



EKONOMI-  
HÖGSKOLAN

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp

HT19

## Hur påverkar lagstiftning premien vid företagsförvärv

- *En tvärdisciplinär studie mellan ekonomi och juridik.*

### **Författare:**

Carl Lohmander

Jack Westberg Dolfe

Kalle Wallgren

### **Handledare:**

Maria Gårdängen

## Sammanfattning

<b>Titel:</b>	<b>Hur påverkar lagstiftning premien vid företagsförvärv - En tvärdisciplinär studie mellan ekonomi och juridik.</b>
<b>Seminariedatum:</b>	2020-01-16
<b>Kurs:</b>	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng
<b>Författare:</b>	Kalle Wallgren, Jack Westberg Dolfe, Carl Lohmander
<b>Handledare:</b>	Maria Gårdängen
<b>Nyckelord:</b>	Budpremie, Företagsförvärv, Försvarsåtgärder
<b>Syfte:</b>	Studien syftar att; med hjälp av ett index baserat på hur fritt företag inom ett land kan nyttja försvarsåtgärder vid företagsförvärv besvarar hur stor inverkan detta har på budpremien vid företagsförvärv. Genom detta ämnar uppsatsen bidra med en komponent inom området företagsförvärv som påverkar budpremien.
<b>Teoretisk referensram och tidigare forskning:</b>	Uppsatsen rör sig inom den teoretiska referensramen företagsförvärv. Tidigare forskning handlar om olika komponenter som påverkar budpremien vid företagsförvärv.
<b>Metod:</b>	Genom en deduktiv ansats och teorier från tidigare forskning analyseras ämnet för att utforma en hypotes kring hur valda variabler påverkar budpremien vid ett företagsförvärv. Denna studie har även utgått från ett kvantitativt förhållningssätt då den ämnar undersöka sambandet mellan budpremien och valda variabler.
<b>Resultat:</b>	Studien har påvisat ett positivt signifikant samband mellan det juridiska indexet och hur stor budpremien är vid företagsförvärv i respektive land. Budpremiens storlek kan förklaras med 2,43% av L-indexet.
<b>Slutsats:</b>	Budpremien i de undersökta länderna påverkas av lagen vilket bör tas i beaktning vid stiftandet av nya lagar

## Abstract

<b>Title:</b>	<b>How does legislation affect bid premium in company acquisitions</b> – An interdisciplinary study between economics and law.
<b>Seminar date:</b>	2020-01-16
<b>Course:</b>	EKH89, Degree Project Undergraduate Level, Business Administration Corporate Finance, 15 ECTS
<b>Authors:</b>	Kalle Wallgren, Jack Westberg Dolfe, Carl Lohmander
<b>Advisor:</b>	Maria Gårdängen
<b>Key words:</b>	Bid premium, Mergers and Acquisitions, Hostile Takeover Defenses
<b>Purpose:</b>	The study aims to use an index describing how freely a company within a country can use defense measures in company acquisitions, to measure the impact on bid premiums during company takeovers. Through this, the thesis aims to contribute with a factor in business acquisitions that affects the bid premium.
<b>Theoretical reference framework and previous research:</b>	The essay is placed in the theoretical reference framework of business acquisitions. Previous research touches upon different components that affect the bid premium in business acquisitions.
<b>Method:</b>	Through a deductive approach and theories from previous research, through analyzing the topic and hence formulate hypotheses about how selected variables affect the bid premium in a business acquisition. Furthermore, this study has also been based on a quantitative approach with aim to investigate the relationship between the bid premium and selected variables.
<b>Results:</b>	The study has shown a positively significant relationship between the legal index and the amount of the bidding premium for company acquisitions and countries. Bid premium size can be explained by 2,43% by the L-index.
<b>Conclusion:</b>	The bidding premium in the countries surveyed is affected by the law which should be considered when establishing new laws.

## Förord

*Slutet av detta decennium kantades av många sena kvällar för lundastudenter på Lund University School of Economics and Management. Men med gedigen handledning av Maria Gårdängen samt statistisk vägledning av Anamaria Cociorva roddes denna studie i hamn. Författarna av denna studie vill rikta ett stort tack till de båda lärarna. Vi hoppas även att denna studie ska leda till något fler tvärdisciplinära studier gällande ämnet företagsekonomi och juridik.*

Kalle Wallgren

Carl Lohmander

Jack Westberg Dolfe

## **Definitioner och begrepp:**

**Förvärvande företag:** Företag vars avsikt är att ta kontroll över målbolaget.

**Målbolag:** Företaget som det förvärvande företaget har som avsikt att förvärva. På engelska kallat "Target"

**Fientliga företagsförvärv:** Förvärv av företag där målbolag inte vill bli förvärvat. På engelska kallat "Hostile Takeover".

**Försvåringar:** Strategier styrelsen inom målbolaget kan nyttja för att försvåra för det förvärvande företaget att genomföra det fientliga företagsförvärvet. På engelska kallat "Takeover defenses".

### **Hembudsförbehåll**

Hembudsförbehåll är en regel som skrivs in i bolagsordningen som ger en aktieägare eller annan rätt att läsa in aktier som övergått till en ny ägare.

### **Tvångsinlösning**

Ger en majoritet av bolaget rätten att tvinga en minoritet att sälja sina aktier.

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	9
<b>1.1 Bakgrund</b>	9
<b>1.2 Problemdiskussion</b>	10
<b>1.3 Omfång och syfte</b>	13
<b>1.4 Avgränsningar</b>	13
<b>1.5 Målgrupp</b>	13
<b>1.6 Disposition</b>	14
<b>2. Teoretisk referensram/Tidigare forskning</b>	15
<b>2.1 Övergripande teoretisk referensram</b>	15
<b>2.1.1 Företagsförvärv</b>	15
<b>2.1.2 Försvarsåtgärder</b>	16
<b>2.1.2.1 Pac-Man:</b>	16
<b>2.1.2.2 White-knight och White-squire:</b>	16
<b>2.1.2.4 Golden Parachute:</b>	17
<b>2.1.2.5 Crown Jewel:</b>	17
<b>2.1.2.6 Safe Harbor:</b>	17
<b>2.1.2.7 Poison pill:</b>	18
<b>2.1.3 Varför betalas det en budpremie?</b>	18
<b>2.2 Tidigare forskning</b>	19
<b>2.2.1 Budpremie</b>	19
<b>2.2.2 Juridik</b>	20
<b>2.3 Hypotes</b>	21
<b>3. Metod</b>	22
<b>3.1 Arbetsmetod</b>	22
<b>3.2 L-index</b>	22
<b>3.3 Urval</b>	23
<b>3.4 Urvalskriterier</b>	24
<b>3.5 Statistisk metod</b>	24
<b>3.5.5 Winsorisering</b>	24
<b>3.5.1 Ordinary Least Square (OLS)</b>	24
<b>3.5.2 Signifikansnivå</b>	25
<b>3.5.3 Test av OLS</b>	25

3.5.4 Förklaringsgrad ( $R^2$ och Justerad $R^2$ )	26
3.5.6 Beroende variabel	26
3.5.7 Definition av förklarande variabler	26
3.5.8 Målföretagets storlek	27
3.5.9 Målföretagets market to book	27
3.5.10 Målföretagets försäljningstillväxt	27
3.5.11 Målföretags Vinstmarginal	28
3.5.12 L-index	28
3.6 Test av regression	28
3.6.1 Jarque-Bera	28
3.6.2 Whites	
skedicitetstest	29
3.6.3 Ramsey RESET	29
3.6.4 Korrelationsmatris	29
3.7 Metoddiskussion	30
3.7.1 Validitet	30
3.7.2 Reliabilitet	30
3.7.3 Utelämnade variabler	31
3.8 Databortfall	31
3.8.1 Bortfallsanalys	31
4. Resultat	33
4.1 Resultat av regressionstester	33
4.2 Övergripande sammanställning av data	33
4.2.1 L-Index resultat	33
4.1.1 Geografisk uppdelning av urval	34
4.1.2 Landsspecifik budpremie	35
4.1.3 Spridning av budpremie	36
4.1.4 Lådagram av budpremien	37
4.2 Korrelationsmatris	38
4.3 Regressionsanalys	38
4.4 Multipel regressionsanalys	39
5. Analys och Diskussion	40
5.1 Förklaringsgrad	40
5.2 Studiens resultat i förhållande till tidigare forskning	41
6. Slutsats	42
7. Källförteckning	43

<b>Appendix</b>	46
<b>Bilaga 1. L-index</b>	46
<b>Bilaga 2. Jarque-Bera test</b>	48
<b>Bilaga 3. Whites heteroskedasticitetstest</b>	49
<b>Bilaga 4. Ramsey RESET test</b>	50
<b>Bilaga 6. Budpremiens fördelning</b>	52
<b>Bilaga 7. OLS med alla variabler</b>	53
<b>Bilaga 8. OLS-regressionsanalys med alla variabler utom L-index</b>	54
<b>Bilaga 9. OLS-regression med endast L-index</b>	55



# 1. Inledning

*Kapitel 1 har som uppgift att ge läsaren en kort introduktion till ämnet företagsförvärv och vald problematik. Vidare presenteras studiens syfte och dess frågeställningar. Avslutningsvis lyfts avgränsningar, målgrupp och disposition för läsaren.*

## 1.1 Bakgrund

“Canon lägger storbud på Axis” skriver Andersson (2015) i en artikel för SvD i februari. Japanska Canon lade ett kontantbud på det svenska företaget Axis Communications AB, vilket är ett IT-företag som producerar nätverksbaserade lösningar inom fysisk säkerhet och videoövervakning. Budet uppgick till 23,6 miljarder svenska kronor, vilket motsvarade ett aktiepris på 340 kronor per aktie. När budet blev offentligt låg Axis Communications AB:s aktiepris på 229 kronor på Stockholmsbörsen, vilket innebar att Canon betalade en premie på Axis Communications AB med nästan 50% över dåvarande marknadsvärde (Andersson, 2015).

Året efter att Canon köpte Axis Communications AB går Mylan ut med att de har lagt ett bud på det Svenska läkemedelsföretaget Meda AB. I detta fall motsvarade budet ett pris på Medas aktier med 165 kronor, medans Medas aktiekurs för tillfället låg på 86 kronor. SvD skriver den 2 november 2016; “Superbud på svenska läkemedelsjätten Meda”, vilket inte är förvånande då Mylan betalade en premie på nästan 92% vid förvärvet av Meda (Gabriel, 2016).

Dock är det långt ifrån alla företag som blir köpta mot en avsevärd premie som i Axis Communications AB:s och Medas fall. Vissa företag vill inte ens bli uppköpta. Inom Mergers and Acquisitions (på svenska företagsförvärv) innebär ett förvärv att det förvärvande företaget köper upp ett annat företag och på så sätt får tillgång till dess tillgångar. Det finns förvärv där målbolaget vill bli uppköpta av det förvärvande företaget, detta kallas “friendly takeover” och är det som skedde i Axis Communications AB:s och Medas fall. Motsatsen till en friendly takeover heter “hostile takeover” (på svenska fientligt företagsförvärv) och innebär att målbolaget inte vill bli uppköpta, men det förvärvande målbolaget ändå lyckas förvärva en majoritet av målbolagets aktier och på så sätt tar kontrollen över målbolaget (Gaughan, 2017).

Gaughan (2017) menar att företagsförvärv har sedan början av 1900-talet karaktäriseras av att de kommer och går i vågor, där en hög frekvens av förvärv under ett par år oftast följs av en låg frekvens åren därpå. Gaughan (2017) kategoriserar de olika vågorna från 1925 fram tills modern tid. Ett exempel är den fjärde vågen av företagsförvärv som skedde i USA under 80-talet. Den utmärker sig av

att företag som underpresterat under en längre tid blev uppköpta, styckades och såldes i mindre delar. Denna våg nådde sin peak 1987 för att sedan kulminera fram tills 1989 (Shleifer & Vishny, 1990).

I en studie av Comment & Schwert (1993) hade författarna en hypotes om att den fjärde vågen av företagsförvärv ebade ut på grund av att amerikanska företag adapterade försvarsåtgärder för att motarbeta att bli förvärvade. Comment & Schwert (1993) kunde inte statistiskt bevisa att den fjärde vågen avtrubbades av adaptationen av försvarsåtgärder bland amerikanska företag. Däremot kunde det påvisas att de försvarsåtgärder som studien omfattade hade en signifikant inverkan på den budpremie som betalas vid företagsförvärv under 80-talet i USA. Detta leder oss tillbaka till den premie som Canon och Mylan betalade för Axis Communications AB respektive Meda. Det väcker frågan om det finns ett samband mellan fler försvarsåtgärder än de som Comment & Schwert (1993) studerade för nästan 30 år sedan och den budpremie som betalas vid företagsförvärv idag.

## 1.2 Problemdiskussion

I kölvattnet av studien som Comment & Schwert (1993) gjorde gällande den fjärde vågen av företagsförvärv genomförde Sokolyk (2010) en studie på samma område. Hon studerade hur effektivt olika försvarsåtgärder påverkar sannolikheten att det förvärvande företaget förvärvar målbolaget. I Sokolyk (2010) studie undersökts fler typer av försvarsåtgärder än de som undersöktes i Comment & Schwert (1993) studie. Förutom att Sokolyk (2010) kunde påvisa att det fanns en statistisk signifikant skillnad i hur de olika försvarsåtgärderna påverkar det förvärvande företagens chans att förvärva målbolaget, så visade hon även att många av de olika försvarsåtgärderna har en signifikant påverkan på den budpremien vid förvärv. Vilket stämde överens med den studie Comment & Schwert (1993) hade gjort 28 år tidigare.

Sokolyk (2010), Comment och Schwert (1993) samt Rossi och Volpin (2004) påvisar på vardera håll att försvarsåtgärder har en inverkan på den premie som det förvärvande företaget betalar vid förvärvet. Som följd bör det ligga i aktieägares (vars intresse är att maximera sin avkastning) intresse att det företag de väljer att investera i har möjligheten att nyttja några former av försvarsåtgärder, då detta kommer resultera i ett högre monetärt tillgodoseende vid ett eventuellt förvärv. Jarrell, Brickley och Netter (1988) gjorde en metastudie där de kommer fram till en liknande tes, nämligen att om en aktieägare vill maximera sin avkastning bör det ligga i hans intresse att målbolaget får nyttja försvarsåtgärder fritt. Dock är inte forskningen enig om denna tes. Malatesta och Walkling (1988) menar på att försvarsåtgärder, specifikt poison pill<sup>1</sup> är värdeförstörande för aktieägarna till målbolaget.

---

<sup>1</sup> Poison pill är en försvarsmetod som ofta går ut på att späda ut förvärvarens aktieinnehav med en nyemission av nya aktier.

De menar att när ett företag går ut med att de implementerat en försvarsåtgärd som Poison Pill sker följande;

1. Investerar tror att företaget i fråga just blivit ett målbolag och att det potentiellt kommer läggas ett bud på företaget i fråga. Eftersom professionen tror att försvarsåtgärder höjer premien vid företagsförvärv, så kommer investerare köpa aktien för en premie. Detta i hopp om att den premien investeraren får ut vid det eventuella förvärvet överstiger den premien hen betalat för aktien på marknaden.
2. Eftersom aktiekursen nu stiger för det potentiella målbolaget minskar chansen att företaget blir förvärvat då priset på företaget stiger. Alltså blir köpet av aktien kontraproduktivt.
3. Då investerare spekulerar i framtida potentiella budpremier investerar de i något som är mer spekulativt än det som kan utläsas från årsrapporter och prognoser. Alltså underminerar de indirekt sina andra investeringar genom att investera i något som inte är av faktisk substans.
4. Kontentan blir att försvarsåtgärder leder till en mer spekulativ och osäker marknad, vilket i sin tur skadar investerare.

I en studie av Klock, Mansi och Maxwell (2005) stöds en del av den slutsats som Malatesta och Walkling (1988) kom fram till. Däremot menar Klock, Mansi och Maxwell (2005) att försvarsåtgärder oftast korrelerar med företag som presterar dåligt. Alltså håller försvarsåtgärderna sämre företag gisslan genom att de drar upp premien och därmed många gånger förebygger uppköp, när det bästa för marknaden på ett makroplan är att företaget blir uppköpta. Detta så att deras resurser blir omallokerade och därmed kommer till bättre användning. Med andra ord är forskningen inte enig i huruvida försvarsåtgärder gynnar aktieägarna. Oavsett ifall det gynnar aktieägarna eller inte ligger det i intressen att studera hur försvarsåtgärderna påverkar budpremien då den kunskapen hjälper investerare att fatta mer välgrundade beslut gällande dess investeringar och hur de påverkas.

Utifrån ovanstående studier kan två aspekter av budpremien och försvarsåtgärder vidare studeras. Den juridiska aspekten som Karpoff & Malatesta (1989) trycker på och den geografiska.

**Den juridiska aspekten:** Inom ämnet "Mergers and Acquisitions" existerar många vedertagna försvarsåtgärder målbolaget kan nyttja vid ett eventuellt förvärv. Dock begränsas användningen av försvarsåtgärder av nationell lagstiftning. Detta då vissa länder tillåter många olika försvarsåtgärder, medan andra länder knappt tillåter några. Därför är det av intresse att studera nationell lagstiftning som rör försvarsåtgärder vilket lyfts i Karpoff & Malatesta (1989) studie. I studien görs en kortare sammanställning av lagstiftningen som berör försvarsåtgärder. Dock menar författarna att deras studie tappar relevans med åren då lagstiftning konstant förändras. Vidare är det mer än bara individuella

försvarsåtgärder som bör tas i beaktning. Sokolyk (2011) ser att de olika försvarsåtgärderna både en positiv och negativ effekt på premien. Hon menar snarare att det handlar om hur målbolaget i fråga lyckas kombinera de olika försvarsåtgärderna för att få en så hög premie vid förvärvet som möjligt. Så det juridiska svängrummet kring försvarsåtgärderna bör vägas in.

**Den geografiska aspekten:** Inom doktrinen företagsförvärv sker de flesta studier på den amerikanska förvärvsmarknaden. Shleifer och Vishny (1990), Comment & Schwert (1993), Sokolyk (2011), Karpoff & Malatesta (1989), Malatesta och Walkling (1988) och Netter (1998) är alla uteslutande amerikanska studier. Eftersom Karpoff & Malatesta (1989) menar att försvarsåtgärderna har en stark anknytning till den nationella lagstigen, så säger dessa studier enbart något om hur försvarsåtgärder påverkar budpremien i USA. Den internationella applicerbarheten för dessa studier blir därmed relativt låg och den forskning för doktrinen företagsförvärv väger tungt i hur det ser ut i USA. Visserligen finns det andra studier som inte är riktade mot USA. Höpner och Jackson (2001) som skriver om försvarsåtgärder i Tyskland, Greenberg Trauring (2011) Italien och i avsaknad av mer vedertagen forskning finns en kandidatuppsats från Lunds Universitets Elger, Lundin och Prukhattapong (2013) som riktar sig mot Sverige. Dock drunknar de däremot i den uppsjö av Amerikanska studier som gjorts inom ämnet.

Därav ligger det i intresse att studera fler länder vars lagstiftning skiljer sig från den i USA, men där det sker förvärv av företag och vissa försvarsåtgärder är lagliga. Det är dessutom komplicerat att klassificera hur många av de existerade försvarsåtgärd respektive land tillåter då lagstiftning inte ordagrant nämner försvarsåtgärder, utan snarare regleras av prejudikat och bredare bestämmelser för bolagsstyrningen. En extrapolering av juridiskt material för att kvantifiera antalet tillåtna försvarsåtgärder ter sig då tämligen olämpligt. Det ter sig även svårt att undersöka en specifik försvarsåtgärd då hur den används regleras av varje individuellt lands lagstiftning, vilket även försvårar jämförelser mellan länder och deras förvärvs-klimat.

### **1.3 Omfång och syfte**

Med hänvisning till uppmärksammat problematik ämnar denna studie att, med hjälp av ett index som är baserat på hur fritt företag inom ett land kan nyttja försvarsåtgärder vid företagsförvärv, besvarar hur stor inverkan detta har på budpremien vid företagsförvärv. För att besvara studiens syfte ställs följande frågeställning;

- 1. Hur stor del av skillnaden i budpremie vid företagsförvärv i USA, Tyskland, Sverige, Italien och Kanada kan förklaras av skillnad i lagstiftning rörande försvarsåtgärder?*

Uppsatsens bidrag till befintlig forskning blir således att fortsätta på den nisch inom "Mergers and Acquisitions" där Sokolyk (2010) uppmärksammade att kombinationen av försvarsåtgärder har en signifikant inverkan på den premie det förvärvande företaget betalar för målbolaget i ett brett internationellt perspektiv.

### **1.4 Avgränsningar**

Uppsatsens omfång avgränsas till offentligt annonserade bud som gjorts i länderna USA, Kanada, Sverige, Italien och Tyskland under tidsperioden 1 januari 2013 till 31 december 2018. Dessa länder valdes då deras lagstiftning skiljer sig så pass mycket åt att en studie skall kunna jämföra skillnader mellan premierna aktieägare fått ta del av och vilka försvarsåtgärder som tillåts. Då studien ämnar att delvis undersöka lagstiftning i de olika länderna så krävs ett tidsbegränsat spann. Detta då lagstiftning ständigt förändras vilket kan påverka vårt resultat. Studien avser även att avgränsa sig till förvärv vars köpeskilling minst uppgår till en miljon euro för att begränsa extremvärden på budpremien när väldigt små företag köps upp.

### **1.5 Målgrupp**

Uppsatsen är riktad åt ekonomistudenter inom ämnet företagsekonomi, som har en grundläggande förståelse för det juridiska arbetssättet.

## 1.6 Disposition

Resterande kapitel av uppsatsen är disponerad på följande vis;

**2. Teoretisk referensram/ Tidigare Forskning:** Redogörande del för uppsatsens teoretiska referensram och tidigare forskning där hypotesen utformas.

**3. Metod:** Genomgående redogörelse för studiens tillvägagångssätt.

**4. Resultat:** Studiens resultat presenteras.

**5. Analys och Diskussion:** Resultaten analyseras och knyts an till tidigare forskning. Diskussion kring uppsatsen och metoden görs.

**6. Slutsats:** Slutsats av hela studien görs.

## 2. Teoretisk referensram/Tidigare forskning

*Kapitel 2 börjar med att redogöra en generell teoretisk referensram och behandlar de mekanismer som är aktuella vid ett företagsuppköp. Tidigare forskning på budpremien vid företagsförvärv kommer även lyftas fram.*

### 2.1 Övergripande teoretisk referensram

Nedan presenteras ämnet företagsförvärv för att ge läsaren en överskådlig bild i ämnet. Vidare presenteras de diverse försvarsåtgärder som den här studien fokuserar på. Avslutningsvis redogörs definitionen av budpremien vid företagsförvärv.

#### 2.1.1 Företagsförvärv

Företagsförvärv är den handling där ett företag köper ett annat företag. Det köpande företaget benämns i denna studie som förvärvande företag och företaget som blir köpt kallas målbolaget. Syftet till att köpa ett annat företag är att få kontroll över dess tillgångar. För att ta kontroll över målbolaget krävs det att de förvärvande företaget tillgodoser sig en majoritet av målbolaget aktier och därmed ha majoritet i målbolagets styrelse. Detta kan göras genom att en förvärvare köper aktierna i målbolaget med likvida medel eller med det förvärvande företagens aktier

Anledningar till att företag ägnar sig åt denna verksamhet är många men den sak som förvärvare ofta refererar till när dem tillkännager att de lagt ett anbud på ett annat företag är dem synergieffekter som skulle uppstå genom att kontrollera både företagen (Gaughan, 2017).

Begreppet synergieffekter är väldigt brett då dem fördelar sammanslagningen leder till kan variera mycket beroende på t.ex. bransch eller storlek hos företagen. Ett större företag som köper upp ett mindre företag skulle till exempel kunna dra nytta av sina skalfördelar och på så sätt kunna tillverka det mindre företags produkter för ett lägre pris och på så sätt dra ner dem totala kostnaderna per enhet. Det kan också vara så att ett förvärvande företag vill åt kompetensen i målbolaget, speciellt i t.ex. högteknologi-branscher där utveckling av nya produkter är väldigt viktig för att kunna fortsätta att konkurrera på marknaden (Gaughan, 2017).

Det ligger inte alltid i målbolagets intresse att bli uppköpta. Vid ett uppköpt byts ofta ledningen ut, vilket gör att det kan vara i målbolagets intresse att motsätta sig eventuella bud. Dock är det oftast inte styrelsen som är den största ägaren till företaget i fråga, utan det är aktieägarna. Att bli uppköpta eller bli sammanslagna med ett annat företag kan ligga i deras intresse, men det kan också vara så att det inte gör det beroende på framtida planer det förvärvande företaget har för målbolaget. På grund av att

denna osäkerhet finns det försvarsåtgärder målbolaget kan nyttja för att försöka förhindra uppköpet, eller för att dra upp premien vid förvärvet (Gaughan, 2017).

### **2.1.2 Försvarsåtgärder**

Vidare följer en redogörelse för de försvarsåtgärder denna studie har fokuserat på.

#### **2.1.2.1 Pac-Man:**

Likt det ikoniska TV-spelet är den fientliga försvarsåtgärden Pac-man en strategi som går ut på att svälja motståndaren innan den sväljer dig. Mer konkret går denna strategi ut på att när det förvärvande företaget lägger ett bud på målbolaget så svarar målbolaget med att samtidigt lägga ett bud på det förvärvande företaget. På detta vis hamnar helt plötsligt det förvärvande företaget i en försvarsposition där de gått från att vara det förvärvande företaget till att nu delvis även vara målbolaget. Budet som läggs i Pac-man strategin är oftast så att det förvärvar 50% av det förvärvande företags aktier. På detta sätt får målbolaget tillräckligt med inflytande via röster får att slå av det förvärvande företags planerade förvärv. Det finns två typer av motbud det förvärvande företaget kan använda sig av vid en Pac-man strategi; "counter tender offer" och "counter accumulation". Counter tender offer, eller motbud innebär officiellt att gå ut med att man har som avsikt att förvärva en viss andel av det förvärvande företaget. Counter accumulation går ut på att målbolaget köper det förvärvande företags utestående aktier på den öppna marknaden. Vid en Pac-man strategi är motbud att föredra då det oftast går snabbare. Pac-man strategin uppkom under 80-talet och blev som mest känd efter ett multipel-företagsförvävs karusell mellan Bendix, Martin Marietta, United Technologies and Allied Corporation i USA 1983 (Johannesson, 2000).

#### **2.1.2.2 White-knight och White-squire:**

White knight strategin baseras på att när det läggs ett bud på målbolaget av ett förvärvande företag så hittar målbolaget ett annat företag som de hellre vill bli uppköpta av och får dem att buda över det originella förvärvande företaget (Johannesson, 2000). Johannesson (2000) skriver att fram tills den ekonomiska krisen i början på 90-talet var det väldigt få fientliga företagsförvärv av större europeiska bolag som gick igenom då målbolagen oftast lyckades hitta en white knight, Dock efter krisen var Europeiska företag mer försiktiga att gå in som white knights. White Squire är väldigt likt en white knight. Istället för att förvärva hela målbolag så går de in och köper en större andel av målbolagets aktier för att på så vis förhindra att målbolaget kan bli uppköpta av det förvärvande företaget. En White squire utnyttjar inte sin makt i målbolaget, utan fungerar istället som en garant för att målbolagets styrelse ska få sitta kvar vid sina poster (Gaughan, 2017).



### **2.1.2.3 Staggered Board:**

Amihud, Schmid & Solomon (2018) beskriver staggered board som en form av förebyggande försvarsåtgärd där istället för att välja 100% av styrelsen varje år, så väljs bara en tredjedel av styrelsen per år. Med hjälp av denna begränsning i val av styrelseledamöter försvåras ett fientliga företagsförvärv av målbolaget då det förvärvande företaget inte kan ta kontroll över hela styrelsen i ett svep, utan måste successivt ackumulera platser över en längre tid.

### **2.1.2.4 Golden Parachute:**

En gyllene fallskärm påminner mycket om en vanlig fallskärm, nämligen att det sker någon form av kompensation för vissa inom företaget när de får gå. Syftet är att kompensationen som sker ska vara så dyr att det förvärvande företaget drar tillbaka sitt bud. Tanken är att den gyllene fallskärmen bara träder i kraft när ett målbolag utsätts för ett fientligt företagsförvärvs försök. Hall (1998) menar att en gyllene fallskärm kan ha en negativ inverkan på aktieägarna till företaget som adapterar denna försvarsåtgärd. Anledningen är att vissa styrelser ofta lägger in vaga klausuler om när den gyllene fallskärmen faktiskt ska gälla. På så sätt kan styrelsen nyttja försvarsgården och alla dess fördelar, utan att företaget är utsatt för ett fientliga företagsförvärv.

### **2.1.2.5 Crown Jewel:**

Denna försvarsåtgärd ses som en värdeförstörande försvarsåtgärd då den skadar målbolaget värde och därmed skadar det förvärvande företags köp. Strategin går ut på att när det förvärvande företaget lägger ett bud på målbolaget så säljer målbolaget dess värdefulla tillgångar till en ett annat företag för att därmed bli mindre attraktiva av det förvärvande företaget. Efter att målbolaget har såld dess värdefullaste tillgångar hoppas målbolaget att det förvärvande företaget drar tillbaka sitt bud. När väl budet är tillbakadraget köper målbolaget tillbaka dess tillgång från företaget som hållit i dem med en liten premie (Berkovitch & Khanna, 1990).

### **2.1.2.6 Safe Harbor:**

Som den gyllene fallskärmen är detta är proaktiv åtgärd som målbolaget kan nyttja för att förebygga företagsförvärv. Kam (2014) beskriver strategin genom att målbolaget tar reda på vem som kan tänkas köpa dem. Efter det köper målbolaget upp andra företag så att de blir så pass stora inom en marknad att om det fientliga företaget skulle förvärva dem, så blir det förvärvande företaget så pass stora att de har en dominerande marknadsposition och därmed inte får köpa upp målbolaget. Innan Safe Harbor blev en vedertagen, dock något sällsynt, försvarsåtgärd inom M&A förutspådde Nobelpristagare Williamson (1968) att denna strategi skulle vara en rimlig metod efter att ett fall i den amerikanska högsta domstolen uppmärksammades.

### 2.1.2.7 Poison pill:

Förmodligen den mest omtalade försvarsåtgärder inom M&A; Poison pills går generellt ut på att emittera nya aktier och låta existerande aktieägare köra dessa till ett underpris. På grund av detta måste den som försöker göra uppköpet köpa många fler aktier och då betala ett högre pris. För att få en liknande effekt som poison pills kan målbolaget använda sig av konvertibla skuldebrev. Målbolaget ger ut skuldebrev som kan bli omvandlade till aktier till en förmånlig konverteringskurs. Detta måste kombineras med ett hembudsförbehåll för att hindra att "fel" personer utnyttjar möjligheten. Uppköparens innehav blir då mer utspädd, vilket i sin tur ökar kostnaderna för att förvärva målbolaget.

### 2.1.3 Varför betalas det en budpremie?

Budpremien är den köpeskilling som skiljer det marknadsmässiga värdet på målbolagets aktier mot det anskaffningsvärde det förvärvande företaget köper målbolagets aktier för. I USA har medelvärdet för budpremien vid företagsförvärv de tre senaste årtiondena varit runt 30% till 50%. De företag som generellt förvärvas med den högsta premien är dem inom teknikbranschen (Laamanen, 2007).

Gaughan (2017) ger en förklaring till att det förvärvande företaget kan tänkas betala en högre pris än det marknadsmässiga värdet på målbolaget. Han grundar förklaringen i att det förvärvande företaget handlar rationellt och förväntar sig framtida vinst i form av synergieffekter. Gaughan (2017) delar in synergieffekter i två olika kategorier, operationella synergier och finansiella synergier. De operationella synergierna syftar till de som effektiviserar det förvärvande företagens kärnverksamhet som effektivare produktion i form av minskade kostnader. De finansiella synergierna å andra sidan handlar om att minska det förvärvande företagens kapitalkostnader.

För att det förvärvande företaget ska kunna rättfärdiga att betala en premie för målbolaget till sina aktieägare presenterar Gaughan (2017) ett förhållande mellan betald premie och förväntade synergier.

$$P < \frac{SG_1}{(1+r)} + \frac{SG_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{SG_n}{(1+r)^n}$$

*Ekvation 1.*

"P" står för budpremien, "SG" står för synergieffekt och "r" står för diskonteringsräntan. Genom denna ekvation kan det förvärvande företaget rättfärdiga den betalda premien för målbolaget när vänstersidan är lägre än höger sidan. Sen menar Gaughan (2017) att verkligheten inte alltid är så här enkel. Många gånger tillkommer det höga juridiska kostnader i form av konsultation och rådgivning

vid företagsförvärv. Därför presenterar Gaughan (2017) följande ekvation för det verkliga värdet av förvärvet;

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

*Ekvation 2.*

“NNV” står för nettonuvärdet för hela förvärvet, “VAB” står för det sammanlagda värdet värdet av de båda företagen medan “VA” och “VB” står för det enskilda värdet på det förvärvande företaget och målbolaget. Slutligen står som i föregående ekvation “P” för premien och “E” för alla de tillkommande transaktionskostnaderna

En annan förklaring till budpremien är att marknadsvärdet på målbolaget inte representeras av det verkliga värdet. Fama (1970) introducerade uttrycket Efficient Market Hypothesis (EMH) vilket handlar effektiv marknaden är på att förutse prisutveckling på företag. Fama (1970) delar upp marknader i svagt effektiva, halvstarkt effektiva och starkt effektiva. Om marknaden är svagt effektiv är det inte möjligt att förutse avkastning genom att använda historisk information. Om däremot marknaden är halvstarkt effektiv är det inte möjligt att förutse prisutveckling via tillgång på offentlig data som delårsrapporter eller årsredovisningar, vilket gör fundamentala analyser obrukbara. Slutligen om marknaden skulle vara starkt effektiv skulle det inte vara möjligt att förutse prisutveckling ens med insiderinformation. Med andra ord kan det vara så att marknaden är halvstarkt effektiv och att målbolaget egentligen är undervärderat. Det resulterar i att det förvärvande företaget kan tänka sig att betala en premie över marknadsvärdet, när premien tillsammans med marknadsvärdet representerar det verkliga värdet på målbolaget. Dock möter EMH en del kritik. Delcey (2019) menar att Fama (1970) bygger EMH på för många antaganden och psykologiska underliggande faktorer.

## **2.2 Tidigare forskning**

Här presenteras den forskning som försökt förklara vad det är för faktorer som bidrar till hur stor budpremien är på målbolag. Utifrån den tidigare forskningen presenteras författarnas hypotes.

### **2.2.1 Budpremie**

Det råder ingen avsaknad på forskning vars syfte är att förklara budpremien vid företagsförvärv. Bruslerie (2013) påvisar att premien vid företagsförvärv dels berodde på vilken typ av betalningsmetod förvärvaren valde att betala med. Hans studie visar att en betalning gjord med likvida

medel leder till en högre premie, jämfört med ifall förvärvet görs med enbart aktier eller en hybrid av aktier och likvida medel. Bruslerie (2013) menar att det är fördelaktigt av förvärvaren att betala med likvida medel då de inte behöver dela med sig av framtida vinst, samt inte förlorar makt över det egna företaget. Detta stöds av Hansen (1987) då fördelar för den ena parten i företagsförvärvet leder ibland förväntas leda till nackdelar för den andra parten. Detta resulterar i rädsla av att gå minste av något på grund av informationsasymmetri och leder till att parten som inte upplever fördelar vill kompenseras och därmed kräver en högre premie.

I en annan studie presenterar Matew L. Hayward & Hambrick (1997) begreppet CEO Hybris. De menar att om ett företag där VD:n har mycket makt och lider av CEO Hybris, så kommer det företaget i rollen som förvärvande företag betala en avsevärt hög premie för målbolaget. Vad som påverkar ifall VD:n lider av CEO Hybris är huruvida hans företag har presterat de senaste åren, graden av positiv mediauppmärksamhet för VD:n, hur högt VD:n skattar sin förmåga och en sammanställning av alla dessa faktorer. I dessa mått får Matew L. Hayward & Hambrick (1997) en signifikant förklaringsgrad att CEO Hybris påverkar budpremien.

Budpremien beror också på vilka försvarsåtgärder som målbolaget använder sig av. I en studie av Sokolyk (2010) visar hon att vissa försvarsåtgärder har en signifikant inverkan på den premie det förvärvande företaget betalar vid företagsförvärvet, vilket även stöds av studierna Comment & Schwert (1993) och Rossi och Volpin (2004) utfört. Sokolyk (2010) kommer också fram till att om försvarsåtgärder kombineras amplifierar de effekterna och ökar budpremien ytterligare. Utöver den effekten som en försvarsåtgärd direkt får kan även försvarsåtgärden resultera i andra fördelar enligt "The Bargaining Power Hypothesis" som Subramanian (2005) tar upp i sin studie. I studien skriver Subramanian (2005) att The Bargaining Power Hypothesis innebär mer makt målbolaget har, desto mer kommer de kunna påverka vid förvärvet. Vad Subramanian (2005) ser är att företag med försvarsåtgärder åtnjuter mer makt och kan därmed dra upp premien som det förvärvande företaget får betala vid förvärvet. Koa & Chen (2019) kommer också fram till en liknande slutsats där The Bargaining Power Hypothesis tycks ha en stor inverkan budpremien vid företagsförvärvet.

### **2.2.2 Juridik**

Avgörande för vilka försvarsåtgärder som kan tillämpas är lagstiftningen i landet varför det kan tänkas att lagstiftningen kan påverka budpremien i landet. Inom detta område (hur lagstiftning om försvarsåtgärder påverkar företagsvärde) finns det mycket begränsat med forskning, men t.ex. Daines, R. (2001) har kommit till slutsatsen att lagstiftning har påverkan, då företag under "Delaware law" är värderade högre än liknande företag i andra delstater. Studien har gjorts genom att jämföra värden i två områden. Skillnaden mellan lagstiftningen i Delaware och andra stater är inte bara relaterade till tillåtna försvarsmetoder utan lagarna skiljer sig åt på flera områden. Det har inte gjorts några studier

för att avgöra hur stor påverkan lagstiftningen har eller med fler än två olika lagstiftningar. För att göra detta krävs ett sätt att mäta lagstiftningen, vilket ofta görs inom miljövetenskapen. Ett exempel på detta är Environmental Democracy Index (2019) som använder sig av juridiska indikatorer som sedan sammanställs till ett index där länder kan jämföras. Dessa metoder kan extrapoleras till att användas inom finans istället.

### **2.3 Hypotes**

Med grund i forskning som Sokolyk (2010), Kaoa & Chen (2019), Subramanian (2005), Comment & Schwert (1993) och Rossi och Volpin (2004) gjort ter det sig så att försvarsåtgärder till hög grad påverkar budpremien. Om en kombination leder till ytterligare högre budpremie tror författarna att tillgången till försvarsåtgärder indikerar en högre budpremie på målbolaget.

*H<sub>0</sub>: Tillgängligheten av försvarsåtgärder i ett land påverkar inte budpremien.*

*H<sub>1</sub>: Tillgängligheten av försvarsåtgärder i ett land påverkar budpremien.*

## 3. Metod

*I kapitel 3 beskrivs metoden på hur frågeställningen skall besvaras. Valet av urval och faktorer som används som variabler är även punkter som kommer tas upp i detta avsnitt.*

### 3.1 Arbetsmetod

För att kunna besvara studiens syfte har författarna med hjälp av en deduktiv ansats och teorier från tidigare forskning analyserat ämnet för att utforma hypoteser kring hur valda variabler påverkar budpremien vid ett företagsförvärv. Denna studie har även utgått från ett kvantitativt förhållningssätt eftersom den ämnar undersöka sambandet mellan budpremien och valda variabler.

### 3.2 L-index

Denna undersökning kommer att skilja sig från det som gjorts med Environmental Democracy Index på ett antal fundamentala sätt. Det centrala blir att grundlagar och konstitutioner inte spelar samma roll i vår bedömning då det i vår undersökning framförallt berör relationerna mellan icke statliga organisationer och personer. Environmental Democracy Index berör alla typer av relationer, d.v.s. även statliga, demokratiska och frihetliga frågor. Vår undersökning kommer framförallt att beröra bolagsrättsliga regler men kommer även att beröra sådant som avtalsrätt och konkurrensrätt.

Vid beräkningar med endast L-index kan denna variabel agera som en proxy för andra variabler. Exempelvis är företag generellt större i USA än t.ex. Sverige varför land kommer att agera som en proxy för storlek. För att få en klarare bedömning av just hur lagstiftningen påverkar budpremien har författarna därför valt att göra regressionsanalyser med flera variabler och jämfört förklaringsgraden från den regressionen med förklaringsgraden som fås om det till samma variabler också läggs till L-index.

De indikatorer som selekterades för undersökning var:

1. Möjligheterna till tvångsinlösning av minoritetsandelar (1-3),
2. Hur tillåtande generalklausuler angående styrelsen agerande vid uppköp är och om det finns några andra övergripande regelsystem som har stor inverkan (1-10),
3. Möjligheten till samtyckesförbehåll och liknande vid försäljning av aktier (1-3),
4. Möjligheten att inskränka eller ändra rösträtten för vissa typer av aktier (1-5)
5. Vilka passiva försvarsåtgärder företag kan vidta i övrigt (1 per)
6. Möjligheten till korsvis ägande (1-3).

Dessa indikatorer samspelar, varför en sammanvägning av effekterna från de olika punkterna har gjorts. Studien har även beaktat att utformningen av lagen på ett område medför att det inte behövs någon eller en mycket begränsad mängd lagstiftning på andra områden. För en närmare beskrivning av överväganden se bilaga 1.

### **3.3 Urval**

För att kunna besvara studiens frågeställning och utföra en analys av sin modell krävdes det data som behandlar dem valda variablerna. Denna har hämtats in som sekundärdata från databasen Zephyr och där har information om studiens förklarande variabler såsom förvärvsvärde, företagsstorlek och tillväxthastighet samlats in efter att ha satt vissa urvalskriterier som följer i nästa stycke.

Endast företagsförvärv av företag baserade i Sverige, Tyskland, Italien, Kanada eller USA har tagits med i analysen. Valet av dessa länder är baserat på den starkt varierande spridningen av vilka försvarsmöjligheter som är tillåtna vid försök till fientliga företagsförvärv inom varje lands nationella lagstiftning.

Valet av tidsperiod har begränsats till perioden 2013-01-01 till 2018-12-31 för att datan skall vara så relevant som möjligt för ytterligare forskning inom ämnet samt för att ändringar i ländernas nationella lagstiftning angående området skall vara så minimala som möjligt enligt Karpoff & Malatesta (1989).

Val av förvärv har även begränsats till förvärv där förvärvsvärdet övergått en miljon euro för att undvika dem absolut största extremvärdena för budpremien då t.ex. ett stort företag köper upp ett väldigt lite företag.

### 3.4 Urvalskriterier

För denna studie har följande urval gjorts:

1. Förvärv av ett företag baserat i länderna Sverige, Tyskland, Italien, Kanada eller USA vid tidpunkt för uppköpet.
2. Förvärv genomförda mellan 2013-01-01 till 2018-12-31.
3. Förvärv där förvärvsvärdet övergick 1 miljon euro.
4. Premiedatum för förvärv har beräknats från det datum då ett förvärv tillkännagavs.
5. Endast rena förvärv (Acquisitions i Zephyr).

Urvalet i denna studie bestod av 2042 observationer.

### 3.5 Statistisk metod

Studien ämnar att undersöka hur stor påverkan olika variabler har på budpremien vilket ledde till att en multipel regressionsanalys genomfördes. Då syftet är att se hur budpremien påverkas av dem andra variablerna betyder detta att budpremien är den beroende variabeln och de andra variablerna i studien är oberoende. Med hjälp av en multipel regressionsanalys kan studien svara på hur stor och hur starkt påverkan de olika oberoende variablerna har på den beroende variabeln men även på varandra. Vid ett företagsförvärv är det oftast väldigt många olika variabler som leder till att beslut görs vilket gjorde att beslutet att utföra en multipel regressionsanalys ansågs väl motiverat.

#### 3.5.5 Winsorisering

För att begränsa extremvärdens påverkan på resultatet har winsorisering tillämpats. All statistisk analys har gjorts på de värden som har winsorisats på 5%-nivån. Winsorisering innebär att alla värden under 5%-percentilen har getts värdet som 5%-percentilen har och alla värden över 95%-percentilen har getts värdet för 95%-percentilen. Detta har gjorts då det finns ett stort antal uteliggare på båda sidor av datan som kan justeras med hjälp av winsorisering och ge ett resultat som mer speglar verkligheten.

#### 3.5.1 Ordinary Least Square (OLS)

Den metod som använts för att genomföra regressionsanalysen är OLS-metoden eller minsta kvadratmetoden på svenska. Detta är den absolut mest använda metoden vid ekonometriska undersökningar och ämnar att skapa en så bra skattad linje som möjligt mellan observationerna där avståndet mellan linjen som dras och det vertikala avståndet till en kvadrat skapad utifrån denna observation. Linjen skapas på ett sådant sätt att den totala arean av dessa kvadrat skall bli så låg som möjligt och kvadrater ovanför linjen räknas som positiva värden medan dem under linjen är negativa.



Det finns vissa krav för att det skall vara möjligt att använda denna metod dock. För att resultatet skall vara statistiskt korrekt behöver följande antaganden angående störningsvillkor stämma:

1.  $E(u_t) = 0$ , Felen skall ha noll i medelvärde.
2.  $\text{Var}(u_t) = \sigma^2 < \infty$ , Variansen är konstant och begränsad till ändliga över alla  $x_t$ -värden
3.  $\text{Cov}(u_i, u_j) = 0$ , Värdena är linjärt oberoende av varandra.
4.  $\text{Cov}(u_t, x_t) = 0$ , Det finns ingen koppling mellan felet och det motsvarande  $x$ -slumpvariabeln.
5.  $U_t \sim N(0, \sigma^2)$ , D.v.s. att  $u_t$  är normalfördelad

Vid en multipel regressionsanalys ser formeln då ut på följande sätt (Brooks, 2019):

$$y_t = \beta_1 + \beta_2 x_{2t} + \beta_3 x_{3t} + \dots + \beta_k x_{kt} + u_t$$

*Ekvation 3.*

En analys med OLS-metoden undersöker alltså hur variabeln  $y_t$  som är den beroende variabeln påverkas av variablerna de oberoende  $x$  variablerna. Betavärdena framför dem oberoende variablerna är partiella regressionskoefficienter som skall svara för hur stor partiell påverkan varje förklarande variabel har på den beroende variabeln efter att alla andra variabler hålls konstanta eller elimineras. (Brooks, 2019)

### 3.5.2 Signifikansnivå

Den statistiska signifikansnivån är sannolikheten att vid en prövning förkasta nollhypotesen även om den är sann (Brooks, 2019). Signifikansnivån betecknas med  $\alpha$  och svarar på hur statistiskt signifikant resultatet är. Det finns tre nivåer av signifikans, 5%, 1% och 0,1% där 5% motsvarar enstjärnig (\*) signifikans, 1% motsvarar tvåstjärnig (\*\*) signifikans och 0,1% motsvarar den starkaste trestjärniga signifikansen (\*\*\*) där stödet för mothypotesen är absolut starkast enligt Körner och Wahlgren (2015).

### 3.5.3 Test av OLS

För att se om de antaganden som gjorts för att göra den multipla regressionsanalysen stämmer och ger ett tolkningsbart resultat så har fyra tester gjorts. Jarque-Bera, Whites heteroskedasticitetstest, Ramsey RESET samt en korrelationsmatris.

### 3.5.4 Förklaringsgrad ( $R^2$ och Justerat $R^2$ )

Justerat  $R^2$  är det värde som definierar hur stort och hur starkt det linjära sambandet mellan variablerna är vilket gör att justerat  $R^2$  är synonymt med förklaringsgraden av den statistiska analysen (Brooks 2019). Värdet på justerat  $R^2$  kan anta värden mellan 0-1 där 1 är fullständig förklaringsgrad och dessa svarar på hur stor korrelation den beroende variabeln har med dem oberoende variablerna. En högre förklaringsgrad tyder på att modellen som använts för analys är bra anpassad till datan.

Anledningen till att det justerade värdet på  $R^2$  används istället för endast  $R^2$  är att det justerade  $R^2$ -värdet tar hänsyn till antalet variabler i analysen innan den ger ett svar på vilken förklaringsgrad variablerna har istället för att endast addera varje variabls individuella förklaringsgrad för att ge en total förklaringsgrad. Endast vid beräkning av individuell förklaringsgrad för L-index används det ojusterade värdet på  $R^2$  (Brooks 2019).

### 3.5.6 Beroende variabel

Den beroende variabeln i studien kommer vara budpremien då studien ämnar att se hur den påverkas av olika variabler och speciellt hur nationell lagstiftning begränsar eller möjliggör förvärv av målbolag av ett förvärvande företag.

Det finns en rad olika metoder för att räkna ut budpremien. Databasen Zephyr som studien kommer använda sig av för att fastställa budpremien räknar ut premien genom att ta market capitalization dagen innan budet blev officiellt, för att sen räkna ut den procentuella skillnaden mellan market capitalization och det lagda budet av det förvärvande företaget.

En anledning till att just budpremien är intressant för oss är på grund av att Sokolyks (2010) studie tar upp effekterna och styrkan hos några av de mer vedertagna fientliga försvarsåtgärderna och deras effekter på eventuell budpremie när ett företag vill köpa upp ett annat.

För att göra denna undersökning över detta och se hur stor påverkan olika variabler har har tillämpning av en regressionsanalys för att bestämma korrelation med budpremien gjorts.

### 3.5.7 Definition av förklarande variabler

Variabler som i denna studie använts som potentiellt har påverkan på budpremien är några av dem Sokolyk (2010) använde i sin studie angående hur försvarsåtgärder påverkar förvärv och budpremier på den amerikanska marknaden. De förklarande variabler som används denna studie är (1) Målföretagets storlek, (2) Målföretagets market to book, (3) Målföretagets försäljningstillväxt samt två andra variabler, (4) Målföretagets EBITDA och (5) ett L-index som kan tänkas ha påverkan på budpremien.

### 3.5.8 Målföretagets storlek

Denna variabel har som i Sokolyks studie (2010) definierats som den naturliga logaritmen av den totala tillgångarna bokslutsåret innan förvärvet skedde. Denna variabel är benämnd logtot i den statistiska analysen. Eftersom det slutligen är lagstiftning (som kan agera som proxy landspecifika skillnader) som ska mätas behöver andra och företagsstorlek är något som kan antas skilja sig mellan länder kan denna variabel minska det som lagstiftningsvariabeln kan råka fånga.

### 3.5.9 Målföretagets market to book

Market-to-Book, eller PB-talet som det heter på svenska är en kvot på ett företags totala aktiekursvärde delat på dess bokförda tillgångsvärde. Värdet på denna variabel ändras konstant och räknas i denna studie ut med hjälp av hämtade värden bokslutsåret innan förvärvet skedde. Denna variabel är benämnd mtb i den statistiska analysen.

$$\text{Market to book} = \frac{\text{Market capitalisation}}{\text{Book value of assets}}$$

*Ekvation 4.*

### 3.5.10 Målföretagets försäljningstillväxt

Försäljningstillväxten hos målbolagen har räknats ut som genomsnittstillväxten över de senaste tre åren innan förvärvet skedde likt Sokolyks studie (2010). Denna variabel är benämnd growth i den statistiska analysen.

$$\text{Försäljningstillväxt} = \left( \frac{\left( \frac{\text{Förs. Int. b. år } - 1}{\text{Förs. Int. b. år } - 2} + \frac{\text{Förs. Int. b. år } 0}{\text{Förs. Int. b. år } - 1} \right)}{2} \right) - 1$$

*Ekvation 5. (b.år 0 = sista tillgängliga bokslutsåret)*

### 3.5.11 Målföretags Vinstmarginal

Cosh och Guest (2001) tar i sin studie upp vinstmarginal i ett målbolag som en intressant variabel att titta på för ett förvärvande företag då det är något dem kan sikta att förbättra och på så sätt dra nytta av. Detta kan leda till företagsuppköp och att en premie lämnas. Benämns i den statistiska analysen som  $vm$ .

$$Vinstmarginal = \frac{EBITDA}{Omsättning}$$

*Ekvation 6. (P.g.a. den tillgängliga datan används EBITDA istället för bruttovinst)*

### 3.5.12 L-index

L-indexet i studien skall försöka ge en kvantitativ bedömning på hur stora möjligheter en styrelse i ett specifikt land har att försvara sig mot fientliga förvärv enligt lag. Detta index kan bara användas för jämförelse av länder och ett högt värde innebär att det finns stora möjligheter att försvara sig medan ett lågt värde innebär att många försvarsåtgärder ej är lagligt tillåtna. Denna variabel är benämnd  $land$  i den statistiska analysen.

## 3.6 Test av regression

För att säkerställa att analysen ger ett korrekt resultat av bra kvalitet gjordes som tidigare nämnt i avsnitt 3.5.3 ett antal tester.

Testerna var:

1. Jarque-Bera (Bilaga 2.)
2. Whites heteroskedasticitetstest (Bilaga 3.)
3. Ramsey RESET (Bilaga 4.)
4. Korrelationsmatris (Bilaga 5.)

### 3.6.1 Jarque-Bera

Testet för att se om residualerna är normalfördelade gav ett p-värde på 0,00 vilket innebär att hypotesen om normalfördelning förkastas även på 0,1% nivån. Jarque Bera-värdet är dock förhållandevis lågt (187,70), se bilaga 2. Eftersom antalet observationer är stort kan även normalfördelning antas enligt centrala gränsvärdessatsen vilket i sin tur innebär att slutsatser kan dras från regressionen Brooks (2019).

### **3.6.2 Whites heteroskedasticitetstest**

Nästa test testar regressionens heteroskedasticitet. Undersökningens heteroskedasticitetstest har ett p-värde som understiger den signifikansnivå på 5% som krävs för att hypotesen om homoskedasticitet skall accepteras. Det finns således heteroskedasticitetstest i undersökningen, se Bilaga 3. För att åtgärda detta kommer att i den statistiska analysen Huber-White robusta standardfel att användas i regressionsanalysen för att motverka denna heteroskedasticitet.

### **3.6.3 Ramsey RESET**

För att mäta huruvida icke-linjäritet eller ej mellan de oberoende variablerna har ett Ramsey RESET-test utförts. Nollhypotesen för en statistisk undersökning är att dem oberoende variablerna faktiskt uppvisar ett linjärt samband. Resultatet för Ramsey RESET-testet för denna undersökning är att p-värdet på 0,00 gör att nollhypotesen accepteras och är signifikant på 0,1% nivån och datan passar alltså det linjära sambandet, se Bilaga 4.

### **3.6.4 Korrelationsmatris**

För att se till vilken grad olika variabler korrelerar med varandra genom multikollinearitet har en korrelationsmatris över variablerna skapats. Korrelationen mellan alla variabler är på låga acceptabla nivåer där den högsta korrelationen finns mellan variablerna Storlek och Vinstmarginal med ett värde på 0,367. Detta värde är inte tillräckligt högt för att tyda på multikollinearitet ( $>0.8$ ), se Bilaga 5.

## 3.7 Metoddiskussion

### 3.7.1 Validitet

Validitet skall enligt Bryman och Bell (2017) svara på en bedömning om studien mäter de saker som studien ämnar att mäta. Det finns olika typer av validitetsmått där användningsgraden framförallt är beroende på vilken typ av undersökning som görs i uppsatsen. I denna uppsats kommer fokus ligga på intern validitet och begreppsvaliditet.

- Intern validitet - Den interna validiteten ställer frågan till hur hög grad studiens resultat kan vara övertygad om att de oberoende variablerna till viss del är ansvariga för variation i beroende variabeln (Bryman och Bell, 2017). Samtliga variabler förutom L-index har använts i tidigare forskning och där haft påverkan på den beroende variabeln budpremie vilket gör att denna undersökning får antas ha intern validitet.
- Begreppsvaliditet - För att ett resultat skall ha en hög begreppsvaliditet ska begreppet som ett mått spegla det som begreppet anses beteckna (Bryman och Bell, 2017). I denna studie kan variabler såsom storlek och försäljningstillväxt tänka sig utgöra problem ur denna utgångspunkt då eftersom det finns olika sätt att definiera dessa. Denna studie är dock huvudsakligen baserad på tidigare forskning och då speciellt Sokolyks (2010) studie och använder dem definitioner som är gjorda där som basis för denna undersökning. Detta gör att variablerna överensstämmer med tidigare liknande forskning.

### 3.7.2 Reliabilitet

Reliabiliteten hos resultatet från undersökningen skall behandla frågan om resultat skulle skilja sig åt det resultat undersökningen lett till om den görs om på nytt. Detta mått är speciellt viktigt vid genomförandet av en kvantitativ undersökning såsom denna (Bryman och Bell, 2017).

Data i vår undersökning är rådata från databasen Zephyr vilket är en väl använd källa för ekonomisk data gällande företagsförvärv. Risker finns att reliabiliteten är lägre när sekundärdata används men Zephyr är den huvudsakliga källan för denna data även i en stor mängd andra uppsatser vilket leder till att källan har hög reliabilitet.

Tidigare peer-reviewed forskning har även använts som bas när det gäller metoder och val samt beräkning av variabler inom ämnet vilket gör att valet av dessa även anses motiverat.

### 3.7.3 Utelämnade variabler

Det finns väldigt många variabler som skulle kunna förklara varför målbolag i de flesta fall mottar en budpremie när ett annat företag vill köpa upp dem.

Magnusson och Olayisade (2014) tar i sin masteruppsats t.ex. upp tillgång till likvida medel som en faktor som kan dra upp budpremien. Ett företag med större tillgång till likvida medel betalade ofta en högre premie jämfört med företag med lägre likvida medel.

Det finns också många variabler som är svåra att kvantifiera. Många företagsförvärv görs på grund av de potentiella synergieffekter styrelsen ser att ett eventuellt skulle kunna leda till. Hög kompetens hos de anställda i det uppköpta företaget kan vara en anledning att köpa upp eller gå ihop med ett annat företag. Variabler som denna har troligen en signifikant betydelse när ett företag planerar ett uppköp men det finns ingen databas som har värden över dess effekt även om det hypotetiskt skulle kunna gå att räkna ut ett värde på det i efterhand som ligger i närheten av det verkliga värdet.

Variabeln L-index agerar troligen till viss del som en proxy för andra landsspecifika skillnader, trots att det inkluderats variabler för att minska detta är troligen inte alla relevanta variabler med varför slutvärdet kommer skilja sig från det som faktiskt försöks mätas.

## 3.8 Databortfall

Från början bestod datasetet efter urvalet av 2042 observationer. Om data angående minst en variabel för varje specifikt företagsförvärv saknas har detta resultat exkluderats från analysen. På grund av denna brist på data har ett bortfall på 1174 observationer skett. Detta ledde till att det slutliga datasetet som använts för den statistiska analysen uppgick till 868 observationer.

### 3.8.1 Bortfallsanalys

Det stora bortfallet kan påverka relevansen av resultatet, men i stort sett endast om bortfallet inte är slumpmässigt. Det kan konstateras att det har skett procentuellt fler bortfall bland mindre företag än större. Från Sokolyk (2010) kan det dock konstateras att det inte kan påvisas något samband mellan företagsstorlek och budpremien, vilket inte i sig bevisar att det inte finns något samband, men det indikerar i vart fall det. Detta framförallt eftersom ett sådant förhållande troligen skulle upptäckts. Det kan alltså antas att denna typ av bortfall inte har någon större effekt på resultatet, men kan leda till att resultatet inte går att generalisera för mindre företag.

Bortfallen i förhållande budpremien är generellt jämnt, med viss övervikt av bortfall vid en negativ premie. Avsaknaden av bortfall verkar dock klustra sig kring vissa premier, dessa är 8%, 13%, 20%

och 37%. Detta kan påverka resultatet eftersom budpremien är en central del av undersökningen, det är dock svårt att avgöra på vilket sätt påverkan skulle slå.

Slutligen har alla observationer från Italien och Sverige samt en större andel av de i Tyskland fallit bort. Detta innebär att resultatet inte täcker en lika bred mängd variabler för indexet vilket i sin tur kan leda till att resultatet inte är helt generaliserbart. Relevant att nämna är att det inte funnits något bortfall när undersökning har gjorts av bara variablerna budpremien och L-index.



## 4. Resultat

*Kapitel 4 inleds med en övergripande sammanfattning av all data. Vidare presenteras den regressionsanalys som gjorts och resultaten av denna.*

### 4.1 Resultat av regressionstester

### 4.2 Övergripande sammanställning av data

#### 4.2.1 L-Index resultat

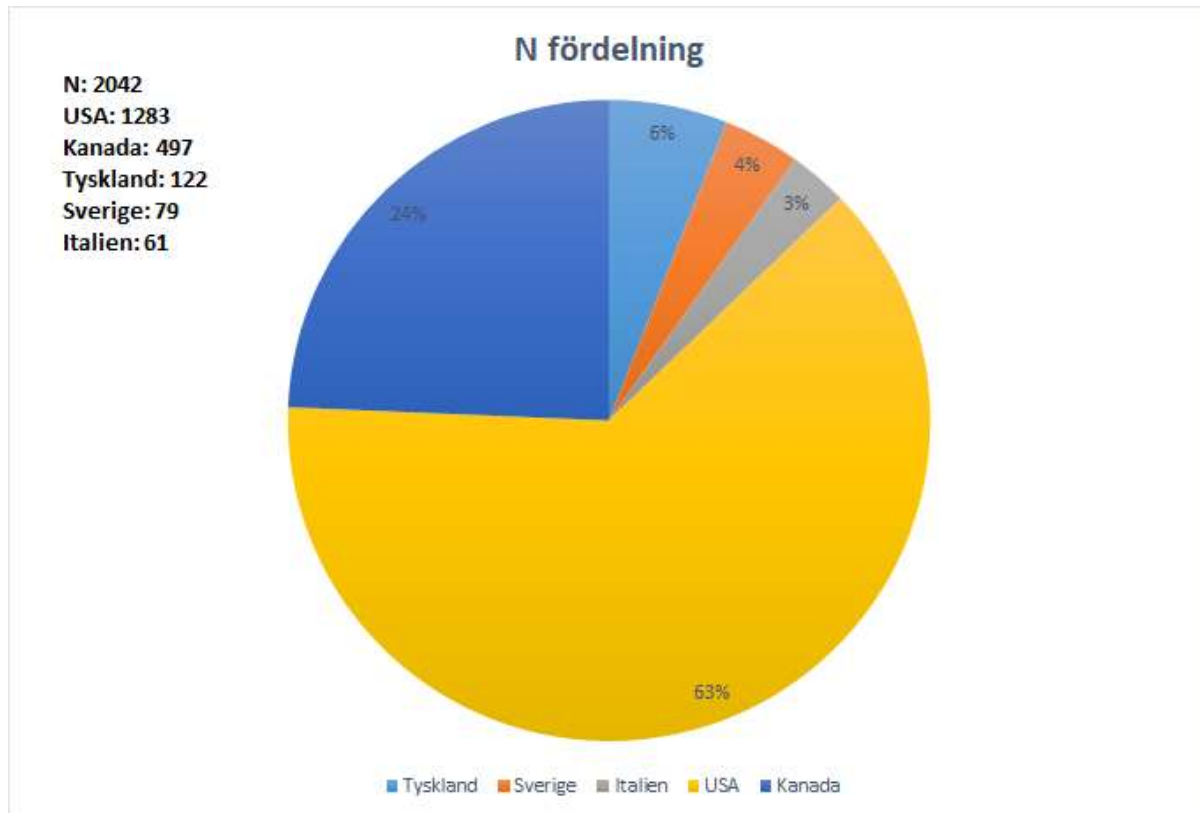
Efter analys av ländernas lagstiftning kom författarna fram till följande index för vart land:

- **USA: 28**
- **Kanada: 23**
- **Tyskland: 16**
- **Sverige: 14**
- **Italien: 10**

Den stora skillnaden mellan Europa och Nordamerika förklaras till stor del av att EU-rätten som ett övergripande regelverk hindrar ett stort antal försvarsmetoder medan det i Nordamerika inte finns någon sådan lagstiftning. I EU har länderna till viss del egen lagstiftning men påverkan från detta är mindre. De interna skillnaderna inom EU-länderna är praktiskt taget lika stora som dem mellan EU och Nordamerika.

#### 4.1.1 Geografisk uppdelning av urval

Efter att avgränsningen gjorts i enlighet med kapitel 1.4, där tidsperioden för företagsförvärv är 01-01-2013 till 31-12-2018, med förvärv som överstiger en miljon euro, sker följande fördelning av förvärv mellan de valda länderna;



Figur 1. Geografisk uppdelning av urval i Procentenheter

Vad diagrammet ovan visar är att marknaden för företagsförvärv varit mycket större i Nordamerika än den varit i Europa även de senaste åren. Detta var väntat då detta historiskt har varit fallet och en stor del av alla förvärv som sker globalt sker där.

#### 4.1.2 Landsspecifik budpremie

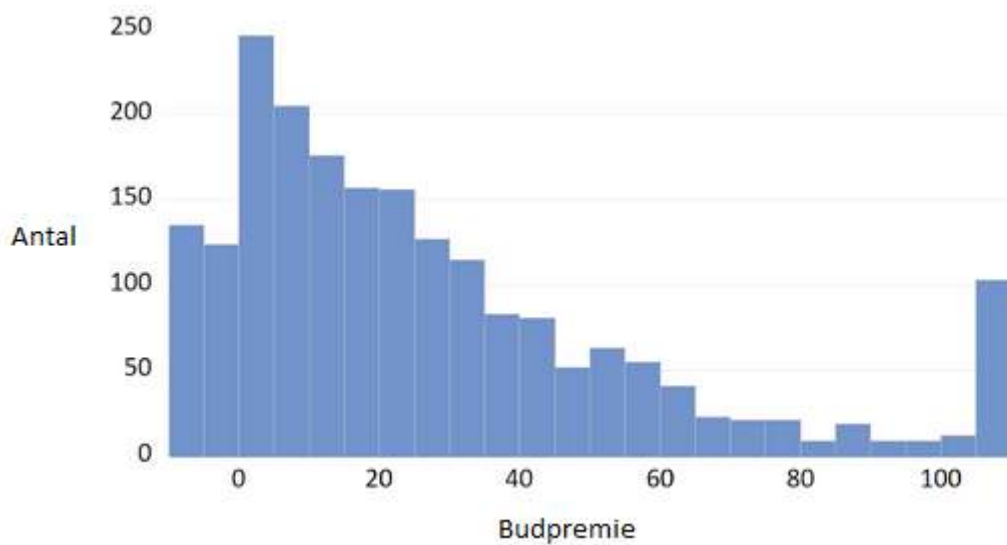
Länder:	Tyskland	Italien	Sverige	USA	Kanada
<b>Budpremie (Medelvärde) (BP)</b>	5%	8%	19%	32%	39%
<b>Standardavvikelse av BP</b>	14,19	24,17	14,2	59,99	57,68
<b>n (Totalt: 2042)</b>	122	61	79	1283	497
<b>Kumulativt andel av n</b>	6%	3%	4%	63%	24%

Tabell 1. Landsspecifik budpremie samt standardavvikelse i procentenheter och absoluta tal

Inom det valda tidsintervallen framkommer det att skillnaden mellan budpremier vid företagsförvärv inom de valda länderna skiljer sig åt. En relevant fråga blir då vad utöver lagstiftning som skiljer länderna åt och kan förklara denna skillnad.

Diagrammet nedan tyder även på att det är en stor skillnad mellan standardavvikelsen för budpremierna mellan de valda länderna där USA och Kanada ter sig någorlunda likartat i jämförelse till de valda länderna i Europa. Tabellen visar även att medelvärdet för budpremierna generellt verkar följa hypotesen att friare lagstiftning leder till en högre lagstiftning, dock är inte detta fallet när det gäller Tyskland och Sverige där Tyskland har ett högre L-indexvärde men ett lägre medelvärde på budpremierna.

### 4.1.3 Spridning av budpremie



Figur 2. Spridning av budpremie i Procentenheter på X-axeln och absoluta tal på Y-axeln

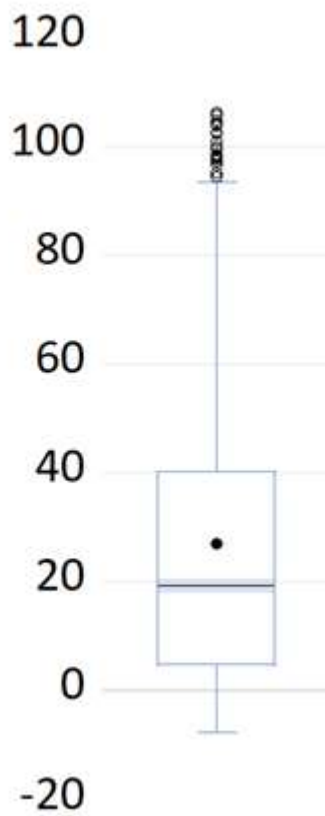
Diagrammet ovan visar spridningen på budpremien efter att extremvärdena plockats bort. X-axeln illustrerar den procentuella budpremien i absoluta tal. Y-axeln visar antalet förvärv inom budpremie intervallet. Medelvärde för premien vid företagsförvärv inom vårt urval hamnade på 27,09%, median 19,37%. Den högsta premien som betalades efter winsorisering låg på 106,18% samtidigt som den minsta låg på -7,45%. Standardavvikelsen inom hela urvalet låg på 29,48% (Bilaga 6).

#### 4.1.4 Lådagram av budpremien

Lådagrammet ovan visar fördelningen av budpremien i hela urvalet efter winsorisering.

Nämnvärt är att det finns många extremvärden i den övre kvartilen i jämförelse till den nedre där det inte längre finns några. Det är även nämnvärt att den sker en större varians i den övre kvartilen än i den undre kvartilen.

Den winsorisade budpremiens fördelning



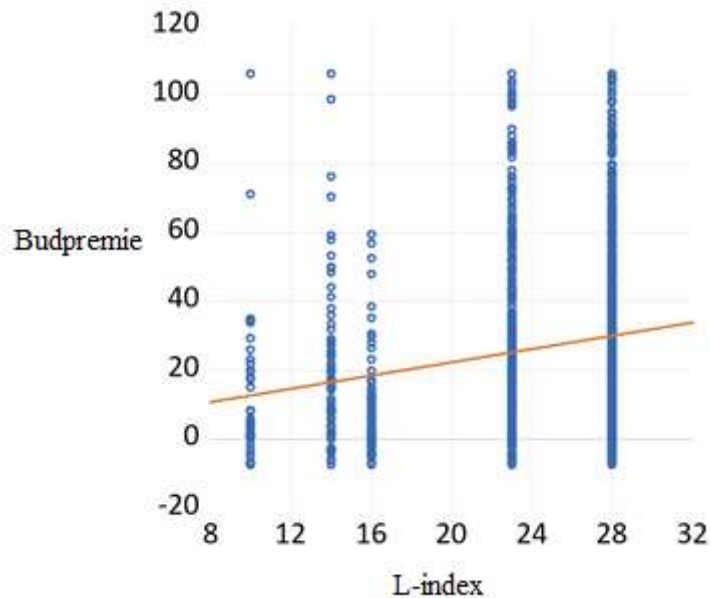
Figur 3. Lådagram över budpremiens fördelning i procent

## 4.2 Korrelationsmatris

Enligt metoden punkt 3.5.11 benämns L-index som land i studien. L-index har trestjärnig signifikans vilket även de andra variablerna har med undantag för tillväxt som har tvåstjärnig signifikans (Se bilaga 5). Centralt för studien är L-index korrelation till budpremien, vilka korrelerar med 15%.

## 4.3 Regressionsanalys

Vid utförd regression med budpremie som beroende variabel och L-index som oberoende variabel framkom det att budpremien kan förklaras till 2,39% av L-indexet (se bilaga 9). Vilket även är statistiskt signifikant på (\*\*\*)-nivån.



Figur 4. Budpremiens spridning baserat på land

Vad som visas i ovanstående graf är ett samband mellan höga L-indexvärden och högre budpremie. Detta stödjer hypotesen om att nationell lagstiftning har en påverkan på budpremien förvärvande företag betalar till målbolagets aktieägare vid ett uppköp.

#### **4.4 Multipel regressionsanalys**

Vid utförande av en multipel regression med alla variabler enligt metod 3.5 framgår det enligt bilaga 7 att alla variabler tillsammans kan förklara 23,37% av budpremien med trestjärnig signifikans.

I bilaga 8 görs samma regression utan variabeln L-index och resultatet blir en förklaringsgrad på 20,74%. Skillnaden med och utan variabeln budpremie blir således 2,63%. I resultatet 4.3 framgick det att variabeln budpremie på egen hand kunde svara för 2,43%. L-index verkar således inte agera proxy till någon större grad för de använda variablerna.

## 5. Analys och Diskussion

*Detta kapitel inleds av en diskussion rörande den statistiska analysen och de resultat som uppkommit samt den förklaringsgrad de olika variablerna haft på den beroende variabeln budpremie. Kapitlet avslutas med jämförelse av vårt resultat med tidigare forskning*

En 23,37% förklaringsgrad innebär att variablerna studien valt enbart svarar för en liten del av den totala variansen. Eftersom tillväxtvariabeln är bristfällig både till period och vad av grund för tillväxten hade förklaringsgraden kunnat bli högre om studien istället använt kassaflödestillväxt under en längre period och eller en projicerad framtida tillväxt. Det är troligen också så att all varians inte går att förklara eftersom värderingen av företag är relativt subjektiv och det därför inte går att förutsäga hur värderingen kommer att bli.

Ett större urval skulle varit att föredra, alternativt en mer registrerad avgränsning då det finns många uteliggare åt höger och den övre percentilen sträcker sig relativt långt i jämfört med den undre percentilen enligt 4.1.4. Förhoppningsvis skulle en mer omfattande eller selektiv studie erhållit en bättre spridning på variabeln "budpremie" och därmed en potentiell förklaringsgrad i regressionen.

### 5.1 Förklaringsgrad

L-indexet ger själv en förklaringsgrad på 2,43% men som en ensam variabel kan den agera som en proxy för andra variabler varför vidare analys krävs. Vid alla mätningar har L-index haft en trestjärnig signifikans. Alla variabler inklusive L-index ger en förklaringsgrad på 23,37% och alla variabler exklusive L-index ger en förklaringsgrad på 20,74% vilket innebär att L-index ökar förklaringsgraden med 2,63%. Detta indikerar att den agerar som en proxy till viss del men till stor del mäter något unikt. Även om L-indexets förklaringsgrad är signifikant bidrar den lite till den totala förklaringsgraden och det finns alltså andra variabler som är mer avgörande. Även bortfallet kan spelat in på detta då Sverige och Italien bara varit med i beräkningarna för L-index och budpremien, men inte när de andra variablerna beaktats. Detta innebär att situationen i Sverige och Italien är motsatt det som indikeras av resultatet vilket påverkar generaliserbarheten i resultatet, dock är påverkan endast cirka en tolfedel vilket innebär att resultatet bör kunna generaliseras till en större del. Om det använts fler variabler kan L-index komma att bidra mindre till förklaringsgraden, men baserat på datan studien använt måste slutsatsen dras att L-indexet fångar något unikt. Det som eventuellt



missas i analysen är andra landsspecifika variabler som kultur, men även lagstiftning om inte har med försvarsmetoder att göra, som skatt och tillståndsplikt för olika verksamheter.

Eftersom ett inverst förhållande mellan lagstiftning och budpremie inom EU kan det spekuleras att L-indexet har vissa brister, som att det väger de mindre skillnaderna mellan EU länderna fel och eller för tungt. Gemensamt kan det också ses att länderna i EU har en snittpremie som är lägre än den i Nordamerika, vilket indikerar att den övergripande EU-rätten minskar budpremien. Det kan naturligtvis finnas annat som påverkar detta t.ex. annan bolagsrättslig lagstiftning. Detta resultat är även rimligt med hänsyn till att EU-rätten spelat en avgörande roll i bedömningen av lagstiftningen.

## **5.2 Studiens resultat i förhållande till tidigare forskning**

Resultatet skiljer sig markant från det som Sokolyk (2010) framfört. Detta framförallt på grund av att resultatet i denna uppsats är signifikant för alla variabler på (\*\*\*)-nivån förutom tillväxt som är signifikant på (\*\*)-nivån.

Studien kom som tidigare sagt fram till ett signifikant positivt förhållande mellan lagstiftningens tillåtande av försvarsåtgärder och budpremien. Resultatet är svårt att förhålla till Daines (2001) resultat, eftersom han undersökte marknadsvärde, och budpremien är något som läggs utöver marknadsvärdet. Det kan tänkas innebära att om marknadsvärdet ökar för att ta hänsyn till den extra premie som kommer att fås vid ett eventuellt uppköp, skulle premien antas vara lägre (i procent) än om det inte funnits några försvarsåtgärder tillgängliga. Det finns med all säkerhet variabler som påverkar detta och kan förklara resultatet men baserat på de undersökningar som hittills har gjorts ger inget svar på detta.

## 6. Slutsats

*I detta kapitel presenteras slutsatsen studien lett till och vilka begränsningar den har. Förslag till vidare forskning inom ämnet ges även.*

Att budpremien påverkas av lagen i det aktuella landet är något som bör beaktas vid stiftning av nya lagar, något som tidigare troligen inte varit fallet eftersom det ej funnits någon forskning på detta område. I nuläget måste begränsningarna av den utförda studien beaktas men med vidare forskning kan påverkan bli mer säkerställd och därför mer relevant för lagstiftaren.

### 5.3 Vidare forskning

Vidare forskning på detta område bör ske med två inriktningar. Först bör större studier med fler länder och variabler göras. Då bör framförallt landsspecifika variabler användas och ett försök till mått av kulturen bör göras (exempelvis genom att jämföra hur företag från olika länder agerar när de har samma lagstiftning). Vidare kan studier göras när landspecifika variabler försöks isoleras genom att slumpmässigt välja samma mängd företag från vart land som uppfyller vissa kriterier för att för att dessa kriterier inte ska påverka analysen.

Som tidigare nämnts strider resultatet för länderna inom EU mot det generella resultatet. Vidare forskning bör närmare undersöka vad detta kan bero på. Det kan göras t.ex. genom en undersökning inom EU för att isolera effekterna av annat än generalklausulen. Vidare hade undersökningar mot andra världsdelar och ekonomier kunnat ge djupare förståelse. (Detta kan göras mot Japan och Sydkorea för att få ekonomier av liknande typ som de i väst.) Slutligen kan jämförelser göras före och efter införandet av nya lagstiftning.

## 7. Källförteckning

Amihud, Y., Schmid, M. & Solomon, S. (2018). SETTLING THE STAGGERED BOARD DEBATE. *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 166, pp. 1475-1510.

Andersson, K. (2015). Canon lägger storbud på Axis, SvD Näringsliv, 1 Februari, Available Online: <https://www.svd.se/canon-lagger-storbud-pa-axis> [Accessed 28 December 2019]

Berkovitch, E. & Khanna, N. (1990). How Target Shareholders Benefit from Value- Reducing Defensive Strategies in Takeovers. *The Journal of Finance*, vol. 14, no. 1, pp. 137-156.

Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance*. 4 uppl., Cambridge University press, New York. ISBN: 978-1-108-43682-3.

Bruslerie, H. (2013). Crossing takeover premiums and mix of payment: An empirical test of contractual setting in M&A transactions. *Journal of Banking & Finance*, vol. 37, pp. 2006-2023.

Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 5 uppl., Liber AB, Stockholm. ISBN: 978-91-47-11207-4.

Comment, R. & Schwert, W. (1993). Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures. working paper, no. 4316. Cambridge.

Cosh, A. & Guest, P. (2001). *THE LONG-RUN PERFORMANCE OF HOSTILE TAKEOVERS: U.K. EVIDENCE*. Cambridge: University of Cambridge.

Daines, R. (2001). Does Delaware law improve firm value? *Journal of Financial Economics*, vol. 62, no. 3, pp. 525-558.

Delcey, T. (2019). Samuelson vs Fama on the Efficient Market Hypothesis: The Point of View of Expertise. *Æconomia*, vol. 9, no. 1, pp. 37-58 .

Elger, S., Lundin, H. & Prukhattapong, N. (2013). Budpremie vid företagsförvärv: En studie om några tänkbara faktorer som påverkar budpremiens storlek vid företagsförvärv. Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, Lund University.

Fama, F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383-417.

Gabriel, C. (2016). Superbud på svenska läkemedelsjätten Meda, SvD Näringsliv 2 Februari, Available Online: <https://www.svd.se/medas-styrelse-sager-ja-till-mylan> [Accessed 28 December 2019]

Gaughan, P.A. (2017). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring, Hoboken. 7 uppl., John Wiley & Sons Inc: Jersey. ISBN: 9781119380764.

Hall, P. (1998). An Examination of Stock Returns to Firms Adopting Golden Parachute Under Certain Circumstances. *American Business Review*, vol. 16, no. 1, pp. 123-129.

Hansen, R. (1987). A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. *The Journal of Business*, vol. 60, no. 1, pp. 75-95.

Höpner, M. & Jackson, G. (2001). An Emerging Market for Corporate Control? The Mannesmann Takeover and German Corporate Governance, discussion paper no.00-04, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.

Jarrell, A. Brickley A. & Netter, M. (1988). The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspective*, vol. 2, no. 1, pp. 49-68.

Johannesson, J. (2000). Hostile tender offers and antitakeover defenses - a comparative analysis based on a law and finance approach, Faculty of Law, University of Lund, Lund.

Kam, H.C. (2014). Economies as an Antitrust Defense Revisited: The Welfare Trade-offs and Safe Harbors. *Int. J. of the Economics of Business*, vol. 21, no. 1, pp. 99-119.

Kao, L. & Chen, A. (2019). How a pre-IPO audit committee improves IPO pricing efficiency in an economy with little value uncertainty and information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, vol. 110, pp. 1-15.

Karpoff, J. M. & Malatesta, P. H. (1989). The Wealth Effects of Second Gene on State Takeover Legislation, *Journal of Financial Economics*, vol. 25, no. 2, pp. 291–322.

Klock., M. S. Mansi, S. A. & Maxwell, W. F. (2005). Does Corporate Governance Matter to Bondholders?, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, vol. 40, no. 2, pp. 693–719.

Körner, S. & Wahlgren, L. (2015). Statistisk Dataanalys, 5. uppl., Lund: Studentlitteratur AB. ISBN: 9789144108704.

Laamanen, T. (2007). On the Role of Acquisition Premium in Acquisition Research. *Strategic Management Journal*, vol. 28, no. 13, pp. 1359-1369.

Lexology AB (2011). A view from Italy - anti takeover defenses in M&A transactions. Available Online: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=84c0598c-1bbc-423c-bc84-412afa04fc10> [Accessed 01 January 2020]

Lohmander, C. (2020). Försvarsåtgärder – Vad får den ekonomiska forskningen för effekt för lagstiftningen, Faculty of Law Lund University.

Magnusson, J. & Olayisade, F. (2014). Do firms with excess cash pay higher premia?. School of Economics and Management, Lund University.

Malatesta, P. H. & Walkling, R. A. (1988). Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 347–376.

Matew, L. Hayward, A. & Hambrick, D. (1997). Explaining the premium Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris. *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, no. 1, pp. 103-127.

Rossi, S. & Volpin, P. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, vol. 74, pp. 277-304.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1990). The Takeover Wave of the 1980s. *Science*, vol. 24, no. 4970, pp. 745-749.

Subramanian, G. (2005). Takeover defences and bargain power. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 17, no. 4, pp. 85-96.

Sokolyk, T. (2010). The Effects of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets. *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, no. 3, pp. 612-627.

Williamson, O. (1968). Economies as an Antitrust Defense: The Welfare Tradeoffs. *The American Economic Review*, vol. 58, no. 1, pp. 18-36.

World Resources Institute. (2019). Environmental Democracy Index.

Available Online: <http://environmentaldemocracyindex.org/> [Accessed 12 January 2020]

## **Appendix**

### **Bilaga 1. L-index**

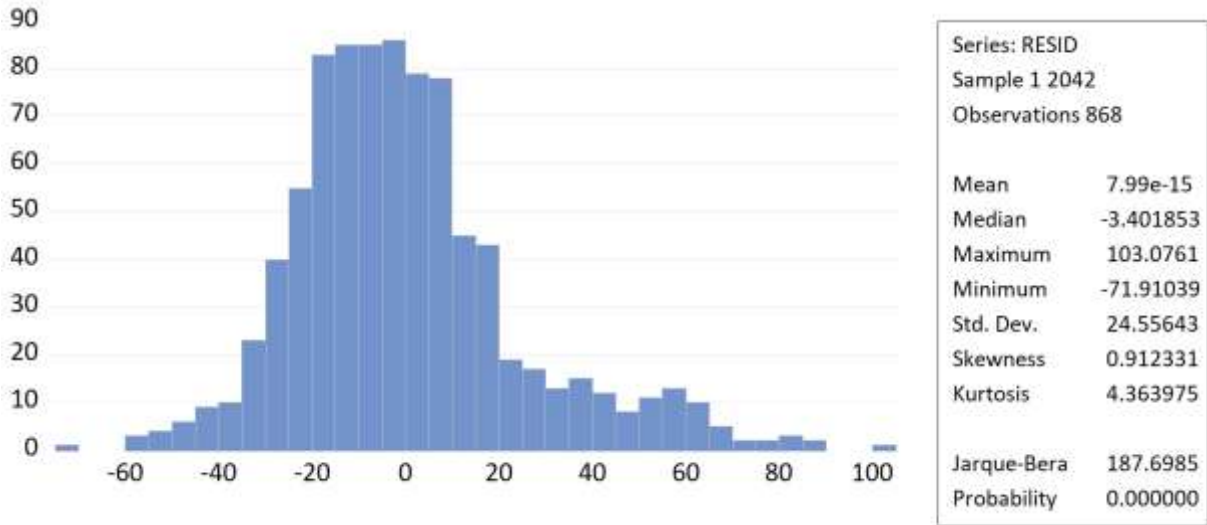
Lagstiftning är ofta utformat med någon eller några övergripande regler som det sedan görs undantag från och tillägg till. Generalklausulen täcker sällan alla delar av en fråga och det finns då ytterligare lagstiftning runt den eller dem. 2005/25/EG fyller denna funktion inom EU även om alla länder inte

har valt att implementera direktivet på exakt samma sätt blir de övergripande konsekvenserna liknande. Sverige har införlivat direktivet genom Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden (LUA) (Prop. 2005/06:140). Effekten av införlivande av direktivet i Sverige beskrivs av Lohmander (2020) på följande vis:

*I LUA regleras försvarsåtgärder i 5:1. Där ställs ett generellt förbud för styrelsen att vidta åtgärder när den fått kännedom eller har grundad anledning att anta att ett erbjudande kommer att läggas ”som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande” om inte de fått tillåtelse av stämman. I takeover direktivet används orden ”kan försvåra ett genomförande av erbjudandet”, det handlar alltså om huruvida det finns en risk att åtgärden försvårar erbjudandets genomförande eller inte. Detta medför alltså ett generellt förbud för styrelsen att på eget initiativ vidta försvarsåtgärder när ett uppköpserbudande lagts eller är väntat.*

Det finns alltså ett generellt hinder för styrelsen att på egen hand vidta aktiva försvarsåtgärder, men inget hinder att vidta passiva försvarsåtgärder. Detta anser författarna vara värt 5/10. Att white knight är tillåtet ökar värdet med 1. Hembudsregler är tillåtet i alla privata bolag 4:27 ABL och 15:2 VpmL. Hembudsförbehåll har stor möjlighet att påverka övertag varför författarna värderar detta till 2/3. I Sverige är det tillåtet att tvångsinlösa minoritetsandelar vid 90% ägande 22:1 ABL vilket författarna värderar till 2/3. Var aktie får inte ha mer än 10 gånger fler röster än någon annan 4:5 ABL vilket författarna värderar till 3/5. Korsvis ägande är generellt tillåtet i Sverige vilket författarna anser ökar värdet med 1. I övrigt finns det inte mycket möjligheter för styrelsen att försvåra företaget vilket resulterar att Sveriges index blir 14.

## Bilaga 2. Jarque-Bera test





### Bilaga 3. Whites heteroskedasticitetstest

Heteroskedasticity Test: White  
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	12.01018	Prob. F(20,847)	0.0000
Obs*R-squared	191.7734	Prob. Chi-Square(20)	0.0000
Scaled explained SS	318.1166	Prob. Chi-Square(20)	0.0000

Test Equation:  
Dependent Variable: RESID^2  
Method: Least Squares  
Date: 01/10/20 Time: 17:10  
Sample: 3 2042  
Included observations: 868

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5244.740	2583.029	2.030461	0.0426
GROWTH_W5^2	139.4361	195.7473	0.712327	0.4765
GROWTH_W5*LAND	-0.719591	21.78110	-0.033037	0.9737
GROWTH_W5*LOGTOT_W5	47.93665	59.92108	0.799996	0.4239
GROWTH_W5*MTB_W5	306.2027	364.8696	0.839211	0.4016
GROWTH_W5*VM_W5	12.74144	112.8319	0.112924	0.9101
GROWTH_W5	-1014.494	992.4832	-1.022177	0.3070
LAND^2	-2.050003	1.831409	-1.119358	0.2633
LAND*LOGTOT_W5	-12.01509	4.793257	-2.506664	0.0124
LAND*MTB_W5	98.97306	31.04397	3.188158	0.0015
LAND*VM_W5	-6.146135	11.00063	-0.558707	0.5765
LAND	142.8985	113.5128	1.258876	0.2084
LOGTOT_W5^2	10.61450	9.155991	1.159296	0.2467
LOGTOT_W5*MTB_W5	-31.35081	80.83690	-0.387828	0.6982
LOGTOT_W5*VM_W5	24.76454	38.44862	0.644094	0.5197
LOGTOT_W5	-11.92618	256.6572	-0.046467	0.9629
MTB_W5^2	5268.090	481.5651	10.93952	0.0000
MTB_W5*VM_W5	1.587681	209.2203	0.007589	0.9939
MTB_W5	-12364.07	1468.705	-8.418348	0.0000
VM_W5^2	35.33850	72.69149	0.486144	0.6270
VM_W5	-170.2716	668.0542	-0.254877	0.7989

R-squared	0.220937	Mean dependent var	602.3235
Adjusted R-squared	0.202541	S.D. dependent var	1105.367
S.E. of regression	987.0987	Akaike info criterion	16.65131
Sum squared resid	8.25E+08	Schwarz criterion	16.76662
Log likelihood	-7205.670	Hannan-Quinn criter.	16.69544
F-statistic	12.01018	Durbin-Watson stat	1.359015
Prob(F-statistic)	0.000000		

## Bilaga 4. Ramsey RESET test

Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Omitted Variables: Squares of fitted values

Specification: BP\_W5 GROWTH\_W5 LAND LOGTOT\_W5 MTB\_W5 VM\_5  
C

	Value	df	Probability
t-statistic	7.385197	861	0.0000
F-statistic	54.54114	(1, 861)	0.0000
Likelihood ratio	53.31325	1	0.0000

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	31145.54	1	31145.54
Restricted SSR	522816.8	862	606.5160
Unrestricted SSR	491671.2	861	571.0467

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	-4009.584
Unrestricted LogL	-3982.927

Unrestricted Test Equation:

Dependent Variable: BP\_W5

Method: Least Squares

Date: 01/13/20 Time: 18:06

Sample: 3 2042

Included observations: 868

Huber-White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors  
and covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GROWTH_W5	-1.394705	2.987021	-0.466922	0.6407
LAND	-0.024454	0.254287	-0.096168	0.9234
LOGTOT_W5	1.255308	0.975192	1.287242	0.1984
MTB_W5	7.474519	7.936507	0.941789	0.3466
VM_5	3.602407	2.390148	1.507190	0.1321
C	-16.34738	17.63945	-0.926751	0.3543
FITTED^2	0.024299	0.004476	5.428880	0.0000

R-squared	0.279369	Mean dependent var	26.27327
Adjusted R-squared	0.274347	S.D. dependent var	28.05249
S.E. of regression	23.89658	Akaike info criterion	9.193380
Sum squared resid	491671.2	Schwarz criterion	9.231817
Log likelihood	-3982.927	Hannan-Quinn criter.	9.208089
F-statistic	55.63106	Durbin-Watson stat	1.520981
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	31.53955
Prob(Wald F-statistic)	0.000000		

## Bilaga 5. Korrelationsmatris

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 01/13/20 Time: 17:32

Sample: 3 2042

Included observations: 868

Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation Probability	BP_W5	GROWTH_W5	LAND	LOGTOT_W5	MTB_W5	VM_5
BP_W5	1.000000 ----					
GROWTH_W5	0.066133 0.0514	1.000000 ----				
LAND	0.150995 0.0000	0.012197 0.7197	1.000000 ----			
LOGTOT_W5	-0.287253 0.0000	-0.036330 0.2850	0.152866 0.0000	1.000000 ----		
MTB_W5	-0.362171 0.0000	0.045916 0.1765	-0.148187 0.0000	0.065429 0.0540	1.000000 ----	
VM_5	-0.162570 0.0000	-0.080078 0.0183	0.157416 0.0000	0.366705 0.0000	-0.012007 0.7239	1.000000 ----

## Bilaga 6. Budpremiens fördelning

Series: BP_WS	
Sample 1 2042	
Observations 2042	
Mean	27.09856
Median	19.36950
Maximum	106.1858
Minimum	-7.451000
Std. Dev.	29.47979
Skewness	1.221618
Kurtosis	3.881435
Jarque-Bera	574.0001
Probability	0.000000

## Bilaga 7. OLS med alla variabler

Dependent Variable: BP\_W5  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/13/20 Time: 17:22  
 Sample (adjusted): 3 2042  
 Included observations: 868 after adjustments  
 Huber-White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors  
 and covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GROWTH_W5	4.938194	2.620997	1.884090	0.0599
LAND	0.947399	0.201685	4.697417	0.0000
LOGTOT_W5	-3.654098	0.529945	-6.895238	0.0000
MTB_W5	-39.62302	4.958018	-7.991706	0.0000
VM_5	-4.354155	2.099022	-2.074373	0.0383
C	80.31767	9.493222	8.460528	0.0000
R-squared	0.233720	Mean dependent var		26.27327
Adjusted R-squared	0.229275	S.D. dependent var		28.05249
S.E. of regression	24.62755	Akaike info criterion		9.252497
Sum squared resid	522816.8	Schwarz criterion		9.285443
Log likelihood	-4009.584	Hannan-Quinn criter.		9.265104
F-statistic	52.58297	Durbin-Watson stat		1.520913
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		34.47519
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

## Bilaga 8. OLS-regressionsanalys med alla variabler utom L-index

Dependent Variable: BP\_W5  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/13/20 Time: 17:29  
 Sample (adjusted): 3 2042  
 Included observations: 868 after adjustments  
 Huber-White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors  
 and covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GROWTH_W5	5.341034	2.677642	1.994678	0.0464
LOGTOT_W5	-3.379073	0.529464	-6.382058	0.0000
MTB_W5	-42.56717	4.923827	-8.645141	0.0000
VM_5	-3.532592	2.147664	-1.644853	0.1004
C	103.7218	8.279082	12.52817	0.0000
R-squared	0.211085	Mean dependent var		26.27327
Adjusted R-squared	0.207428	S.D. dependent var		28.05249
S.E. of regression	24.97415	Akaike info criterion		9.279303
Sum squared resid	538260.2	Schwarz criterion		9.306758
Log likelihood	-4022.218	Hannan-Quinn criter.		9.289810
F-statistic	57.72677	Durbin-Watson stat		1.494407
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		35.98373
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

## Bilaga 9. OLS-regression med endast L-index

Dependent Variable: BP\_W5  
Method: Least Squares  
Date: 01/13/20 Time: 17:31  
Sample (adjusted): 1 2042  
Included observations: 2042 after adjustments  
Huber-White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors  
and covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LAND	0.961390	0.107671	8.928925	0.0000
C	3.076522	2.709719	1.135365	0.2564
R-squared	0.024335	Mean dependent var		27.09856
Adjusted R-squared	0.023857	S.D. dependent var		29.47979
S.E. of regression	29.12603	Akaike info criterion		9.582120
Sum squared resid	1730584.	Schwarz criterion		9.587626
Log likelihood	-9781.345	Hannan-Quinn criter.		9.584140
F-statistic	50.88148	Durbin-Watson stat		1.873674
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		79.72571
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			