidigt beroende av varandra (Hofstede, 2011). Ett högt värde reflekterar *Individualism*-delen och betyder att invånarna ser efter sig själva och att deras självbild snarare är "jag" än "vi". Ett lågt värde betyder att invånarna har sin tillhörighet i grupper och att man tar hand om varandra i större utsträckning.

Masculinity/Femininity är parametern i Hofstedes (2011) modell som belyser vilka värden som är viktiga i samhället och vad som motiverar dess invånare. Ett högt värde står för *Masculinity* och betyder att samhället drivs av framgång, prestation och konkurrens. Värdena tar invånarna med sig redan från skolan och in i arbetslivet. Ett lågt värde står för *Femininity* och betyder att samhällets invånare bryr sig mer om varandra och om sin livskvalitet. I ett samhälle kantat av *Femininity* är framgång snarare ett lyckligt liv än att få makt och inflytande i arbetslivet.

Long/Short Term Orientation handlar om hur ett samhälle behandlar sitt förflutna i relation till nutidens och framtidens utmaningar (Hofstede, 2011). En kultur med höga värden för den här parametern ser pragmatiskt på framtiden och välkomnar förnyelse såväl inom skola som företagande. Ett lågt värde indikerar att samhället och dess organisationer värdesätter gamla traditioner och värderingar medan man är misstänksam mot förändringar i samhället.

Indulgence/Restraint beskriver i vilken mån samhällets invånare försöker kontrollera sina impulser och begär (Hofstede, 2011). Ett högt värde står för *Indulgence* och betyder att invånarna inte kontrollerar sina impulser och begär i någon större utsträckning.

Hofstedes modell är allmänt accepterad som ramverk för att beskriva kulturskillnader inom företagsekonomi och andra branscher. Däremot går det inte att utgå från att Hofstedes sex dimensioner av kultur inbegriper alla nyanser i en kultur. Att precis uppskatta ett lands kultur utifrån sex parametrar är mycket komplicerat och värderingar varierar såklart också inom länder varför modellens värden får ses som generella fingervisningar för respektive kultur.

2.3 Tidigare forskning om faktorer vilka påverkar budpremien

Den här delen av kapitlet redogör för tidigare forskning av olika faktorer påverkan för budpremiens storlek. Författarna har valt ut sju faktorer påverkan för budpremiens storlek, vilka här beskrivs utifrån tidigare forskning och eventuella hypoteser formuleras. I det här avsnittet presenteras även författarnas kritik mot tidigare forskning.

2.3.1 Målföretagets branschtillhörighet

I en stor undersökning baserad på förvärv från den amerikanska marknaden under åren 1982 till 2009 har målföretagen delats in i elva kategorier (Mergerstat Review 2010, refererad till i Gaughan, 2011). I studien är de branscher som har lägst genomsnittlig budpremie fastigheter (0 %), detaljhandel (29,4 %), finansiella tjänster (40,3 %) och transport (43,5 %). Högst genomsnittlig budpremie i studien har branscherna energi och infrastruktur (87 %), kommunikation (81,4 %) och övriga tjänster (77,4 %). Genomsnittlig budpremie för samtliga branscher i studien var 58,7 procent.

I en studie av Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012) är urvalet från 1993 till 2006 och målföretagen är uppdelade på sex olika branscher. Branschindelningen består av konsumentvaror, finansiell sektor, högteknologi, hälsovård, tillverkning och övrigt. I studien är högteknologi och övrigt de branscher som visar på högst genomsnittlig budpremie, 52,3 procent respektive 49,8 procent. Lägst genomsnittlig budpremie i studien uppvisar finanssektorn på 38,2 procent, följd av tillverkning på 41 procent. Genomsnittlig budpremie för sjukvårdssektorn och konsumentsektorn var 45,1 procent respektive 49,1 procent. Genomsnittlig budpremie för samtliga förvärv under den studerade perioden var 44,4 procent.

Det är svårt att göra tydliga och korrekta indelningar mellan branscher, vilket kan vara en anledning till att olika studier uppvisar olika resultat. Exempelvis visar en studie att tillverkningsindustrin har en genomsnittspremie på 65,3 procent (Mergerstat Review 2010, refererad till i Gaughan, 2011) medan tillverkningsindustrin i en annan studie från till stor del samma period, har en genomsnittspremie på 41 procent (Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012).

Gemensamma slutsatser från tidigare forskning är att finansiella målföretag generellt erhåller en låg budpremie. Då kommunikationsbolag i hög grad kan antas vara högteknologiska går det även att konstatera att högteknologiska målföretag tenderar ha en hög genomsnittlig budpremie. Då det är lätt att branschindelningar blir väldigt allmänna kan det vara svårt att dra slutsatser från budpremiens storlek inom de olika branscherna. Att budpremiernas storlek skiljer sig så mycket inom de olika indelningarna talar däremot för branschspecifika skillnader.

Hypotes: Finansiella företag uppvisar ett negativt samband med budpremiens storlek gentemot högteknologiska företag. För övriga kategorier saknas stöd i tidigare forskning för att motivera hypoteser.

2.3.2 Målföretagets storlek

Alexandridis *et al.* (2013) studerar sambandet mellan budpremien och målföretagets absoluta storlek. Deras studie grundar sig på 3691 amerikanska offentliga förvärv inom olika branscher under perioden 1990 till 2007. Studien kommer fram till ett starkt negativt samband mellan betald budpremie och målföretagets storlek, vilket tyder på att förvärvande företag relativt sett betalar mindre för stora förvärv. Inom den tredjedel av urvalet som utgjordes av de största målföretagen var budpremien i genomsnitt 36,5 procent och för den tredjedel av urvalet som utgjordes av de minsta målföretagen var motsvarande siffra 52,6 procent. Indelningen gjordes i lika stora delar till små, medel och stora företag. Ett stort företag hade i genomsnitt ett marknadsvärde på 3096,7 miljoner USD, medelstora företaget ett

värde på 171,3 miljoner USD och det lilla företaget ett värde på 35,9 miljoner USD med samtliga valutakurser från 2007.

Att lägre budpremier redovisas vid stora förvärv förklaras i studien med att förvärvande företag då tenderar att göra mer noggranna överväganden, vilket skulle leda till en mer korrekt prissatt budpremie (Alexandridis *et al.*, 2013). Vid mindre förvärv kan enligt studien en stor budpremie användas för att få till en snabb och smidig förvärvsprocess. En annan tänkbar bidragande anledning till sambandet är enligt Alexandridis *et al.* en högre konkurrens vid förvärv av små bolag, vilket gör att budpremien ökar av den anledningen. Budpremien vid förvärv av stora bolag påverkas inte av konkurrensen i samma utsträckning eftersom det inte finns lika många aktörer på marknaden som har kapacitet att förvärva större bolag. Även om Alexandridis *et al.* kommer fram till ett negativt samband mellan budpremien och storleken på målföretaget konstaterar studien att förvärv av stora målföretag är mer värdeförstörande för förvärvaren. Det här tyder på att stora förvärv tenderar att motsvara de förväntade synergieffekterna i lägre grad än vid mindre förvärv.

Olika studier visar på olika samband mellan budpremien och storleken på målföretaget, vilket motiverar till vidare forskning. Till exempel finner Moeller, Schlingemann och Stulz (2003) ett positivt samband mellan budpremien och storleken på målföretaget, det här i en studie granskande förvärv under perioden 1980 till 2001. Däremot är det samband som Alexandridis *et al.* finner betydligt starkare och den studien grundar sig även på ett urval från en senare tidsperiod.

Ett alternativt förhållningssätt till målföretag skulle kunna vara att undersöka målföretags storlek i förhållande till det förvärvande företaget. Detta eftersom förvärv av ett litet företag innebär en avsevärt större finansiell risk för ett litet företag än för ett stort företag. Det finns då anledning att tro att ett stort företag har möjlighet att erbjuda en större budpremie varför det går att argumentera för att relativ storlek på målföretaget skulle vara en relevant variabel. Likt tidigare forskning kommer den här studien dock undersöka målföretagets absoluta storleks påverkan på budpremien.

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

2.3.3 Målföretagets market-to-book value

Market-to-book (M/B) är den kvot som beskriver ett företags marknadsvärde i förhållande till det redovisningsmässiga värdet av företagets egna kapital (Berk & DeMarzo, 2017). Således innebär en kvot större än 1 att marknadsvärdet överskrider det redovisningsmässiga värdet. Analytiker klassificerar generellt företag med hög M/B-kvot som tillväxtföretag (Berk & DeMarzo, 2017). Höga värderingar, vilket en hög M/B-kvot indikerar, kan i sin tur tyda på hybris hos investerare (Gugler *et al.*, 2010).

I en studie gjord på stora intraeuropeiska företagsförvärv från 1993 till 2000 undersöker Renneboog och Goergen (2004) sambandet mellan M/B-kvoten och budpremien. I studien representerar M/B-kvoten målföretagets tillväxtpotential och resultatet visar en tydlig positiv korrelation mellan en stor budpremie och en hög M/B-kvot. Eftersom företag med en hög M/B-kvot redan är högt värderat på marknaden innebär en stor budpremie för ett sådant här företag en extra stor risk för det förvärvande företaget. Det talar följaktligen för att förvärvande företag inte ska erbjuda en alltför stor budpremie för målföretag med en hög M/B-kvot.

Jämfört med andra påverkansfaktorer finns det inte så mycket tidigare forskning för M/B-kvotens påverkan för budpremiens storlek. Det skulle kunna tyda på att det inte finns något tydligt samband mellan M/B-kvoten och budpremiens storlek. Renneboog och Goergens studie visar däremot på ett tydligt samband från den europeiska marknaden varför det finns anledning att tro att även den här studien kommer uppvisa ett liknande samband.

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

2.3.4 Målföretagets skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgraden visar ett företags kapitalstruktur genom att sätta företagets totala skulder i förhållande till dess egna kapital, således ger skuldsättningsgraden en indikation på företagets finansiella risk (Berk & DeMarzo, 2017). I en relativt ny studie har Raad (2012) studerat hur skuldsättningsgraden i målföretaget påverkar budpremien. Studien finner ett positivt samband mellan skuldsättningsgraden och budpremien. Studien visar att högt belånade målföretag i genomsnitt erhåller drygt 13 procent större budpremie än lågt belånade målföretag.

Stulz (1988) presenterar ett liknande positivt samband mellan skuldsättningsgraden i målföretaget och budpremien. Enligt Stulz kan en ledning i ett målföretag som värdesätter eget inflytande öka sin makt genom att låna kapital för att köpa tillbaka aktier från utomstående under budstrid. Det här försvårar enligt studien möjligheterna för ett lyckat bud, då ägarna kan kräva en större betalning, vilket således resulterar i en större budpremie.

Israel (1991) har utvecklat en teoretisk modell och argumenterar för ett negativt samband mellan skuldsättningsgraden i målföretaget och budpremien. Israel hävdar att vinsterna från ett företagsförvärv går till aktieägarna i båda företagen, men även till målföretagets långgivare. Enligt Israel ökar långgivarnas del av vinsten på bekostnad av aktieägarnas vinst vid ökad skuldsättningsgrad. Eftersom aktieägare således får en mindre del av vinsten vid hög skuldsättningsgrad kommer vinstmaximerande budgivare, enligt Israel, erbjuda en mindre budpremie vid hög skuldsättningsgrad i målföretaget. Israels teori får stöd av Clayton och Ravid (2002) som i sin studie kommer fram till ett negativt samband mellan

målföretagets skuldsättningsgrad och budpremiens storlek. Enligt studien är den ökade risk som en hög skuldsättningsgrad i målföretaget innebär förklaringen till det negativa sambandet.

Tidigare forskning visar på olika resultat varför det går att anta att de samband som uppvisas mellan målföretagets skuldsättningsgrad och budpremiens storlek i tidigare forskning beror på vilken tidsperiod och urval som har studerats. Det blir därför alltför spekulativt att formulera någon hypotes för den här variabeln.

Hypotes: *Ingen hypotes för målföretagets skuldsättningsgrad.*

2.3.5 Tidigare ägande i målföretaget

Förekomsten av att förvärvande företag först köper in sig på en mindre del av målföretaget, köper en så kallad *toehold*, har minskat kraftigt under de senaste decennierna (Betton, Eckbo & Thorburn, 2009). Däremot visar studien på ett samband mellan en stor toehold, vilken motsvarar omkring 20 procent av målföretaget, och en låg budpremie. En anledning till detta samband är enligt studien att en stor toehold avskräcker andra budgivare från att lägga bud på målföretaget, vilket möjliggör en låg budpremie. Även annan tidigare forskning visar att toeholds är negativt korrelerade med budpremien (Betton & Eckbo, 2000; Eckbo & Langohr, 1989).

Toeholds kan vara attraktivt för det förvärvande företaget eftersom det möjliggör att köpa en mindre del av målföretaget "anonymt", utan premie, direkt på marknaden (Bris, 2002). Däremot visar samma studie att en toehold leder till att resterande del av målföretaget blir dyrare när marknaden väl har upptäckt toeholden och reagerar på att ett större uppköp kan vara aktuellt. Trots att toeholds har minskat stadigt under de senaste decennierna är det här en av få förklaringar till varför förvärvande företag inte alltid använder toeholds (Betton, Eckbo & Thorburn, 2009; Bris, 2002). Den kritik som går att utfärda mot tidigare forskning är avsaknaden av förklaringar till varför toeholds inte används i större utsträckning. Annars visar tidigare forskning tydligt på ett negativt samband mellan tidigare ägande i målföretaget och budpremiens storlek.

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

2.3.6 Betalningssätt

Olika betalningssätt kan påverka budpremiens storlek och företagets prestation efter ett förvärv (Gaughan, 2011). Enligt Gaughan sker betalningen vanligen kontant, med aktier, eller genom en kombination av dessa. Moeller, Schlingemann och Stulz (2004) har undersökt betalningssättets påverkan på budpremien. Studiens omfattande urval grundar sig på drygt 12 000 publika amerikanska företagsförvärv från 1980 till 2001 och finner ett negativt samband mellan kontant betalning och

budpremien. Budpremien är alltså enligt studien större vid betalning med aktier, ett resultat som förklaras med att målföretagets ägare kräver en större budpremie för att vara benägna att ta den risk som det innebär att bli ägare i det förvärvande bolaget. I en relativt ny studie finner även Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012) en negativ korrelation mellan budpremien och kontant betalning.

I en annan amerikansk studie har Burch, Nanda och Silveri (2012) också studerat betalningssättets påverkan på budpremien. Urvalet i studien består av 1881 förvärv under åren 1981 till 2006 och visar på ett positivt samband mellan kontant betalning och budpremien. Sambandet förklaras i studien genom de skattefördelar som uppstår för målföretagets ägare när betalningen genomförs med aktier istället för kontant. Således kräver målföretagets aktieägare enligt studien en större budpremie som kompensation vid kontant betalning.

Tidigare forskning inom betalningssättets påverkan på budpremien visar historiskt liksom i närtid på tvetydiga resultat. Kontant betalning kan enligt forskningen leda till negativa skatteeffekter, medan betalning med aktier kan få negativa konsekvenser på sikt. Däremot är tidigare forskning inte baserad på den svenska eller franska marknaden varför det inte går att vara säker på vilka konsekvenser de olika betalningssätten får på dessa marknader. Till exempel är det troligt att de negativa skatteeffekterna från kontant betalning inte är densamma i varken Sverige, Frankrike eller USA. Det är därför svårt att presentera någon hypotes för betalningssättets påverkan på budpremien.

Hypotes: *Ingen hypotes för betalningssättets samband med budpremiens storlek*

2.3.7 Förvärvsvåg

Historiskt sett har förvärvsvågor varit nära korrelerade med konjunkturen i stort (Gaughan, 2011). Enligt Gugler *et al.* (2012) finns det en allmän överoptimism under högkonjunktur. Eftersom förvärvsvågor historiskt sett har varit nära korrelerade till högkonjunktur ligger det nära till hands att anta att även budpremierna skulle vara större under högkonjunktur. Enligt Alexandridis, Petzemas och Travlos (2010) har hög förvärvsaktivitet historiskt sett resulterat i ökad konkurrens, budstrider och övervärderade synergieffekter, vilket har lett till större budpremier och värdeförstörande affärer. Däremot uppvisade investerare under den sjätte förvärvsvågen (2003-2008) en mer återhållsam hållning i förhållande till den femte vågen (1993-2000), vilket resulterade i signifikant lägre budpremier under den sjätte vågen (Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012). Samma studie visar att under åren 1993 till 2006 var budpremierna som lägst mitt i den sjätte förvärvsvågen 2005 och 2006, vilket indikerar att budpremiens storlek inte är nära korrelerad med förvärvsaktivitet.

Statistik från den amerikanska marknaden för åren 1978 till 2009 visar att budpremierna under den sjätte förvärvsvågen var som högst åren 2008-2009, alltså strax efter det som vanligen benämns som

den sjätte vågen (Mergerstat Review 2010, refererad till i Gaughan, 2011). Samma fenomen uppvisas för den femte förvärvsvågen med störst budpremier åren efter förvärvsvågen år 2000 till 2002 (Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012). Det kan vara svårt att förstå varför budpremier skulle vara som störst åren efter en förvärvsvåg och högkonjunktur. En anledning kan vara att det beror på att målföretagets aktieägare inte vill sälja sina ägarandelar när företaget värderas lågt, de väntar hellre ut konjunkturen, varför en större budpremie är nödvändig för att ett förvärv ska vara genomförbart (Gaughan, 2011).

Ur ett teoretiskt perspektiv går det att argumentera att budpremier på grund av hög konkurrens skulle vara större under perioder med hög förvärvsaktivitet. Däremot visar tidigare forskning inte något sådant samband för den femte eller sjätte förvärvsvågen, varför det inte finns någon anledning att tro att den här studien skulle påvisa något sådant samband.

Hypotes: *Ingen hypotes för förvärvsvågens samband med budpremiens storlek*

2.3.8 Hypotessammanställning

Oberoende variabel	Hypotes
Branschtillhörighet	<i>Finansiella företag uppvisar ett negativt samband med budpremiens storlek gentemot högteknologiska företag. För övriga kategorier saknas stöd i tidigare forskning för att motivera hypoteser.</i>
Betalningsmedel	<i>Ingen hypotes för betalnings sättets samband med budpremiens storlek</i>
Målföretagets storlek	<i>Målföretagets storlek har ett negativt samband med budpremiens storlek.</i>
Målföretagets skuldsättningsgrad	<i>Ingen hypotes för målföretagets skuldsättningsgrad.</i>
Toehold	<i>Tidigare ägande i målföretaget har ett negativt samband med budpremiens storlek.</i>
Målföretagets M/B-kvot	<i>Målföretagets M/B-kvot har ett positivt samband med budpremiens storlek.</i>
Förvärvsvåg	<i>Ingen hypotes för förvärvsvågens samband med budpremiens storlek</i>

Tabell 1. Sammanfattning av hypoteser

3. Metod

I det här kapitlet presenteras författarnas tillvägagångssätt vid studiens genomförande. Här beskrivs vilka variabler som har studerats, hur data har samlats in och hur frågeställningarna har angripits. Här motiveras även olika beslut som tagits under arbetets gång.

3.1 Forskningsstrategi

För att besvara frågeställningarna ställda i studien och för att studiens resultat ska kunna ge träffsäkra slutsatser för publika förvärv i Sverige och Frankrike har det krävts att ett stort antal transaktioner undersökts. Det är därför naturligt att studien utgått ifrån kvantitativa data, då denna ansats ger en nödvändig bredd för frågeställningarna.

Denna kvantitativa ansats har genomförts med syfte att undersöka förhållandet mellan budpremien och specifika egenskaper i förvärvet. Dessa undersökta egenskaper grundar sig finansiell teori relevant för budförfarandet samt tidigare forskning inom budpremiens påverkansfaktorer. Författarna har därmed utifrån dessa artiklar och teorier använt ett deduktivt tillvägagångssätt där hypoteser har utformats och därefter testats på den insamlade datan.

3.2 Urval

Följande avsnitt kommer förklara vilka urvalskriterier som har valts i studien i kombination med motiveringar. Avslutningsvis sammanfattas samtliga kriterier författarna valt.

3.2.1 Förvärv

Studien har endast baserats på publika förvärv, det vill säga de bud där syftet är att få kontroll över ett publikt listat företag. Detta bud måste också ha lett till ett slutfört förvärv, vilket gjort att studien exkluderat publika förvärv som endast varit rykten. I många fall har också förvärvaren gjort flera bud som förkastats innan det slutgiltiga accepterade budet. Denna studie fokuserar således endast på de bud på publika företag som har blivit accepterade och slutförda.

Då denna studie undersöker publika förvärv där förvärvaren fått kontroll över målföretaget tas det bort delar av urvalet där förvärvaren innan förvärvet redan ägt minst 50 procent av målföretagets aktier. Värt att nämna är att förekomsten av A- och B-aktiers olika rösträtt kan göra det möjligt att kontrollera ett företag utan att äga över 50 procent av aktierna. Trots minoritetsinnehav kan man även inneha indirekt kontroll över ett företag givet att resterande ägandet är utspritt. Likväl väljs 50 procent som gräns då den generellt kan anses vara brytpunkten över när man har kontroll över ett bolag.

Vid insamlingen av urvalsunderlaget har även bud som anses vara interna sorterats bort då detta kan ge en snedvriden bild av regressionen och resultatet. Exempelvis kan dessa vara så kallade omvända förvärv, då ett dotterbolag köper upp moderbolagets alla aktier.

Då studien undersöker kulturella skillnader vid förvärv har vi valt att fokusera på de förvärv där både förvärvaren och målföretaget varit baserade i samma land. I studiens fall gäller det alltså då ett svenskt företag förvärvat ett annat svenskt företag och där ett franskt bolag förvärvat ett annat franskt bolag. Blandar man in förvärvare som är baserade i ett annat land än målföretaget och vice versa, kan de kulturella skillnaderna förvrängas, vilket är varför studien har detta kriterium. Exempelvis undersöker studien beteendet hos förvärvande företag samt egenskaper hos målföretaget vilket gör att båda parter påverkar förvärvets budpremie. Utöver detta måste målföretaget innan förvärvet varit noterat på börsen. Detta krav gäller inte för förvärvaren.

3.2.2 Tidsperiod

Tidsperioden har avgränsats till att inräkna de förvärv som tillkännagivits mellan 2003-01-01 till och med 2018-12-31. Denna period ger två distinkta perioder. Den första perioden mellan 2003-01-01 och 2008-12-31 som karaktäriserades globalt av en förvärvsvåg, och den efterföljande perioden 2009-01-01 fram till 2018-12-31. Att tidsgränsen har satts vid 2003 är av två anledningar. Dels grundar det sig i att studien får med en förvärvsvåg som period och en period utan. Den främsta anledningen baserar sig dock på den brist på information som existerade innan denna period. Att inkludera förvärv innan 2003 skulle skapa stora mängder databortfall vilket eventuellt skulle innebära systematiska bortfall och därmed snedvrیدا studiens resultat. Att gå längre bak i tiden skulle även påverkat aktualiteten av studien.

3.2.3 Urvalskriterier

Nedan är en sammanfattning av samtliga kriterier urvalet baseras på.

- Slutfört förvärv
- Bud tillkännagivet mellan 2003-01-01 och 2018-12-31
- Förvärvande bolag måste inneha mindre än 50 procent målföretagets aktier innan förvärvet och inneha mer än 50 procent av aktierna efter slutfört förvärv
- Målföretaget ska vara listat eller tidigare ha varit listat i Sverige eller i Frankrike. Förvärvande företag behöver ej vara listad, men måste vara noterat i samma land som respektive målföretag.

3.2.4 Urvalsdata

Utifrån kriterierna ovan utgörs urvalet av 89 transaktioner i Sverige och 80 transaktioner i Frankrike. En lista på dessa transaktioner kan hittas i *Bilaga 1*.

3.3 Hantering av Budpremie

För att beräkna aktiepriset ex-ante, alltså det opåverkade aktiepriset innan förvärvet skett, måste en viktig slutsats dras om vilken marknadseffektivitet som råder på marknaderna. Detta ligger nämligen till grund för när aktiepriset kan anses vara opåverkat vilket i sin tur bestämmer det aktiepris budpremien beräknas från. Då konsekvensen av valet ger tydliga följder i studiens resultat är den av stor vikt. Budpremien kan uttryckas som:

$$\text{Budpremie} = \text{Betalat pris} \div \text{Aktiepriset ex - ante} - 1$$

Vid en starkt effektiv marknad förekommer inget läckage till utestående köpare innan tillkännagivandet av affären vilket gör aktiepriset dagen innan detta tillräckligt för att beräkna budpremien. Om marknaden däremot anses vara halvstark kan det förekomma insiderhandel och rykten innan tillkännagivandet, vilket påverkar aktiepriset och därmed ger en felaktig bild av budpremien. Denna studie antar att marknaden i både Sverige och Frankrike är halvstark utifrån vad som redogörs för i den teoretiska referensramen. Den insamlade datan exemplifierar även detta då man ser att rykten om förvärv ofta förekommer allt från dagar till flera år innan affären tillkännages. Till följd av detta behövs det göras en uppskattning av hur många dagar innan förvärvet som aktiepriset reflekterar den sanna budpremien, alltså då aktiepriset är opåverkat.

Mot bakgrund av det som framförs i *avsnitt 2.2.1* finns det ingen allmänt vedertagen tid innan ett förvärv som visar det opåverkade aktiepriset, utan olika studier använder olika metoder.

I denna studie används Betton, Eckbo och Thorburns metod på 42 dagar innan tillkännagivandet. Visserligen har denna metod som nämnt också sina nackdelar då man eventuellt missar viktiga händelser och faktorer som förvärvaren betalar för efter dag 42, men samtidigt avlägsnas potentiella aktiepriseffekter skapade av insiderhandel och dylikt.

Aktiepriset ex-ante kommer i denna studies fall alltså grunda sig i vad aktiepriset i målföretaget var 42 dagar innan förvärvets tillkännagivande. Sammanfattningsvis används alltså följande formel för att beräkna budpremiens storlek:

$$\text{Budpremie} = \text{Betalat pris} \div \text{Aktiepris 42 dagar innan tillkännagivande} - 1$$

3.4 Hantering av oberoende variabler

3.4.1 Målföretagets branschtillhörighet

Målföretagen i studien har delats in efter vilken industri de verkar i. De olika industrierna är: *Konsumentvaror- och tjänster, Tillverkning, Högteknologisk, Hälsovård, Övrigt* samt *Finansiell sektor* vilket är den indelning Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012) använder sig av och i sin tur utgår från Fama and French femindustriindelning med tillägget av finansiell sektor. Anledningen till detta är att en indelning i fler industrier skulle medföra färre företag i respektive grupp och därmed ett sämre resultat. Då det i vissa fall kan vara svårt att klassificera företag i en specifik bransch har deras primära SIC-koder genomgående använts.

I regressionsmodellen har målföretagets branschtillhörighet behandlats som fem stycken dummyvariabler där *Högteknologisk*, som är den vanligast förekommande industrin, använts som referensbransch.

3.4.2 Målföretagets storlek

Med storlek avses målföretagets marknadsvärde 42 dagar innan förvärvets tillkännagivande och behandlas som en kontinuerlig variabel. Då marknadsvärdet har en oerhört stor spridning har variabeln logaritmeras för att få en mer normal fördelning. Eftersom variabeln transformeras när den logaritmeras kommer koefficienten få annan betydelse. Detta måste tas i hänsyn när man undersöker den oberoende variabelns påverkan på den beroende variabeln.

3.4.3 Målföretagets market-to-book-kvot

Målföretagets market-to-book är kvoten mellan deras marknadsvärde 42 dagar innan förvärvet tillkännagivits och det bokförda värdet av deras eget kapital vid årsskiftet innan tillkännagivandet. Målföretagets M/B behandlas i regressionsanalysen som en kontinuerlig variabel.

3.4.4 Målföretagets skuldsättningsgrad

Målföretagets skuldsättningsgrad är kvoten av företagets totala skulder och eget kapital vid årsskiftet innan förvärvets tillkännagivande. D/E behandlas i regressionsanalysen som en kontinuerlig variabel.

3.4.5 Tidigare ägande i målföretaget

Toehold har i regressionsanalysen behandlats som en dummyvariabel, där affärer då förvärvande företag haft tidigare ägande i målföretaget tilldelats värdet ett (1) och de transaktioner utan toehold använts som referens.

3.4.6 Betalningsmetod

Studien tar upp tre olika medel för betalning: *Kontant*, *Aktier* samt *Blandat* vilket är en kombination av de två föregående. Betalningsmetoden behandlas som två stycken dummyvariabler där kontant betalning vilket har flest observationer använts som referens.

3.4.7 Förvärvsperiod

Studien behandlar förvärv av svenska och franska bolag sedan inledningen av den senast identifierade förvärvsvågen fram till nutid. Transaktionerna i studien har följaktligen delats in i två olika tidsperioder: *Förvärvsvåg (2003-2008)* och *Efter förvärvsvåg (2009-2018)*.

I regressionen behandlas variabeln som en dummyvariabel där förvärv från år 2009 till 2018 tilldelats värdet ett (1). Variabeln i Eviews-modellerna benämns *Post crisis*.

3.5 Datainsamling och databearbetning

Datainsamlingen började med att en lista sammanställdes som visade vilka och hur många förvärv av börsnoterade företag som skett i respektive land utifrån tidigare nämnda kriterier i *avsnitt 3.2.3*. Denna information hämtades från databasen Zephyr och är studiens ursprungliga urval. Zephyr gav även information angående förvärvarens betalningsmetod vid affären, vilket datum förvärvet blev tillkännagivet, vilken bransch målföretaget verkade i samt budpriset. Även SIC-koder, som krävs för att identifiera vilken bransch respektive målföretag tillhör, har hämtats från Zephyr.

Ytterligare information hämtades från databasen Datastream. Det har använts för att få fram information om målföretagets aktiepris, marknadsvärde och M/B-kvot 42 dagar innan tillkännagivandet samt vad skuldsättningsgraden var 31 december året innan förvärvets tillkännagivande. Orbis, som är kopplad till databasen Zephyr, har använts som en kompletterande datakälla då information från Zephyr eller Datastream saknats alternativt då den uppenbart varit felaktig. Denna information gällde skuldsättningsgrad och M/B-kvot.

DATABAS	DATA
Zephyr	Datum, Budpris, Förvärvare, Målföretag, Betalningsmetod, Nationalitet, Tidigare ägarandel, SIC-koder
Datastream	Aktiepris 42 dagar innan tillkännagivande, Market-to-book, Skuldsättningsgrad, Marknadsvärde
Orbis	Kompletterande information om Market-to-book och Skuldsättningsgrad

Tabell 2. Datakällor samt användningsområde

Vid en del tillfällen har även datan skiljt sig mellan de olika databaserna alternativt varit bristfällig. Vid dessa tillfällen samt då data saknas helt från samtliga databaser har årsredovisningar, pressreleaser och liknande använts för att stämma av vad som är korrekt. Pressreleaserna har besvarat vilken betalningsmetod som använts samt budpriset. Årsredovisningar har använts för att beräkna skuldsättningsgrad och M/B-kvot utifrån företagens balansräkningar.

3.6 Statistisk undersökningsmetodik

3.6.1 Multipel regression

För att undersöka förhållandet mellan en beroende variabel och en eller flera oberoende variabler har regressionsanalys använts som metod. Regressionen förklarar den beroende variabelns rörelse när de oberoende variablerna förändras (Brooks, 2008). En simpel regression kan användas för att undersöka förhållandet mellan en beroende variabel och en oberoende. Denna metod begränsas dock av att den beroende variabeln kan påverkas av mer än en faktor, det vill säga flera oberoende variabler. Genom att använda sig utav en multipel regression går det att undersöka alla de oberoende variablerna samtidigt mot den beroende variabeln istället för att göra enskilda regressioner för varje (Brooks, 2008). Regressionsanalysen i denna studien har således gjorts med multipel metod.

3.6.2 Ordinary least squares – OLS

Minsta-kvadratmetoden (OLS) estimerar den linje som bäst förklarar förhållandet mellan den beroende variabeln och de oberoende (Brooks, 2008). Syftet med metoden är att minimera det vertikala avståndet mellan de observerade värdena och den estimerade linjen.

För att använda minsta-kvadratmetoden måste modellen vara linjär, förhållandet mellan parametrarna α och β måste kunna representeras av en rät linje i diagrammet (Brooks, 2008). Förhållandet för den multipla regressionslinjen enligt OLS kan uttryckas som:

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

Vidare är fem antaganden nödvändiga för att modellen ska vara statistiskt giltig enligt minsta-kvadratmetoden:

1) Väntevärdet för residualerna är noll: $E(e_i) = 0$

Det första antagandet om att residualerna i genomsnitt är noll kommer alltid att accepteras så länge regressionsmodellen innehåller en konstant (Brooks, 2008).

2) Variansen hos residualerna ska vara konstant: $\text{Var}(e_i) = \sigma^2$

Det andra antagandet är att variansen hos residualerna ska vara konstant för samtliga oberoende variabler - de är homoskedastiska (Brooks, 2008).

3) Ingen autokorrelation mellan residualerna: $\text{Cov}(e_i, e_j) = 0$

Det tredje antagandet är att kovariansen mellan residualerna över tid är noll (Brooks, 2008). Eftersom modellen utgår från tvärsnittsdata kommer antagandet stämma och behöver ej undersökas.

4) De oberoende variablerna är icke-stokastiska och inte korrelerade med residualerna: $\text{Cov}(e_i, x_i) = 0$

Det fjärde antagandet innebär att de oberoende variablerna inte ska vara slumpmässiga och att kovariansen med residualerna är noll (Brooks, 2008).

5) Residualerna är normalfördelade: $e_i \sim N(0, \sigma^2)$

Det femte antagandet är att de oberoende variabelernas residualer följer en normalfördelning (Brooks, 2008).

Därutöver finns ett underliggande antagande när minsta-kvadratmetoden används att de oberoende variablerna inte är korrelerade med varandra - ingen multikollinearitet förekommer (Brooks, 2008).

När antagande 1-4 håller, benämns parametrarna i metoden BLUE - Best Linear Unbiased Estimators (Brooks, 2008). Estimator innebär att parametrarna är estimerade på deras faktiska värden. Best innebär att parametrarna i OLS har minsta möjliga varians. Linear innebär att parametrarna följer ett linjärt samband. Unbiased innebär att parametrarna i genomsnitt kommer vara samma som deras faktiska värden.

3.6.3 Modellkontroll

För att undersöka om kriterierna för OLS uppfylls har en del statistiska test genomförts i EViews. Att förhållandet mellan den beroende och de oberoende variablerna är linjärt har kontrollerats genom Ramsey's RESET test. Testet visar huruvida icke-linjäritet förekommer eller om det underliggande antagandet håller (Brooks, 2008).

För att undersöka att antagandet om homoskedasticitet håller har ett White-test genomförts. Det är vanligtvis svårt att grafiskt observera huruvida variansen på feltermerna hålls konstant (Brooks, 2008). White's test är därmed ett användbart verktyg där regressionen lägger till en konstant samt kvadrerar residualerna för att upptäcka om heteroskedasticitet förekommer.

För att kontrollera att feltermerna är normalfördelade har ett Jarque-Bera-test genomförts. Testet undersöker skevhet och kurtosis på det observerade urvalets fördelning och jämför det med en normalfördelning. Enligt Brooks (2008) och Gujarati och Porter (2009) är en normalfördelning symmetrisk och ej skev ($S=0$) och har en kurtosiskoefficient på tre ($K=3$). Visar testet att urvalets fördelning skiljer sig från detta förkastas nollhypotesen om normalfördelade residualer (Brooks, 2008; Gujarati & Porter, 2009).

För att kontrollera att multikollinearitetsproblem inte uppstått har två metoder använts. Det underliggande antagandet är att de förklarande variablerna inte ska vara korrelerade med varandra, men i praktiken kommer de skilja sig från noll (Brooks, 2008). Multikollinearitet uppstår dock först vid hög korrelation. För att undersöka detta har en korrelationsmatris använts för att åskådliggöra korrelationen mellan samtliga förklarande variabler. Gujarati och Porter (2009) skriver att en tumregel att utgå från är om korrelationen överstiger 0,8 föreligger problem. Därutöver har ett test för Variance Inflation Factor (VIF) genomförts, vilket är faktorn med vilken variansen ökar på grund av att de förklarande variablerna är korrelerade med varandra (Wooldridge, 2016). Variabler med värden på VIF som överstiger 10 anses ha hög kollinearitet varpå problem kan konstateras (Gujarati & Porter, 2009)

3.6.4 Signifikans

I studien används genomgående en signifikans på femprocentnivån som kritiskt värde. Därmed anses koefficienten för en oberoende variabel i samtliga modeller vara signifikant skild från noll om dess p-värde understiger 0,05.

Även om en oberoende variabel är signifikant skild från noll, kan koefficienten fortfarande vara oerhört liten. En sådan variabel har således en väldigt liten påverkan på den beroende variabeln. Huruvida sambandet realistiskt sett har en faktisk påverkan benämns ekonomisk signifikans. Följaktligen kommer sambanden i studien undersökas från ett statistiskt perspektiv och därefter diskuteras utifrån dess ekonomiska konsekvenser.

3.6.5 Förklaringsgrad - R^2

Förklaringsgraden är ett mått på hur väl regressionsmodellen passar datan. Med andra ord, hur väl de oberoende variablerna förklarar variationer i den beroende variabeln. Ett högre R^2 -värde innebär således

att modellen bättre förklarar förhållandet. Ett problem med förklaringsgraden är att den aldrig kommer sjunka när en ytterligare variabel läggs till, även om variabeln i fråga inte är signifikant (Brooks, 2008). En modell med ett stort antal variabler riskerar därmed att få en för hög förklaringsgrad. Den justerade förklaringsgraden tar hänsyn till detta och faller därför om den nya variabeln inte tillför modellen (Brooks, 2008). Den justerade förklaringsgraden har således använts vid analysen av de olika modellerna.

3.7 Metoddiskussion

3.7.1 Reliabilitet

Essentiellt för studier som görs är att de kan replikeras utifrån beskriven metod av andra och få fram samma resultat. Under studiens gång har författarna gjort vissa val och antaganden. Om andra författare försökt svara på samma frågeställningar som denna studie tar upp kan resultaten skilja sig om andra val av metoder valts. Exempelvis har aktiepriset hämtats 42 dagar innan tillkännagivandet, där andra studier kan välja att en annan metod då det inte finns något allmänt vedertagen metod att tillämpa. Författarna anser dock att valen som gjorts är tydligt motiverade och grundade i tidigare modeller och forskning.

I enstaka fall har databaserna uppvisat missvisande information alternativt saknat information angående transaktionerna. I dessa fall har författarna noggrant kontrollerat och avstämt informationen mellan databaserna och justerat de fel som uppstått. Därmed om man bortser från valen författarna gjort och endast kollar på datainsamling och databearbetning, anser författarna att resultatet skulle bli densamma om studien replikeras. Denna slutsats baserar sig på att det sekundära datamaterialet hämtats från pålitliga källor och därmed är korrekt.

3.7.2 Validitet

En studies validitet handlar om i vilken grad metoden som använts verkligen mäter det som man avser att mäta. Litteraturen delar in validitet i två delar; inre och yttre validitet. (Bell & Bryman, 2011)

Den inre validiteten handlar om huruvida sambandet mellan de oberoende variablerna och den beroende variabeln har ett verkligt samband eller om sambandet endast uppstått på grund av studiens tillvägagångssätt (Bell & Bryman, 2011). När författarna konstruerat studien har de oberoende variablerna identifierats utifrån tidigare studier och teorier, där de bevisats ha haft en påverkan på budpremien. Samtidigt är vissa av studierna och teorierna relativt gamla vilket kan innebära att de inte är lika relevanta nu som de tidigare var. Som tidigare fastställt är också budpremien ett resultat av vilka synergier förvärvaren upplever att affären kommer medföra, något som kan vara svårt att kvantifiera i data. Budpremien bestäms av många och komplexa variabler där samtliga av dessa omöjligt kan inkluderas i en enda modell. Minsta kvadratmetoden har valts som regressionsmetod då den är vanligast

i sammanhanget och ett flertal test har även genomförts för att säkerställa att resultatet i regressionen är statistiskt giltigt. Därmed är den inre validiteten uppfylld.

Den yttre validiteten behandlar huruvida studiens resultat är generaliserbart (Bell & Bryman, 2011). Studien har en tidsperiod på 16 år, där man kan dela in perioden i två distinkta delar, en karaktäriserad av förvärvsvåg och en perioden därefter. Hade studien gått tillbaka längre än 2003 hade det eventuellt lett till ett systematiskt bortfall på grund av informationsbrist. Därmed anser författarna att den yttre validiteten även den är uppfylld.

3.7.3 Databortfall

I Sveriges fall har de skett en del bortfall utifrån det ursprungliga urvalet på 89 transaktioner. Dessa bortfall grundar sig i extremvärden som uppkommit både i den beroende variabeln och i de oberoende variablerna.

Det ursprungliga urvalet i Frankrike var 80 transaktioner. Bortfallet i Frankrikes fall har varit större, då data framförallt varit svårare att hitta. Detta beror framförallt på att författarna inte har franska som modersmål och således svårare hittar data som saknas i de tidigare nämnda datakällorna.

3.7.3.1 Databortfall i beroende variabel

Hur studier ska hantera extremvärden eller så kallade uteliggare är ett ämne som inte är entydigt mellan forskare (Wooldridge, 2016). I denna studie väljer författarna att exkludera samtliga uteliggare i den beroende variabeln. Dessa uteliggare kan visserligen inneha viktig information om datamaterialet men samtidigt ger dessa enstaka fall en snedvriden bild av resterande datamaterial och därmed studiens resultat. Dessa är specialfall vilket gör att de får en oproportionerlig effekt när summan av de kvadrerade residualerna ska minimeras i regressionsmodellen. Man kan istället analysera dessa enstaka fall självständigt utanför resterande datamaterial så ingen eventuell viktig information lämnas orörd.

För att ytterligare förtydliga valet av ett exkludera uteliggare gjordes även Jarque-Bera-test för båda länderna före och efter exkluderandet. Uppvisar Jarque-Bera-testen att residualerna inte är normalfördelade kan modellen förbättras genom att exkludera uteliggarna. Testen med samtliga uteliggare inkluderade ger i båda fallen p-värden på 0,00 (*Bilaga 2*), vilket innebär att nollhypotesen om residualernas normalfördelning förkastas på 0,1-procentnivån. När uteliggarna utesluts höjs p-värdena till cirka 0,51 för Sverige och 0,87 för Frankrike (*Bilaga 3*) vilket alltså förbättrar modellerna avsevärt.

För att identifiera de uteliggare som exkluderats enligt ovan har en grafisk metod i form av ett lådagram använts.

I Sveriges fall kan man identifiera två uteliggare (*Diagram 2*) som således tas bort i analysen.

I Frankrikes fall kan man identifiera fyra uteliggare (*Diagram 3*) som även dem exkluderas i analysen.

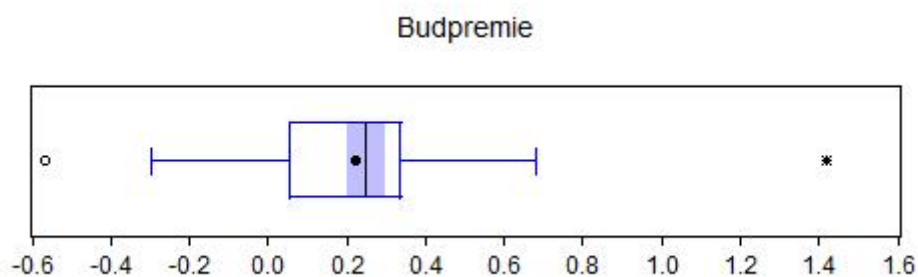


Diagram 2. Lådagram över budpremien i Sverige

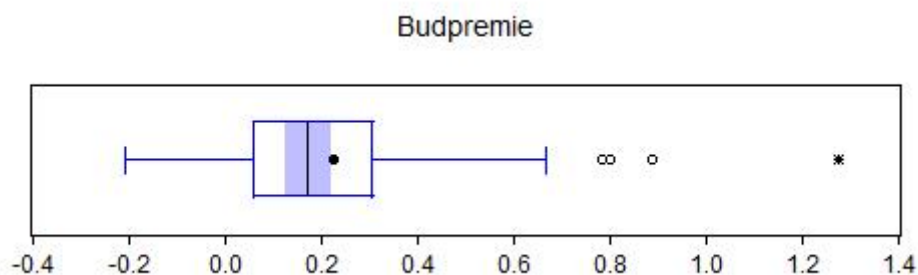


Diagram 3. Lådagram över budpremien i Frankrike

3.7.3.2 Databortfall i oberoende variablerna

Uteliggare som kunnat identifieras i de oberoende variablerna har studerats och analyserats för att testa deras rimlighet. Endast vid de fall där värdet varit uppenbart felaktigt har transaktionen exkluderats. De transaktioner där data har saknats i någon/några av de oberoende variablerna har även de exkluderats helt från studien. De två fall där information varit bristfällig var visserligen båda från 2003, men de får ändå ses som slumpmässigt bortfall då data funnits för flertalet andra transaktioner under året.

I Sveriges fall exkluderas två transaktioner. I ena fallet var målföretagets M/B-kvot cirka 58 000, vilket inte kan anses vara rimligt då den transaktion med näst högst M/B-kvot var på 54, mer än tusen gånger lägre. I det andra fallet hade transaktionens målföretag ett negativt eget kapital vilket givetvis inte stämmer då det inte kan bli mindre än noll. Följaktligen leder detta till en negativ M/B-kvot och även skuldsättningsgrad vilket är felaktigt. Ett noterbart fall då en transaktion inte tas bort även fast variabeln

har ett anmärkningsvärt stort värde relativt de andra är för målföretaget Mabi Rent (*Bilaga 1*). Trots en skuldsättningsgrad på över 11 000 procent är nyckeltalet inte felaktigt, vilket således leder till att det behålls.

I Frankrikes fall har sju transaktioner exkluderats. Tre stycken av dessa var på grund av bristande information där en eller flera nyckeltal ej kunnat hittats. Fyra av bortfallen var på grund av att målföretaget hade ett negativt eget kapital. Författarna anser att bortfallen är av slumpmässig karaktär, då målföretagen är i olika branscher och det inte går att se något direkt samband med budpremien. Samtidigt går det att konstatera att bortfallen sker under den första perioden, varför variabeln förvärvsvåg eventuellt påverkas. Då datan blir sämre finns risken att variabelns signifikans påverkas.

3.7.3.3 Slutgiltigt urval

Det slutgiltiga bortfallet blir därmed fyra transaktioner för Sverige och elva transaktioner för Frankrike. Slutgiltigt urval för Sverige blir 85 förvärv och för Frankrike 69 förvärv.

3.7.4 Metodkritik

Datan i studien har inhämtats från flertalet datakällor. Då de olika källorna kan ha skilda bedömningar i hur de behandlar data kan det uppstå problem vid jämförelse mellan datakällorna. Med anledning av att ingen enskild källa besitter all nödvändig data för att studien ska ha kunnat genomförts har detta problem således inte gått att undvika.

Flera av de oberoende variablerna har i regressionerna behandlats som dummyvariabler. Med utgångspunkt i urvalets ursprungliga storlek för respektive land i studien har antalet observationer i somliga dummyvariabler blivit litet. Träffsäkerheten i vissa resultat som åstadkommit sjunker därmed.

I studien har företag delats in i branscher efter den indelning tidigare forskning nämner vilken har minst antal kategorier. Syftet med det är att antalet observationer i respektive kategori ska bli större. Detta kan dock medföra att företag inte blir korrekt klassificerade och därmed ger mindre korrekt data.

Valet av dag för aktiepris som budpremien är beräknat på kan ifrågasättas. Tidigare studier har använt flertalet olika metoder vilka alla varierar i tid bakåt som ska räknas för att få fram det opåverkade aktiepriset. Aktiepriset som har en tendens att fluktuera mycket är följaktligen utsatt av val av metod. Studiens resultat kan därmed skilja sig från tidigare forskning på grund av den metod som valts.

Författarna i studien har dessutom valt att enbart inkludera transaktioner där både förvärvare och målföretag är noterade i samma land. Därmed generaliserar författarna att ägare och ledning är ifrån

samma land som företaget är noterat i vilket nödvändigtvis inte behöver stämma då utländska ägare kan ha köpt in sig i företaget samt ledning tagits in utifrån. Således kan andra kulturella influenser ändå finna sig i studien men förhoppningen är att dessa minimerats.

4. Resultat

I det här kapitlet presenteras deskriptiv statistik samt data från de regressionsanalyser som gjorts. Dessutom redogörs utfallet av de hypoteser som formulerats i tidigare kapitel.

4.1 Deskriptiv statistik

4.1.1 Antal förvärv under åren

Nedan i *Diagram 4* och *5* ser vi samtliga 154 förvärv (85 för Sverige och 69 för Frankrike) från urvalet fördelat över åren i respektive land. I Frankrike sjunker frekvensen år 2008 vilket är i enlighet med att förvärvsvågen avslutas. Åren därefter präglas av låg aktivitet och ökar sedan igen 2011. I Sverige håller aktiviteten i sig något längre där frekvensen först sjunker år 2012 och ökar sedan avsevärt år 2018. Överlag kan man i diagrammen konstatera att den årliga frekvensen skiljer sig en del mellan länderna.

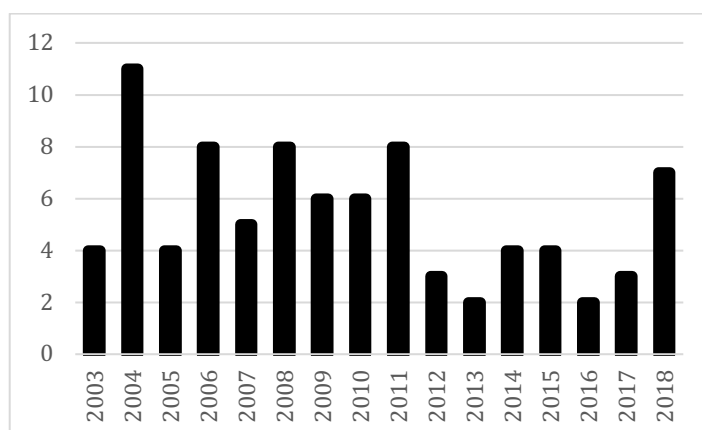


Diagram 4. Förvärv som uppfyller urvalskriterierna fördelade mellan 2003-2018, Sverige

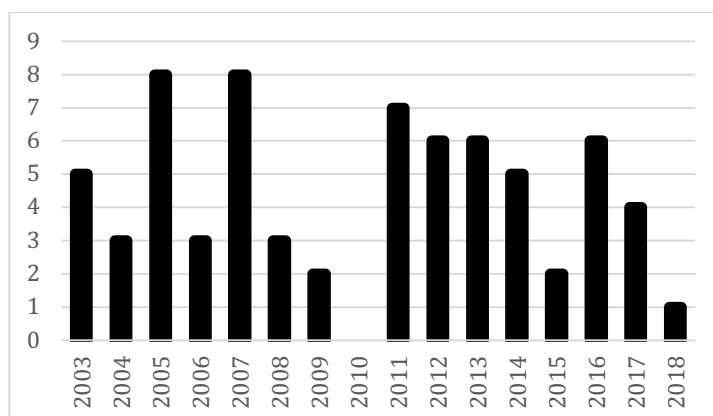


Diagram 5. Förvärv som uppfyller urvalskriterierna fördelade mellan 2003-2018, Frankrike

4.1.3 Budpremien och kontinuerliga variabler

Fördelningen över budpremien i Sverige och Frankrike visas nedan i *Diagram 6* och *7* för de 85 respektive 69 transaktioner som har identifierats under perioden. Budpremiens intervall är mellan -30 procent och 68,07 procent för de undersökta svenska transaktionerna och mellan -20,77 procent och 66,77 procent för de franska transaktionerna.

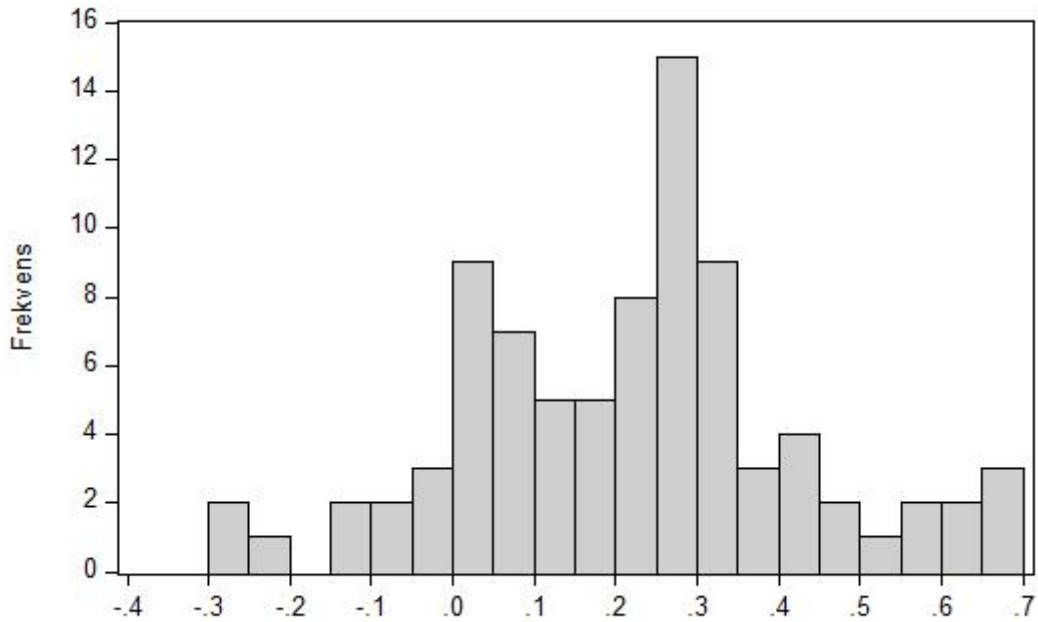


Diagram 6. Histogram över budpremien i Sverige (decimalform)

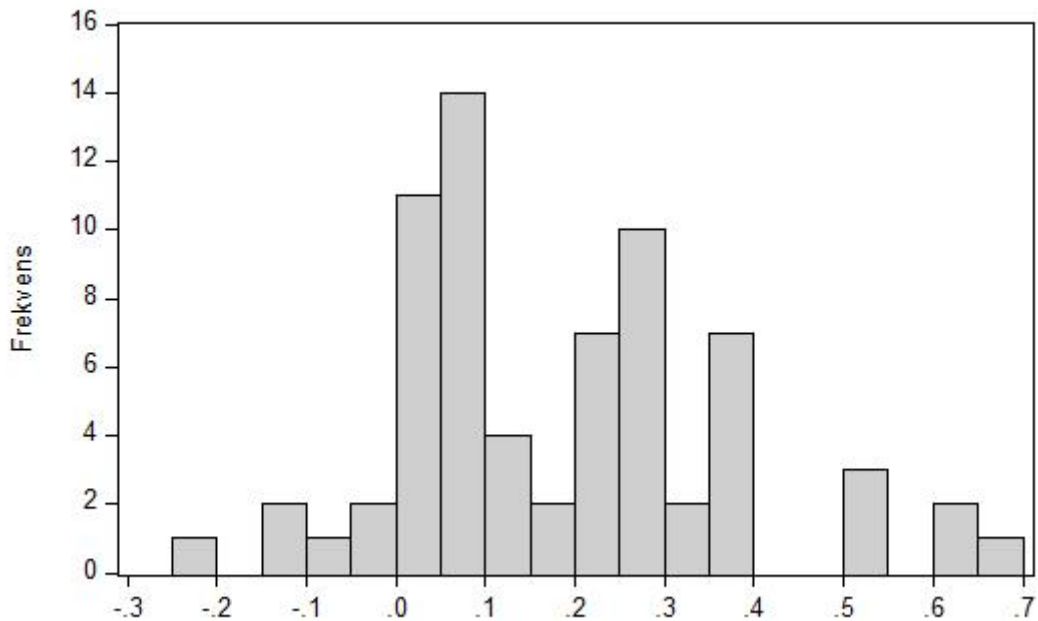


Diagram 7. Histogram över budpremien i Frankrike (Decimalform)

I Tabell 3 kan man konstatera att det i båda länderna är en stor spridning mellan min- och max-värdet i flera av de kontinuerliga variablerna. Vid skuldsättningsgraden har de flesta av företagen ett värde som fluktuerar mellan 0 och 100 procent, men på grund av vissa höga extremvärden höjs medelvärdet väsentligt i båda ländernas fall. I Sveriges fall är det framförallt uppenbart då ett målföretag visade upp en skuldsättningsgrad på över 10 000 procent, vilket såklart höjer genomsnittet. Det här ger också avvikelser mellan medelvärde och median. Samma resonemang gäller även market-to-book-kvoten i Sverige och målföretagens storlek i båda länderna. Då spridningen är så stor för målföretagens storlek har variabeln logaritmerats i regressionsanalyserna.

	MEDEL	MEDIAN	MINIMUM	MAXIMUM
SVERIGE				
BUDPREMIE (%)	21,56	24,00	-30,00	68,07
MARKET-TO-BOOK	3,36	1,80	0,32	54,00
MÅLFÖRETAGETS STORLEK (MSEK)	1 588,85	317,44	0,57	22848,80
SKULDSÄTTNINGSGRAD (%)	255,00	75,00	0,00	11828,00
FRANKRIKE				
BUDPREMIE (%)	18,41	14,37	-20,77	66,77
MARKET-TO-BOOK	2,18	1,61	0,52	6,58
MÅLFÖRETAGETS STORLEK (MEURO)	1817,82	152,99	3,49	50865,00
SKULDSÄTTNINGSGRAD (%)	157,84	125,06	0,09	813,17

Tabell 3. Beskrivande statistik över kontinuerliga variabler

Hur den genomsnittliga budpremien skiljer sig mellan de olika branscherna redogörs i Tabell 4. I båda ländernas fall är budpremie generellt lägst för tillverkningsbranschen och näst lägst för den finansiella sektorn. De resterande branscherna skiljer sig dock som man kan se.

	BUDPREMIE FRANKRIKE	BUDPREMIE SVERIGE
HÖGTEKNOLOGISK	23,93%	27,66%
KONSUMENTVAROR	26,56%	23,52%
TILLVERKNING	12,30%	15,80%
FINANSIELLT	14,93%	19,96%
HÄLSOVÅRD	22,17%	29,38%
ÖVRIGT	16,08%	21,89%

Tabell 4. Medelvärde för budpremien i respektive bransch

4.1.4 Dummyvariabler

Som man kan se i tabellerna nedan var det i både länderna vanligast att betalningen skedde med kontanta medel. I Sveriges fall var 53 av 85 transaktioner betalade kontant (62 %) och i 41 av 69 fall i Frankrike

(59 %). Just andelen av respektive betalningsmetod vid förvärv är väldigt likt mellan länderna, med endast någon procents skillnad. Däremot ser man att andelen förvärv som sker med toehold är fler i Frankrike än det är i Sverige med ungefär 57 procent. I båda länderna är förvärv av högteknologiska företag vanligast, där båda överstiger en fjärdedel av det totala urvalet. Branschen som är näst vanligast i länderna är även den samma, nämligen den finansiella sektorn.

	SVERIGE		FRANKRIKE	
	ANTAL	ANDEL (%)	ANTAL	ANDEL (%)
TOEHOLD	21	24,71%	28	40,58%
UTAN TOEHOLD	64	75,29%	41	59,42%
	85	100,00%		100,00%
KONTANTBETALNING	53	62,35%	41	59,42%
AKTIEBETALNING	21	24,71%	16	23,19%
BLANDAD BETALNING	11	12,94%	12	17,39%
		100,00%		100,00%
M&A-VÅG	42	49,41%	30	43,48%
EJ M&A-VÅG	43	50,59%	39	56,52%
		100,00%		100,00%
HÖGTEKNOLOGISK	24	28,24%	18	26,09%
KONSUMENTVAROR	9	10,59%	10	14,49%
TILLVERKNING	11	12,94%	10	14,49%
FINANSIELLT	18	21,18%	14	20,29%
HÄLSOVÅRD	7	8,24%	4	5,80%
ÖVRIGT	16	18,82%	13	18,84%
		100,00%		100,00%

Tabell 5. Fördelning av variabler i respektive land

4.2 Regressioner

För att undersöka sambanden i studien har olika regressionsmodeller skapats. Utöver en modell med samtliga variabler har även reducerade modeller konstruerats för att undersöka hur de oberoende variablerna påverkar budpremien när en eller flera variabler tas bort eller läggs till. Eftersom koefficienterna får annorlunda innebörd om inte samtliga relaterade dummyvariabler innefattas av en modell tas alla bort när en exkluderas på grund av högst p-värde. Därmed har en modell innehållande samtliga variabler och sex reducerade modeller konstruerats utifrån de tolv förklarande variablerna. I de reducerade modellerna har den variabel med högst p-värde stegvis tagits bort. Modell 7 innefattar samtliga förklarande variabler och modell 1 den variabel som till sist blir kvar, vilket går att utläsa ur *Tabell 6* och *7*. Primärt fokus för studien är modell 7, som återfinns i *Bilaga 4*, och är följaktligen den modell som syftas på om inget annat skrivs.

I regressionen för svenska företag varierar den justerade förklaringsgraden (justerad R^2) i de olika modellerna mellan 3,06 procent och 7,74 procent, vilket innebär att inte någon av modellerna förklarar den beroende variabeln särskilt väl. De reducerade modellerna 1-5 uppvisar inga statistiskt signifikanta samband, utan det är först vid införandet av branschtillhörighet som signifikanta samband på

femprocentnivån kan konstateras i tre av de förklarande variablerna: *Toehold*, *Aktiebetalning* och att verka inom *Tillverkningsbranschen*.

När regressioner görs för franska företag är den justerade förklaringsgraden negativ i modell 7 med samtliga förklarande variabler (-0,88 %), vilket kan likställas med att den inte överhuvudtaget förklarar variationer i den beroende variabeln. Högst förklaringsgrad har modell 3 på 8,00 procent, men uppvisar inget signifikant samband. Enbart modell 2, vilken inkluderar de förklarande variablerna *Toehold* och *Logaritmerade marknadsvärdet*, uppvisar signifikans på femprocentnivån och det för den sistnämnda variabeln.

4.2.1 Branschtillhörighet

H₀: Målföretag i finansiell sektor skiljer sig inte från högteknologiska företag med hänsyn till budpremiens storlek

H₁: Målföretag i finansiell sektor skiljer sig från högteknologiska företag med hänsyn till budpremiens storlek

Ingen hypotes för övriga branschers samband med budpremiens storlek

Sverige: Regressionsanalysen visar ett p-värde för branschtillhörighet i Tillverkning på 0,0305, Finansiell sektor: 0,5045, Hälsovård: 0,6130, Konsumentvaror: 0,6720, Övriga branscher: 0,1464. Således är enbart tillhörighet i Tillverkningsbranschen statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

Frankrike: Regressionsanalysen visar ett p-värde för branschtillhörighet i Tillverkning på 0,2235, Finansiell sektor: 0,6675, Hälsovård: 0,6525, Konsumentvaror: 0,8311, Övriga branscher: 0,6936. Således är ingen branschtillhörighet statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

4.2.2 Målföretagets storlek

H₀: Målföretagets storlek uppvisar inget samband med budpremiens storlek.

H₁: Målföretagets storlek uppvisar ett samband med budpremiens storlek

Sverige: Regressionsanalysen visar ett p-värde för målföretagets storlek i modellen på 0,2587 vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

Frankrike: Regressionsanalysen visar ett p-värde för målföretagets storlek i modellen på 0,1406 vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte. Dock får variabeln femprocentig signifikans i modell 2 då enbart storlek och toehold är med i regressionen.

4.2.3 Toehold

H₀: Tidigare ägande i målföretaget uppvisar inget samband med budpremiens storlek

H₁: Tidigare ägande i målföretaget uppvisar ett samband med budpremiens storlek

Sverige: Regressionsanalysen visar ett p-värde för toehold i modellen på 0,0501 vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte. Dock får variabeln femprocentig signifikans i modell 6 när skuldsättningsgrad exkluderas.

Frankrike: Regressionsanalysen visar ett p-värde för toehold i modellen på 0,1951 vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

4.2.4 Betalningsmetod

Ingen hypotes för betalningssättets samband med budpremien

Sverige: Regressionsanalysen visar ett p-värde för aktiebetalning i modellen på 0,0312 och för blandad betalning 0,1644. Således är enbart betalning med aktier statistiskt signifikant på femprocentnivån.

Frankrike: Regressionsanalysen visar ett p-värde för aktiebetalning i modellen på 0,2346 och för blandad betalning på 0,6377 vilket innebär att sambanden inte är statistiskt signifikanta på femprocentnivån.

4.2.5 Förvärvsvågen

Ingen hypotes för förvärvsvågens samband med budpremiens storlek

Sverige: Regressionsanalysen visar ett p-värde för *Efter förvärvsvåg* i modellen på *0,2320* vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

Frankrike: Regressionsanalysen visar ett p-värde för *Efter förvärvsvåg* i modellen på *0,5249* vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

4.2.6 Målföretagets skuldsättningsgrad

Ingen hypotes för målföretagets skuldsättningsgrads samband med budpremien

Sverige: Regressionsanalysen visar ett p-värde för skuldsättningsgraden i modellen på *0,9611* vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

Frankrike: Regressionsanalysen visar ett p-värde för skuldsättningsgraden i modellen på *0,6198* vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

4.2.7 Målföretagets market-to-book-kvot

H₀: Målföretagets M/B-kvot uppvisar inget samband med budpremiens storlek

H₁: Målföretagets M/B-kvot uppvisar ett samband med budpremiens storlek

Sverige: Regressionsanalysen visar ett p-värde för M/B-kvot i modellen på *0,5130* vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

Frankrike: Regressionsanalysen visar ett p-värde för M/B-kvot i modellen på *0,4822* vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant på femprocentnivån. Nollhypotesen förkastas följaktligen inte.

Oberoende Variabel	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6	Modell 7
Efter M&A-våg	0,085172 (0,0594)	0,08464 (0,058)	0,076472 (0,0888)	0,056184 (0,2213)	0,056760 (0,2210)	0,056575 (0,2288)	0,056759 (0,2320)
Toehold		-0,08732 (0,086)	-0,08353 (0,1)	-0,100255 (0,0507)	-0,101329 (0,0518)	-0,10956 * (0,0485)	-0,109722 (0,0501)
LN (Marknadsvärde)			-0,013824 (0,2263)	-0,019863 (0,1039)	-0,019632 (0,1127)	-0,01454 (0,2545)	-0,014616 (0,2587)
Aktiebetalning				-0,10375 (0,0698)	-0,104062 (0,0709)	-0,13073 * (0,0297)	-0,13099 * (0,0312)
Blandad betalning				-0,05299 (0,4331)	-0,053781 (0,4306)	-0,09985 (0,1617)	-0,099975 (0,1644)
Målföretagets market-to-book					-0,000568 (0,8761)	-0,002526 (0,5102)	-0,002526 (0,5130)
Tillverkning						-0,17775 * (0,0292)	-0,17763 * (0,0305)
Finansiellt						-0,045483 (0,4993)	-0,045310 (0,5045)
Hälsovård						-0,04714 (0,6113)	-0,047249 (0,6130)
Konsumentvaror						-0,034949 (0,6691)	-0,034868 (0,6720)
Övriga branscher						-0,103084 (0,1336)	-0,102421 (0,1464)
Målföretagets skuldsättningsgrad							-0,000083 (0,9611)
Konstant	0,172553 (0,00)	0,195423 (0,00)	0,280366 (0,0005)	0,363176 (0,0001)	0,363889 (0,0001)	0,414743 (0,0001)	0,415266 (0,0001)
N	85	85	85	85	85	85	85
Justerad R2	0,030636	0,053664	0,059248	0,077397	0,065862	0,077003	0,064215

Regressioner. Beroende variabel budpremie. Ostandardiserade β -koefficienter. P-värde inom parantes.

* = Signifikansnivå på 5 procent-nivå

Tabell 6. Regressionsmodeller, Sverige

Oberoende Variabel	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4	Modell 5	Modell 6	Modell 7
LN (Marknadsvärde)	-0,021793 (0,0561)	-0,02393 * (0,0353)	-0,02137 (0,0686)	-0,021493 (0,0662)	-0,021066 (0,0753)	-0,021068 (0,0791)	-0,019044 (0,1406)
Toehold		-0,073541 (0,0975)	-0,08358 (0,0780)	-0,078869 (0,1038)	-0,078026 (0,1104)	-0,078015 (0,1172)	-0,072376 (0,1951)
Aktiebetalning			-0,07978 (0,1650)	-0,080327 (0,1613)	-0,082969 (0,1547)	-0,082978 (0,1603)	-0,076329 (0,2346)
Blandad betalning			0,030797 (0,6177)	0,034863 (0,5773)	0,036272 (0,5657)	0,036270 (0,5690)	0,032183 (0,6377)
Efter M&A-våg				-0,023231 (0,6021)	-0,024686 (0,5840)	-0,024691 (0,5884)	-0,031082 (0,5249)
Målföretagets market-to-book					-0,004940 (0,7304)	-0,004941 (0,7330)	-0,011273 (0,4822)
Målföretagets skuldsättningsgrad						0,000022 (0,9988)	0,008069 (0,6198)
Tillverkning							-0,096729 (0,2235)
Finansiellt							-0,033544 (0,6675)
Hälsovård							0,049042 (0,6525)
Konsumentvaror							0,016661 (0,8311)
Övriga branscher							-0,028959 (0,6936)
Konstant	0,298083 (0,00)	0,339084 (0,00)	0,341546 (0,00)	0,354213 (0,00)	0,36361 (0,00)	0,363589 (0,00)	0,375643 (0,0001)
N	69	69	69	69	69	69	69
Justerad R2	0,039279	0,06476	0,080029	0,069482	0,056297	0,040827	-0,00878

Regressioner. Beroende variabel budpremie. Ostandardiserade β -koefficienter. P-värde inom parantes.

* = Signifikansnivå på 5 procent-nivå

Tabell 7. Regressionsmodeller, Frankrike

4.2.8 Sammanställning av oberoende variabler med signifikans i någon modell

Sverige:

- *Toehold* uppvisar ett signifikant negativt samband på femprocentnivån i modell 6, vilken exkluderar *Målföretagets skuldsättningsgrad*.
- *Betalning med aktier* uppvisar ett signifikant negativt samband på femprocentnivån i modell 6 och 7.
- Att verka inom *Tillverkningsbranschen* uppvisar negativt samband med femprocentig signifikans i modell 6 och 7.

Frankrike:

- *Logaritmerade marknadsvärdet* uppvisar ett negativt samband med femprocentig signifikans tillsammans med variabeln *Toehold* i reducerade modell 2.

4.2.9 Hypotesutfall

Oberoende variabel	Hypotes	Signifikant (5 %-nivå)	Verkligt samband
Högteknologisk (referensbransch)	Positivt samband med Finansiell. Inget samband gentemot övriga branscher	✓	Positivt samband med Tillverkning
Finansiell (dummy)	Negativt samband med referensbransch	✗	Inget samband
Tillverkning (dummy)	Ingen hypotes	✓	Negativt samband med Högteknologisk
Hälsovård (dummy)	Ingen hypotes	✗	Inget samband
Konsumentvaror (dummy)	Ingen hypotes	✗	Inget samband
Övrigt (dummy)	Ingen hypotes	✗	Inget samband
Kontantbetalning (referensvariabel)	Ingen hypotes	✓	Positivt samband med Aktiebetalning
Aktiebetalning (dummy)	Ingen hypotes	✓	Negativt samband med Kontantbetalning
Blandad betalning (dummy)	Ingen hypotes	✗	Inget samband
Målföretagets storlek	Negativt samband	✗	Inget samband
Målföretagets skuldsättningsgrad	Ingen hypotes	✗	Inget samband
Toehold	Negativt samband	✗	Inget samband
Målföretagets M/B-kvot	Positivt samband	✗	Inget samband
Efter förvärvsvåg	Ingen hypotes	✗	Inget samband

Tabell 8. Hypotesutfall, Sverige

<i>Oberoende variabel</i>	<i>Hypotes</i>	<i>Signifikant (5 %-nivå)</i>	<i>Verkligt samband</i>
Högteknologisk (referensbransch)	Positivt samband med Finansiell. Inget samband gentemot övriga branscher	×	Inget samband
Finansiell (dummy)	Negativt samband med referensbransch	×	Inget samband
Tillverkning (dummy)	Ingen hypotes	×	Inget samband
Hälsovård (dummy)	Ingen hypotes	×	Inget samband
Konsumentvaror (dummy)	Ingen hypotes	×	Inget samband
Övrigt (dummy)	Ingen hypotes	×	Inget samband
Kontantbetalning (referensvariabel)	Ingen hypotes	×	Inget samband
Aktiebetalning (dummy)	Ingen hypotes	×	Inget samband
Blandad betalning (dummy)	Ingen hypotes	×	Inget samband
Målföretagets storlek	Negativt samband	×	Inget samband
Målföretagets skuldsättningsgrad	Ingen hypotes	×	Inget samband
Toehold	Negativt samband	×	Inget samband
Målföretagets M/B-kvot	Positivt samband	×	Inget samband
Efter förvärvsvåg	Ingen hypotes	×	Inget samband

Tabell 9. Hypotesutfall, Frankrike

4.3 Regressionsdiagnostik

4.3.1 Icke-linjäritet

För att undersöka huruvida icke-linjäritet förekommer har Ramsey's RESET test använts. Testen för svenska och franska företag uppvisar ett p-värde på 0,2242 respektive 0,0548 (Bilaga 5) vilket innebär att nollhypotesen om linjäritet inte förkastas i något av fallen på fem procents signifikansnivå.

Resultatet i testet för franska företag ska dock tas med viss försiktighet då p-värdet precis överstiger gränsvärdet på fem procent.

4.3.2 Multikollinearitet

Två metoder för att undersöka om multikollinearitet förekommer har använts. Den första är korrelationsmatris mellan de oberoende variablerna. I *Bilaga 6* kan vi utläsa att de mest korrelerade variablerna för respektive land har en korrelation på 0,285 (Sverige) och 0,287 (Frankrike) vilket faller innanför gränsvärdena -0,8 och 0,8. Följaktligen tyder inget på att multikollinearitet förekommer.

Vidare har även Variance Inflation Factor använts. I *Bilaga 6* ser vi att variablerna bland svenska företag antar ett VIF-värde mellan 1,096 och 1,590. För franska företag antar VIF ett värde mellan 1,189 och 2,001 vilket understiger det kritiska gränsvärdet på 10. Inte heller här indikerar värdena på multikollinearitetsproblem.

4.3.3 Heteroskedasticitet

White's test för heteroskedasticitet påvisar att variansen hos de oberoende variablernas residualer hålls konstant för studiens båda undersökta länder. Chi-värdet för svenska och franska företags kvadrerade residualer mäter 0,7541 respektive 0,2569 (*Bilaga 7*) vilket överstiger den kritiska gränsen på 0,05. Nollhypotesen om homoskedasticitet förkastas således inte på fem procents signifikansnivå.

4.3.4 Normalfördelade residualer

För att undersöka huruvida de oberoende variablernas residualer är normalfördelade har Jarque-Bera-test utförts. Skiljer sig testets fördelning från en hypotetisk normalfördelning ($S \neq 0$, $K \neq 3$), förkastas nollhypotesen om normalfördelade residualer. Detta representeras av p-värden under 0,05. I *Bilaga 3* går det att utläsa ett p-värde på 0,507 (Sverige) och 0,872 (Frankrike) vilket i båda fallen överstiger det kritiska värdet på 0,05. Följaktligen förkastas inte nollhypotesen om normalfördelade residualer.

4.3.5. Sammanfattning av kontrolltester

Till följd av de nödvändiga tester som genomförts går det att dra slutsatsen att samtliga antaganden för OLS håller och regressionen kan utföras effektivt.

5. Analys och diskussion

I det här kapitlet analyseras och diskuteras det empiriska materialet utifrån relevanta teorier samt tidigare forskning för att besvara studiens frågeställningar.

5.1 Beroende variabel - Budpremien

Studiens resultat visar på en genomsnittlig budpremie på 21,56 procent för urvalet bland svenska företag och 18,41 procent (*Tabell 3*) bland franska företag. Resultatet är lägre än vad tidigare studier presenterat vilket kan bero på en rad anledningar.

Till att börja med är de företag som undersöks i studien från ett specifikt geografiskt urval och dessutom är ett kriterium att både förvärvande företag och målföretag är från samma land, inga gränsöverskridande förvärv vill säga. De flesta äldre studierna grundar sig i amerikanska företag och därefter brittiska. Aktiemarknaden och företagskulturen skiljer sig därifrån med hur den ser ut i Kontinentaleuropa, vilket i sin tur kan återspegla budpremien.

Vidare går det även att diskutera tidshorisonten för studien. Många studier behandlar ett längre tidsspänn och som även sträcker sig längre bak i tiden. Då marknadseffektiviteten förbättras genom att kraven på mer gedigen rapportering ständigt ökar och mer information blir tillgänglig för allmänheten, kan det tänkas rimligt att företag inte längre betalar samma överpris. Uppfattningen om att förvärv ofta är värdeförstörande kan också vara en bidragande faktor till återhållsamhet.

Därutöver är det även angeläget att diskutera hur budpremien beräknas för att utgå från det opåverkade aktiepriset. Studien har beräknat budpremien på aktiepriset 42 dagar innan tillkännagivandet. Tidigare studier har använt aktiepriset allt från tre månader till 30 dagar innan tillkännagivande. Beroende på vilken marknadseffektivitet som antas råda kommer detta påverka budpremien olika mycket. Denna studie utgår från halvstark marknadseffektivitet vilket innebär att rykten och insiderinformation kommer att ha en viss påverkan på aktiepriset innan budet blivit tillkännagivet. I vilken utsträckning aktiepriset påverkas av enbart rykten och insiderinformation är givetvis svårt mäta. Studiens urval visar på att i 71 procent (29 procent) av fallen skiljer sig dagen ryktet först uppkom med dagen för tillkännagivande i Frankrike (Sverige) (*Bilaga 11*). Det är därmed sannolikt att aktiepriset hos franska företag 42 dagar innan tillkännagivandet inte är opåverkat i samma utsträckning som för de svenska företagen.

Den svenska regressionsmodellen visar en justerad förklaringsgrad på 6,42 procent när samtliga oberoende variabler inkluderas, en låg siffra vilken innebär att modellen inte lyckats fånga vad som huvudsakligen påverkar budpremien. Regressionen för franska företag visar till och med en negativ

förklaringsgrad vilket innebär att modellen inte alls förklarar budpremien. En möjlig anledning till detta kan vara att studien syftat till att huvudsakligen undersöka kvantifierbara faktorer vilka kan härledas till målföretagen eller de specifika transaktionerna. Då det varit nödvändigt att begränsa antalet variabler i modellen, riskerar potentiellt påverkande faktorer ha utelämnats. Vidare är inte testet för icke-linjäritet för franska företag helt övertygande då p-värdet precis överskrider gränsvärdet och man inte fullständigt kan utesluta icke-linjäritet i viss mån. Det är även möjligt att företagen i urvalet presenterar vitt spridda egenskaper och att transaktionerna inte följer något systematiskt mönster, varpå modellen inte kan producera ett värdefullt resultat. Studien har dock inkluderat de variabler vilka ansetts mest relevanta att undersöka.

Vidare görs förvärv ur ett rationellt perspektiv för att utnyttja potentiella synergieffekter, exempelvis i produktlinjer eller distributionskanaler, vilket är svårt att kvantifiera i en modell. Därutöver spelar även beteendeteoretiska aspekter roll vid förvärv vilket är ännu mer invecklat att mäta i en modell.

5.2 Oberoende variabler med statistisk signifikans

Utifrån de regressionsmodeller som gjorts med samtliga variabler, går det att konstatera att två oberoende variabler är signifikanta bland svenska företag: Tillhörighet i tillverkningsbranschen samt betalning med aktier. För franska företag har inget signifikant samband gått att konstatera.

5.2.1 Branschtillhörighet

Företag i tillverkningsbranschen visar i modellen ett negativt samband med budpremien gentemot referensbranschen högteknologi. Med en koefficient på cirka -0,18 och ett p-värde på 0,0305 är sambandet det starkaste i modellen. Tidigare forskning har inte kunnat dra någon gemensam slutsats till huruvida företag i tillverkningsbranschen betalar en budpremie som skiljer sig från andra branscher varför ingen specifik hypotes formulerats. Studiens negativa samband verkar dock sammanfalla med de resultat Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012) presenterat med tillverkningsbranschens låga budpremier. Däremot står studiens resultat i kontrast till den relativt höga budpremie för tillverkningsföretag som Gaughan (2011) refererar till från Mergerstat Review 2010. Den här studien använder samma branschindelning som Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012). Branschindelning som presenteras i statistiken från Mergerstat Review 2010 är däremot en annan (Gaughan, 2011), vilket kan förklara varför den här studiens resultat verkar sammanfalla med Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012) resultat.

Värt att notera är att sambandet inte är signifikant bland franska företag utan uppvisar ett p-värde på över 20 procent. Följaktligen går det inte att dra en slutsats vilken är generell för samtliga marknader att budpremien är lägre för tillverkningsföretag. Däremot går det att utläsa ur regressionen att sambandet

är starkare än det för de andra branscherna med klart tydligare skild koefficient. Därmed stämmer sambandet för åtminstone studiens urval vilket då kan hjälpa stödja det signifikanta sambandet som fås för svenska företag.

Då både statistiken från Mergerstat Review 2010 (Gaughan, 2011) samt Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012) påvisat en stor budpremie bland högteknologiska företag, borde de största skillnaderna uppstå mot företag i branscher vilka generellt betalar en lägre budpremie. Den hypotes som formulerats är i enlighet med detta och avser finansiella företag. Tidigare studier har kommit fram till att företag i finansiell sektor generellt betalar en lägre budpremie (Mergerstat Review 2010, refererad till i Gaughan, 2011; Alexandridis, Mavrovitis och Travlos, 2012). Motsatt till vad som förväntats kan resultatet i denna studie inte bekräfta att ett sådant samband förekommer bland varken svenska eller franska företag. Samtidigt uppvisar samtliga branscher i Sverige i studiens urval en negativ koefficient, vilket innebär att referensbranschen högteknologi genomsnittligt har störst budpremie. Detta styrker ytterligare resultatet från tidigare studier.

Studien skiljer sig dessutom från tidigare forskning i hur budpremien mäts. Eftersom denna studie har gjorts med regressionsanalys undersöker den styrkan på sambanden och huruvida det går att säkerställa att sambanden förekommer. Den tidigare forskning som studien utgår från har använt sig av genomsnittlig budpremie i respektive bransch, varför resultaten inte är direkt jämförbara. Att den genomsnittliga budpremien varierar mellan branscher i tidigare studier behöver nödvändigtvis inte innebära att dem är signifikant skilda från varandra. Värt att notera är dock att tillverkningsbranschen har den lägsta genomsnittliga budpremien för båda länderna (*Tabell 4*).

Även om den industriindelning som valts i denna studie varit den mer generella utifrån tidigare forskning, har antalet observationer för respektive bransch varit få vilket kan ha bidragit till att resultatet skiljer sig från andra undersökningar. Det skulle även kunna vara en bidragande faktor till att resultaten skiljer sig mellan länderna då fördelningen av observationer är annorlunda. Valet att använda färre bransch kategorier kan även ha medfört problematik då kategorier med motsatta samband riskerar att ha slagits samman.

5.2.2 Betalningssätt

Studiens andra signifikanta samband återfinns bland svenska företag vilka betalar med aktier. Ur regressionen går det att utläsa ett negativt samband med koefficienten $-0,13$ och ett p-värde på $0,0312$ vilket innebär femprocentig signifikans. Eftersom betalningsmetod behandlas som dummyvariabler i regressionen med kontant betalning som referens, innebär resultatet att företag betalar lägre budpremie vid aktiebetalning än vid kontant betalning, allt annat lika.

Tidigare forskning har kommit fram till motstridiga resultat vad gäller frågan. Vissa hävdar att kontant betalning föranleder lägre budpremie (Moeller, Schlingemann och Stulz, 2004; Alexandridis, Mavrovitis och Travlos, 2012), medan Burch, Nanda och Silveri (2012) menar på att betalning med aktier medför skattefördelar varpå kontant betalning måste kompenseras av större budpremie. Med anledning av detta har ingen hypotes formulerats gällande betalningsmetod vilket gör resultatet desto mer intressant.

Den trade-off som måste tas hänsyn till vid betalning med aktier är skattefördelar kontra risk. Det har på senare tid blivit allmän uppfattning att förvärv är värdeförstörande i de flesta fallen. Att förvärvande företag ofta presterar dåligt åren efter slutfört förvärv innebär således en risk med att få betalning med aktier i detta företag. Utifrån resultatet i denna studie bör svenska företag därmed anse att vinstskatten man undviker från kontant betalning är värd ovan nämnda risk. Möjligheten att balansera denna trade-off existerar dock genom att kombinera betalningsmetoderna. Dock kan det inte styrkas i varken tidigare forskning eller i denna studie att en blandad betalning har ett samband med budpremien.

Ur regressionen går det inte heller att säkerställa något samband bland franska företag. I och med att tidigare studier inte presenterar någon entydig slutsats är detta resultat inte särskilt förvånande. Vidare kan man resonera att anledningen till att resultatet skiljer sig mellan länderna är skillnader i skatteeffekter, detta då skattesatsen är annorlunda. Därutöver skulle det även kunna bero på hur förvärvande företag presterar tiden efter slutfört förvärv. Skiljer det sig mellan den svenska och franska marknaden kan det ligga till grund för föredragen betalningsmetod. Även kulturella skillnader kan ge insyn i frågan, vilket kommer diskuteras i senare avsnitt.

5.3 Oberoende variabler utan statistisk signifikans

Många av de oberoende variabler som undersöks finner ingen statistisk signifikans för deras påverkan på budpremiens storlek. I Sverige är alla utom två variabler ej signifikanta, medan ingen variabel kan förklara budpremiens storlek i Frankrike. Om och i sådana fall varför studiens resultat skiljer sig från tidigare forskning är därmed en viktig fråga att besvara. Till att börja med är det centralt att påpeka att tidigare forskning i många fall varit delad i hur en variabel påverkat budpremien, där både negativa och positiva samband presenterats. Med utgångspunkt i detta är det inte heller oväntat att många variabler inte uppvisar signifikans då sambanden drar åt båda hållen.

En stor skillnad mellan länderna gäller tidpunkten för rykte kontra tillkännagivandedatum vilket diskuterats i *avsnitt 5.1*. Att dessa datum skiljde sig var betydligt vanligare i Frankrike vilket kan ge konsekvenser för studiens resultat. Då marknaden reagerar vid olika tillfällen till förvärvet justeras således målföretagens aktiepriser även dem vid olika tidpunkter. Aktiepriserna hänger också ihop med företagets marknadsvärde (storlek) och därmed även dess market-to-book-kvot. Även

skuldsättningsgraden kan påverkas förutsatt att de två datumen är mellan olika år. Det blir således svårare att generalisera för urvalet när aktiepriset kan anses vara opåverkat i franska företag än för svenska företag.

En annan viktig aspekt som kan förklara studiens brist på signifikans är dess begränsade urval. Trots att studien tagit med samtliga publika förvärv inom landet i Sverige respektive Frankrike har det fortfarande varit en betydligt mindre mängd observationer i jämförelse med tidigare forskning. Exempelvis hade Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2012) ett urval på 3691 transaktioner medan denna studie endast studerat 85 transaktioner för Sverige respektive 69 transaktioner för Frankrike. Urvalsstorleken är essentiell för att kunna visa signifikanta samband vilket alltså kan vara en förklaring till varför studien endast påvisar ett fåtal sådana.

5.3.1 Tidigare ägande i företaget

Majoriteten av tidigare forskning från bland annat Betton och Eckbo (2000) och Bris (2002) visar på ett negativt samband mellan tidigare ägande, en så kallad toehold, och budpremiens storlek. Framförallt ges förklaringarna att det möjliggör att köpa aktier "anonymt" på marknaden utan budpremie samt att det minskar chansen till budstrid med andra företag. Trots detta får studien inte statistiskt signifikans för variabeln i den fullständiga modellen i varken Sverige eller Frankrike.

Värt att nämna är dock att för Sverige får toehold statistisk signifikans på femprocentnivån i modell 6 och p-värde 0,0501 i modell 7 vilket gör att variabeln nästintill har signifikans. Vidare har modell 7 också en sämre förklaringsgrad, 0,0642 kontra 0,0770. Därmed är egentligen modell 6 en bättre förklarande modell. Den negativa koefficienten på cirka -0,1096 visar på samma resultat som tidigare forskning, alltså att budpremien är lägre om förvärvande företag har en toehold i målföretag. Dessutom, även om Frankrike inte får signifikans för variabeln, är det fortfarande den som näst bäst förklarar variationen i budpremiens storlek med p-värdet 0,1951. Även här är sambandet negativt, med en liknande koefficient på -0,0723.

Det kan också vara värt att diskutera bristen på signifikans som uppstår i Frankrike och vad den beror på. Andelen förvärv i urvalet som sker med toehold skiljer sig en del mellan länderna, där det i Frankrike är cirka 41 procent av transaktionerna och i Sverige 25 procent (*Tabell 5*). Som den teoretiska referensramen tar upp kan toehold också innebära att resterande del av företaget blir dyrare när marknaden upptäcker att ett förvärv är på väg att ske. Att det därmed är vanligare med toehold i Frankrike kan leda till att marknaden är mer vaksam på när franska företag köper in sig i målföretag, vilket således skulle motverka eventuella fördelar i slutändan.

5.3.2 Målföretagets storlek

Tidigare forskning från Alexandridis *et al.* (2013) på den amerikanska marknaden visar ett starkt negativt samband mellan målföretagets storlek och budpremiens storlek. Detta förklarades i studien av mer noggranna budöverväganden vid större transaktioner samt mindre konkurrens från andra förvärvande företag. Trots detta är denna studies resultat i regressionsmodellerna att variabeln inte visar något statistiskt samband med budpremien i varken Sverige eller i Frankrike. Förklaringen till detta kan vara att marknaden i framförallt Sverige skiljer sig mycket från marknaden i USA. Medelstorleken på de största förvärven som undersöktes i USA var utifrån 2007 års valutakurs, vilket användes i studien, cirka 21 miljarder SEK och baseras på den största tredjedelen av urvalet. Bland svenska förvärvade företag var medelvärdet av motsvarande tredjedel 4,4 miljarder SEK, vilket är avsevärt mindre (*Bilaga 1*). Således kan det vara så att det fortfarande är stor konkurrens om dessa förvärv samt att de förvärvande företagen inte lägger tillräckligt noggrant övervägda bud. Appliceringen av forskning från USA i Sverige leder därmed till svårigheter.

Däremot är medelvärdet för den största tredjedelen av de franska företagen 48,9 miljarder SEK, baserat på europeiska centralbankens genomsnittliga valutakurs 2003-2018 (*Bilaga 8*), vilket är större än både det svenska och amerikanska medelvärdet. Trots att den fullständiga regressionsmodellen för franska företag inte uppvisade något signifikant samband, är målföretagets storlek signifikant på femprocentnivån i reducerade modell 2. Variabelns koefficient är även negativ på -0,0190 vilket stödjer Alexandridis *et al.*'s (2013) tidigare forskning med att budpremiens storlek sjunker då målföretagets storlek ökar. Att variabeln får signifikans i en reducerande modell i Frankrike kan då styrka resonemanget att de svenska företagen inte är tillräckligt stora ur ett globalt perspektiv för att bland annat konkurrensen ska avta till följd av det.

5.3.3 Förvärvsvågen

Det går inte att se något statistiskt säkerställt samband mellan förvärvsvågen och budpremiens storlek. Utifrån tidigare forskning är detta resultat väntat, då studier varit motstridiga i sina resultat på eventuella samband. Ytterligare bevis på detta är att koefficienten för länderna skiljer sig då den är negativ för Frankrike och positiv för Sverige. En positiv koefficient visar på att budpremien är större efter förvärvsvågen. Utifrån ett rationellt perspektiv bör synergier vara likvärdiga oavsett vilken tidsperiod förvärvet sker vilket alltså talar för att budpremien också borde vara densamma. Eventuell skillnad mellan perioderna skulle i sådana fall förklaras av beteendeteoretiska fenomen, vilket alltså inte behövs göras i detta fall.

Enligt Alexandridis, Petzemas och Travlos (2010) har historiskt förvärv under förvärvsvågor lett till värd förstörande affärer. Då inte budpremien i studien har någon positiv korrelation med förvärvsvågen

kan den inte vara anledningen till graden av värdeförstörelse. Istället bör värdeförstörelsen ha sin förklaring i den allmänt högre värdering marknaden har av företag under högkonjunkturer, medan budpremien håller sig relativt konstant oavsett tidsperiod.

5.3.4 Målföretagets skuldsättningsgrad

Hur målföretagets skuldsättningsgrad påverkar budpremiens storlek skiljde sig mellan teori och tidigare forskning inom ämnet. Å ena sidan finner Raad (2012) och Stulz (1988) ett positivt samband mellan skuldsättningsgrad och budpremiens storlek men å andra sidan hävdar Israels (1991) teoretiska modell det motsatta, ett negativt samband. Det tvetydiga resultatet kan möjligen då också förklara varför studien inte finner något statistiskt samband mellan variabeln och budpremien. I Sverige är även detta den sämst förklarande variabeln i hela modellen, medan den befinner sig i mitten i Frankrike.

En stor förklaring till att p-värdet för variabeln i Sverige uppnår höga 0,9611 är på grund av extremfallet på över 11 000 procent i skuldsättningsgrad som återfinns i förvärvet av Mabi Rent. Den näst största skuldsättningsgraden i Sverige ligger på 716 procent. En regression utan extremfallet ger därmed en någorlunda rättvisare bild av variabelns påverkan på budpremien (*Bilaga 9*). Den nya regressionen minskar visserligen p-värdet för variabeln till 0,6683 men den är fortfarande inte signifikant.

Med hänsyn till att resultaten från studierna och teorin varierar mycket kan man ha fog att tro att undersökt tidsperiod och geografiskt område har stor påverkan på resultatet. Den senaste studien av Raad (2012) undersökte variabeln 1995-2005, medan denna studie har en senare period på 2003-2018.

5.3.5 Målföretagets market-to-book-kvot

Goergen och Renneboog (2004) visar på ett tydligt positivt samband mellan M/B-kvoten och budpremiens storlek under den femte förvärvsvågen (1993-2000). Ett sådant samband går däremot inte att konstatera för den här studien. En anledning till detta kan vara att den här studien utgår från senare data, nämligen från den sjätte förvärvsvågen (2003-2008) och perioden därefter (2009-2018).

Som bekant kännetecknades den sjätte förvärvsvågen av mindre hybris och överoptimism, vilket resulterade i generellt lägre budpremier än under den femte vågen (Alexandridis, Mavrovitis & Travlos, 2012). En stor budpremie vid förvärv av målföretag med en hög M/B-kvot innebär en extra stor finansiell risk för investerare. Därför kan det vara så att investerare mer rationella och återhållsamma hållning på senare år är anledningen till att den här studien inte finner något positivt samband mellan M/B-kvoten och budpremiens storlek.

5.4 Skillnader förklarade utifrån Hofstedes index

Sammanfattningsvis konstaterar studiens resultat att det går att utläsa vissa skillnader i vad som påverkar budpremien hos svenska och franska företag. Regressionsanalysen för svenska företag visar på två signifikanta samband i den fullständiga modellen (*Tillverkningsbranschen* och *Aktiebetalning*) och ytterligare ett i en reducerad modell (*Toehold*). Bland franska företag är inget samband signifikant i den fullständiga modellen, men uppvisar signifikans för *Målföretagets storlek* i en reducerad modell. Då regressionsanalysen för respektive land utgått från gemensamma premisser, ter sig det intressant att det är olika oberoende variabler vilka uppvisar samband med budpremien. Även den deskriptiva statistiken som presenteras inledningsvis i *kapitel 4* visar på skillnader mellan länderna. Därmed är det intressant att diskutera yttre faktorer vilka kan tänkas påverka resultatet.

Från Hofstedes index går att urskilja skillnader i fyra aspekter: *Power distance*, *Uncertainty avoidance*, *Masculinity/Femininity* och *Indulgence/Restraint*. Då den sistnämnda baseras på lycka vilket är ett någorlunda godtyckligt koncept och inte direkt relaterat till förvärv, blir det således inte särskilt relevant att diskutera skillnader utifrån detta.

5.4.1 Uncertainty Avoidance

Det går att argumentera för att den aspekt som i störst utsträckning kan förklara skillnader i studiens resultat mellan länderna är uncertainty avoidance, vilket syftar till samhällets syn på framtidens ovisshet. Skillnader i ländernas vilja att ta ovissa eller direkt mer riskfyllda beslut går att härleda till en rad olika resultat i studien. Vad det gäller tidigare ägande går det att observera att av de förvärv som skett i Sverige och Frankrike, är andelen där tidigare ägande är involverat 57 procent högre bland franska företag (*Tabell 5*). Man skulle kunna resonera för att detta fenomen beror att Frankrike har en klart högre nivå av uncertainty avoidance än Sverige har (*Diagram 1*). När man införskaffar ägande i ett företag gör det argumentera att man får större insikt i det företaget, vilket leder till mer träffsäkra beräkningar av synergier och i sin tur till välgrundade budpremier. Då uncertainty avoidance handlar om att man vill undvika oönskade överraskningar genom att få all information och planera utförligt, kan den större frekvensen av tidigare ägande i Frankrike möjligen alltså förklaras av denna kulturskillnad.

Ett ännu mer framträdande fall där ländernas uncertainty avoidance skiljer sig är vid val av betalningsmetod. Som tidigare diskuterats är det en viss risk kopplat till aktiebetalning då det är oklart huruvida värdet på aktierna utvecklas framöver. För svenska företag är det negativa sambandet mellan betalning med aktier och budpremien signifikant vilket innebär att det kan konstateras att svenska målföretag accepterar den tillhörande risken och en lägre budpremie mot eventuella skattefördelar.

Detta överensstämmer med svenskarnas mer avspända syn på framtiden. Frankrike ser däremot inget sådant signifikant samband vilket ur detta resonemang ter sig rimligt.

Fortsättningsvis kan vi ur regressionsanalysen se skillnad mellan länderna i branschernas samband med budpremien. För svenska företag utläses att samtliga branscher har en negativ koefficient gentemot högteknologiska företag, där även sambandet är signifikant skilt för tillverkningsföretag. Högteknologi får anses som en relativt volatil bransch vilket innebär att kassaflöden är mindre förutsägbara än för till exempel tillverkningsföretag. Investeringar i dessa företag får därmed ses som mer riskfyllda. Regressionen för franska företag uppvisar inte samma resultat. Där är koefficienterna för de olika branscherna både negativt och positivt korrelerade, något som innebär att budpremien inte är högst för mer osäkra högteknologiska företag utan den är högst för företag inom hälsovård följt av konsumentvaror (*Tabell 4*). Ländernas syn på uncertainty avoidance kan därmed reflekteras även i denna variabel.

Nära relaterat till ovan resonemang är målföretagets M/B-kvot, något som Renneboog och Goergen (2004) menar kan likställas med företagets tillväxtpotential. I och med fransmännens större oro inför framtiden är det således troligt att de är mindre benägna att investera i tillväxtföretag än vad svenskar är, vilket skulle kunna förklara varför M/B-kvoten är högre för de förvärvade företagen i Sverige. Som *Tabell 3* visar, är det stor skillnad i medelvärdet för M/B-kvoten hos målföretagen i respektive land. Frankrikes målföretag hade en M/B-kvot på i snitt 2,183 medan det i Sverige var 3,36. Förvisso har det viss förklaring i förvärvet av Avega group (*Bilaga 1*) med en M/B-kvot på 54, då det drar upp medelvärdet avsevärt. Samtidigt, om förvärvet exkluderas, har Sverige fortfarande en kvot på 2,757 vilket är cirka 26 procent större än Frankrikes.

5.4.2 Power distance och Masculinity

Som tidigare diskuterats i studien får Frankrike i regressionsanalysen inte en enda variabel med signifikans som kan förklara variansen i budpremiens storlek i den fullständiga modellen, där dessutom förklaringsgraden är negativ. Många studier som har gjorts har kommit fram till slutsatsen att det som förklarar budpremiens storlek i störst grad är CEO-hybris. Därför kan man anta att de företag vars VD:ar har mycket makt, gör förvärv mycket baserat på dennes personliga tycke. Då Frankrike placerar sig väldigt högt under power distance i relation till Sverige, kan detta möjligtvis förklara den låga förklaringsgraden. Bakomliggande orsaker till budpremien är ofta andra än målföretagsspecifika faktorer. Förmågan att utnyttja eventuella synergieffekter i produktlinjen eller tron på att kunna styra målföretaget mer effektivt spelar en stor roll. Tron eller övertron på att kunna förvalta ett företag bättre än andra går även att härleda till aspekten masculinity som bygger på bland annat bestämdhet, framgång och konkurrenskraftighet.

Vidare går det även att föra resonemanget att det är mer framgångsrikt att vara chef för ett större företag än ett litet. Som diskuterats tidigare i studien är medelvärdet för stora franska företag betydligt större än för motsvarande svenska företag. Det skulle gå att hävda att maskulinaspekten följaktligen spelar en roll, där fransmännen tenderar att ingå i transaktioner vilka involverar företag med högre marknadsvärde. Det skulle visserligen även kunna bero på att företagen generellt sett är större i Frankrike.

5.5 Beteendeteoretiskt synsätt

De förklarande variablerna som undersökts i studien kan delas in efter två olika egenskaper. Den ena hanterar kontinuerliga variabler som visar på specifika egenskaper hos målföretaget och avser skuldsättningsgrad, market-to-book-kvot och målföretagets storlek samt vilken branschtillhörighet företaget har. Den andra delen hanterar transaktionsspecifika egenskaper som inte har någon koppling till målföretaget, såsom betalningsmetod, förvärvsaktivitet och toehold. I denna studie är generellt sett de minst förklarande variablerna de målföretagsspecifika vilket motsvaras av deras högre p-värde.

Som tidigare diskuterats grundar sig den rationella anledningen till att budpremier uppstår på förväntade synergier eller tron på att kunna styra målföretaget mer effektivt. Då det är en subjektiv bedömning huruvida man kan utnyttja synergier är det komplicerat att kvantifiera värdet av dem eftersom det kommer variera för varje specifikt förvärv. Studiens brist på signifikans i de kontinuerliga målföretagsspecifika variablerna ter sig därmed inte vara anmärkningsvärt. Istället är det i denna studie generellt de transaktionsspecifika variablerna med lägst p-värde. Utmärkande för dessa variabler är att de inte har någon direkt koppling till målföretagets egenskaper vilka synergier grundar sig i, utan kan istället härledas till att optimera transaktionen för det förvärvande företaget.

I vilken utsträckning en företagsledning kan styra ett företag bättre än andra och därmed skapa lönsamhet kommer även det förändras varierande storlekar på budpremier. Förekomsten av övertro på sin egen förmåga, eller hybris, leder till att för höga budpremier betalas vilken följaktligen leder till att förvärvet är värdeförstörande. Ingen av de förklarande variablerna kan direkt kopplas till hybris, utan det krävs att andra parametrar undersöks vilket bäst lämpar sig i en kvalitativ studie. Då fokus skiftar från de mätbara faktorerna hos målföretagen eller transaktionerna till mer individuella bedömningar, kommer således modeller likt de i denna studie bli mindre effektiva. Därmed kommer företag med en kultur där ledningen står mycket i fokus och har påtaglig individuell makt förklara budpremier bättre vilket kan relateras till förklaringsgraden i studiens modeller.

Även om det är svårt att kvantifiera de beteendeteoretiska aspekterna, går det i somliga fall att diskutera vilka områden de kan tänkas påverka. Empire-building grundar sig i att ledningen vill ha mer makt och anseende vilket ska speglas i storleken på deras ersättning och företagen de styr över. Om denna teori

stämmer, finns det därmed fog att tro att studien bör finna ett positivt samband mellan målföretagets storlek och budpremien, då ledningens egenintresse potentiellt trumfar rationellt tänkande. Följaktligen blir detta ett principal-agent-problem då detta resulterar i värdeförstöring snarare än vinstmaximering åt deras ägare. Vidare, torde även den högre graden av maskulinitet och power distance som finns i Frankrike innebära en större effekt av empire-building jämfört med Sverige, då makt i större grad prioriteras och befogenhet placeras mer centralt.

I både Frankrike och Sverige får dock variabeln en negativ koefficient, men den är visserligen bara signifikant för Frankrike i modell 2. Detta resultat motsäger därmed teorin om empire-building i viss mån. Samtidigt finns det andra faktorer vilka motverkar denna teoris effekt, såsom tidigare nämnts lägre konkurrens vid stora förvärv och högre finansiell risk. Å andra sidan, som togs upp i *avsnitt 5.3.2*, skulle det faktum att Frankrike i genomsnitt har större storlekar på målföretagen än Sverige och även USA i tidigare studier (Alexandridis *et al.*, 2013) kunna kopplas till empire-building. Detta skulle dock kunna bero på att Frankrike generellt har större företag vilket tidigare konstaterats.

Att undersöka empire-building rent konkret är som sagt svårt. Ett sätt att undersöka teorin närmare hade varit att undersöka förvärvarens ledningsstruktur och hur deras ägande ser ut med anledningen av att teorin har som starkast effekt när ledningen har ett lågt ägande i företaget. Dock är denna information svårtillgänglig i många fall, framför allt för de förvärv som skedde i början av den undersökta perioden. Teorin är överlag svår att undersöka med yttre variabler.

5.6 Ekonomisk signifikans

Resultatet i studien påvisar att vissa samband går att statistiskt säkerställa. Följaktligen blir det angeläget att diskutera huruvida sambanden har en faktisk påverkan, det vill säga dess ekonomiska signifikans. Studien diskuterar huvudsakligen branschtillhörighet och betalningsmetod som signifikanta samband. Tillhörigheten i tillverkningsbranschen har en koefficient på cirka -0,18 gentemot referensbranschen högteknologi. Därmed kommer marginalskillnaden vara 18 procent lägre för tillverkningsföretag i modellen, förutsatt att alla andra faktorer hålls identiska. Att betala med aktier uppvisade en koefficient på -0,13 gentemot kontant betalning. Därmed kommer transaktioner med aktiebetalning uppvisa en 13 procent lägre budpremie, allt annat lika. Med anledning av detta får man anse att dessa samband har en påverkan då deras ekonomiska betydelse blir påtaglig.

Vidare diskuteras även effekten av toehold i studien. Trots att sambandet inte är signifikant i den fullständiga modellen, missar den det enbart marginellt och får signifikans i en reducerad modell. För urvalet är koefficienten ungefär -0,11 i förhållande till förvärv utan tidigare ägande. Även här är marginalskillnaden rätt stor vilket innebär att det för urvalet har en betydande påverkan när toehold behandlas tillsammans med övriga valda variabler.

6. Slutsats och förslag till vidare forskning

I det här kapitlet reflekterar författarna över analysen och ger en slutsats. Här görs kopplingar till teorin och förslag till vidare forskning ges.

6.1 Slutsats

Syftet med studien var att undersöka vilka faktorer som förklarar budpremiens storlek vid förvärv av svenska respektive franska publika företag. Vidare syftade studien på att diskutera eventuella kulturella skillnader mellan länderna som kan tänkas påverka förvärvet och budpremiens storlek. Mot bakgrund av detta syftade studien till att fylla det forskningsgap som tidigare diskuterats. Följande frågeställningar formulerades för att besvara syftet:

- Kan storleken på budpremien förklaras av (1) målföretagets branschtillhörighet, (2) målföretagets storlek, (3) målföretagets skuldsättningsgrad, (4) målföretagets market-to-book-kvot, (5) förekomsten av toehold, (6) betalningssätt, (7) förvärvsvåg?

I båda länderna visade ovanstående variabler en minimal förklaringsgrad för budpremiens storlek. De utvalda variablerna kunde i Sverige förklara 6,42 % av variationen och i Frankrike -0,88 % av den. Den minimala förklaringsgraden (negativ för Frankrike) i länderna ger en tydlig insikt i ämnets komplexitet. Synergier, som rationellt sett borde vara det som framförallt motiverar budpremien, är av naturen förvärvsspecifika vilket därmed gör den låga förklaringsgraden logisk. Fortsättningsvis var Sverige det enda landet som visade signifikans i någon variabel. Dessa två variabler var aktiebetalning och företag inom tillverkningsbranschen vilka båda hade ett negativt samband med budpremien. Även toeholds negativa samband visade signifikans i första reducerade modellen. Trots att variablerna i studien visade på liten förklaringsgrad, gav studien svar på vilka variabler som *inte* kan besvara budpremiens storlek i länderna. Att uppfatta vilka variabler som är signifikanta är till mångt och mycket lika intressant som att se vilka variabler som inte är signifikanta.

- Är de förklarande faktorerna vid förvärv av olika betydelse för svenska respektive franska företag och kan dessa förklaras av kulturella skillnader?

Tydliga skillnader mellan länderna noterades i både målföretagets specifika egenskaper såsom medelstorleken på målföretagen samt även i transaktionsspecifika egenskaper såsom andelen förvärv som sker med toehold. Vidare visade som nämnt även variablerna skillnad i betydelse gentemot budpremien då dels Sverige visar signifikans i aktiebetalning, tillverkningsbranschen och till viss del toehold vilket inte Frankrike gör samt även det faktum att det skiljer sig mellan länderna i vilken ordning

variablerna exkluderas i de reducerande modellerna. Ovan skillnader kunde utifrån kulturella skillnader mellan länderna diskuterbart ge insyn i varför olikheterna existerar, där framförallt dimensionen uncertainty avoidance gav författarna en mer nyanserad inblick. Dimensionens generella poäng att franska folket har en mer osäker syn på framtiden medan Sverige är på andra änden av skalan sammanfaller med resultatet då den vidare kan kopplas till synen på risk och hur man värderar företag. Att Sverige betalar mindre för tillverkningsföretag kan kopplas till branschens mindre osäkerhet i kassaflöden relativt högteknologi och att man betalar mindre då betalningen sker med aktier relativt kontant kan kopplas till aktiers högre risk men också högre eventuell payoff. Samtidigt får diskussionen tas för vad den är, en spekulaton. Kulturella skillnader kan i författarnas mening inte ge svar på hur det borde vara, utan enbart ge en större inblick i varför det ser ut som de gör i länderna.

Att toehold uppvisar nästintill signifikans i studien med ett negativt samband gentemot budpremien kan vara värt att diskutera vidare då tidigare forskning även den kommer fram till samma resultat. Även om dessa studier ofta tar fram minskad konkurrens från andra förvärvare som anledning till den lägre budpremien finns det diskuterbart en viktigare aspekt enligt författarna. Äger man delar av målföretaget sedan innan borde man troligtvis ha både intresse och insikt i målföretagets bransch och struktur, vilket underlättar och förtydligar beräkningen av potentiella synergier och således budpremien. Risken för att betala för mycket minskar därmed. Vidare har man möjligtvis byggt upp personliga relationer med övriga ägare och ledning i företaget, vilket i sin tur kan göra dem mindre motstridiga att acceptera bud och även gå med på en lägre premie. Denna studie har inte gjort någon skillnad i när det tidigare ägandet uppstod och hur stor andel förvärvaren hade vid förvärvet utan enbart noterat om det förekommit eller ej.

Anledningarna till varför modellerna i studien visar på en väldigt låg förklaringsgrad kan vara många varför det kan vara värt att diskutera det ytterligare. En orsak skulle kunna vara att författarna i teoretiska referensramen identifierat dåliga variabler som inte har någon koppling alls till ämnet. Även om variablerna grundat sig på tidigare forskning är mycket av den flera tiotals år gammal, vilket möjligen har gjort den föråldrad i dagens modernare marknad. En annan orsak som är relaterat till samma problem är att det helt enkelt inte finns någon gemensam nämnare för vad som bestämmer budpremien. Ämnet är invecklat vilket kan förklara varför förvärv ofta leder till värdeförstörelse för företagen. Hade det funnits en ett generellt ramverk som förklarar exakt vad man bör undersöka i målföretag som förvärvare hade inte det skett felvärderingar i lika stor utsträckning. Bristen på generella modeller gör det väldigt svårt att bedöma vad som är en korrekt budpremie. Grundar sig inte budpremien i några specifika variabler finns det fog att tro en företagsledning lättare kan driva igenom förvärvsbeslut som är baserade på egna intressen såsom ökad makt och ersättning. En låg förklaringsgrad i modellerna skulle därför kunna tyda på existensen av beteendeteorins inverkan. Att bevisa hybris eller Empire-building-teorins påverkan på ett förvärv är svår. Till följd av den höga frekvensen av förvärv som är värdeförstörelse,

går det dock förmodligen att anta att det har en större betydelse än vad många företagsledningar själva är villiga att erkänna.

6.2 Förslag till vidare forskning

Då variablerna som presenterats i denna studie endast visar en minimal förklaring till variationen i budpremiens storlek är ett naturligt förslag till vidare forskning att vidare undersöka ämnets komplexitet. Då många studier är äldre skulle det vara intressant att göra en studie där nya variabler som kan antas påverka budpremien analyseras, då denna studies variabler bevisligen är bristfälliga.

Med utgångspunkt i diskussionen om tidigare ägande som sker i slutsatsen hade det varit intressant att i en utvecklad modell inkorporera andelarnas storlek samt dela in det tidigare ägandet när det uppstod i intervall. På så sätt kan man eventuellt få svar på om det enbart är förekomsten av toehold som har betydelse för budpremien eller om längd samt storlek också har det vilket i sådana fall hade styrkt författarnas argument.

Beteendeteorier spelar förmodligen mer roll i budpremiens storlek än många ledningar är villiga att erkänna. Därmed hade det varit intressant att undersöka detta ytterligare genom exempelvis en kvalitativ studie där ledningar intervjuas alternativt en kvantitativ studie där man studerar den finansiella prestationen för ett företag en viss tid efter ett nyligen genomfört förvärv. På så sätt hade man kunnat se om budpremien varit rationell eller om den varit resultatet av en övertro exempelvis. Vidare kan de två dimensionerna Power distance och Masculinity från Hofstedes index antas spela stor roll i hur stor grad av hybris och empire-building som finns i en ledning. Att göra en jämförande studie på två länder med skilda värden i dessa två dimensioner hade därmed varit intressant.

Diskussionen angående hur kulturella indexet sammanfaller med resultaten presenterade i denna studie är väldigt spekulativ i och med bristen på tidigare forskning. Då urvalet är relativt litet kan likheterna vara rent slumpmässiga, varför klara slutsatser inte kan dras. För att ge ytterligare klarhet i frågan skulle därmed länder med liknande kulturellt index vara intressant att undersöka för att se om resultaten har någon likhet. Om det skulle visa sig vara fallet, hade mer konkreta slutsatser om kulturellt förhållningssätt kunna dras till hur olika länder förhåller sig till förvärv och dess budpremie. Vidare, anser författarna att den kulturella aspekten framförallt påverkar förvärvarna då är dem som bedömer ett företags värde. Ett sätt att göra urvalet större skulle därför kunna vara att inte begränsa urvalet till inhemska förvärv utan ta med samtliga förvärv gjorda av förvärvare från ett specifikt land.

En annan aspekt författarna funderat på är om budpremiens storlek skiljer sig ifall det är ett investmentbolag som är förvärvaren. Då dessa företag har som affärsidé att skapa avkastning genom

ägande i andra företag genom strukturella eller operationella förändringar snarare än att utnyttja synergieffekter, behöver budpremien vara låg för att skapa marginaler. Därmed är det möjligt att eventuellt negativt samband med budpremiens storlek finnas. En liknande studie skulle därför kunna göras där man i modellen inkluderar investmentbolag som variabel.

Källförteckning

Alexandridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L. & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, [e-journal] vol. 20, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 17 april 2019]

Alexandridis, G., Petmezas, D. & Travlos, N. G. (2010). Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial Management Journal*, [e-journal] vol. 39, nr. 4, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 15 maj 2019]

Alexandridis, G., Mavrovitis, C. F. & Travlos, N. G. (2012). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *European Journal of Finance*, [e-journal] vol. 18, nr. 7-8, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 19 april 2019]

Antoniou, A., Arbour, P. & Zhao, H. (2008). How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High? *European Financial Management*, [e-journal] vol. 14, nr. 2, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 12 maj 2019]

Arbeta utomlands. (2013). Svenska kulturkrokar i Paris. Tillgänglig via: <https://www.arbetautomlands.se/reportage/frankrike/paris/kulturkrokar-i-paris/> [Hämtad 12 maj 2019]

Bell, E. & Bryman, A. (2011). *Business Research Methods*. 3. uppl. Oxford: Oxford University Press

Berk, J. & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance*. 4. uppl. Boston: Pearson

Betton, S. & Eckbo, B. E. (2000). Toeholds, Bid Jumps and Expected Payoffs in Takeovers. *Review of Financial Studies*, [e-journal] vol. 13, nr. 4, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 17 april 2019]

Betton, S., Eckbo, B. E. & Thorburn, K. S. (2009). Merger Negotiation and the Toehold Puzzle. *Journal of Financial Economics*, [e-journal] vol. 91, nr. 2, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 17 april 2019]

Bris, A. (2002). Toeholds, takeover premium, and the probability of being acquired. *Journal of Corporate Finance*, [e-journal] vol. 8, nr. 3, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 20 april 2019]

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

Burch, T. R., Nanda, V. & Silveri, S. (2012). Taking stock or cashing in? Stakeholder style preferences, premiums and method of payment. *Journal of Empirical Finance*, vol. 19, nr. 4, ss.558-582, Tillgänglig via: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927539812000199> [Hämtad 13 maj 2019]

Chan, K. C., Gup, B. E. & Ming-Shun, P. (1997). International Stock Market Efficiency and Integration: A Study of Eighteen Nations. *Journal of Business Finance & Accounting*, [e-journal] vol.

24, nr. 6, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 20 april 2019]

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

Clayton, M. J. & Ravid, S. A. (2002). The Effect of Leverage on Bidding Behavior: Theory and Evidence from the FCC Auctions. *Review of Financial Studies*, [e-journal] vol. 15, nr. 3, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 25 april 2019]

Eckbo, B. E. & Langohr, H. (1989). Information disclosure, method of payment, and takeover premiums: Public and tender offers in France. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, nr. 2, ss.363-403, Tillgänglig via: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X89900524> [Hämtad 20 april 2019]

Edmister, R. O. & Walking, A. R. (1985). Determinants of Tender Offer Premiums. *Financial Analysts Journal*, [e-journal] vol. 41, nr. 1, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 17 april 2019]

Europeiska Centralbanken. (2019). Tillgänglig via: <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> [Hämtad 17 maj 2019]

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 25, nr. 2, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 17 maj 2019]

Gaming Intelligence. (2019). William Hill closes in on Mr Green & Co completion, Tillgänglig via: <https://www.gamingintelligence.com/manda/50906-william-hill-closes-in-on-mr-green-co-completion> [Hämtad 12 maj 2019]

Gaughan, P. A. (2011). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, [e-bok], 5. uppl., John Wiley & Sons, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 19 april 2019]

Goergen, M. & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border bids. *European Financial Management*, [e-journal] vol. 10, nr. 1, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 20 april 2019]

Gugler, K., Mueller, D. C., Weichselbaumer, M. & Yurtoglu, B. B. (2012). Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*, [e-journal] vol. 33, nr. 3, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 18 april 2019]

Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics*. 5. uppl. Boston: McGraw-Hill

Hambrick, D.C. & Hayward, M. L. A. (1997). Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, [e-journal] vol. 42, nr. 1, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 22 maj 2019]

Hofstede, G. (2011). Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context. *Online Readings in Psychology and Culture*, vol. 2, nr. 1, ss.1-26, vol. 24, nr. 2, ss.363-403, Tillgänglig via: <https://doi.org/10.9707/2307-0919.1014> [Hämtad 10 maj 2019]

Hofstede Insights. (2019). Country Comparison, Tillgänglig via: <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/france,sweden/> [Hämtad 15 maj 2019]

Israel, R. (1991). Capital structure and the market for corporate control: The defencing role of debt financing. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 45, nr. 4, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 22 april 2019]

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisition. *Journal of Financial Economics*, [e-journal] vol. 73, nr. 2, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 25 april 2019]

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, [e-journal] vol. 60, nr. 2, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 25 april 2019]

Mothander, J. (2018). Köparen William Hill: Vi tar Mr Green från börsen, *Dagens Industri*, 31 oktober 2018, Tillgänglig via: <https://www.di.se/live/mr-green-lamnar-borsen/> [Hämtad 12 maj 2019]

Ogden, J. P., Jen, F. C. & O'Connor, P. F. (2003). *Advanced corporate finance: policies and strategies*, Upper Saddle River: Prentice Hall

Raad, E. (2012). Why Do Acquiring Firms Pay High Premiums To Takeover Target Shareholders: An Empirical Study. *The Journal of Applied Business Research*, vol. 28, nr. 4, ss.725-734, Tillgänglig via: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X89900524> [Hämtad 20 april 2019]

Roll, R (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, [e-journal] vol. 59, nr. 2, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 26 april 2019]

Sangameswaran, S. (2018). William Hill offers to buy Sweden's Mr Green & Co for \$308 million, *Reuters*, 31 oktober 2018, Tillgänglig via: <https://www.reuters.com/article/us-mr-green-co-m-a-william-hill/william-hill-offers-to-buy-swedens-mr-green-co-for-308-million-idUSKCN1N5105> [Hämtad 12 maj 2019]

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

Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, [e-journal] vol. 20, nr. 1, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 22 april 2019]

Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Prescriptions. *Strategic Management Journal*, [e-journal] vol. 11, nr. 4, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 25 april 2019]

Tuck, C. E. (2005). A quality award and stock market reaction: Evidence from the European Union. *Total Quality Management & Business Excellence*, [e-journal] vol. 16, nr. 8/9, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 10 maj 2019]

Volcker, P. (2012). Unfinished Business in Financial Reform. *International Finance*, [e-journal] vol. 15, nr. 1, Tillgänglig via: LUSEM Biblioteks webbsida: <https://www.lusem.lu.se/library> [Hämtad 15 maj 2019]

Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 6. uppl. Boston: Cengage Learning

Bilagor.

Bilaga 1. Samtliga transaktioner

Sverige.

Datum	Förvärfare	Målförätag	Land	Bransch	Betalningsmetod	Toehold	MV (MSEK)	D/E	M/B	Aktiepris 42 dagar	Budpris (SEK)	Budpremie	Kommentar
08-01-2003	DAVIN AB	EPILON HOLDING	Sverige	Ovrigt	Kontant	46,80%	196,89	186,34%	1,63	20,80	22,00	6,80%	
21-01-2003	LGP TELECOM	ALLCON AB	Sverige	Högteknologisk	Aktier	0,00%	1270,5	34,00%	1,21	16,00	29,90	61,81%	
20-10-2003	LRT ACQUISITION	FASTIGHETS AB	Sverige	Finans	Kontant	0,00%	4581,94	239,33%	0,81	172,50	190,00	10,14%	
12-03-2003	WELKINS	REALIA AB	Sverige	Finans	Kontant	46%	292,47	389,21%	0,83	30,00	40,00	33,33%	
13-06-2003	LJUNGBERGGRUPP	FASTIGHETS AB	Sverige	Finans	Kontant	15,60%	139,05	330,49%	0,80	50,00	58,00	16,00%	
21-07-2003	PERSEA	PERSEA AB	Sverige	Konsument	Kontant	0,00%	50,29	80,90%	2,21	10,50	14,00	33,33%	
20-08-2003	FSII SWEDEN	PERIBIO SCIENCE	Sverige	Hälsa	Kontant	0,00%	4303,04	59,25%	4,71	147,50	155,00	5,08%	
17-12-2003	APES HOLDING AB	PANODX AB	Sverige	Finans	Kontant	38%	2814,5	62,35%	1,45	105,00	108,00	2,88%	
01-03-2004	NANOOK	CONNECTA AB	Sverige	Ovrigt	Blandat	0,00%	96,95	7,96%	1,82	8,40	6,50	-22,82%	
20-02-2004	HOIST	HOIST	Sverige	Finans	Kontant	0,00%	272,59	68,85%	1,43	17,60	20,82	17,14%	
06-05-2004	SIGMA AB	RMS AB	Sverige	Högteknologisk	Aktier	0,00%	92,4	72,97%	0,34	5,85	6,14	4,98%	
29-06-2004	STENA	BOSTADSAKTIEBO	Sverige	Finans	Kontant	37,90%	3043,81	519,02%	2,67	137,00	150,00	9,49%	
19-07-2004	WHLBORG	FABERGE AB (OLD)	Sverige	Finans	Blandat	42%	6950,56	132,76%	1,34	103,00	107,89	4,75%	
11-06-2007	WATSONER AB	TELELOGIC AB	Sverige	Högteknologisk	Kontant	0,00%	4324,85	30,66%	2,68	17,50	21,00	20,00%	
31-08-2004	MEDIANRESSEN	VLT AB	Sverige	Konsument	Kontant	45,50%	440,29	14,44%	1,50	88,50	110,33	24,67%	
07-10-2004	BAN	GORTON LINES	Sverige	Ovrigt	Aktier	32,90%	301,84	17,88%	0,71	17,30	18,00	4,05%	
15-11-2004	CIPRON INVEST	FINNVEDEN AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	0,00%	1671,2	110,50%	1,56	63,00	75,00	19,05%	
2004-11-19	SCANIA AB	AINXX AB	Sverige	Finans	Aktier	0,00%	7822,51	0,00%	57791,12	285	274,00	3,40%	Bortlagen pga för hög M/B
22-12-2004	NOCOM AB	TURUNT AB	Sverige	Konsument	Aktier	0,00%	111,73	285,75%	0,67	0,71	1,06	49,30%	
13-04-2005	TELELOGIC AB	FOCAL POINT AB	Sverige	Högteknologisk	Aktier	0,00%	92,53	0,00%	9,00	19,00	21,10	11,05%	
12-07-2005	BUS INDUSTRIER	KARL SHAMUS AB	Sverige	Konsument	Blandat	0,00%	2636,54	31,84%	2,80	125,00	117,00	-6,40%	
20-06-2005	HÄGSTROMER &	HQ FOUNDER AB	Sverige	Finans	Aktier	0,00%	449,19	672,00%	7,83	107,00	108,12	1,98%	
17-10-2005	CISL GRUPPEN AB	GAMERS	Sverige	Högteknologisk	Aktier	0,00%	11,96	82,76%	4,07	0,45	0,56	24,44%	
09-01-2006	KACANDORONTEC	RESOQ AB	Sverige	Högteknologisk	Blandat	0,00%	125,99	19,59%	2,57	3,89	5,25	42,28%	
23-01-2006	WELAND AB	KLIPPAN AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	37,68%	310,84	716,32%	1,19	9,40	8,00	-14,88%	
08-02-2006	TEIGENT AB	TRO AB	Sverige	Högteknologisk	Aktier	0,00%	218,2	46,39%	2,64	2,27	2,95	29,98%	
14-03-2006	POSTEN AB	STRÅLFORS AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	0,00%	1404,47	46,54%	1,56	71,00	95,00	33,80%	
21-03-2006	FRAMFAS AB	LA ICON AB	Sverige	Ovrigt	Aktier	0,00%	11571,83	124,96%	3,02	57,50	55,00	-4,35%	
08-05-2006	RMG RETAIL AND	JC AB	Sverige	Konsument	Blandat	0,00%	1823,54	2,67%	4,34	95,25	119,44	25,40%	
20-06-2006	GE MEDICAL	BIACORNE	Sverige	Hälsa	Kontant	0,00%	2769	0,00%	3,89	284,00	330,00	16,20%	
18-02-2007	CRIST SWEDEN	PROTECT DATA AB	Sverige	Högteknologisk	Kontant	0,00%	4073	0,08%	17,88	178,00	187,00	5,00%	
27-08-2007	NFNC	INRIS AB	Sverige	Högteknologisk	Aktier	0,00%	21,43	4,7%	0,44	3,83	4,75	31,00%	
24-09-2007	XPROCARD	ALL CARDS	Sverige	Konsument	Aktier	0,00%	1746,34	91,28%	3,82	76,50	97,00	26,80%	
22-10-2007	GOLDDRIP D 3319	ARK TRAVEL AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	176,41	30,52%	1,31	33,70	35,73	6,02%	
13-02-2008	GEHEM AB	BOSS MEDIA AB	Sverige	Högteknologisk	Kontant	0,00%	853,12	44,84%	2,56	14,95	25,00	67,22%	

Datum	Förvärvare	Målföretag	Land	Bransch	Betalningsmetod	Tochold	MV (MSEK)	DE	MIB	Aktiepris 42 dagar	Budpris (SEK)	Budpremie	Kommentar
2008-05-08	CARL LAMM HOLDING AB	CARL LAMM AB	Sverige	Konsumert	Banddel	0.00%	579,55	-183,29%	-2,03	56,75	58,00	2,20%	Bottlagen pga negativt eget kapital
16-05-2008	STENA ADACTUM	BALLINGSLOV	Sverige	Ovrigt	Kontant	38,40%	1823,42	123,86%	2,19	56,67	61,67	8,82%	
26-05-2008	KALDOZ AB	ZODJAK	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	605,5	104,37%	1,27	23,80	40,00	68,07%	
30-07-2008	MOBSPINE AB	MYSCOOP	Sverige	Högteknologisk	Aktier	0,00%	4,5	25,56%	1,62	0,57	0,41	-27,50%	
27-08-2008	MAERBK PRODUCT	BROSTROM AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	2587,23	195,12%	1,09	42,20	57,00	35,07%	
30-09-2008	GRUNDSTENEN	ARENA PERSONAL	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	93,23	0,00%	2,02	4,85	6,25	28,87%	
10-11-2008	PEAR AB	PEAR INDUSTRI	Sverige	Tillverkning	Aktier	0,00%	3821,54	232,08%	3,84	48,00	33,80	-30,00%	
28-04-2009	HAKON INVEST AB	HEMTEX AB	Sverige	Konsumert	Kontant	45,10%	475,27	76,87%	1,46	18,84	27,00	43,30%	
26-06-2009	FASTIGHETS	DIN BOSTAD	Sverige	Finans	Aktier	0,00%	9,1	406%	0,32	19,30	28,13	45,75%	
02-07-2009	VEGA KONNEBY AB	WATERJET	Sverige	Tillverkning	Kontant	0,00%	72,6	116,33%	2,18	33,00	42,00	27,27%	
02-09-2009	MANNERHEIM INVEST AB	MEGAICON AB	Sverige	Högteknologisk	Kontant	43,21%	28,8	22,97%	1,09	18,00	23,00	27,78%	
14-10-2009	BIURE EQUITY AB	SKANDITEK INDUSTRIORVALT NING AB	Sverige	Finans	Aktier	0,00%	1143,64	2,02%	0,89	17,50	28,18	66,74%	
30-11-2009	THUBAN AB	LEDSTIERNAW AB	Sverige	Finans	Kontant	18,20%	185,88	8,20%	0,62	29,00	36,50	25,86%	
25-01-2010	AB	ORC SOFTWARE	Sverige	Högteknologisk	Banddel	0,00%	1028,04	4,12%	3,49	15,80	19,83	24,24%	
22-02-2010	MGA HOLDING AB	TILGIN AB	Sverige	Högteknologisk	Kontant	43,32%	90,43	195,98%	6,49	1,64	2,05	25,00%	
2010-04-22	MEERMINN AB	NORVIK TIMBER AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	42,40%	147,3	123,56%	0,81	1,55	0,68	-56,13%	Uteliggare
05-05-2010	VE-AVE INTRASSENER AB	A+ SCIENCE HOLDING AB	Sverige	Finans	Kontant	45,86%	31,31	62,82%	1,83	1,72	1,70	-1,16%	
27-09-2010	SOFTRONIC AB	MODUL DATA AB	Sverige	Högteknologisk	Banddel	0,00%	61,88	2,23%	0,94	0,66	0,83	25,76%	
23-12-2010	CIDRON INTRASSENER AB	MUNTERS AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	0,00%	5756,25	80,79%	2,77	76,75	77,00	0,33%	
14-01-2011	WALDIR AB	NETONNET AB	Sverige	Konsumert	Kontant	30,18%	259,75	223,14%	1,62	43,00	40,50	-5,81%	
10-02-2011	GALDERMA HOLDING AB	Q-MED AB	Sverige	Hälsa	Kontant	0,00%	7577,88	9,88%	3,88	76,25	79,00	3,61%	
17-03-2011	INVESTMENT AB	S&KI AB	Sverige	Finans	Aktier	0,00%	405,54	35,61%	1,39	73,50	70,74	-3,76%	
11-04-2011	LAIOUR MEDVIR AB	BIOFALUSIA AB	Sverige	Hälsa	Banddel	0,00%	363,11	54,89%	0,97	1,06	1,65	55,66%	
22-06-2011	KAMIC ELECTRONICS AB	ELEKTRONIKGRUP PEN BK AB	Sverige	Högteknologisk	Kontant	0,00%	159,6	81,77%	1,18	29,30	38,00	29,69%	
27-06-2011	SPD HOLDING AB	NISCAVAH GROUP AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	5531,86	75,16%	3,29	15,90	18,00	13,21%	
2011-10-27	STUREGULD AB	GULD INVEST NOROEN AB	Sverige	Konsumert	Aktier	0%	15,30	54,13%	4,87	0,12	0,29	141,67%	Uteliggare
06-12-2011	KLOVERN AB	DRAGON AB	Sverige	Finans	Banddel	0,00%	1227,25	231,23%	0,82	52,00	62,50	20,19%	
21-03-2012	ADOPERATOR AB	ADITAL AB	Sverige	Ovrigt	Aktier	0,00%	0,57	310,00%	0,41	0,10	0,12	20,00%	

Datum	Författare	Målföretag	Land	Bransch	Betalningsmetod	Toehold	MV (MSEK)	D/E	W/B	Aktiepris 42 dag	Budpris (SEK)	Budpremie	Kommentar
15-10-2012	HELPER4 AVONOVA SVERIGE AB	AVONOVA SVERIGE AB	Sverige	Hälsa	Kontant	0,00%	144,71	0,00%	1,86	25,40	34,00	33,86%	
27-12-2012	ONIVA ONLINE GRUPP EUROPE AB	SERVAGE AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Aktier	30,11%	18,8	0,00%	0,96	6,95	9,45	35,97%	
20-02-2013	DMNR AB	SIGMA AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Kontant	48,81%	413,18	92,69%	0,99	4,92	6,75	40,04%	
04-09-2013	H INTRASSESTER AB	HOGANAS AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	34,40%	11054,21	145,30%	2,99	324,00	337,50	4,17%	
24-02-2014	AANDERS HEJIN INVEST AB	MARI RENT AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	28,88	11828,63%	1,89	4,56	6,00	31,58%	
01-04-2014	GUSGUS FORVALTNINGS AB	HERSON TECHNOLOGIES INTERNATIONAL AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	93,58	1,02%	1,20	12,90	16,00	24,03%	
09-06-2014	ACANDO AB	CONNECTA AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Aktier	0,00%	379,14	198,59%	2,93	36,50	46,17	28,49%	
15-05-2015	IP-OONLY AB	AVALO AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Kontant	0,00%	282,81	1,82%	1,80	35,40	35,50	0,28%	
26-06-2014	NORTH INVESTMENT GROUP AB	ACAP INVEST AB	Sverige	Finans	Kontant	0,00%	42,58	43,33%	0,44	8,45	12,00	42,01%	
10-03-2015	PANDOSTER INVESTMENT AB	HI COMMUNICATION AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	19,1	377,17%	3,63	1,99	3,00	50,75%	
20-10-2015	CATENA AB	TRIBONA AB	Sverige	Finans	Bandtal	25,55%	1824,64	11,11%	7,47	37,50	45,00	20,00%	
30-11-2015	RANOSTAD NORDIC AB	PROFFICE AB	Sverige	Ovrigt	Kontant	0,00%	1320,22	85,91%	2,14	19,80	25,00	28,26%	
29-2-2016	ETIB HOLDING II AB	NORDIC SERVICE PARTNERS HOLDING AB	Sverige	Konsumt	Kontant	0,00%	198,74	161,09%	1,51	16,20	21,00	29,63%	
27-10-2016	GE SWEDEN HOLDINGS AB	ARCAY AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	76,15%	6050,96	25,51%	6,58	280,48	300,00	6,96%	
15-05-2017	MDSOVA AB	BRINGMELL AB	Sverige	Hälsa	Kontant	0,00%	192,38	113,93%	0,77	0,75	1,00	33,33%	
19-05-2017	ELLEVIO HOLDING I AB	ELVERMET VALENTINA AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	0,00%	492,48	133,45%	3,06	76,00	97,00	27,63%	
23-10-2017	TIETO SWEDEN AB	AVEGA GROUP AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Kontant	0,00%	281,65	187,09%	54,00	29,10	40,00	37,46%	
10-01-2018	TELEZ AB	COV HEVI HOLDING AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Bandtal	0,00%	22848,58	325,02%	5,12	125,70	146,00	16,15%	
15-03-2018	ME DENTAL AB	ORASOLV AB	Sverige	Hälsa	Kontant	0,00%	46,68	92,14%	1,22	0,19	0,30	57,89%	
11-04-2018	ALEXON PHARMA NORDICS HOLDING AB	WILSON THERAPEUTICS AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Kontant	0,00%	4028,82	11,75%	8,14	142,40	232,00	62,92%	
04-08-2018	POOLIA AB	UNIFLEX AB	Sverige	Ovrigt	Aktier	0,00%	317,44	258,01%	4,72	23,80	20,23	-15,00%	
31-08-2018	GERATILDAE III AB	INSPI ANET AB	Sverige	Finans	Kontant	0,00%	135,56	55,33%	3,12	10,00	13,00	30,00%	
10-09-2018	GOLDJUP 17982 AB	HOUSE of FRIENDS AB	Sverige	Tillverkning	Kontant	0,00%	46,91	80,99%	1,10	1,89	2,18	27,81%	
18-12-2018	NASDAQ TECHNOLOGY AB	CINNOBER FINANCIAL TECHNOLOGY AB	Sverige	Högskolepedagogisk	Kontant	0,00%	1707,01	111,34%	9,99	76,10	87,00	14,32%	

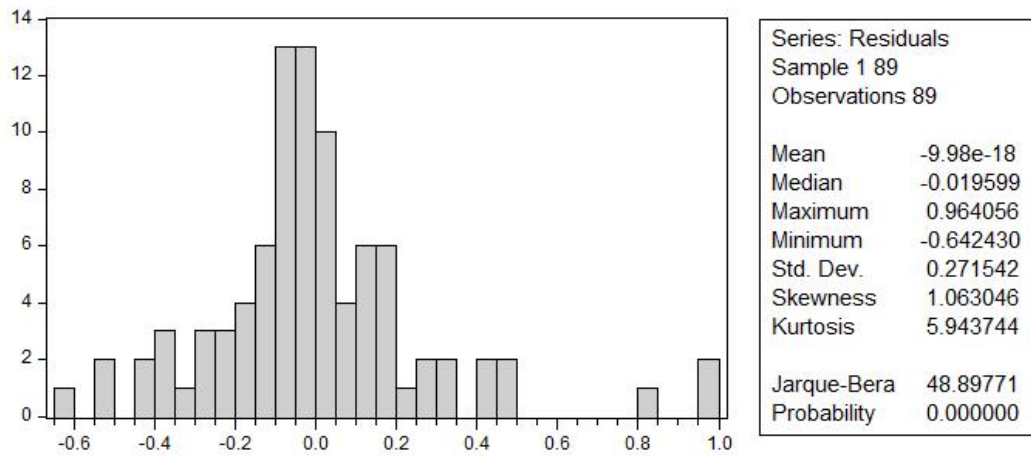
Frankrike.

Datum	Forvare	Måltid	Land	Branche	Beholdning	Megervare	Tehold	WV (MEURO)	D/E	M/B	Aktiepris 42 dage	Budpris (EURO)	Budpremie	Kommentar
2003-05-05	SELECTIBAL FINANCE	BAIL AUREA SA	Frankrig	Finans	Aktier	Ja	0,00%	555,17	171,31%	1,22	134,10	149,11	11,19%	
2003-07-01	CAP GEMINI	TRANSICEL SA	Frankrig	Ovrigt	Konkiant	Ja	41,92%	1,66	-63,72	-5,37	6,693	0,60	-91,04%	Bortlagen pga negativ eget kapital
2003-09-09	BRIVE	ASSYSTEM SA	Frankrig	Højteknologisk	Aktier	Ja	0,00%	199,79	192,65%	0,98	10,61	12,96	22,15%	
2003-09-30	MICROPOL-UNIVERS SA	GROSS SYSTEMS COMPANY	Frankrig	Højteknologisk	Aktier	Ja	0,00%	130,86	99,02%	1,48	36,00	39,14	8,72%	Bortlagen pga data
2003-11-03	GE REAL ESTATE	SOPHA SA	Frankrig	Finans	Konkiant	Ja	0,00%	1186,21	166,16%	0,89	32,75	41,00	25,19%	x sättnas
2006-09-20	COMPAGNE	MONETLINE SA	Frankrig	Finans	Aktier	Ja	0,00%	32,23	153,95%	5,47	35,50	37,86	6,65%	
2004-04-26	SANOFI-EBZCJSS.COM SA	INTERNATIONAL COMPUTER SA	Frankrig	Hälsa	Blandat	Ja	0,00%	50865,31	171,00%	5,07	63,40	68,93	8,72%	
2004-06-07	AL TAREA SA (OLD)	IMAFINE SA	Frankrig	Finans	Konkiant	Ja	0,00%	150,14	225,70%	1,04	30,01	38,08	26,89%	Bortlagen pga negativ eget kapital
2004-10-29	SAGEN SA	SOETE	Frankrig	Tilværing	Blandat	Ja	0,00%	4618,57	565,50%	3,48	17,10	20,00	16,96%	Bortlagen pga data
2004-12-17	OSATS FRANCE	FOCAL SA	Frankrig	Højteknologisk	x	Ja	0,00%	x	x	x	x	x	x	x sättnas
2005-01-21	IMPLEMENTATION	SEEMA	Frankrig	Højteknologisk	Konkiant	Ja	24,00%	3,49	82,16%	1,73	2,18	2,62	20,18%	
2005-09-21	TYCOO ICARE	FORGANE	Frankrig	Hälsa	Konkiant	Ja	46,92%	87,72	27,53%	5,96	22,79	30,00	31,64%	
2005-04-08	AS WATSON	MARONNAUD	Frankrig	Tilværing	Konkiant	Ja	0,00%	342,18	135,30%	0,84	21,55	21,80	1,16%	
2005-06-29	AAA SA	RAXXA SA	Frankrig	Finans	Aktier	Ja	0,00%	4497,72	35,01%	1,16	59,50	77,48	30,22%	
2005-07-05	BOIRON SA	LABORATOIRES DOUSSOS SA	Frankrig	Hälsa	Aktier	Ja	0,00%	118,54	x	-2,18	18	11,70	-35,00%	Bortlagen pga negativ eget kapital
2005-09-21	BAVULE	EUROSIC SA	Frankrig	Finans	Konkiant	Ja	32,77%	52,84	1,42%	1,36	33,03	42,00	27,16%	
2005-08-12	SUREN SA	MEDIPER SA	Frankrig	Ovrigt	Konkiant	Ja	39,92%	398,68	284,56%	4,16	27,00	30,00	11,11%	
2005-09-05	AL TEN SA	QUATERNY SA	Frankrig	Højteknologisk	Konkiant	Ja	0,00%	15,3	88,69%	2,12	16,80	16,60	-1,19%	
2005-11-01	TEAM PARTNERS GENERALE DE GROUPE SA	COMPAGNE GENERALE DE ALBATROUE	Frankrig	Højteknologisk	Aktier	Ja	0,00%	12,65		-0,11	0,5	0,63	26,00%	Bortlagen pga negativ eget kapital
2005-12-21	CAREFOUR SA	HYPARLO SA	Frankrig	Konsumt	Konkiant	Ja	48,85%	527,62	56,43%	2,64	33,50	39,22	17,07%	
2007-09-03	GAZ DE FRANCE	SUEZ SA	Frankrig	Tilværing	Aktier	Ja	0,00%	3611,3	276,51%	1,8	25,51	35,13	37,71%	
2006-05-05	GENERAL	BRODEBAL SA	Frankrig	Konsumt	Konkiant	Ja	37,57%	54,38	65,00%	0,94	43,50	56,00	28,74%	
2003-05-06	SOCIETE	FOUNDERIES	Frankrig	Tilværing	Konkiant	Ja	0,00%	37,2	45,00%	0,88	75,00	97,00	29,33%	
2006-06-01	FOUNDERIES	BAIL	Frankrig	Finans	Aktier	Ja	36,97%	1762,21	59,82%	1,43	50,00	54,00	8,00%	
2007-01-09	CREDIT FONCIER	LOONDIS SA	Frankrig	Finans	Konkiant	Ja	0,00%	298,94	442,18%	1,61	36,70	37,00	0,82%	
2007-02-20	AVANQUEST	EME SA	Frankrig	Ovrigt	Blandat	Ja	0,00%	33,77	91,70%	1,61	14,89	19,11	28,34%	

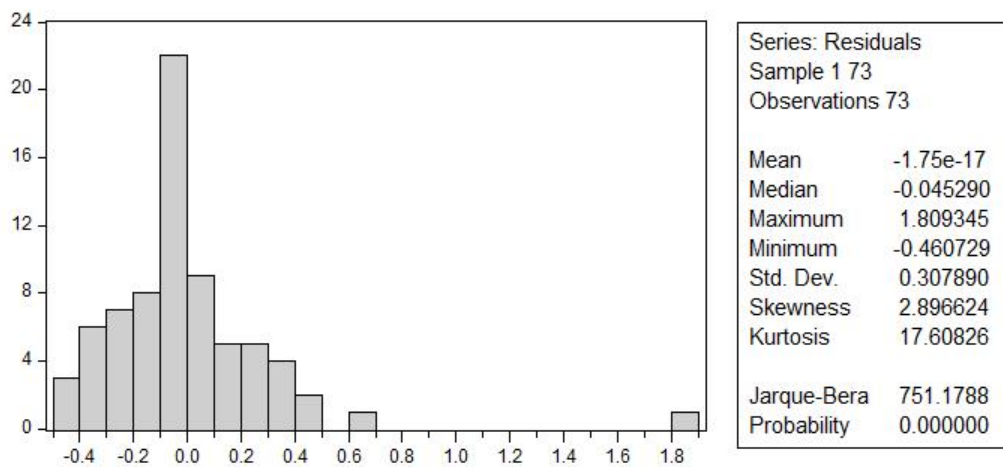
Datum	Førvårene	Målforetag	Land	Bransch	Betalingsmetode	Mergervæve	Toehold	MV (MEURO)	DE	MB	Aktiepris 42 dage	Budpris (EURO)	Budpremie	Kommentar	
2007-07-10	FINANCIERE	EVALLIS SA	Frankrig	Konsument	Kontant	Ja	38,49%	96,04	95,37%		1	36,90	34,14	-7,48%	
2007-06-08	PENAUILLÉ POLY	OFF RECYCLING	Frankrig	Ovrigt	Aktier	Ja	0,00%	1148,66	665,67%		3,78	48,41	55,37	14,38%	
2007-06-04	AL TAMIR ET	AMBOISE	Frankrig	Finans	Aktier	Ja	0,00%	121,58	0,09%		1,019	12,40	13,47	8,63%	
2007-06-20	VINCI SA	ENTREPOSE	Frankrig	Ovrigt	Kontant	Ja	0,00%	295,23	12,50%		3,84	58,75	64,40	9,62%	
2007-06-29	JESTA	IMMOBILIERE	Frankrig	Finans	Kontant	Ja	0,00%	1,84	11,12%	x		29,2		Borttagen pga data	
2007-07-10	PUBLICIS GROUPE	BUSINESS	Frankrig	Ovrigt	Kontant	Ja	49,32%	122,71	24,52%		5,38	9,47	10,10	6,65%	
2008-04-28	SOCIETE	GEODIS SA	Frankrig	Ovrigt	Kontant	Ja	42,37%	585,88	164,93%		1,13	75,69	135,00	78,35%	Ueligbare
2008-07-29	GROUPE OPEN SA	SYLUS SA	Frankrig	Højteknologisk	Blandt	Ja	0,00%	25,12	125,06%		0,54	2,60	4,25	63,45%	
2008-08-28	CTLLOI SAS	LOG SA	Frankrig	Højteknologisk	Kontant	Ja	0,00%	117,17	78,90%		1,83	6,10	10,00	63,93%	
2009-11-18	LEFEVRE	AS SA	Frankrig	Højteknologisk	Kontant	Ja	0,00%	8,36	138,27%		3,9	7,50	9,68	29,07%	
2009-01-06	SIERRA WIRELESS	WAVECOM SA	Frankrig	Højteknologisk	Kontant	Nej	0,00%	103,94	188,11%		0,83	6,58	8,50	29,18%	
2009-04-22	GEOMA SA	GEOMED SA	Frankrig	Finans	Blandt	Nej	48,00%	38,28	210,08%		0,32	0,42	1,48	252,36%	Ueligbare
2009-09-23	SOCIETE	LAROCHE SA	Frankrig	Konsument	Blandt	Nej	0,00%	16,48	292,05%		1,19	7,96	11,94	50,00%	
2011-03-29	FINANCIERE DES	COMPAGNE	Frankrig	Konsument	Kontant	Nej	35,82%	28,37	98,20%		0,63	381,00	530,00	39,11%	
2011-05-23	BIGBEN	MODELABS	Frankrig	Konsument	Blandt	Nej	0,00%	81,34	133,00%		2,12	3,56	3,90	9,55%	
2011-11-23	ALTIACOM	ROLE DU	Frankrig	Konsument	Kontant	Nej	28,64%	66,54	128,68%		2,36	6,00	9,00	50,00%	
2012-01-28	TECHNIP SA	CYBERNETIX SA	Frankrig	Tilvækning	Kontant	Nej	45,70%	30,73	148,28%		3,02	18,90	19,00	0,53%	
2011-11-14	COMPAGNE	XIRING SA	Frankrig	Højteknologisk	Blandt	Nej	0,00%	54,28	52,00%		2,27	13,71	17,00	24,00%	
2011-11-24	PARIS HOTELS	FONCIERE PARIS	Frankrig	Finans	Kontant	Nej	24,37%	182,89	68,10%		0,59	105,00	110,00	4,75%	
	VALGIRARD SA	ROISSY	Frankrig	Finans	Kontant	Nej									
2011-12-12	GAREFOUR SA	GUYENNE ET GASCOGNE SA	Frankrig	Konsument	Blandt	Nej	0,00%	551,87	40,44%		1,56	83,00	74,25	-10,54%	
2011-12-24	INTELIA SA	MARKETINGROUP SA, THE	Frankrig	Ovrigt	Kontant	Nej	0%	7,77	81,71%		0,99	2,8	5,04	80,00%	Ueligbare
2012-08-01	JMB ENERGIE SAS	AERONAVATT SA	Frankrig	Tilvækning	Kontant	Nej	0,00%	29,37	831,77%		1,05	14,80	18,00	21,62%	
	SOCIETE	SOCIETE													
	VERMANDOISE DE	SUDRIERE DE													
	SUDRENES	PITHUIVERS-LE-													
2012-02-17	HIP MANAGER	WIEL SA	Frankrig	Konsument	Kontant	Nej	0,00%	774,92	0,36%		2,17	1821,00	1692,76	4,43%	
2012-03-20	SAS	HITECHNOS SAS	Frankrig	Ovrigt	Kontant	Nej	49,77%	9,42	61,53%		1,99	5,16	7,00	35,66%	
2012-06-05	LAGARDERE	LEGUIDE.COM SA	Frankrig	Højteknologisk	Kontant	Nej	0,00%	63,86	28,27%		1,55	18,20	28,00	53,85%	
	ACTIVE SAS	VIDEO FUTUR													
2013-02-06	NETJEM SA	ENTERTAINMENT	Frankrig	Konsument	Blandt	Nej	0,00%	8,61	149,89%		5,85	0,09	0,15	66,67%	
	ICADE SA	SOCIETE													
	IMMOBILIERE DE	LOCATION POUR													
	L'INDUSTRIE ET LE	COMMERC SA													
2012-03-14			Frankrig	Finans	Blandt	Nej	44,06%	1393,43	248,45%		3,24	79,90	77,47	-3,04%	

Datum	Førvare	Målførelag	Land	Bransch	Betalingsmetode	Mørgerwave	Toehold	MV (MEURO)	DE	MIB	Aktiepris 42 dag	Budpris (EURO)	Budpremie	Kommentar
2013-07-09	AUBAY SA	AEDIAN SA	Frankrike	Ovrigt	Kontant	Nej	34,36%	6,82	121,21%	0,55	3,6	6,8	89,89%	Ueligbare
	FONCIERE DE PARIS SIIC SA	FONCIERE PARIS SA	Frankrike	Finans	Aktier	Nej	15,90%	228,67	137,94%	1,28	112,89	119,98	6,28%	
2013-07-30	PRODUITS CHIMIQUES AUXILIAIRES ET DE SYNTHÈSE SA	DYNACTON SA	Frankrike	Tilværing	Aktier	Nej	0,00%	27,69	299,67%	0,6	8,40	8,98	6,90%	
2013-04-11	ANDROMÈDE SA	GENEO SA	Frankrike	Ovrigt	Kontant	Nej	37,92%	140,78	100,41%	1,03	2,53	3,20	26,60%	
2013-09-29	FS HOLDING SAS	ISAMI SA	Frankrike	Tilværing	Kontant	Nej	15,52%	14,21	4,07%	0,62	37,40	38,00	1,80%	
2014-01-13	HDL SAS	ASSYSTEM SA	Frankrike	Ovrigt	Kontant	Nej	29,86%	217,07	215,17%	2,46	19,01	20,00	5,21%	
2014-01-23	KORIAN SA	MEDICA SA	Frankrike	Ovrigt	Aktier	Nej	0,00%	912,57	177,81%	1,36	19,05	23,01	20,79%	
2014-06-29	SA SOPRA GROUP	GRUPE STERIA SCA	Frankrike	Høglekologisk	Aktier	Nej	0,00%	655,73	349,90%	1,71	19,77	21,54	8,95%	
2014-05-28	ATOS SE	BULL SA	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	0,00%	432,62	250,80%	3,1	3,56	4,90	37,64%	
2014-05-28	SOCIETE MUTUELLE D'ASSURANCE DU BATIMENT ET DES TRAVAUX PUBLICS	SOCIETE DE LA TOUR EIFFEL SA	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	0,00%	655,73	349,90%	1,71	19,77	21,54	8,95%	
2014-08-21	BOLORE SA	HAVAS SA	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	49,13%	457,88	113,87%	1,24	73,21	58,00	-20,78%	
2014-10-17	VIVENDI SA	EDITION DE CANAL PLUS SA	Frankrike	Ovrigt	Aktier	Nej	35,82%	254,83	288,25%	1,78	6,30	6,61	4,92%	
2015-07-06	MAUREL & PROM SA	MPI SA	Frankrike	Tilværing	Kontant	Nej	48,50%	969,18	232,24%	3,13	7,65	8,00	4,58%	
2015-10-16	SA EUROSTIC SA	FONCIERE DE PARIS SIIC SA	Frankrike	Ovrigt	Aktier	Nej	0,00%	298,72	20,19%	0,52	2,59	2,26	-12,74%	
2016-03-14	SAFRAN SA	ZODIAC AEROSPACE SA	Frankrike	Finans	Blandt	Nej	26,64%	699,02	171,12%	1,08	105,50	136,00	28,91%	
2017-12-07	TOTAL SA	SAFT GROUPE SA	Frankrike	Tilværing	Blandt	Nej	0,00%	7117,08	88,72%	2,14	24,36	25,00	2,63%	
2016-05-09	VIVENDI SA	GAMELOFT SE	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	0,00%	683,49	98,18%	1,5	26,82	36,50	36,03%	
2016-05-19	RAMUSTAD SAS	AUSY SA	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	30,19%	636,7	216,36%	5,04	7,40	8,00	8,11%	
2016-10-28	ACCENTURE DIGITAL FRANCE HOLDINGS SAS	OCTO TECHNOLOGY SA	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	0,00%	280,87	207,31%	2,21	54,66	55,00	0,62%	
2016-12-15	AXENS SA	HEUREY PÉTROCHEM SA	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	47,40%	106,33	98,78%	6,58	22,32	22,50	0,81%	
2016-11-21	NINA SAS	EUROMEDIS GROUPE SA	Frankrike	Ovrigt	Kontant	Nej	36,00%	89,64	352,80%	1	18,24	25,00	37,06%	
2016-12-14	REWORL MEDIA SA	SPOREVEY SA	Frankrike	Høisa	Kontant	Nej	29,41%	18,51	97,70%	0,66	6,19	7,01	13,25%	
2017-04-13	NOVARTIS GROUPE FRANCE SA	ADVANCED ACCELERATOR APPLICATIONS	Frankrike	Høglekologisk	Aktier	Nej	0,00%	8,26	245,52%	3,04	1,37	1,50	9,49%	
2017-12-07	SCNEIDER ELECTRIC INDUSTRIES SAS	GE-XAO SA	Frankrike	Høisa	Kontant	Nej	0,00%	1956,4	39,83%	3,65	48,91	66,06	35,06%	
2017-11-09	AMBOISE SAS	ALTAMIR SCA	Frankrike	Høglekologisk	Kontant	Nej	0,00%	152,99	47,59%	4,43	107,15	132,00	23,19%	
2016-05-04	AMBOISE SAS	ALTAMIR SCA	Frankrike	Finans	Kontant	Nej	30,02%	490,73	17,34%	0,62	13,44	16,71	24,33%	

Bilaga 2. Jarque-Bera med uteliggare

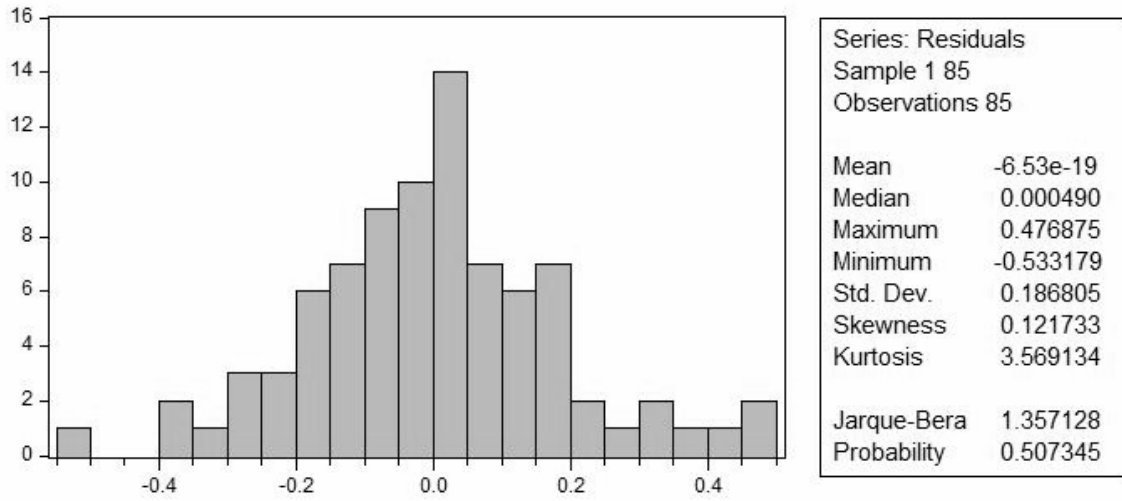


Sverige.

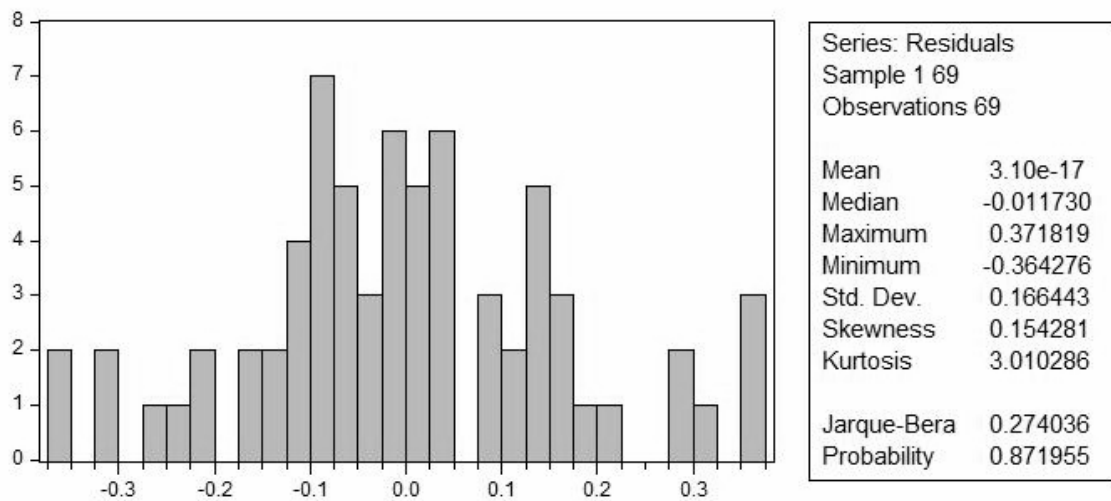


Frankrike.

Bilaga 3. Jarque-Bera utan uteliggare



Sverige.



Frankrike.

Bilaga 4. E-views-rapportering om regressioner

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:30
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IN_CONSUMER_GOODS	-0.034868	0.082013	-0.425145	0.6720
IN_FINANCE	-0.045310	0.067542	-0.670838	0.5045
IN_HEALTH	-0.047249	0.093016	-0.507963	0.6130
IN_MANUFACTURING	-0.177635	0.080467	-2.207560	0.0305
IN_OTHER	-0.102421	0.069752	-1.468370	0.1464
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.014616	0.012839	-1.138348	0.2587
PAY_MIXED	-0.099975	0.071163	-1.404868	0.1644
PAY_SHARES	-0.130989	0.059608	-2.197497	0.0312
POST_CRISIS	0.056759	0.047093	1.205264	0.2320
TARGET_LEVERAGE	-8.83E-05	0.001803	-0.048983	0.9611
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.002526	0.003843	-0.657449	0.5130
TOEHOLD	-0.109722	0.055078	-1.992141	0.0501
C	0.415266	0.101107	4.107217	0.0001
R-squared	0.197898	Mean dependent var	0.215640	
Adjusted R-squared	0.064215	S.D. dependent var	0.208580	
S.E. of regression	0.201772	Akaike info criterion	-0.223460	
Sum squared resid	2.931258	Schwarz criterion	0.150122	
Log likelihood	22.49706	Hannan-Quinn criter.	-0.073195	
F-statistic	1.480350	Durbin-Watson stat	2.184298	
Prob(F-statistic)	0.151751			

Modell 7, Sverige.

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:48
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IN_CONSUMER_GOODS	-0.034948	0.081435	-0.429148	0.6691
IN_FINANCE	-0.045483	0.066987	-0.678989	0.4993
IN_HEALTH	-0.047140	0.092352	-0.510435	0.6113
IN_MANUFACTURING	-0.177749	0.079882	-2.225154	0.0292
IN_OTHER	-0.103084	0.067958	-1.516873	0.1336
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.014540	0.012660	-1.148533	0.2545
PAY_MIXED	-0.099850	0.070630	-1.413707	0.1617
PAY_SHARES	-0.130734	0.058973	-2.216846	0.0297
POST_CRISIS	0.056575	0.046621	1.213515	0.2288
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.002526	0.003817	-0.661831	0.5102
TOEHOLD	-0.109561	0.054603	-2.006523	0.0485
C	0.414743	0.099851	4.153636	0.0001
R-squared	0.197872	Mean dependent var	0.215640	
Adjusted R-squared	0.077003	S.D. dependent var	0.208580	
S.E. of regression	0.200389	Akaike info criterion	-0.246956	
Sum squared resid	2.931356	Schwarz criterion	0.097889	
Log likelihood	22.49564	Hannan-Quinn criter.	-0.108250	
F-statistic	1.637081	Durbin-Watson stat	2.183709	
Prob(F-statistic)	0.106241			

Modell 6, Sverige.

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:50
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.019632	0.012237	-1.604395	0.1127
PAY_MIXED	-0.053781	0.067874	-0.792366	0.4306
PAY_SHARES	-0.104062	0.056837	-1.830883	0.0709
POST_CRISIS	0.056760	0.046008	1.233678	0.2210
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.000568	0.003633	-0.156422	0.8761
TOEHOLD	-0.101329	0.051302	-1.975160	0.0518
C	0.363889	0.090389	4.025819	0.0001
R-squared	0.132586	Mean dependent var		0.215640
Adjusted R-squared	0.065862	S.D. dependent var		0.208580
S.E. of regression	0.201594	Akaike info criterion		-0.286356
Sum squared resid	3.169940	Schwarz criterion		-0.085196
Log likelihood	19.17011	Hannan-Quinn criter.		-0.205444
F-statistic	1.987078	Durbin-Watson stat		2.259261
Prob(F-statistic)	0.077500			

Modell 5, Sverige.

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:52
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.019863	0.012072	-1.645300	0.1039
PAY_MIXED	-0.052999	0.067270	-0.787852	0.4331
PAY_SHARES	-0.103750	0.056450	-1.837899	0.0698
POST_CRISIS	0.056184	0.045577	1.232724	0.2213
TOEHOLD	-0.100255	0.050525	-1.984264	0.0507
C	0.363176	0.089715	4.048122	0.0001
R-squared	0.132314	Mean dependent var		0.215640
Adjusted R-squared	0.077397	S.D. dependent var		0.208580
S.E. of regression	0.200346	Akaike info criterion		-0.309571
Sum squared resid	3.170935	Schwarz criterion		-0.137149
Log likelihood	19.15678	Hannan-Quinn criter.		-0.240218
F-statistic	2.409352	Durbin-Watson stat		2.259644
Prob(F-statistic)	0.043644			

Modell 4, Sverige.

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:56
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.013824	0.011338	-1.219323	0.2263
POST_CRISIS	0.076472	0.044399	1.722376	0.0888
TOEHOLD	-0.083530	0.050198	-1.664014	0.1000
C	0.280366	0.077458	3.619581	0.0005
R-squared	0.092847	Mean dependent var		0.215640
Adjusted R-squared	0.059248	S.D. dependent var		0.208580
S.E. of regression	0.202307	Akaike info criterion		-0.312148
Sum squared resid	3.315167	Schwarz criterion		-0.197200
Log likelihood	17.26631	Hannan-Quinn criter.		-0.265913
F-statistic	2.763432	Durbin-Watson stat		2.288619
Prob(F-statistic)	0.047247			

Modell 3, Sverige.

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:57
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
POST_CRISIS	0.084640	0.044021	1.922738	0.0580
TOEHOLD	-0.087320	0.050250	-1.737727	0.0860
C	0.195423	0.033963	5.754052	0.0000
R-squared	0.076196	Mean dependent var		0.215640
Adjusted R-squared	0.053664	S.D. dependent var		0.208580
S.E. of regression	0.202906	Akaike info criterion		-0.317489
Sum squared resid	3.376017	Schwarz criterion		-0.231278
Log likelihood	16.49330	Hannan-Quinn criter.		-0.282813
F-statistic	3.381701	Durbin-Watson stat		2.245958
Prob(F-statistic)	0.038795			

Modell 2, Sverige.

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:58
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
POST_CRISIS	0.085172	0.044552	1.911746	0.0594
C	0.172553	0.031688	5.445428	0.0000
R-squared	0.042176	Mean dependent var		0.215640
Adjusted R-squared	0.030636	S.D. dependent var		0.208580
S.E. of regression	0.205360	Akaike info criterion		-0.304855
Sum squared resid	3.500341	Schwarz criterion		-0.247381
Log likelihood	14.95634	Hannan-Quinn criter.		-0.281737
F-statistic	3.654774	Durbin-Watson stat		2.313638
Prob(F-statistic)	0.059359			

Modell 1, Sverige.

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:21
 Sample: 1 69
 Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IN_CONSUMER_GOODS	0.016661	0.077742	0.214312	0.8311
IN_FINANCE	-0.033544	0.077671	-0.431875	0.6675
IN_HEALTH	0.049042	0.108328	0.452723	0.6525
IN_MANUFACTURING	-0.096729	0.078583	-1.230913	0.2235
IN_OTHER	-0.028959	0.073131	-0.395993	0.6936
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.019044	0.012742	-1.494555	0.1406
PAY_MIXED	0.032183	0.067977	0.473443	0.6377
PAY_SHARES	-0.076329	0.063530	-1.201459	0.2346
POST_CRISIS	-0.031082	0.048573	-0.639890	0.5249
TARGET_LEVERAGE	0.008069	0.016171	0.498962	0.6198
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.011273	0.015932	-0.707558	0.4822
TOEHOLD	-0.072376	0.055199	-1.311186	0.1951
C	0.375643	0.086417	4.346887	0.0001
R-squared	0.175748	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	-0.000878	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.183411	Akaike info criterion		-0.386119
Sum squared resid	1.883815	Schwarz criterion		0.034800
Log likelihood	26.32110	Hannan-Quinn criter.		-0.219126
F-statistic	0.995031	Durbin-Watson stat		2.050177
Prob(F-statistic)	0.465476			

Modell 7, Frankrike.

Dependent Variable: BID_PREMIUM
Method: Least Squares
Date: 05/14/19 Time: 17:21
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.021068	0.011799	-1.785584	0.0791
PAY_MIXED	0.036270	0.063339	0.572630	0.5690
PAY_SHARES	-0.082978	0.058383	-1.421273	0.1603
POST_CRISIS	-0.024691	0.045388	-0.544003	0.5884
TARGET_LEVERAGE	2.20E-05	0.014899	0.001474	0.9988
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.004941	0.014415	-0.342769	0.7330
TOEHOLD	-0.078015	0.049094	-1.589089	0.1172
C	0.363589	0.078849	4.611181	0.0000
R-squared	0.139565	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	0.040827	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.179549	Akaike info criterion		-0.488085
Sum squared resid	1.966509	Schwarz criterion		-0.229058
Log likelihood	24.83894	Hannan-Quinn criter.		-0.385321
F-statistic	1.413486	Durbin-Watson stat		2.094747
Prob(F-statistic)	0.216426			

Modell 6, Frankrike.

Dependent Variable: BID_PREMIUM
Method: Least Squares
Date: 05/14/19 Time: 17:24
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.021066	0.011645	-1.809039	0.0753
PAY_MIXED	0.036272	0.062807	0.577515	0.5657
PAY_SHARES	-0.082969	0.057588	-1.440734	0.1547
POST_CRISIS	-0.024686	0.044845	-0.550457	0.5840
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.004940	0.014269	-0.346172	0.7304
TOEHOLD	-0.078026	0.048183	-1.619358	0.1104
C	0.363610	0.076916	4.727336	0.0000
R-squared	0.139565	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	0.056297	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.178095	Akaike info criterion		-0.517071
Sum squared resid	1.966509	Schwarz criterion		-0.290422
Log likelihood	24.83894	Hannan-Quinn criter.		-0.427152
F-statistic	1.676101	Durbin-Watson stat		2.094884
Prob(F-statistic)	0.141904			

Modell 5, Frankrike.

Dependent Variable: BID_PREMIUM
Method: Least Squares
Date: 05/14/19 Time: 17:27
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.021493	0.011498	-1.869327	0.0662
PAY_MIXED	0.034863	0.062236	0.560184	0.5773
PAY_SHARES	-0.080327	0.056680	-1.417208	0.1613
POST_CRISIS	-0.023231	0.044335	-0.523981	0.6021
TOEHOLD	-0.078869	0.047784	-1.650528	0.1038
C	0.354213	0.071463	4.956591	0.0000
R-squared	0.137902	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	0.069482	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.176847	Akaike info criterion		-0.544125
Sum squared resid	1.970310	Schwarz criterion		-0.349855
Log likelihood	24.77232	Hannan-Quinn criter.		-0.467052
F-statistic	2.015512	Durbin-Watson stat		2.094414
Prob(F-statistic)	0.088503			

Modell 4, Frankrike.

Dependent Variable: BID_PREMIUM
Method: Least Squares
Date: 05/14/19 Time: 17:28
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.021137	0.011412	-1.852056	0.0686
PAY_MIXED	0.030797	0.061399	0.501587	0.6177
PAY_SHARES	-0.079078	0.056308	-1.404384	0.1650
TOEHOLD	-0.083580	0.046664	-1.791101	0.0780
C	0.341546	0.066868	5.107793	0.0000
R-squared	0.134145	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	0.080029	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.175842	Akaike info criterion		-0.568762
Sum squared resid	1.978897	Schwarz criterion		-0.406870
Log likelihood	24.62230	Hannan-Quinn criter.		-0.504534
F-statistic	2.478849	Durbin-Watson stat		2.084178
Prob(F-statistic)	0.052713			

Modell 3, Frankrike.

Dependent Variable: BID_PREMIUM
Method: Least Squares
Date: 05/14/19 Time: 17:30
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.023927	0.011132	-2.149387	0.0353
TOEHOLD	-0.073541	0.043751	-1.680893	0.0975
C	0.339084	0.066304	5.114072	0.0000
R-squared	0.092267	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	0.064760	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.177295	Akaike info criterion		-0.579500
Sum squared resid	2.074609	Schwarz criterion		-0.482365
Log likelihood	22.99275	Hannan-Quinn criter.		-0.540963
F-statistic	3.354297	Durbin-Watson stat		2.007103
Prob(F-statistic)	0.040985			

Modell 2, Frankrike.

Dependent Variable: BID_PREMIUM
 Method: Least Squares
 Date: 05/14/19 Time: 17:31
 Sample: 1 69
 Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.021793	0.011209	-1.944274	0.0561
C	0.298083	0.062488	4.770208	0.0000
R-squared	0.053408	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	0.039279	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.179694	Akaike info criterion		-0.566567
Sum squared resid	2.163421	Schwarz criterion		-0.501811
Log likelihood	21.54658	Hannan-Quinn criter.		-0.540876
F-statistic	3.780203	Durbin-Watson stat		1.911261
Prob(F-statistic)	0.056063			

Modell 1, Frankrike.

Bilaga 5. Ramsey's RESET test

Ramsey RESET Test
 Equation: UNTITLED
 Specification: BUDPREMIE IN_CONSUMER_GOODS IN_FINANCE
 IN_HEALTH IN_MANUFACTURING IN_OTHER LOG_TARGET_MARK
 ET_VALUE PAY_MIXED PAY_SHARES POST_CRISIS
 TARGET_LEVERAGE TARGET_MARKET_TO_BOOK TOEHOLD C
 Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.226101	71	0.2242
F-statistic	1.503323	(1, 71)	0.2242
Likelihood ratio	1.780964	1	0.1820

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.060778	1	0.060778
Restricted SSR	2.931258	72	0.040712
Unrestricted SSR	2.870480	71	0.040429

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	22.49706
Unrestricted LogL	23.38754

Unrestricted Test Equation:
 Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 12:35
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IN_CONSUMER_GOODS	-0.077121	0.088697	-0.869493	0.3875
IN_FINANCE	-0.093178	0.077811	-1.197502	0.2351
IN_HEALTH	-0.084725	0.097602	-0.868067	0.3883
IN_MANUFACTURING	-0.344361	0.157863	-2.181394	0.0325
IN_OTHER	-0.203905	0.108085	-1.886528	0.0633
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.027935	0.016785	-1.664356	0.1004
PAY_MIXED	-0.204403	0.110829	-1.844306	0.0693
PAY_SHARES	-0.258286	0.119614	-2.159322	0.0342
POST_CRISIS	0.119925	0.069688	1.720888	0.0896
TARGET_LEVERAGE	-0.000108	0.001797	-0.060206	0.9522
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.005359	0.004473	-1.198303	0.2348
TOEHOLD	-0.208452	0.097450	-2.139069	0.0359
C	0.737624	0.281558	2.619798	0.0108
FITTED^2	-2.491088	2.031716	-1.226101	0.2242
R-squared	0.214530	Mean dependent var	0.215640	
Adjusted R-squared	0.070711	S.D. dependent var	0.208580	
S.E. of regression	0.201070	Akaike info criterion	-0.220883	
Sum squared resid	2.870480	Schwarz criterion	0.181436	
Log likelihood	23.38754	Hannan-Quinn criter.	-0.059059	
F-statistic	1.491669	Durbin-Watson stat	2.140827	
Prob(F-statistic)	0.142066			

Sverige.

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Specification: BID_PREMIUM IN_CONSUMER_GOODS IN_FINANCE
IN_HEALTH IN_MANUFACTURING IN_OTHER LOG_TARGET_MARK
ET_VALUE PAY_MIXED PAY_SHARES POST_CRISIS
TARGET_LEVERAGE TARGET_MARKET_TO_BOOK TOEHOLD C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.962628	55	0.0548
F-statistic	3.851910	(1, 55)	0.0548
Likelihood ratio	4.670686	1	0.0307

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.123297	1	0.123297
Restricted SSR	1.883815	56	0.033640
Unrestricted SSR	1.760518	55	0.032009

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	26.32110
Unrestricted LogL	28.65644

Unrestricted Test Equation:
Dependent Variable: BID_PREMIUM
Method: Least Squares
Date: 05/14/19 Time: 17:01
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IN_CONSUMER_GOODS	-0.008669	0.076926	-0.112693	0.9107
IN_FINANCE	0.072897	0.093176	0.782359	0.4374
IN_HEALTH	-0.032739	0.113589	-0.288219	0.7743
IN_MANUFACTURING	0.119957	0.134408	0.892484	0.3760
IN_OTHER	0.061015	0.084797	0.719537	0.4749
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	0.024615	0.025482	0.965971	0.3383
PAY_MIXED	-0.095056	0.092736	-1.025020	0.3098
PAY_SHARES	0.062334	0.093979	0.663271	0.5099
POST_CRISIS	0.049387	0.062658	0.788195	0.4340
TARGET_LEVERAGE	-0.010151	0.018304	-0.554566	0.5814
TARGET_MARKET_TO_BOOK	0.017231	0.021271	0.810054	0.4214
TOEHOLD	0.070604	0.090590	0.779377	0.4391
C	-0.309326	0.359042	-0.861531	0.3927
FITTED^2	6.246663	3.182805	1.962628	0.0548
R-squared	0.229696	Mean dependent var		0.184101
Adjusted R-squared	0.047624	S.D. dependent var		0.183330
S.E. of regression	0.178912	Akaike info criterion		-0.424824
Sum squared resid	1.760518	Schwarz criterion		0.028473
Log likelihood	28.65644	Hannan-Quinn criter.		-0.244986
F-statistic	1.261567	Durbin-Watson stat		2.058333
Prob(F-statistic)	0.264144			

Frankrike.

Bilaga 6. Korrelationsmatris & VIF

	BUDP.	KONS.	FIN.	HÅLS.	TILL.	ANDR.	LN(MV)	BL. BET.	AK. BET.	M&A-VÅG	D/E	M/B	TOEHOLD
BUDPREMIUM	1												
KONSUMENTVAROR	0,009875	1											
FINANSIELLT	-0,047011	-0,178367	1										
HÄLSOVÅRD	0,112871	-0,10309	-0,155275	1									
TILLVERKNING	-0,18304	-0,132677	-0,199839	-0,1155	1								
ANDRA BRANSCHER	-0,053436	-0,16571	-0,249594	-0,144257	-0,185659	1							
LN (MARKNADSVÄRDE)	-0,169621	-0,018834	-0,036658	0,082519	-0,214216	-0,125386	1						
BLANDAD BETALNING	-0,053759	0,095152	0,057529	0,012	-0,148649	-0,095994	0,181548	1					
AKTIEBETALNING	-0,132735	-0,019816	0,036917	-0,171602	-0,139586	0,003284	-0,312847	-0,220851	1				
EFTER M&A-VÅG	0,205369	-0,118765	-0,006098	0,124872	0,030516	-0,065863	-0,151024	-0,030516	-0,197693	1			
MÅLFÖRETAGETS SKULDSÄTTNINGSGRAD	0,036465	-0,041616	-0,029628	-0,048956	-0,028232	0,228446	-0,145912	-0,054598	-0,052762	0,099687	1		
MÅLFÖRETAGETS MARKET-TO-BOOK	0,013044	-0,081211	-0,119134	-0,046263	-0,037097	-0,086427	-0,10704	-0,031492	-0,05835	0,069212	-0,02678	1	
TOEHOLD	-0,185867	0,058542	0,285411	-0,177028	0,012239	-0,078416	0,062271	-0,067786	-0,151666	-0,006953	-0,047333	-0,116402	1

Korrelationsmatris, Sverige.

	BUDP.	KONS.	FIN.	HÅLS.	TILL.	ANDR.	LN(MV)	BL. BET.	AK. BET.	M&A-VÅG	D/E	M/B	TOEHOLD
BUDPREMIUM	1												
KONSUMENTVAROR	0,143505	1											
FINANSIELLT	-0,10248	-0,20771	1										
HÄLSOVÅRD	0,051217	-0,102129	-0,125157	1									
TILLVERKNING	-0,138158	-0,169492	-0,20771	-0,102129	1								
ANDRA BRANSCHER	-0,087592	-0,198359	-0,243086	-0,119523	-0,198359	1							
LN (MARKNADSVÄRDE)	-0,231101	-0,16233	0,17998	0,157057	0,09772	0,026031	1						
BLANDAD BETALNING	0,135955	0,245567	-0,041338	0,049797	0,028335	-0,123289	0,110473	1					
AKTIEBETALNING	-0,193062	-0,226202	0,235131	-0,1363	-0,031103	0,174364	0,216831	-0,252101	1				
EFTER M&A-VÅG	-0,052562	0,111935	-0,211767	-0,032636	0,028886	-0,026005	-0,077834	0,093898	-0,141556	1			
MÅLFÖRETAGETS SKULDSÄTTNINGSGRAD	-0,022277	0,144456	0,077575	-0,121892	0,287316	0,084399	0,145819	0,057663	0,148002	0,033185	1		
MÅLFÖRETAGETS MARKET-TO-BOOK	-0,031303	-0,036784	-0,200545	0,266424	-0,119766	0,048331	0,085728	0,098177	-0,14079	-0,065707	0,04517	1	
TOEHOLD	0,169492	0,07898	0,096789	0,04759	0,0887	0,13017	-0,114021	-0,223443	-0,244258	0,188965	-0,182232	0,044332	1

Korrelationsmatris, Frankrike.

Variance Inflation Factors
 Date: 05/21/19 Time: 12:36
 Sample: 1 85
 Included observations: 85

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
IN_CONSUMER_GOO	0.006726	1.486931	1.329491
IN_FINANCE	0.004562	2.016979	1.589854
IN_HEALTH	0.008652	1.487622	1.365112
IN_MANUFACTURING	0.006475	1.749460	1.523060
IN_OTHER	0.004865	1.912086	1.552164
LOG_TARGET_MARK	0.000165	13.37261	1.324423
PAY_MIXED	0.005064	1.368305	1.191231
PAY_SHARES	0.003553	1.832787	1.379981
POST_CRISIS	0.002218	2.342352	1.157397
TARGET_LEVERAGE	3.25E-06	1.140415	1.096340
TARGET_MARKET_TO	1.48E-05	1.511763	1.163100
TOEHOLD	0.003034	1.639267	1.214986
C	0.010223	21.34301	NA

Variance Inflation Factor, Sverige.

Variance Inflation Factors
 Date: 05/14/19 Time: 17:18
 Sample: 1 69
 Included observations: 69

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
IN_CONSUMER_GOO	0.006044	1.796659	1.536274
IN_FINANCE	0.006033	2.510682	2.001268
IN_HEALTH	0.011735	1.395365	1.314474
IN_MANUFACTURING	0.006175	1.835730	1.569682
IN_OTHER	0.005348	2.066780	1.677387
LOG_TARGET_MARK	0.000162	10.35022	1.240415
PAY_MIXED	0.004621	1.648361	1.361689
PAY_SHARES	0.004036	1.919681	1.474537
POST_CRISIS	0.002359	2.735338	1.189277
TARGET_LEVERAGE	0.000262	2.547493	1.211038
TARGET_MARKET_TO	0.000254	3.713671	1.231554
TOEHOLD	0.003047	2.536128	1.506975
C	0.007468	15.31769	NA

Variance Inflation Factor, Frankrike.

Bilaga 7. White's heteroskedasticity test

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.656893	Prob. F(12,72)	0.7861
Obs*R-squared	8.387678	Prob. Chi-Square(12)	0.7541
Scaled explained SS	7.730820	Prob. Chi-Square(12)	0.8058

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/21/19 Time: 12:32
Sample: 1 85
Included observations: 85

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.041879	0.021417	1.955377	0.0544
IN_CONSUMER_GOODS^2	-0.006845	0.022936	-0.298443	0.7662
IN_FINANCE^2	-0.010340	0.018717	-0.552451	0.5824
IN_HEALTH^2	-0.006425	0.025987	-0.247256	0.8054
IN_MANUFACTURING^2	-0.020313	0.022518	-0.902072	0.3700
IN_OTHER^2	-0.008661	0.019388	-0.446726	0.6564
LOG_TARGET_MARKET_VALUE^2	7.58E-05	0.000310	0.244514	0.8075
PAY_MIXED^2	-0.002624	0.020164	-0.130129	0.8968
PAY_SHARES^2	0.023136	0.016660	1.388745	0.1692
POST_CRISIS^2	-0.003719	0.013209	-0.281503	0.7791
TARGET_LEVERAGE^2	-2.17E-06	4.29E-06	-0.505474	0.6148
TARGET_MARKET_TO_BOOK^2	-1.05E-05	2.04E-05	-0.516374	0.6072
TOEHOLD^2	-0.020284	0.015524	-1.306595	0.1955

R-squared	0.098679	Mean dependent var	0.034485
Adjusted R-squared	-0.051542	S.D. dependent var	0.055603
S.E. of regression	0.057018	Akaike info criterion	-2.751004
Sum squared resid	0.234075	Schwarz criterion	-2.377422
Log likelihood	129.9177	Hannan-Quinn criter.	-2.600739
F-statistic	0.656893	Durbin-Watson stat	1.819773
Prob(F-statistic)	0.786114		

Sverige.

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.265857	Prob. F(12,56)	0.2644
Obs*R-squared	14.72293	Prob. Chi-Square(12)	0.2569
Scaled explained SS	9.747651	Prob. Chi-Square(12)	0.6381

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/14/19 Time: 17:13
Sample: 1 69
Included observations: 69

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.039498	0.013458	2.934946	0.0048
IN_CONSUMER_GOODS^2	0.020096	0.016123	1.246411	0.2178
IN_FINANCE^2	-0.024963	0.015833	-1.576620	0.1205
IN_HEALTH^2	-0.024223	0.022853	-1.059976	0.2937
IN_MANUFACTURING^2	-0.018922	0.016684	-1.134164	0.2616
IN_OTHER^2	-0.019787	0.015264	-1.296338	0.2002
LOG_TARGET_MARKET_VALUE^2	0.000262	0.000232	1.128009	0.2641
PAY_MIXED^2	0.001924	0.014309	0.134461	0.8935
PAY_SHARES^2	-0.006544	0.013278	-0.492861	0.6240
POST_CRISIS^2	-0.001584	0.010076	-0.157213	0.8756
TARGET_LEVERAGE^2	-0.000398	0.000478	-0.833284	0.4082
TARGET_MARKET_TO_BOOK^2	-0.000391	0.000513	-0.761737	0.4494
TOEHOLD^2	-0.008766	0.011605	-0.755341	0.4532

R-squared	0.213376	Mean dependent var	0.027302
Adjusted R-squared	0.04813	S.D. dependent var	0.038993
S.E. of regression	0.038109	Akaike info criterion	-3.528654
Sum squared resid	0.081330	Schwarz criterion	-3.107735
Log likelihood	134.7386	Hannan-Quinn criter.	-3.361661
F-statistic	1.265857	Durbin-Watson stat	2.176755
Prob(F-statistic)	0.264434		

Frankrike.

Bilaga 8. Genomsnittlig växelkurs USD/SEK 2003-2018

	Valutakurs 1 oktober
2003	9,0625
2004	9,0485
2005	9,331
2006	9,276
2007	9,2115
2008	9,7255
2009	10,1605
2010	9,157
2011	9,2071
2012	8,4608
2013	8,6261
2014	9,0899
2015	9,3739
2016	9,6195
2017	9,6489
2018	10,3297
Genomsnitt	9,333025

Källa: Europeiska centralbanken

Bilaga 9. Frankrike regression utan extremvärde skuldsättningsgrad

Dependent Variable: BUDPREMIE
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/19 Time: 13:22
 Sample: 1 84
 Included observations: 84

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IN_CONSUMER_GOODS	-0.032696	0.082840	-0.394683	0.6943
IN_FINANCE	-0.036760	0.070897	-0.518492	0.6057
IN_HEALTH	-0.045585	0.093686	-0.486568	0.6281
IN_MANUFACTURING	-0.178418	0.083693	-2.131801	0.0365
IN_OTHER	-0.098990	0.070979	-1.394629	0.1675
LOG_TARGET_MARKET_VALUE	-0.015767	0.012942	-1.218245	0.2272
PAY_MIXED	-0.100312	0.071632	-1.400382	0.1658
PAY_SHARES	-0.129583	0.060491	-2.142173	0.0356
POST_CRISIS	0.052385	0.047505	1.102740	0.2739
TARGET_LEVERAGE	-0.007297	0.016959	-0.430241	0.6683
TARGET_MARKET_TO_BOOK	-0.002402	0.003912	-0.614111	0.5411
TOEHOLD	-0.107478	0.057104	-1.882134	0.0639
C	0.427306	0.103080	4.145380	0.0001
R-squared	0.196566	Mean dependent var	0.214448	
Adjusted R-squared	0.060775	S.D. dependent var	0.209541	
S.E. of regression	0.203074	Akaike info criterion	-0.209106	
Sum squared resid	2.927973	Schwarz criterion	0.167092	
Log likelihood	21.78244	Hannan-Quinn criter.	-0.057877	
F-statistic	1.447557	Durbin-Watson stat	2.171392	
Prob(F-statistic)	0.165411			