

Företagsekonomiska institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET

Kandidatuppsats
Våren 2002

Är företagsförvärv lönsamt på lång sikt?

-En studie av aktiekursutvecklingen
till följd av uppköp på svenska börsen

Författare:
Nils Janlöv
Bengt Johnsson

Handledare:
Hossein Asgharian
Tore Eriksson

Sammanfattning

- Titel:** Är företagsförvärv lönsamt på lång sikt? - En studie av aktiekursutvecklingen till följd av uppköp på svenska börsen
- Författare:** Nils Janlöv
Bengt Johnsson
- Handledare:** Tore Eriksson
Hossein Asgharian
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att undersöka ifall företag som gör uppköp genererar en avvikande avkastning för sina aktieägare på lång sikt och hur olika faktorer påverkar aktiekursens utveckling efter ett uppköp.
- Metod:** Vi genomför en kvantitativ studie över aktiekursutvecklingen till följd av uppköp under en treårsperiod. Vi studerar 32 företagsförvärv mellan 1992 och 1999. Företagens aktiekursutveckling analyseras med en event-study-metod, i vilken den aktuella kursutvecklingen jämförs med den förväntade.
- Slutsats:** Vi finner att uppköp i genomsnitt ger en sämre avkastning jämfört med andra jämförbara företag, men resultatet är inte signifikant. Därför kan vi inte avfärda att uppköp är en positiv nuvärdesinvestering. Vid studien av olika faktorerers påverkan på aktiekursen till följd av uppköp finner vi endast att det betalningssätt som används vid förvärv har signifikant betydelse för avkastningsutvecklingen. Förvärv som betalas med aktier ger sämre avkastning än andra förvärv. Vi finner vidare att varken uppköpsparternas relativa storlek, de bakomliggande strategiska motiven eller att uppköpets karaktär påverkar aktiekursutvecklingen. Därtill kan inte heller det förvärvande företags värdering eller en eventuell fixering vid vinst per aktie hos det förvärvande företags ledning förklara utvecklingen.
- Nyckelord:** Företagsförvärv
Event-study
Lång sikt
Avvikelseavkastning
Betalningssätt

Innehållsförteckning

1. INLEDNING.....	4
1.1 BAKGRUND	4
1.2. PROBLEMDISKUSSION.....	4
1.3. SYFTE.....	6
1.4. AVGRÄNSNINGAR.....	6
1.5. MÅLGRUPP.....	6
1.6. DISPOSITION.....	6
2. VETENSKAPLIG METOD.....	8
2.1. VAL AV VETENSKAPLIG FÖRKLARINGSMODELL.....	8
2.1.1. Vetenskapligt angreppssätt.....	9
2.2. PRIMÄRDATA	10
2.3. SEKUNDÄRDATA	10
2.4. KRITIK MOT PRIMÄRDATA.....	10
2.5. KRITIK MOT SEKUNDÄRDATA.....	11
2.6. RELIABILITET.....	11
2.7. VALIDITET	11
3. TEORI.....	13
3.1. DEFINITION AV UPPKÖP.....	13
3.2. UPPKÖPSBESLUTET	15
3.3. MOTIV TILL UPPKÖP	15
3.3.1. Synergieffekter.....	16
3.3.2. Teorin kring imperiebyggande.....	18
3.4. VILKA TRENDER KAN IAKTTAS VID FÖRVÄRV?.....	18
3.4.1. Internationell utveckling.....	19
3.4.2. Svensk utveckling.....	19
3.5. AVKASTNINGsutveckling till följd av uppköp.....	20
3.5.1 Vem tjänar på uppköp på kort sikt?.....	20
3.5.2. Avkastning för det förvärvande bolaget på lång sikt.....	22
3.5.3. Problem vid mätandet av det förvärvande bolagets avkastning.....	23
3.6. OLIKA FAKTORERS PÅVERKAN PÅ AVKASTNINGEN VID UPPKÖP.....	24
3.6.1. Betalningshypotes.....	24
3.6.2. Sammanslagning eller fientligt uppköp.....	25
3.6.3 Strategiska motiv till uppköpet.....	27
3.6.4. Värderingshypotes (performance extrapolation hypothesis).....	28
3.6.5. Vinst per aktie hypotes.....	29
3.6.6. Storlekshypotes.....	30
3.6.7. Överlikviditetshypotes.....	30
3.7. VÅRA HYPOTESER.....	31
4. EVENT-STUDY-METODEN	32
4.1 STRUKTUREN AV EN EVENT-STUDY-UNDERSÖKNING	33
4.2 MODELLER FÖR ATT MÄTA NORMAL AVKASTNING.....	34
4.2.1 Statistiska modeller.....	34
4.2.2 Ekonomiska modeller.....	35
4.3 ATT MÄTA OCH ANALYSERA ONORMAL AVKASTNING.....	36
4.4 TESTPROCEDUR.....	37
4.5 PROBLEM MED EVENT-STUDY-UNDERSÖKNINGAR	38
4.5.1. Problem med jämförelseindex.....	38

5. VÅR STUDIES UPPLÄGG	41
5.1. OLIKA METODVAL VID VÅR KVANTITATIVA EVENT-STUDY	41
5.1.1. Urvalskriterium.....	41
5.1.2. Val av tidsperiod.....	42
5.1.3. Val av estimeringsperiod.....	42
5.1.4. Händelsedefinition.....	42
5.1.5. Val av jämförelsemodell.....	43
5.1.6. Beräkning av avvikande avkastning.....	43
5.1.7. Val av testmetod.....	43
5.2. DEFINITIONER AV OLIKA VARIABLER	44
5.2.1. Sammanslagning eller fientligt uppköp	44
5.2.2. Strategiska motiv	44
5.2.3. Betalnings sätt	45
5.2.4. Värderingshypotes	45
5.2.5. Vinst per aktie hypotes.....	45
5.2.6. Storlekshypotes	45
5.3. VÅR STUDIES RELIABILITET.....	46
6. RESULTAT OCH ANALYS	48
6.1. BESKRIVNING AV UPPKÖPEN	48
6.1.1. Uppköpskaraktäristika.....	49
6.2. RESULTAT AV AVKASTNING TILL FÖLJD AV UPPKÖP.....	49
6.2.1. Analys av avkastning till följd av uppköp	51
6.3. RESULTAT OCH ANALYS AV SKILDA FAKTORERS PÅVERKAN.....	51
6.3.1. Betalningshypotes.....	52
6.3.2. Sammanslagning eller fientligt uppköp	53
6.3.3. Olika strategiska motiv	53
6.3.4. Värderingshypotes	54
6.3.5. Vinst per aktie hypotes.....	55
6.3.6. Storlekshypotes	56
7. SAMMANFATTNING OCH SLUTSATS	58
7.1. FÖRSLAG TILL FORTSATT STUDIER	59
KÄLLFÖRTECKNING	60

Bilaga 1: Karaktäristik över uppköp

1. Inledning

I kapitlet presenteras bakgrunden, problemet och syftet med uppsatsen. Därefter behandlas studiens avgränsningar. Kapitlet avslutas med en disposition över upplägget av vår studie.

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv kan genomföras utifrån en rad olika motiv. Nyligen förklarade företagsledningen för Telia att förvärvet av Sonera kommer att leda till en positiv utveckling för aktieägarna då betydande synergieffekter, främst i form av kostnadsbesparingar vid överlappande verksamheter, skapas. Därtill innebär sammanslagningen att Telia kan etablera sig på nya marknader. Börskursen reagerade dock negativt på beskedet vilket innebär att utifrån idag känd information är inte uppköpet fördelaktigt för Telias aktieägare.

Företagsförvärv är idag en mycket vanlig och betydelsefull företeelse på världens finansiella marknader. Globaliseringen tillsammans med avregleringar har lett till ökad konkurrens inom en rad branscher, genom vilket förvärv kan vara ett sätt att förbättra företagets konkurrenskraft.¹ Ett uppköpsbeslut är nämligen i grunden inte skilt från ett vanligt investeringsbeslut i det att investeringen endast skall genomföras om det genererar ett positivt nuvärde för företaget. Skillnaden är istället att beslutet är mycket mer mångfacetterat och för med sig konsekvenser på en rad plan, ofta för organisationen i sin helhet. Är då förvärv en bra strategi för företagets aktieägare på lång sikt och vilka faktorer är det som avgör om ett förvärv blir lyckat eller inte? Är det så att förvärvande företag genererar en avkastning som på lång sikt skiljer sig från den som marknaden förväntat sig?

1.2. Problemdiskussion

Företagsuppköp har varit ett hett diskuterat område inom finansiell ekonomi de senaste decennierna. Uppköpens effekter för ekonomin i allmänhet och för de finansiella marknaderna i synnerhet har stigit då både uppköpens frekvens och storlek ökat.² Forskarna har dock ännu inte kunnat enas kring den väsentliga frågan om uppköp

¹ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s. 103ff

² Grinblatt, M. & Titman, S. (2002) *Financial market and corporate strategy*, s.692

verkligen är en rationell investering. Är uppköp motiverade utifrån att betydande synergieffekter skapas eller är det rent av så att uppköp har en negativ effekt på företagets aktieutveckling? Resultaten av studier över uppköps effekter på aktiekursutvecklingen skiljer sig dessutom beroende på om effekten för det uppköpta eller det förvärvande företaget studeras samt om studien baseras på kort eller lång sikt. Det intressanta med det långsiktiga perspektivet är att det är möjligt att studera hur mycket av de uppskattade synergierna som realiseras i praktiken. En studie över lång sikt kan härmed ge en bättre bild av de sammantagna effekterna av uppköpet än en kortsiktig. I en kortsiktig studie kan endast marknadens reaktion ses som en uppskattning av de förväntade effekterna av sammanslagningen.

Samstämmiga forskningsresultat visar att uppköp gynnar det uppköpta företagets aktieägare, då dessa erhåller en premie för att sälja eller byta sina aktier.³ Hur uppköp påverkar det förvärvande företagets aktieägare är däremot mer omdiskuterat. Resultaten på kort sikt tyder mest på att uppköp inte påverkar företagets aktiekurs. På lång sikt däremot visar studier att uppköp ger en signifikant negativ avkastning för det uppköpande företaget.⁴ Dessa studier är nästintill uteslutande baserade på uppköp över företag listade på de amerikanska börserna. För svensk del har endast ett fåtal studier över den kortsiktiga effekten utförts och främst på 1980-talet.⁵ Den övergripande frågeställningen i denna uppsats är därför om uppköp på svenska börsen skall betraktas som en positiv investering på lång sikt. Vi avser således att genom vår undersökning fylla en lucka inom detta område.

Vidare visar skilda studier att olika faktorer kan ha stor betydelse för om uppköpet kommer att bli lyckat.⁶ Två faktorer som visat sig ha stor betydelse för huruvida aktiekursen utvecklas positivt är hur uppköpet finansieras och ifall det förvärvande företaget samarbetar med det uppköpta bolagets ledning i samband med förvärvet. Förklaringar till de stora skillnaderna kan bero på informationsasymmetrier eller intressekonflikter mellan ledning och aktieägare. Ett exempel på en intressekonflikt som kan drabba aktieägarna är uppköp som motiveras av imperiebyggande ambitioner hos ledningen istället för att grundas på rationella ekonomiska överväganden. Det är därför viktigt att undersöka vilka aspekter som kan påvisa ifall uppköpet blir lönsamt eller inte. Exempel på andra tänkbara faktorer som kan avspegla ifall köpet kommer att vara lönsamt är uppköpsparternas relativa storlek, hur högt det förvärvande företaget är värderat samt olika strategiska motiv bakom uppköpet.

³ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control* samt Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*

⁴ibid

⁵ Jonsson, T. (1995) *Value creation in mergers and acquisitions* samt Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*

⁶ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions* samt Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*

1.3. Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka ifall företag som gör uppköp genererar en avvikande avkastning för sina aktieägare på lång sikt och hur olika faktorer påverkar aktiekursens utveckling efter uppköp.

1.4. Avgränsningar

Vi har valt att studera hur uppköp påverkar det uppköpande företags aktieägare på lång sikt. Vi kommer därför inte att se på hur uppköpet påverkar det uppköpta bolagets aktiekurs. Den kortsiktiga påverkan på det uppköpande bolagets aktiekurs ingår endast som en del i den totala utvecklingen.

Undersökningen är begränsad till uppköp i vilka båda parterna är svenska bolag som vid uppköpstillfället var listade på Stockholmsbörsen. Konsolideringar/fusioner där båda företagen upphör att existera tas ej med i undersökningen. Undersökningen inkluderar endast uppköp mellan år 1992 och 1999.

1.5. Målgrupp

Uppsatsen riktar sig främst till studenter som har ett intresse i finansiering. Andra som också kan vara intresserade av uppsatsen är aktörer på de finansiella marknaderna som företagsledning, analytiker och investerare.

1.6. Disposition

- Kapitel 2 I kapitlet presenteras studiens övergripande metodval. Datamaterialet beskrivs och kritiserar. Slutligen bedöms det övergripande metodvalets reliabilitet och validitet.
- Kapitel 3 Den teoretiska referensram som ligger till grund för analysen presenteras i kapitlet. Därefter tas relevanta definitioner, motiv, trender och resultat som framkommit vid studier kring uppköp upp. Olika faktorer som kan påverka avkastningen beskrivs. Sist formuleras våra hypoteser.
- Kapitel 4 Kapitlet beskriver hur långsiktiga event-study-undersökningar kan genomföras. Avslutningsvis framförs kritik mot event-study-metoden.

- Kapitel 5 I kapitlet förklaras olika metodologiska och definitionsmissiga val som är relevanta för vår studie. Kapitlet avslutas med en diskussion kring vår statistiska metods reliabilitet.
- Kapitel 6 De empiriska resultaten av vår studie presenteras och analyseras i kapitlet. Först avseende den genomsnittliga avkastningen till följd av uppköp och sedan för olika faktorerers påverkan.
- Kapitel 7 I kapitlet sammanfattas och konkluderas studien.

2. Vetenskaplig metod

Kapitlet presenterar vårt övergripande metodval. Vidare beskrivs vårt vetenskapliga angreppssätt. Därefter presenteras och kritiseras vårt datamaterial. Slutligen bedöms det övergripande metodvalets reliabilitet och validitet.

Vid studiet av effekter till följd av uppköp på lång sikt finns en rad olika metodval. Det övergripande metodvalet står mellan en kvalitativ och kvantitativ metod. I grunden har dessa olika methodsystem ett gemensamt syfte; att ge en bättre förståelse för olika samhällsfenomen. Ingen metod kan sägas vara mer korrekt utan valet bör istället vara styrt av den metod som bäst kan belysa det valda problemområdet och uppsatsens syfte.⁷

2.1. Val av vetenskaplig förklaringsmodell

För vår del är valet av metod till att börja med styrt av hur värdet av ett uppköp skall mätas. Här finns en rad varianter. Ett sätt att mäta om uppköp är positivt för företaget är att studera de berörda företagen på djupet och utifrån såväl interna som externa redovisningssystem, eller genom intervjuer med företagsledningen, avgöra om uppköpet medfört ökad effektivitet. Vid denna upplägning blir följaktligen metodvalet av mer kvalitativ karaktär.⁸ Målsättningen är att skapa en helhetsbild av fenomenet uppköp och förståelse för på vilka specifika områden som synergier skapas. Ett tillvägagångssätt vid detta metodval är fallstudium av några specifika uppköp. Ett flertal studier med denna metodik har genomförts. Kritiker anser dock att dessa fallstudier inte lyckas generera några konkreta svar på frågan kring vilka faktorer som påverkar utgången av ett uppköp.⁹ Detta kan i sin tur bero på problem kring urskiljandet av vilka effekter som orsakas av uppköpet.

En annan kvalitativ metod är att studera hur resultatet utvecklas för det uppköpande bolaget, s.k. resultatstudier (performance studies). Ett problem med dessa är att det är svårt att uppskatta hur kassaflödena påverkas av uppköpet då det inte finns någon bra metod att uppskatta utvecklingen av dessa om uppköpet inte inträffat. Därtill kan det vara svårt att få tillgång till data från företagen, särskilt då dessa utvecklats negativt.¹⁰ Vidare går det inte att dra några generella slutsatser från resultaten. Värdet av dessa

⁷ Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, s. 76

⁸ Jonsson, T. (1995) *Value creation in mergers and acquisitions*, s. 5

⁹ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s. 118

¹⁰ Jonsson, T. (1995) *Value creation in mergers and acquisitions*, s. 6

studier är istället främst att de genom sin induktiva metod kan tjäna som grund för teoriutveckling kring uppköp och generera en rad nya insikter.¹¹

Utifrån vårt syfte med uppsatsen är vi inte primärt intresserade av det specifika i varje enskilt uppköp. Istället avser vi undersöka om uppköp utgör en god investering i genomsnitt samt om det finns vissa gemensamma drag som kan förklara om utfallet av uppköpet blir lyckat eller ej. Vi använder oss därför av en kvantitativ metod, vilken gör det möjligt att nå generella resultat. Mer konkret kommer en statistisk metod, en så kallad event-study-metod (händelsestudie) att användas, då denna metod utkristalliserat sig som den mest använda vid studiet av värdeförändringar till följd av uppköp. Vid denna metod baseras bedömningen av uppköpet på förändringar i företagets aktiekurs.¹² Aktieprisets utveckling kommer nämligen under antagandet om effektiva marknader att till fullo återspegla all relevant information¹³ om uppköpet under mätperioden. Vidare baseras en event-study-undersökning på att mäta skillnaden mellan den förväntade kursutvecklingen som skulle ha ägt rum om inte uppköpet inträffat och den aktuella kursutvecklingen på marknaden efter uppköpet. Den beroende variabeln vid undersökningen utgörs därför av skillnaden mellan förväntad och aktuell kursutveckling. Denna benämns avvikelseavkastning eller onormal avkastning och kriteriet för att ett uppköp skall bedömas som en positiv nuvärdesinvestering är att uppköpet genererar en positiv avvikelseavkastning. Trots att event-study-metoden fått ett stort genomslag finns det dock flera problem med denna metod.¹⁴

2.1.1. Vetenskapligt angreppssätt

Vidare finns det två olika vetenskapliga angreppssätt som delvis är knutna till det ovan beskrivna metodvalet. Ett deduktivt angreppssätt tar sin utgångspunkt i teorin och innebär att man utifrån existerande modeller och teoretiska förklaringar kring det undersökta fenomenet formulerar hypoteser som sedan testas och appliceras på verkligheten. Vid ett induktivt angreppssätt startar undersökningen istället i verkligheten och utifrån dessa observationer görs generaliseringar som sedermera bildar modeller och teorier.¹⁵ Då uppsatsens syfte är att finna olika faktorer som kan förklara om uppköpet blir lyckat kommer en rad hypoteser att testas. Angreppssättet i uppsatsen är deduktivt då redan befintliga teoretiska förklaringsmodeller styr inriktningen på undersökningen.

¹¹ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s. 118

¹² Jonsson, T. (1995) *Value creation in mergers and acquisitions*, s. 5

¹³ Campbell, J. & Lo, A, MacKinlay, C. (1997) *The econometrics of financial markets*, s. 20ff

¹⁴ Mer om detta vid beskrivningen av event-study-metoden i kapitel 4.

¹⁵ Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, s. 50ff

2.2. Primärdata

Primärdata utgörs av sammanställningar av rådata eller data från studier i vilka ingen tolkning eller ställning till materialet tagits. Denna datanivå är den mest centrala vid en empirisk undersökning då informationen ej påverkats av någon utomstående part.¹⁶

Vår primärdata består främst av dagliga aktie- och indexkurser för de undersökta bolagen samt jämförelseindex. Denna information är hämtad från Stockholmsbörsen samt från informationsföretaget Bloombergs databas. Primärdata har även inhämtats för att identifiera populationen och undersöka förekomsten av olika karaktäristika. Vi har här använt oss av data från Stockholmsbörsen samt prospekt och årsredovisningar från företagen. Årsredovisningar och prospekt karaktäriseras som primärdata då de återger den officiella positionen från företaget.

2.3. Sekundärdata

Sekundärdata består istället av tolkningar av primärdata och är redan bearbetad och summerad.¹⁷ Vi använder oss av sekundärdata i syfte att kartlägga dels olika teoretiska perspektiv kring uppköp och vad som skapar synergier och dels för att studera olika empiriska resultat som framkommit vid detta studium. Tidigare forskning som publicerats i form av vetenskapliga tidskrifter utgör den främsta källan för teorikapitlet. Vid vår sökning efter artiklar används olika databaser som EconLit, ABI/Inform, Social Citation Index och Lolita. För att klassificera företagen enligt våra hypoteser söks artiklar som beskriver uppköpen. Denna information hämtas via Affärsdata och består främst av artiklar från Dagens industri, Dagens Nyheter och Affärsvärlden. Litteratur och artiklar används även för att förklara olika metodologiska och statistiska överväganden vid utformningen av event-study-undersökningen.

2.4. Kritik mot primärdata

Stockholmsbörsen får bedömas som en mycket pålitlig källa vad gäller aktieinformation, eftersom de ansvarar för handeln på Stockholms fondbörs. Bloomberg är därtill ett etablerat informationsföretag.

¹⁶ Cooper, D. & Schindler, P. (2001) *Business research methods*, s. 260

¹⁷ *ibid* s. 260

2.5. Kritik mot sekundärdata

Vid all data där det skett en tolkning av datamaterialet måste hänsyn tas till att tolkningar och slutsatser kan spegla författarens värderingar. Ett kritiskt förhållningssätt är därför viktigt.¹⁸ Vi har valt att basera vårt teorikapitel på de artiklar som oftast varit refererade i ett flertal studier varigenom resultaten kan sägas ha vunnit acceptans bland dem som studerar uppköp och aktiemarknadens reaktion till följd av olika händelser. Vi har därtill främst använt oss av nyare artiklar eftersom utvecklingen av de statistiska metoderna gått snabbt.

2.6. Reliabilitet

Reliabiliteten (tillförlitligheten) i en undersökning syftar på huruvida metoden lyckas undvika systematiska eller slumpmässiga fel, d.v.s. att mätningarna är gjorda på ett korrekt sätt.¹⁹ En tillförlitlig undersökningsmetodik skall vidare vara robust, d.v.s. den skall fungera bra under såväl olika perioder som under skilda omständigheter. En undersökning av ett visst fenomen har därför hög pålitlighet om oberoende mätningar ger samstämmiga resultat. Resultatet skall inte bero på vem som utför studien eller på vilka enheter av populationen som studeras.²⁰

Vi anser att vårt kvantitativa metodval på ett bra sätt tillgodoser kravet på reliabilitet då användandet av event-study-metoden är väletablerad inom detta område. För vår studie är det dessutom viktigt att vi har tillgång till ett tillräckligt stort datamaterial så att slumpmässiga element kan uteslutas.²¹ För en mer ingående genomgång av reliabiliteten av vår statistiska metod se stycke 5.3.

2.7. Validitet

Validitet (giltighet) utgör det viktigaste kravet på ett mätinstrument och den ser till hur väl metoden lyckas mäta det man verkligen avser att mäta. Dessutom är kravet på att en studie skall vara pålitlig en nödvändig förutsättning för validitet,²² då tillförlitlig information inte i sig är användbar om den ej förmår svara på frågeställningen. Därtill uttrycker studiens validitet hur väl mätningen avspeglar sanna skillnader hos undersökningsenheterna.²³ Det är därför mycket viktigt att de olika variablerna

¹⁸ Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, s. 134ff

¹⁹ Cooper, D. & Schindler, P. (2001) *Business research methods*, s. 215

²⁰ Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, s. 163ff

²¹ För mer kritik mot metoden se vår beskrivning av event-study-metoden i kapitel 4.

²² Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, s.167

²³ Cooper, D. & Schindler, P. (2001) *Business Research Methods*, s. 217

verkligen uttalar sig om det man avser att mäta, d.v.s. att de har definitionsmässig validitet.²⁴

För vår studie är ett avgörande validitetskrav att aktieprisförändringar på ett korrekt sätt mäter värdeförändringar till följd av uppköp. Vi anser att detta styrks av att detta är den mest använda metoden för att bedöma uppköps eventuella värdeskapande effekter. Därtill är det viktigt att alla variabler är definierade så att de operationaliseras på ett korrekt sätt. För att öka validiteten av den teoretiska genomgången använder vi oss därför av artiklar ur välkända tidskrifter. Vid all bearbetning av sekundär data måste man dock komma ihåg att resultaten kan vara styrda av egna värderingar.

Vid vår undersökning av olika faktorerers påverkan på avkastningen använder vi oss i vissa fall av definitioner som skiljer sig från den gängse definitionen. Vi anser dock att de operationaliseras på ett korrekt sätt för att testa våra hypoteser.

En viktig punkt för giltigheten av vår uppsats är när ett uppköp skall betraktas som en positiv nuvärdesinvestering. Kriteriet för när ett uppköp skall bedömas som en positiv nuvärdesinvestering i vår uppsats är att uppköpet genererar en positiv avvikelseavkastning. En aktieutveckling som överensstämmer med den förväntade (och är normal) innebär dock att företaget levt upp till sitt investeringskrav. En normal avkastning vid uppköp kan således betraktas som en acceptabel avkastning utifrån företagets synpunkt. Denna aspekt är viktig att ha i åtanke.

²⁴ Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, s. 167

3. Teori

I kapitlet presenteras den teoretiska referensram som ligger till grund för vår analys över lönsamheten till följd av uppköp på lång sikt. Kapitlet inleds med definitioner av olika uppköpsformer. Sedan sker en genomgång av olika bakomliggande motiv till uppköp. Därefter beskrivs trender och resultat som framkommit vid studier av både svensk och internationell uppköpsaktivitet. Olika faktorer som kan påverka avkastningen till följd av uppköp beskrivs även. Slutligen formulerar vi de hypoteser som kommer att testas i den kvantitativa undersökningen.

3.1. Definition av uppköp

Den centrala formen av uppköp (takeover) i denna uppsats utgörs av när ett företag köper upp ett annat företag: målföretaget. Denna form av uppköp benämns företagsförvärv (acquisition). I denna uppsats kommer de båda begreppen förvärv och uppköp att användas synonymt för denna specifika form av uppköp. Uppköp är dock en bred och generell term som i sig endast uttrycker att kontrollen av ett företag övergår från en grupp av aktieägare till en annan.²⁵ Därför måste det påpekas att uppköp även kan ske på två andra sätt än via företagsförvärv. Det första sker när en grupp aktieägare, ofta ledda av en missnöjd före detta företagsledare,²⁶ samlar in fullmakter från övriga aktieägare och på så vis försöker få kontroll över styrelsen (proxy contests). Den andra formen innebär att en grupp av investerare köper upp hela aktiekapitalet i syfte att ta bort företaget från börsen (going private transactions).²⁷ Vanligtvis består investerarna av personer inom ledningsfunktionen i företaget, då det faktum att bolaget flyttas från börsen kan ge dem mer fria tyglar.

Vidare finns det fyra olika former av företagsförvärv. Ross, Westerfield och Jaffe erbjuder en indelning utifrån de grundläggande legala aspekter som ett företag kan använda sig av vid ett förvärv.²⁸

En fusion (consolidation) äger rum när två olika bolag går samman och startar ett nytt gemensamt bolag. Vid fusioner slås alla tillgångar och skulder för de olika bolagen samman. Vid denna förvärvsform är det inte viktigt att skilja mellan den förvärvande parten och den som förvärvas, utan de båda bolagen kan ses som två jämställda parter.

²⁵ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 818

²⁶ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s. 7

²⁷ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 818

²⁸ *ibid* s. 817ff

Vid en sammanslagning (merger) är det dock lätt att skilja mellan förvärvaren och det uppköpta företaget. I likhet med en fusion slås alla tillgångar och skulder ihop. Skillnaden är att efter sammanslagningen upphör det uppköpta bolaget att existera medan det förvärvande företaget behåller sitt namn och sin identitet. Vid en sammanslagning sker först förhandlingar mellan de båda bolagens ledningar. Därefter måste det uppköpta företagens styrelse godkänna förvärvet innan förslaget kan läggas fram för omröstning hos aktieägarna.²⁹ Båda företagens aktieägare måste dock godkänna förvärvet, oftast med två-tredjedelars majoritet. Förvärvaren måste därtill äga 90 % av aktierna innan tvångsinlösen av resterande aktier kan begäras.³⁰ Då förvärvet sker via förhandlingar mellan bolagen beskrivs denna förvärvsform ofta som ”vänlig”.³¹

Ett annat sätt att förvärva företag är genom att köpa målföretagets aktier (acquisition of stock). Det förvärvande företaget kan dock välja att bipassera ledningen för det uppköpta företaget och istället vända sig direkt med ett köperbudande till aktieägarna (tender offer). Detta kan göras genom ett offentligt erbjudande eller genom att var och en av aktieägarna informeras separat.³² Denna form av uppköp beskrivs som fientlig då det inte behöver tas ett beslut på bolagsstämman samt då ledningen för det förvärvande bolaget ej förhandlar med ledningen för det uppköpta företaget. Aktieägarna avgör själva om de vill sälja eller inte. Ofta kan en minoritet av aktieägarna motsätta sig förvärvet, varigenom ett uppköp av denna form kan bli en utdragen process. Denna form av uppköp kommer i uppsatsen att benämnas som fientlig.³³

Slutligen kan ett förvärv av tillgångar ske istället för aktier (acquisition of assets). Det förvärvande företaget kan som vid köp av aktier välja om de skall köpa hela företaget eller endast delar. Ett köp av hela företaget kräver ett formellt bifall från målföretagets aktieägare.

Därtill finns tre övergripande strategiska motiv bakom uppköp som är vanligt förekommande i uppköplitteraturen. Dessa utgörs av horisontella och vertikala förvärv samt av förvärv utförda med diversifieringsmotiv.³⁴ Ett sätt att beskriva dessa är utifrån Porters värdekedja.³⁵ Diversifieringsförvärv är förvärv som sker mellan två företag med olika värdekedjor, d.v.s. det uppköpta bolagets verksamhet ligger helt utanför förvärvarens kärnverksamhet. Vertikala förvärv är uppköp där det uppköpande företaget köper upp ett företag som befinner sig före eller efter i värdekedjan, d.v.s. en leverantör eller kund. Horisontella förvärv sker slutligen då företaget köper upp ett företag som är positionerade i samma led i värdekedjan, d.v.s. oftast en konkurrent.

²⁹ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s. 6

³⁰ Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*, s. 26

³¹ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s.1769

³² Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 817f

³³ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s.1769

³⁴ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 818

³⁵ Porter, M. (1985) *Competitive advantage*, s. 33ff

3.2. Uppköpsbeslutet

Den avgörande faktorn för att ett uppköp skall vara lyckosamt är att det genererar ett mervärde för företagets aktieägare. Likt en vanlig investering skall uppköpet endast genomföras om nuvärdet av investeringen är positivt. Ett vanligt investeringsbeslut sker alltid under osäkerhet varigenom det är en form av risktagande. Vid en investering i form av uppköp är osäkerheten ofta än större, dels då uppköp ofta är stora investeringar och dels då verksamheten påverkas på en rad plan till följd av att två företag slås ihop. Ett uppköp har effekter för såväl strategi, ekonomi, finansiering som organisation.³⁶

Uppköpsbeslutet påverkas följaktligen av företagsledningens inställning till risk. Ledningens preferenser avseende risk kan exempelvis påverkas av deras ersättningsform. Vid en på förhand bestämd lön vill företagsledningen oftast minska risken, exempelvis genom lägre belåning. När ersättningen är knuten till aktiekursutvecklingen är de istället mer riskbenägna.³⁷

Ett uppköp skall, som nämnts ovan, endast genomföras om det genererar ett ökat värde för aktieägarna. Därför är det intressant att studera de vinster som skapas vid förvärv. Dessa benämns synergier och innebär att det sammanslagna företaget genererar kassaflöden som överstiger nuvärdet av de båda bolagens marknadsvärde idag.³⁸ För att förvärvet skall vara värdehöjande för det förvärvande företagets aktieägare medför detta vidare att det pris man betalar över marknadsvärdet för företaget idag: premien, inte får överstiga nuvärdet av synergier.

$$\text{Värde av uppköp för förvärvande företag} = \text{nuvärde av synergier} - \text{premie}$$

Vid ett förvärv är det därför mycket viktigt att fastställa värdet av synergier innan premien erläggs. Den högsta premie som ett förvärvande företag skall vara beredd att betala vid uppköp är således lika med värdet av synergier.³⁹

3.3. Motiv till uppköp

Det vanligaste argumentet för rättfärdigandet av ett förvärv är, som nämnts ovan, att det skapar synergier på en rad olika plan.⁴⁰ Ravenscraft och Scherer visar dock att det finns fler motiv bakom uppköp och alla överensstämmer inte med ett vinstmaximerande beteende:⁴¹

³⁶ Klasson, R. (1990) *Coordination of action in mergers and acquisitions*

³⁷ Jensen, M. & Smith, C. (1986) *Stockholder, manager, and creditor interests: application of agency theory*, s. 103f

³⁸ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s. 24

³⁹ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 823ff

⁴⁰ Pichette, P. & Samek, R. (2001) *Timber*, s. 108

⁴¹ Ravenscraft, D. & Scherer, M. (1987) *Mergers, selloffs & economic efficiency*

1. Effektivitetsteorin: uppköp uppstår till följd av att det förbättrar det sammanslagna företags effektivitet till följd av kostnadsreduceringar via skalfördelar eller riskreducering.
2. Monopolteorin: uppköp motiveras istället av vinster till följd av högre priser vid ökad marknadskraft eller genom möjligheten att göra billigare inköp.
3. Undervärderingsteorin pekar på möjligheten till ökade vinster för uppköparen när denne värderar ett bolags förväntade vinster högre än vad nuvarande aktieägare gör.
4. Teorin om imperiebyggande: uppköp äger rum till följd av ledningens personliga preferenser såsom ökad prestige, makt, inkomst etc. istället för vinstmaximering.
5. Uppköp kan motiveras utifrån att skapa skattemässiga fördelar.
6. Bubbelteorin pekar på att företag övertygar investerare om värdet av uppköpet genom exempelvis bokföringsmanipulationer.

Nedan följer en utförligare redogörelse över olika motiv bakom uppköp varvid de flesta av ovanstående punkter grupperas in under synergieffekter. Några av teorierna kommer även att behandlas under vår teoretiska genomgång kring vilka faktorer som kan påverka utgången av ett uppköp.

3.3.1. Synergieffekter

De olika formerna av synergier kan grupperas i fyra huvudkategorier: ökade intäkter, kostnadsminimeringar, lägre skatter samt minskade kapitalkostnader.⁴²

Ökade intäkter

Förbättrad marknadsföring är ofta framfört som ett sätt att skapa extra vinster till följd av uppköp.⁴³ Vidare kan olika strategiska motiv ligga till grund för förhoppningar om ökade vinster då förvärv är ett snabbt sätt för företag att få tillgång till nya produkt- eller marknadsområden.⁴⁴ Därtill kan förvärv medföra tillgång till resurser eller kompetens som saknas inom det egna företaget eller som det tar för lång tid att utveckla. Ett förvärv kan således vara enda sättet att på ett snabbt sätt få tillgång till nya produktions- och distributionssystem eller specifik marknadskännedom. Vidare kan förvärv skapa framtida strategiska fördelar. Ett exempel är att förvärv av företag inom en bedömd framtidsbransch, vilket kan förbättra företags framtida konkurrenssituation.

En annan anledning som förts fram som orsak till förvärv är att uppköp kan skapa s.k. monopolvinster.⁴⁵ Anledningen är att uppköp, speciellt horisontella förvärv, skulle

⁴²Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 824ff

⁴³Pichette, P. & Samek, R. (2001) *Timber*, s. 108

⁴⁴Johnson, G. & Scholes, K. (1999) *Exploring corporate strategy*, s. 337

⁴⁵Röller, L-H. & Stennek, J. & Verboven, F. (2000) *Efficiency gains from mergers*, s. 12ff

minska konkurrensen på marknaden med högre priser som följd. Vid denna utveckling skulle dock alla resterande företag inom branschen också tjäna på en konsolidering. Undersökningar av detta fenomen har gjorts. Resultaten visar dock att uppköp ej skapar några monopolvinster, då priserna inte stiger samt att marknadsvärdet för företagen i samma bransch ej påverkas.⁴⁶ Därtill finns det nationell såväl som internationell konkurrenslagstiftning som förhindrar att en dominerande ställning på marknaderna skapas till följd av företagsförvärv.

Minskade kostnader

Kostnadsreduceringar är kanske den mest frekventa motiveringen till uppköp, särskilt vid sammanslagningar till följd av ökad konkurrens på marknaden.⁴⁷ Att slå ihop huvudkontor och ledningsfunktioner är ett exempel på ett snabbt sätt att realisera besparingar. Därtill kan kostnadsreduceringar på lite längre sikt skapas på ett flertal områden. Den snabbaste formen av rationaliseringsvinster uppstår när de sammanslagna företagen flyttar tillverkningsenheten till avdelningar som har större fysisk produktionskapacitet utan att förändra den gemensamma produktionen. Beskrivningen påminner vidare om definitionen av skalfördelar. Med skalfördelar avses att de gemensamma kostnaderna för produktionen sjunker samtidigt som produktionsvolymen stiger. Fördelarna kan uppstå genom att överlappande verksamheter tas bort; att gemensamma kostnader (overhead) sprids på fler enheter och att gemensamma komponenter används i en rad produkter. Dessa kostnadsreduceringar är dock inte enbart begränsade till tillverkningsavdelningar utan kan även uppstå inom marknads- och ekonomifunktioner. Besparingar kan även ske till följd av ökad specialisering. Ett viktigt påpekande är dock att dessa vinster endast kan skapas på längre sikt, då de förutsätter en sammanslagning av tillgångarna hos de olika bolagen.⁴⁸

Vinster till följd av minskande kostnader kan även skapas på andra plan. En sammanslagning av företag med olika karaktäristika och företagsspecifik kunskap kan leda till spridning av ny och kompletterande kunskap. Företagen kan exempelvis ha kompletterade patent som tillsammans förbättrar produktionsprocessen eller produktkvaliteten.⁴⁹

Ovanstående vinster härrör delvis ur förmågan att ta vara på personspecifika kunskaper inom de olika bolagen och sprida dessa till det ”nya” bolaget. På samma sätt som olikheter är en förutsättning för exempelvis innovationer kan olika företagskulturer leda till krockar som förhindrar dessa från att äga rum. Att sammanföra företag med annorlunda bakgrund och nischer kan därför vara problematiskt.⁵⁰

Skattefördelar

Skattefördelar kan äga rum på en rad plan vid sammanslagningar. Om företagen som slås ihop är olika konjunkturberoende eller utvecklas på skilda sätt i förhållande till

⁴⁶ Jensen, M. Ruback, S. *The market for corporate control*, s. 25f

⁴⁷ Johnson, G. & Scholes, K. (1999) *Exploring corporate strategy*, s. 337

⁴⁸ Røller, L-H. & Stennek, J. & Verboven, F. (2000), *Efficiency gains from mergers*, s. 14ff

⁴⁹ ibid s. 17

⁵⁰ Johnson, G. & Scholes, K. (1999) *Exploring corporate strategy*, s. 339

marknaden kan t.ex. skatten minskas genom att använda rörelseförluster från verksamheten. Därtill kan ett företag med överlikviditet – d.v.s. då inga andra värdehöjande projekt existerar - av skatteskal föredra uppköp istället för utdelningar till aktieägarna eller återköp av egna aktier.⁵¹

Skarp kritik har framförts mot att skatteskal är ett bra motiv till uppköp. För det första bygger vinsterna från minskade skatter till viss del på diversifieringseffekter, vilket i sig inte är någon bra anledning till uppköp.⁵² Därtill har företag med överlikviditet rent empiriskt genomfört sämre uppköp än andra.⁵³

Minskade kapitalkostnader

En annan aspekt av monopolteorin är att vissa fördelar kan vara beroende av företagets storlek. Ett större företag skapar ökad makt gentemot företagets kravställare varigenom företaget exempelvis kan göra billigare inköp. Kostnadsbesparingar kan även äga rum på kapitalmarknaden, då den tillgängliga informationen kring ett större bolag kan öka till följd av stigande intresse hos investerare och analytiker. Ökad informationsmängd medför i allmänhet ökad efterfrågan på företagets aktier.⁵⁴ Kostnaden för kapitalanskaffning kan således minska. Det är även billigare att inbringa kapital via lån eller nyemission för stora bolag än för små bolag.

Därtill kan ett förvärv leda till att företaget ökar sin optimala skuldsättningsgrad, då skatteskolden från ökad belåning ej motsvaras av ökad finansiell risk i bolaget till följd av en viss diversifieringseffekt vid uppköp.⁵⁵

3.3.2. Teorin kring imperiebyggande

Ledningen för det förvärvande företaget kan därtill drivas av motiv som inte överensstämmer med aktieägarnas om att maximera företagets värde. Ett exempel på denna agentkonflikt är att ledningens personliga mål mer överensstämmer med storleksmaximering än vinstmaximering, då makt, prestige, karriärmöjligheter och ökad inkomst ofta likställs med att leda ett stort företag. Expansion via förvärv kan vara ett sätt att tillfredställa dessa personliga mål på aktieägarnas bekostnad.⁵⁶

3.4. Vilka trender kan iakttas vid förvärv?

Hur har uppköpsens karaktär utvecklats? Finns det trender inom uppköp? Är uppköp koncentrerade till vissa branscher? Nedan beskrivs utmärkande drag för både svensk och internationell uppköpsaktivitet.

⁵¹ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 827f

⁵² *ibid* s.834f

⁵³ Harford, J. (1995) *Corporate reserves and acquisitions*, s. 1969

⁵⁴ Pichette, P. & Samek, R. (2001) *Timber*, s. 108

⁵⁵ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 828

⁵⁶ Ravenscraft, D. & Scherer, M. (1987) *Mergers, selloffs & economic efficiency*

3.4.1. Internationell utveckling

Andrade, Mitchell och Stafford visar att uppköp skett i tre olika vågor sedan 1960-talet med toppar i slutet av 1960-talet, mitten på 1980-talet och återigen i slutet på 1990-talet. Karaktären har dessutom skilt sig mellan perioderna. Under 1980-talet skedde mycket stora uppköp, dock färre än under 1960-talet. På 1990-talet har dock både antalet och omfånget varit mycket stort.⁵⁷

De bakomliggande drivkrafterna och motiven har vidare skilt sig åt mellan decennierna. Under 1960-talet var uppköpen till stor del en följd av en rådande diversifieringsstrategi, i vilken företagen skulle minska sin företagsspecifika risk genom att bredda sin verksamhet. Under senare decennier är istället uppköpsparterna verksamma inom samma bransch, och uppköpen är främst av horisontell karaktär. Uppköp är dock inte koncentrerade till vissa specifika branscher utan istället kan uppköpsvågor inom olika branscher iakttas vid skilda tidpunkter. En förklaring till detta fenomen är att förvärven kan vara svar på industrispecifika chocker som drabbar olika branscher vid skilda tidpunkter. Konsolidering och marknadsbreddning öppnar sig då som strategiska inslag för att förbättra konkurrensförmågan. Exempel på sådana chocker är teknologiska innovationer, som skapar överkapacitet, eller utbudshocker, exempelvis de båda oljekriserna, ökad internationell konkurrens samt olika former av avregleringar. Avregleringar har just under senare tid förts fram som en förklaring till 1990-talets uppköpsvåg, då dessa skapar nya investeringsmöjligheter genom att vissa legala hinder för sammanslagningar tas bort. Detta kan förklara varför uppköp varit frekvent förekommande inom bank-, media- och telekommunikationssektorn under 1990-talet.⁵⁸

Därtill kan några övriga utvecklingstendenser vid förvärv iakttas. Förvärv via betalning med aktier är vanligare även om antalet förvärv med kontant betalning stigit något under senare tid. Vidare har de fientliga uppköpen minskat i antal och det är vanligare att uppgörelser görs mellan företagsledningarna.⁵⁹

3.4.2. Svensk utveckling

En trend på den svenska uppköpsmarknaden under 1990-talet är att antalet diversifieringsförvärv minskat. Istället är den rådande strategin att fokusera på kärnverksamheten. Följaktligen har antalet horisontella och vertikala förvärv ökat.⁶⁰ Denna tendens kunde redan i mitten på 1970-talet observeras i USA.

Holmén finner vidare att den typiske förvärvaren mellan 1980 och 1995 antingen är ett etablerat industri- eller investmentbolag. Därtill är det ett flertal företag som genomfört en rad förvärv och härigenom kan sägas ha en uttalad förvärvsstrategi. De två mest aktiva förvärvarna under tidsperioden är Volvo och Skandia. Volvo är dock i sin tur ett

⁵⁷ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s.103ff

⁵⁸ ibid s.103ff

⁵⁹ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s.1779ff

⁶⁰ Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*, s.19ff

av de tydligaste exemplen på ett företag som mot slutet av perioden beslutat sig för ovanstående strategiomläggning.⁶¹

Det är mycket ovanligt att det sker budgivning mellan flera företag vid uppköp. Därtill är det sällsynt att det förvärvande företaget tvingas höja sitt bud, då konsekvensen av 90 % regeln gör att alla stora aktieägare redan accepterat villkoren före det slutgiltiga offentliga erbjudandet till övriga aktieägare. Holmén menar här att även det koncentrerade svenska ägandet har betydelse. Slutligen finner Holmén inget exempel på ett fientligt uppköp på den svenska marknaden under den studerade tidsperioden.⁶²

3.5. Avkastningsutveckling till följd av uppköp

Den centrala frågan för uppsatsen är huruvida uppköp verkligen skapar värde för det uppköpande bolagets aktieägare. För att besvara denna fråga är det intressant att studera hur värdet av synergier distribueras mellan det förvärvande företags aktieägare och målbolagets på kort sikt. Är det så att alla vinster tillfaller aktieägarna i det uppköpta bolaget och i så fall varför? För att bedöma den sammantagna effekten av uppköp är det dock nödvändigt att även studera den långsiktiga utvecklingen till följd av uppköp.

3.5.1 Vem tjänar på uppköp på kort sikt?

Det har genomförts en rad kortsiktiga studier över aktiekursförändringar till följd av uppköp, både gällande det förvärvande företaget och målföretaget. Vid dessa event-study-undersökningar startar mätningarna i regel precis före tillkännagivandet av uppköpsbudet och slutar inom en månad efter, eller så studeras en något längre period från flera dagar före tillkännagivandet till och med sammanslagningsdagen.⁶³ Vid dessa studier uppskattas avvikelseavkastningen kring tidpunkten för tillkännagivandet, då denna utgör en värdering av de ekonomiska effekterna till följd av förvärvet.⁶⁴ Det gemensamma för dessa studier är att de bygger på antagandet att priserna anpassas mycket snabbt till de troliga effektivitetsvinsterna av ett uppköp.⁶⁵ Utifrån hypotesen om effektiva marknader kommer all ny offentlig information att mycket snabbt avspeglar sig i priset på aktien varigenom de förväntade vinsterna eller förlusterna avspeglar sig i aktiepriset.

Effekterna för målbolaget

Ruback och Jensen erbjuder en sammanställning över 13 stycken kortsiktiga event-study-undersökningar genomförda över både sammanslagningar och fientliga uppköp

⁶¹ Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*, s. 19ff

⁶² *ibid* s. 25ff

⁶³ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s. 9ff samt Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s. 109

⁶⁴ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s. 9

⁶⁵ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s. 1765

på den amerikanska marknaden (*se figur 3.1.*). Resultaten är samstämmiga och visar att det uppköpta företags värde stiger markant vid båda fallen och de erbjuder en premie som är betydligt över det rådande aktiepriset. Att ett uppköp är en lyckosam affär för målbolagets aktieägare styrks även av att studier utförda på den amerikanska marknaden funnit att aktieägarna ej röstat emot ett enda sammanslagningsförslag.⁶⁶ Liknande resultat finner även Andrade *et al* i deras senare sammanställning över en rad kortsiktiga studier. Vid en kortare studie på tre dagar runt tillkännagivandet är avvikelseavkastningen 16 % och vid en längre mätperiod ca 24 %. Nedan följer en sammanställning över resultaten för målbolagets aktieägare på kort sikt.⁶⁷

Onormal avkastning för målbolaget på kort sikt				
Författare/mätperiod	1958-1981	1973-1979	1980-1989	1990-1998
Jensen och Ruback	29.90%			
Andrade, Mitchell och Stafford		24.80%	23.90%	23.30%

Fig. 3.1. Onormal avkastning för målbolaget på kort sikt. Källa: Jensen, Ruback, *The market for corporate control* samt Andrade, Mitchell, Stafford, *New evidence and perspectives on mergers*.

Avkastning för det förvärvande företaget på kort sikt

Vid de studier som genomförts över börsreaktion på kort sikt vid uppköp för det förvärvande företags del är det inte lika enkelt att avgöra om aktieägarna verkligen gynnas. Forskarna kan idag inte ge ett klart svar, då resultaten överlag inte är statistiskt säkerställda.⁶⁸ Vid Ruback och Jensens sammanställning ger dock fientliga uppköp en något ökad signifikant avkastning på i genomsnitt 3,8 %. Vid sammanslagningar är avkastningsutvecklingen i de flesta fall ej signifikant skild från noll (*se figur 3.2.*). Ruback och Jensen anser ändå att det mesta pekar på att förvärven är värdehöjande, då osäkra resultat kan bero på svårigheter att mäta dessa effekter.⁶⁹ Andrade, Mitchell och Staffords sammanställning påvisar istället en liten negativ avkastning, men resultaten är inte statistiskt säkerställda. De anser dock att det förvärvande företags aktieägare inte är några förlorare i uppköp på kort sikt, men det är långt ifrån så stora vinnare som målföretaget och i vissa fall är det nästan frågan om en subvention från det förvärvande företags sida.⁷⁰ Holmén lyckas ej heller - i sin undersökning av uppköp gjorda på den svenska marknaden mellan 1980 och 1995 - påvisa någon signifikant effekt på avkastningen till följd av uppköp.⁷¹

⁶⁶ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s. 1782

⁶⁷ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s.110

⁶⁸ *ibid* s.109ff

⁶⁹ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s. 22

⁷⁰ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s. 109ff

⁷¹ Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stockmarket introductions*, s. 39ff

Onormal avkastning för det förvärvande företaget på kort sikt					
Författare/mätperiod	1958-1981	1973-1979	1980-1989	1990-1998	1980-1995
Jensen och Ruback	3.81%				
Andrade, Mitchell och Stafford		-0.30%	-0.40%	-1.00%	
Holmén					0.54%

Fig.3.2. Onormal avkastning för de förvärvande företagen på kort sikt. Källa Jensen, Ruback, *The market for corporate control* och Andrade, Mitchell, Stafford, *New evidence and perspectives on mergers* samt Holmén, *Essays on corporate acquisitions and stockmarket introductions*.

3.5.2. Avkastning för det förvärvande bolaget på lång sikt

Värdet av de kortsiktiga studierna bygger på antagandet att marknaden vid tillkännagivandet av uppköpet har tillräckligt mycket information för att bedöma det framtida värdet av förvärvet. Tidigare ansågs att börsreaktionen kring tillfället för tillkännagivandet av uppköpet tillfullo innehöll all information kring uppköpet och att börsreaktionen var korrekt. Ett flertal studier på lång sikt, i vilka utvecklingen varit negativ på tre till fem års sikt har dock ifrågasatt värdet av dessa kortsiktiga event-study-undersökningar samt lett till frågan om uppköp verkligen är värdehöjande på lång sikt för det förvärvande företagens aktieägare.⁷²

Mitchell och Stafford genomför en undersökning av avkastningsutvecklingen till följd av 2 193 uppköp på den amerikanska marknaden över en treårsperiod mellan 1973 och 1998 (*se figur 3.3.*). De utesluter företag som under mätperioden genomför ett nytt uppköp varvid effekten av det första uppköpet inte kan säkerställas. Mätperioden för den onormala avkastningen startar vid tillkännagivandedagen och den långsiktiga förväntade avkastningen uppskattas över en period fram till en månad före tillkännagivandet. De använder sig vidare av en avancerad statistisk metod som de anser är robust mot ett flertal statistiska problem.⁷³

Loughran och Vjih studerar å sin sida 947 uppköp på tre olika listor på amerikanska börsen över perioden 1970 -1989. De använder istället sammanslagningsdagen, definierad som den dag då det uppköpta företaget avregistreras från börsen, som start för mätningen av den onormala avkastningen. Den långsiktiga utvecklingen mäts sedan över en femårsperiod. Följden blir att testet är både ett test av värdeutvecklingen till följd av uppköp samt ett test av marknadseffektiviteten. En negativ avvikelsetavkastning under perioden säger således att marknaden initialt överskattat förvärvets värdeskapande effekter. Därtill innebär det att företagen utvecklas sämre än andra jämförbara företag. Det senare resultatet är extra intressant för syftet med vår uppsats. I studien mäts den onormala avkastningen som skillnaden mellan den femåriga avkastningen för de förvärvande företagen och matchande företag, där hänsyn tagits till företagets storlek och bokförda värden i förhållande till marknadsvärden. För att uppskatta den förväntade långsiktiga utvecklingen görs en regression över

⁷² Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s.112

⁷³ ibid s. 112 Mer om deras metod under vår beskrivning av event-study metoden i kapitel 4.

aktieutvecklingen över ett år före uppköpet för förvärvaren och dess matchande företag.⁷⁴

Resultaten av båda dessa studier ger en negativ avkastning till följd av uppköp på lång sikt.

Onormal avkastning för det förvärvande företaget på lång sikt		
Författare/mätperiod	1970-1989	1961-1993
Loughran och Vijh	-6.50%	
Andrade, Mitchell och Stafford		-5.00%

Fig.3.3. Onormal avkastning för det förvärvande företaget på lång sikt. Källa: Loughran, Vijh, *Do long term shareholders benefit from corporate acquisitions*, samt Andrade, Mitchell, Stafford, *New evidence and perspectives on mergers*.

3.5.3. Problem vid mätandet av det förvärvande bolagets avkastning

För det förvärvande företags del är det svårare att fastställa uppköpets effekter på aktiekursen än vad fallet är för målbolaget. Aktiekursförändringar till följd av uppköp avspeglar skillnader i förväntningar och i vissa fall kan marknaden redan hysa förväntningar om uppköp, varigenom dessa redan är inkorporerade i aktiepriset. Detta är exempelvis fallet då bolaget har en uttalad förvärvsstrategi och det studerade uppköpet ingår som en del i denna. Därför kan aktiekursförändringen till följd av tillkännagivandet av uppköpet inte sägas utgöra värdet av hela uppköpet utan endast det specifikt nya i uppköpet som inte är förväntat av marknaden. För att mäta hela värdet av förvärvet måste aktiekurspåverkan vid tillkännagivandet av förvärvsstrategin tas med. Schipper och Thompson finner exempelvis att tillkännagivandet av en förvärvsstrategi leder till en signifikant ökning av aktiekursen.⁷⁵ Att specificera hur stor del av denna ökning som tillkommer de olika förvärven låter sig dock inte göras. Härav kan det vid dessa mätningar ske en underskattning av värdet av förvärvet för det uppköpande bolagets aktieägare.⁷⁶

Det är också av intresse att undersöka om aktiekursutvecklingen påverkas beroende på vilken ordningsföljd som uppköpet sker i förvärvsstrategin. Jensen och Ruback hänvisar till Asquith, Burner och Millis som argumenterar för att det första uppköpet i en uttalad strategi skulle ge större effekter på aktiekursen än senare. De undersöker 156 bolag som genomfört minst fyra uppköp och finner att dessa överlag är värdehöjande. Deras studie ger dock inget stöd för att tidiga uppköp skulle återspegla värdet av förvärvsstrategin mer än senare.⁷⁷

⁷⁴ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*

⁷⁵ Schipper, K. & Thompson, R. (1983) *Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms*, s.109ff

⁷⁶ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s.18ff

⁷⁷ *ibid* s.19

En mindre påverkan på aktiekursen för det förvärvande bolaget än för målföretaget kan även bero på att det uppköpande företaget i regel är större. Följden blir att de vinster som skapas vid sammanslagningen kommer att ha en relativt mindre påverkan på det förvärvande företaget, även om vinsterna delas lika mellan båda parter.

Resultaten vid studier över effekterna av uppköp visar även att mätningar som endast ser till den kortsiktiga effekten direkt efter uppköpet ger en mindre överavkastning än om händelsedagen sätts före tillkännagivandet. En del av överavkastningen sker således redan före tillkännagivandet och en mätning från denna dag inkluderar därför inte hela värdeförändringen.⁷⁸ Resultatet går emot hypotesen om effektiva marknader och innebär att exempelvis insiders gör vinster på information innan den når allmänheten.

3.6. Olika faktorerers påverkan på avkastningen vid uppköp

Olika studier identifierar skilda förklaringar eller hypoteser till varför vissa uppköp är mer lönsamma än andra. De mest förekommande uppdelningarna är gjorda utifrån om uppköpet utgörs av en sammanslagning eller om det kan karaktäriseras som fientligt, om det betalas med aktier eller med kontanter samt utifrån den relativa storleken på uppköpsparterna. I litteraturen förekommer även andra tänkbara faktorer. Många av skälen härstammar antingen ur informationsasymmetrier mellan ledningen för det uppköpande företaget och marknaden eller ur agentproblem som uppstår när företagsledningen inte följer aktieägarnas intressen. Ett exempel på ett agentproblem som kan uppstå är imperiebyggande ambitioner hos företagsledningen.

3.6.1. Betalningshypotes

Ifall ledningen för ett företag är bättre informerad än marknaden om hur företaget kommer att prestera på lång sikt kan det påverka betalningssättet. Företaget tenderar att betala uppköpet med egna aktier, då de anser att företagets aktier är övervärderade. Företag som istället betalat förvärvet med kontanter är lägre värderat och skall ha en mer positiv utveckling. Betalningsmedelshypotesen säger således att på lång sikt kommer den onormala avkastningen för företag som gör uppköp finansierade med egna aktier att vara lägre än för de som betalar med kontanter. Ifall marknaden är effektiv kommer den dock att inse att företaget betalar med aktier på grund av att ledningen tycker att företaget är övervärderat. Därför fungerar ledningens strategi endast då marknaden underskattar över- eller undervärderingen av det uppköpande företaget.⁷⁹

Det kan även vara så att företagsledningar innan uppköp som finansieras med aktier använder sig av bokföringsmanipulationer för att driva upp aktiekursen och på så vis köpa upp bolaget billigare. Ifall detta är sant borde aktiekursen för det uppköpande

⁷⁸ Jensen, M. & Ruback, S. (1983) *The market for corporate control*, s. 14

⁷⁹ Rau, P. & Vermaelen, T. (1998) *Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firm*, s. 226

bolaget gå ner efter uppköpet.⁸⁰ Heron och Lie finner dock i sin studie inte några bevis för att ledningen vid uppköp finansierade med aktier skulle manipulera med bokföringen före uppköpet. De framhåller istället att det kan vara skillnader i kapitalstruktur som resulterar i att uppköp finansierade med aktier ger sämre avkastning. Deras studie visar nämligen att skuldsättningsgraden ökar mer drastiskt när ett uppköp finansieras med kontanter än vid uppköp som finansieras med aktier, vilket i sin tur skulle kunna förklara skillnaderna i avkastning på grund av ökad risk.⁸¹ Detta stämmer med Lewellens åsikt om att skillnaden i kostnad för kapital kan förklara en stor del av avvikelseavkastningen efter uppköp.⁸²

Mitchell och Stafford finner, i överensstämmelse med ovanstående hypotes, att på tre års sikt ger uppköp finansierade med aktier en onormal negativ avkastning på 9 % medan köp finansierade med kontanter ger en onormal negativ avkastning på 1,4 % (se figur 3.4.).⁸³ Loughran och Vijh får liknande resultat i sin studie. På fem års sikt ger företag som finansierar köpet med aktier en onormal negativ avkastning på ca 24 % medan uppköp finansierade med kontanter ger en positiv avkastning på 18,5 %.⁸⁴

Onormal avkastning på lång sikt beroende på betalningssätt		
Författare/betalningssätt	Aktier	Kontant
Loughran och Vijh (5 år)	-24,2 %	18,5 %
Mitchell och Stafford (3 år)	-9 %	-1,4 %

Fig. 3.4. Onormal avkastning för det uppköpande bolaget med hänsyn till betalningssätt. Källa: Loughran, Vijh, *Do long term shareholders benefit from corporate acquisitions* samt Stafford, Mitchell, *Managerial decision and long term stock price performance*.

En annan faktor som kan förklara varför uppköp finansierade med aktier ger sämre avkastning än kontantuppköp är att vid uppköp finansierade med aktier ger företaget ut nya aktier, vilket kan liknas vid en nyemission. Reaktionen på marknaden vid nyemissioner är i regel negativa och aktiekursen sjunker.⁸⁵

3.6.2. Sammanslagning eller fientligt uppköp

En ofta använd uppdelning av uppköp är ifall det utgörs av en sammanslagning (merger) eller är fientligt (tender offer). Vid fientliga förvärv motsätter sig alltid målbolagets ledning uppköpet. Därför kan fientliga förvärv indikera att förvärvaren har större förhoppningar om att realisera synergier. Enligt Martin och McConnell ersätts också oftare det uppköpta bolagets ledning vid fientliga förvärv än vid sammanslagningar. Detta tyder på att det uppköpande bolaget vid fientliga förvärv

⁸⁰ Heron, R. & Lie, E. (2002) *Operating performance and the method of payment in takeovers*, s. 138

⁸¹ ibid s. 153f

⁸² Lewellen, W. (1971) *A Pure financial rationale for the conglomerate merger*, s. 533

⁸³ Mitchell, M. & Stafford, E. (2000) *Managerial decision and long term stock price performance*, s. 319

⁸⁴ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s. 1774

⁸⁵ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s.111

försöker skapa värde genom att ersätta den gamla ledningen. Vid sammanslagningar finns däremot det potentiella värdet främst i de synergier som skapas genom att kombinera två verksamheter. Enligt denna hypotes skall uppköp som klassificeras som fientliga således ge högre avkastning än uppköp som sker via sammanslagningar⁸⁶. Loughran och Vijhs resultat överensstämmer med denna hypotes. Sammanslagningar ger en onormal negativ avkastning på 15,9 % och fientliga ger en onormal positiv avkastning på 43 %⁸⁷.

Martin och McConnell kommer även fram till att uppköp i vilka ledningen för det uppköpande bolaget ersätts är vanligare när det uppköpta företaget presterat sämre än sina konkurrenter och i de fall ledningen inte ersätts har företaget presterat lika bra. Alltså bestämmer sig det uppköpande företaget för att ersätta den gamla ledningen utifrån hur bra målbolaget presterat före uppköpet. Risken att bli uppköpt borde därför ha en disciplinerande roll på företagsledningar i allmänhet. Martin och McConnell finner dock inte någon skillnad i avkastning för de uppköpande företag som ersätter ledningen för målbolaget eller ej.⁸⁸

Ifall flera företag är intresserade av att köpa upp ett och samma bolag och de olika företagen lägger flera bud efter varandra kommer detta leda till att priset på målbolaget stiger. Det företag som till slut köper upp bolaget har då betalt en högre premie än vad som var tänkt från början och eventuellt betalt mer än vad som är ekonomiskt försvarbart. Paralleller kan dras till teorin: vinnarens förbannelse, som hävdar att köparen vid budgivning betalar ett för högt pris.⁸⁹

En ofta förekommande uppfattning är att antal uppköpsbud hänger samman med om uppköpet syftar till att ersätta ledningen för det uppköpta företaget eller inte. Enligt denna uppfattning skulle många fler företag kunna göra uppköp motiverade av att ersätta ledningen istället för att skapa synergier. Emot detta talar att det uppköpta företagets ledning måste ersättas av personer som har specifika bransch- och teknikkunskaper och dessa finns främst inom företag som kan utnyttja synergier. Martin och McConnell finner inte heller någon skillnad i hur många bud som sker mellan de två typerna av uppköp.⁹⁰

Enligt Gosh och Lie finns det däremot en korrelation mellan betalningsätt och ifall uppköpet är fientligt eller inte. Kontant betalning är mer vanligt vid fientliga uppköp medan sammanslagningar oftast finansieras med aktier, vilket skulle kunna förklara en del av den onormalt höga avkastningen vid fientliga uppköp.⁹¹

⁸⁶ Martin, K. J. & McConnell, J. J. (1991) *Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*, s. 671

⁸⁷ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s. 1773ff

⁸⁸ Martin, K. J. & McConnell, J. J. (1991) *Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*, s. 672f

⁸⁹ Brealy, R. & Nyborg, K. (2000) *Välj rätt metod för nyemission*, s. 144f

⁹⁰ Martin, K. J. & McConnell, J. J. (1991) *Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*, s. 685

⁹¹ Gosh, A. & Lee, C-W. (2000) *Abnormal returns and expected managerial performance of target firms*, s. 42

3.6.3 Strategiska motiv till uppköpet

Det strategiska motivet bakom uppköp ska enligt denna hypotes avgöra uppköpets lönsamhet. Det finns dock flera strategiska motiv vid uppköp och olika författare delar upp dessa på skilda vis.

Holmén tar i sin avhandling upp för- och nackdelar med diversifiering. En diversifieringsstrategi är lönsam om det existerar företagsledare som är särskilt skickliga på att koordinera olika verksamheter och utnyttja synergier mellan företag. En annan effekt är att kostnaderna förknippade med finansiell kris kan minska vid denna strategi. Lägre risk möjliggör högre belåningsgrad och därför också större skattesköld. Nackdelarna med diversifiering härstammar bl.a. ur agentproblem mellan den centrala ledningen och ansvariga för olika divisioner, då dessa kan medföra att det sker överinvesteringar i affärsområden med dåliga framtidsutsikter. En ytterligare nackdel är att det är svårt att få inblick i företagets hela verksamhet.⁹² Den främsta kritiken som riktats mot en diversifieringsstrategi är att företag kan diversifiera bort den företagsspecifika risken men inte den gemensamma, som är lika för alla företag. Det är dock mer effektivt om den enskilde investeraren diversifierar bort den företagsspecifika risken genom placeringar i flera företag än att det sker via sammanslagningar.⁹³ Den gängse uppfattningen är därför att horisontella och vertikala uppköp skall generera högre avkastning än uppköp som sker utifrån diversifieringsmotiv.⁹⁴

Walker gör i sin studie en mycket noggrann strategisk uppdelning och klassificerar uppköpen utifrån företagets strävan efter antingen geografisk expansion, utökad produktlinje, ökad marknadsandel, vertikal integration, diversifiering utan överlappning, samt diversifiering med överlappning. Han finner att fem dagar runt tillkännagivandet av uppköpet ger alla strategiska motiv en normal avkastning förutom diversifieringsuppköp med överlappning som ger en negativ avkastning på 3.35 %.⁹⁵

Bieshaar, Knight och van Wassenauer delar istället upp förvärv i de uppköp som syftar till att expandera företaget geografiskt, att konsolidera befintliga marknader eller i att transformera företaget. Transformerande uppköp syftar till att fokusera på nya affärsområden. De hävdar vidare att de två första kategorierna borde medföra större synergier än uppköp som transformerar företaget, då liknade tillgångar vid dessa fall kombineras. En förklaring är att även om uppköp som transformerar företaget genererar synergier, så är det svårare att kommunicera dessa till aktiemarknaden. De finner att på kort sikt ger expansiva uppköp en överavkastning på 1.1 % medan transformativa uppköp ger en underavkastning på 5.3 %.⁹⁶

⁹² Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*, s. 19ff

⁹³ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2001) *Corporate finance*, s. 834f

⁹⁴ Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*, s. 20f samt Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 384f samt Bieshaar, H. & Knight, J. & van Wassenauer, V. (2001) *Deals that create value*, s. 70f

⁹⁵ Walker, M. (2000) *Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth*, s. 55ff

⁹⁶ Bieshaar, H. & Knight, J. & van Wassenauer, V. (2001) *Deals that create value*, s. 66ff

3.6.4. Värderingshypotes (performance extrapolation hypothesis)

Enligt denna hypotes skall uppköpande företag med högt bokfört värde i förhållande till marknadsvärde (BE/ME),⁹⁷ så kallade värdeföretag (value firms) ge bättre avkastning än uppköp gjorda av företag med lågt bokfört värde i förhållande till marknadsvärde, så kallade glamourföretag (glamour firms). Anledningen till detta kan vara flera. Andrade *et al* hänvisar till Lakonisky, Shleifer och Vishny som anser att det beror på att marknaden övervärderar det uppköpande företaget genom att dra slutsatser utifrån historiska resultat.⁹⁸

Rau och Vermalen ger ytterligare en förklaring till varför värdeföretag ger bättre avkastning. Det är mer sannolikt att företagsledningar i företag med lågt BE/ME (glamourföretag) övervärderar sin egen förmåga att hantera ett uppköp och kan således råka ut för hybris. Glamourföretag är också företag som historiskt visat upp hög vinst- och omsättningstillväxt samt vars aktiekurs stigit snabbt. Detta kan även medföra att ledningen ökar tilltron till sin egen förmåga att fatta rätt beslut. Intressenter som t.ex. styrelse och stora aktieägare är också i sådana företag mer benägna att lita på företagsledningen och godkänna deras planer. Å andra sidan är intressenter i företag där företagsledningen hittills visat upp dåliga resultat, de med högt BE/ME (värdeföretag), mer försiktiga innan de godkänner förslag som kan påverka företagets överlevnadsförmåga. Eftersom dessa uppköp inte är motiverade på grund av hybris borde de istället skapa värde.⁹⁹

Värderingshypotesen antar också att marknaden endast gradvis omvärderar kvalitén på det uppköpande företaget när resultaten av uppköpet efterhand framgår. Detta skulle innebära att på kort sikt, d.v.s. runt tillkännagivandet av uppköpet, ska aktiekursen för glamourfirmor gå bättre än normalt medan på lång sikt ska det motsatta förhållandet gälla. För värdeföretag ska uppköpet tvärtom på kort sikt ge en onormal negativ avkastning och på lång sikt ska avkastningen vara positiv.¹⁰⁰

På kort sikt finner Servaes att glamourfirmornas aktiekurs ökar mer än värdeföretagens.¹⁰¹ Detta är i linje med övervärderingshypotesen. Ifall hypotesen stämmer skall också glamourföretags aktiekurs utvecklas mer onormalt negativt än värdeföretags på lång sikt. Rau och Vermaelen finner i sin studie belägg för detta. Deras resultat visar att glamourföretag under tre år efter uppköpet ger en onormal negativ avkastning på 22 % medan värdeföretag har en onormal positiv avkastning på 17 % (*se figur 3.5.*).¹⁰² Mitchell och Stafford får samstämmiga resultat. De finner att på

⁹⁷ Book equity to market equity ratio

⁹⁸ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s.113

⁹⁹ Rau, P. & Vermalen, T. (1998) Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firm, s. 225f

¹⁰⁰ Rau, P. & Vermalen, T. (1998) Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firm, s. 226

¹⁰¹ Servaes, H., (1991) Tobins Q and the gains from takeovers, s. 418

¹⁰² Rau, P. & Vermalen, T. (1998) Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firm, s. 241

tre år ger glamourföretag en onormal negativ avkastning på 6.5 % medan värdeföretag ger en negativ avkastning på endast 2.9 %.¹⁰³

Onormal avkastning på lång sikt beroende på typ av företag		
Författare/typ av företag	Glamourföretag	Värdeföretag
Rau och Vermaelen (3 år)	-22 %	17 %
Mitchell och Stafford (3 år)	- 6,5 %	-2,9 %

Fig. 3.5. Onormal avkastning på lång sikt beroende på om det uppköpande företaget kan klassificeras som glamourföretag eller som värdeföretag. Källa: Rau, Vermalen, Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firm samt Andrade, Mitchell, Stafford, New evidence and perspectives on mergers.

3.6.5. Vinst per aktie hypotes

Ett annat motiv till uppköp är att det uppköpande företaget vill få en snabb vinstökning utan att motivera denna utifrån ett skapande av synergier. Motivet är ingen bra anledning till förvärv.

Vid uppköp där målbolaget har högre vinst per aktie (approximerat med lågt P/E-tal) och uppköpet finansieras med aktier kommer uppköpet således att öka det uppköpande företagens vinst per aktie. Uppköpet kan därför gynna det uppköpande bolaget. Ifall marknaden inte är smart så fortsätter den att handla det nya bolaget till samma P/E-tal som före uppköpet och det förvärvande företagens aktiekurs stiger mer än motiverat. Om denna värdering är korrekt skulle det sammanslagna bolaget ha samma tillväxtpotential som det förvärvande bolaget före uppköpet, (d.v.s. ett bevarande av det gamla P/E-talet). Det är inte fallet under antagandena vid denna hypotes. Marknaden borde istället inse att det förvärvande bolaget efter uppköpet skall handlas till ett lägre P/E-tal än innan, då förvärvet inte skapar något ytterligare värde. De båda P/E-talen uttrycker nämligen den mest relevanta värderingen av företagets tillväxtpotentialer. Den nya höga värderingen av företaget kan dock inte vara för evigt utan till slut kommer marknaden att inse sitt misstag och värdera ner företaget.¹⁰⁴

Ledningar tycker också ofta att det är lättare att motivera ett uppköp som resulterar i att vinsten per aktie ökar. Därför är kanske ledningen beredd att betala ett överpris vid förvärv som medför att vinsten per aktie ökar. Enligt vinst per aktie hypotesen skall alltså ett uppköp där målbolaget har lägre P/E-tal än det förvärvande företaget ge sämre avkastning än andra uppköp. Rau och Vermalen kan dock inte styrka denna hypotes. De finner inte något samband mellan P/E-tal och det uppköpande företagens utveckling vid förvärv.¹⁰⁵

¹⁰³ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New Evidence and Perspectives on Mergers*, s. 114

¹⁰⁴ Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, s. 833f

¹⁰⁵ Rau, P. & Vermaelen, T. (1998) *Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firm*, s. 226ff

3.6.6. Storlekshypotes

Enligt storlekshypotesen ska ett förvärv i vilket det uppköpta företaget är relativt stort i förhållande till förvärvaren ge bättre avkastning än vid uppköp där målbolaget är litet i förhållande till förvärvaren. Loughran och Vijh anser att det beror på att det är lättare att realisera kostnadsfördelar när det uppköpta företaget är stort i förhållande till förvärvaren. Det som talar emot denna effekt är att det vid dessa förvärv kan vara större problem med att integrera de båda företagens verksamheter.¹⁰⁶

Loughran och Vijh finner inget entydigt samband mellan relativ storlek och avkastning vid varken kontant betalning eller vid en mix av aktier och kontanter. Vid betalning med aktier finner de däremot en negativ avkastning på 47,4 % (översta kvartilen målbolag/förvärvare), medan medelvärdet vid detta betalningssätt är -24,2 %.¹⁰⁷ Vidare finner Loderer och Martin, vid sin kortsiktiga studie på den amerikanska marknaden, inte heller något samband mellan företagets relativa storlek och avkastningsutvecklingen efter uppköp.¹⁰⁸

3.6.7. Överlikviditetshypotes

En god likviditet i företag kan innebära fördelar för aktieägarna eftersom det minskar problemet med underinvestering. Kassareserven är värdefull när de internt genererade medlen inte räcker till för att utnyttja de investeringsmöjligheter som finns. Problemet är istället att många företag tenderar att bygga upp betydligt större kassareserver än vad som behövs för att möta de förväntade finansiella behoven. Aktieägarna skulle tjäna på att dessa extra pengar delades ut. Ledningen för företaget kan dock ha andra preferenser och agentproblem uppstår. Ifall ledningen har imperiebyggande preferenser kan de fatta beslut om uppköp som inte ökar aktieägarnas värde.

En annan anledning till att likviditetsstarka företag kan göra sämre investeringar än andra företag är att investeringen inte kräver extern finansiering och därför kommer inte investeringsplanen att kontrolleras lika ingående av kapitalmarknaden. Överlikviditetshypotesen säger alltså att företag med stor kassa gör sämre uppköp än andra företag.

Harford finner i sin studie belägg för överlikviditetshypotesen. Företag med stor kassa är mer benägna att göra uppköp än andra företag och de gör i genomsnitt sämre investeringar. Han undersöker dels den onormala avkastningen vid tillkännagivandet och dels vinsten för företaget under en fyraårsperiod efter uppköpet. Enligt hans studie medför en ökning av kassan med en procent i förhållande till tillgångarna att aktiekursen vid tillkännagivandet av uppköpet sjunker med 0,21 procentenheter.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Bieshaar, H. & Knight, J. & van Wassenae, V. (2001) *Deals that create value*, s. 72

¹⁰⁷ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s. 88ff

¹⁰⁸ Loderer, C. & Martin, K. (1992) *Postacquisition performance of acquiring firms*, s. 73

¹⁰⁹ Harford, J. (1999) *Corporate reserves and acquisitions*, s. 1982ff

3.7. Våra hypoteser

Det primära syftet med vår uppsats är att studera om företag som genomför uppköp genererar en avkastning som på lång sikt skiljer sig från den förväntade. Den förväntade utvecklingen benämns vidare som normal. Vår första hypotes formuleras enligt följande:

Hypotes 1: Företagsförvärv ger en avkastning som inte är normal.

Vi avser vidare att även undersöka hur olika variabler påverkar avkastningen på lång sikt till följd av uppköp. Vi har valt att undersöka följande hypoteser:

Hypotes 2: Förvärv som betalas med aktier ger sämre avkastning än andra förvärv.

Hypotes 3: Fientliga förvärv ger bättre avkastning än sammanslagningar.

Hypotes 4: Förvärv utförda med diversifieringsmotiv ger sämre avkastning än förvärv utförda med andra strategiska motiv.

Hypotes 5: Förvärv gjorda av högt värderade företag ger sämre avkastning än andra förvärv.

Hypotes 6: Företag som gör förvärv där målbolaget har ett relativt lägre P/E-tal än det förvärvande företaget ger sämre avkastning än andra förvärv.

Hypotes 7: Förvärv där målbolaget är relativt stort i förhållande till förvärvaren ger bättre avkastning än andra förvärv.

Vi kommer inte att studera överlikviditetshypotesen, då denna ej varit möjlig att genomföra på grund av bristfällig datatillgång.

4. Event-study-metoden

Kapitlet beskriver hur långsiktiga event-study-undersökningar kan genomföras. Vi behandlar särskilt betydelsen av val av jämförelseindex och förklarar hur den onormala avkastningen beräknas samt testas. Avslutningsvis framförs även kritik mot event-study-metoden.

Event-study-metoden är idag standard för att analysera effekten av olika händelser på aktiekursen. Metoden har framförallt använts inom redovisning, finansiering och nationalekonomi för att undersöka hur aktiekursen påverkas av skilda händelser som uppköp, förändringar i redovisningsregler, redovisning av kvartalsrapporter, nyemission, och tillkännagivandet av makroekonomiska variabler som t.ex. bytesbalansen. För att mäta effekten av en händelse används i de flesta tillämpningar priset på en tillgång, oftast aktiepriset. Användbarheten av metoden vid korta studier bygger på att marknaden är effektiv och att en händelses ekonomiska betydelse återspeglas direkt i aktiepriset. Metoden har främst använts till två ändamål: dels för att studera hypotesen att marknaden återspeglar all tillgänglig information och dels att med hjälp av marknadshypotesen studera effekterna för aktieägarna av olika händelser.¹¹⁰

Det var Fama, Fisher, Jensen och Roll som i sin klassiska undersökning från 1969 introducerade event-study-metoden i den form som den används idag, men användandet går längre tillbaka i tiden än så.¹¹¹ Redan 1933 presenterade Dolley sin undersökning där han studerade hur en aktiesplit påverkar aktiekursen. Metoden har kontinuerligt förbättrats för att hantera problem med de statistiska antagandena och för att hantera mer specificerade hypoteser. Vid studier på lång sikt har den s.k. buy-and-hold strategin utvecklats till den mest använda metoden. Buy-and-hold strategin innebär att man mäter den genomsnittliga långsiktiga avkastningen genom att investera i ett företag som genomför en ”händelse” och att sedan sälja aktien vid en viss slutperiod jämfört med en jämförbar strategi i vilken man investerat i övrigt lika företag för vilka händelsen inte inträffar. BHAR¹¹² är sedan skillnaden mellan urvalsgruppen och jämförelseindex.¹¹³

¹¹⁰ Binder, J. (1998) *The event study methodology since 1969*, s. 111

¹¹¹ Vår beskrivning av event-study-metoden är baserad på Campbell, J. & Lo, A. & MacKinlay, C. (1997) *The econometrics of financial markets*, kapitel 4. När andra källor använts markeras det i fotnoter.

¹¹² Buy and Hold Abnormal Return

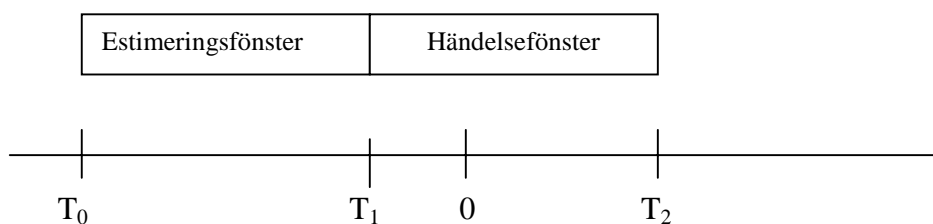
¹¹³ Barber, B. & Lyon, J. (1997) *Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics*, s. 369

4.1 Strukturen av en event-study-undersökning

Även om det inte finns någon unik struktur för en event-study-undersökning kan den med fördel delas in i 6 olika steg.

1. *Händelsedefiniering.* Det första steget i en event-study-undersökning är att definiera vad som utgör händelsen och under vilken tid som aktiekursen för det involverade företaget ska studeras till följd av denna, det s.k. händelsefönstret. Det är tillåtet att utöka händelsefönstret så att det blir större än den specifika tiden som ska studeras, vilket tillåter undersökningar av tidpunkter runtomkring händelsen. Vid t.ex. undersökningar av aktiekursens reaktion på kvartalsrapporter kan händelsefönstret utvidgas före tidpunkten för offentliggörandet av rapporten. Detta förfarande medför att man kan undersöka ifall aktiemarknaden har nåtts av information innan den officiellt blev offentliggjord.

I figur 4.1. visas en schematisk bild över de olika tidsepokerna.



Figur 4.1. Tidslinjen för en event-study-undersökning

Tidpunkten för händelsen är tidpunkten 0. T_1 är tidpunkten när mätningen startar och T_2 är tidpunkten när mätningen avslutas. Estimeringsfönstret som är tiden mellan T_0 och T_1 används för att uppskatta den förväntade avkastningen. Händelsefönstret används för att bestämma den faktiska avkastningen under mätperioden.

2. *Urvalskriterium.* Det är nödvändigt att bestämma vilka företag som ska vara med i studien. Restriktioner kan finnas kring vilka företag som ska vara med beroende på exempelvis datatillgång eller företagets branschtillhörighet.

3. *Normal och onormal avkastning.* För att beräkna händelsens effekt måste den onormala avkastningen beräknas. Den onormala avkastningen definieras som skillnaden mellan den faktiska avkastningen till följd av uppköpet och normalavkastningen (den förväntade aktieutvecklingen) eller den avkastning som aktien skulle ha haft ifall händelsen inte inträffat. Avvikelseavkastningen (abnormal return) definieras för varje företag som:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}] \quad (1)$$

där $E[R_{it}]$ är en den förväntade avkastningen för aktie i vid tidpunkten t , och R_{it} är avkastningen för företag i vid tidpunkten t . R_{it} beräknas som skillnaden i pris under perioden delad med priset vid periodens början. De två vanligaste metoderna för att uppskatta den förväntade avkastningen $E[R_{it}]$ är marknadsmodellen och medelvärdesmodellen.

4. *Uppskattningsprocedur.* Efter det att modellen för normalavkastning bestämts måste parametrarna i modellen uppskattas. Parametrarna uppskattas med hjälp av data insamlad under estimeringsfönstret. Det vanligaste är att använda tiden före händelsefönstret som estimeringsfönster.

5 *Testprocedur.* När parametrarna för den normala avkastningen uppskattats kan den onormala avkastningen beräknas. För att göra det måste tekniken för att summera företagens onormala avkastning bestämmas. Här ingår att formulera nollhypotesen och testa om den onormala avkastningen är signifikant.

6 *Empiriska resultat och slutsatser.* Det sista steget består av att presentera det empiriska materialet samt att utvärdera reliabiliteten och dra slutsatser av resultaten. Reliabiliteten kan t.ex. vara låg på grund av studier med för få observationer, då resultatet kan påverkas kraftigt av några få företag.

4.2 Modeller för att mäta normal avkastning

För att mäta den normala avkastningen kan flera olika modeller användas. De kan delas in i två kategorier: statistiska och ekonomiska modeller. Statistiska modeller grundar sig på statistiska uppskattningar av hur tillgången beter sig utan att ta hänsyn till ekonomiska argument. Ekonomiska modeller utgår istället från uppskattningar om hur investerare beter sig. I praktiken är det däremot nödvändigt att även vid användandet av ekonomiska modeller komplettera med statistiska antaganden. Den potentiella fördelen med ekonomiska modeller är att de kan förbättra precisionen hos de rent statistiska modellerna.

4.2.1 Statistiska modeller

De finns främst tre statistiska modeller: medelvärdesmodellen, marknadsmodellen och indexmodellen. De statistiska metoderna förutsätter att tillgångarnas avkastning är normalfördelad, oberoende och identiskt fördelade över tiden.

Medelvärdesmetoden

Medelvärdesmetoden är antagligen den enklaste av metoderna och utgår från att avkastningen kommer att vara densamma som den var innan händelsen. Normalavkastningen definieras som medelvärdet av avkastningen under estimeringsfönstret.

Marknadsmodellen

Den mest förekommande modellen är enligt Armitage marknadsmodellen.¹¹⁴ Den relaterar en akties avkastning till marknadsportföljen. Aktiens relation till marknadsportföljen bestäms vidare genom en OLS (Ordinary Least Square) regression och denna relation tillsammans med marknadsavkastningen används för att skatta normalavkastningen för aktien. En en-faktor regression för aktie i ges av:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

där R_{it} är periodens avkastning för aktie i och R_{mt} är periodens marknadsavkastning. α_i , β_i är parametrar i marknadsmodellen och ε_{it} är en felterm. Vid praktiska tillämpningar väljer man breda index, t.ex. generalindex.

Indexmodellen

En variant av marknadsmodellen är indexmodellen, där man antar att aktien följer olika index istället för att följa marknadsportföljen. Olika varianter av modellen har använts, exempelvis branschindex eller kombinationer av branschindex och marknadsindex.

4.2.2 Ekonomiska modeller

Ekonomiska modeller kombinerar statistiska data med hur investerarna beter sig för att bättre försöka förutsäga hur aktiekurserna kommer att utvecklas. De vanligaste är CAPM och APT-modellen.

CAPM

Lintner och Sharpe utvecklade CAPM-modellen som bygger på att avkastningen för en tillgång är en linjär funktion av tillgångens korrelation med marknadsportföljen. CAPM var vanlig vid event-study-undersökningar under 1970-talet men efter det har kritik mot metoden framkommit och den används inte så mycket längre.

¹¹⁴ Armitage, S. (1995) *Event study methods and evidence on their performance*, s. 27

APT-modellen

APT-modellen är en utveckling av CAPM som gjordes av Ross och är mer generell än CAPM då den utgår från att den förväntade avkastningen för en given tillgång inte bara beror på en faktor utan av flera.

Fama-Frenchs trefaktormodell

Fama och French har utvecklat en APT-modell som blivit den mest använda modellen vid event-study-undersökningar. Istället för att enbart använda β som estimator för den förväntade aktiekursutvecklingen använder de en trefaktormodell. De anser att en marknadsfaktor, en storleksfaktor och en värderingsfaktor bättre kan uppskatta den normala aktieutvecklingen. Modellen används genom att skatta parametrarna i följande formel i en regressionsanalys:

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

där

R_{it} är aktiens avkastning för företag i

R_{ft} är avkastningen för en tremånaders statsskuldväxel

R_{mt} är avkastningen för ett värdeviktat marknadsindex

SMB_t är avkastningen för en värdeviktad portfölj med små företag minus avkastningen för en värdeviktad portfölj med stora företag

HML_t är avkastningen för en värdeviktad portfölj med höga BE/ME¹¹⁵ företag minus avkastningen för en värdeviktad portfölj med låga BE/ME företag

ε_{it} är regressionens felterm.

Regressionen ger en uppskattning av parametrarna α_i , β_i , s_i och h_i . I denna regression är interceptet α_i mest intressant. Ett positivt värde på termen indikerar att företagets aktie har haft en högre avkastning än förväntat när hänsyn tagits till företagets storlek, marknadsutveckling och företagets värdering.¹¹⁶

4.3 Att mäta och analysera onormal avkastning

För att mäta den onormala avkastningen finns två olika metoder: CAR (cumulated abnormal return) och BHAR (buy-and-hold abnormal return). Vid användandet av CAR beräknas först den onormala avkastningen, AR_{it} , enligt ekvation 1. För att sedan beräkna CAR måste de enskilda onormala avkastningarna över tiden summeras enligt:

$$CAR = \sum_{t=1}^{\tau} AR_{it} \quad (4)$$

¹¹⁵ Book equity to market equity ratio

¹¹⁶ Fama, E. & French, K. (1993) *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, s. 35

BHAR beräknas istället enligt:

$$BHAR = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + E(R_{it})] \quad (5)$$

där $E[R_{it}]$ är den förväntade avkastningen för aktie i vid tidpunkten t , τ antalet perioder som summeras och R_{it} är avkastningen för företag i vid tidpunkten t . Den viktigaste skillnaden mellan CAR och BHAR är att vid BHAR fås samma resultat oberoende av hur många tidsintervaller som studeras medan att vid CAR förändras värdet. Detta beror på att CAR inte tar hänsyn till tidigare kursförändringar. BHAR används därför vid långsiktiga studier eftersom den bättre lyckas fånga den långsiktige investerarens beteende.¹¹⁷

För att kunna dra några slutsatser om vad händelsen har för effekt måste den onormala avkastningen för olika företag summeras. För att göra det antar vi att det inte finns någon korrelation mellan avvikelseavkastningen för de olika aktierna. Detta kommer att vara fallet så länge som händelsefönstren inte överlappar eller ifall företagen inte tillhör samma bransch.¹¹⁸ För att summera över olika företag används \overline{BHAR} som beräknas enligt följande:

$$\overline{BHAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_i \quad (6)$$

där N är antalet företag.¹¹⁹

4.4 Testprocedur

Vilken testmetod som används för att testa hypoteserna beror på datakaraktäristiken. Det finns två kategorier av test; parametriska metoder och ickeparametriska metoder. Parametriska metoder används då mätvariablerna är normalfördelade eller då stickproven är stora. När så inte är fallet används icke-parametriska metoder som inte har lika stränga krav på hur fördelningen ser ut, men har lägre effektivitet och styrka än motsvarande parametriska test.¹²⁰

Eftersom det inte är möjligt att använda standardavvikelsen för olika tidsserier för att testa BHAR, hävdar Barber och Lyon att det mest effektiva testet istället är att använda ett t-test enligt:

¹¹⁷ Barber, B. & Lyon, J. (1997) *Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics*, s. 344

¹¹⁸ Campbell, J. & Lo, A. & MacKinlay, C. (1997) *The econometrics of financial markets*, s. 161

¹¹⁹ Barber, B. & Lyon, J. (1997) *Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics*, s. 358

¹²⁰ Körner, S. & Wahlgren, L. (2000) *Statistisk dataanalys*, s. 202

$$t_{BHAR} = \frac{\overline{BHAR}}{\sigma(BHAR)/\sqrt{n}} \quad (7)$$

där \overline{BHAR} är medelvärdet av stickprovet, $\sigma(\overline{BHAR})$ är standardavvikelsen och n är antalet observationer.¹²¹

Ett alternativ är att använda ett teckentest, som utgår ifrån tecknet på den onormala avkastningen. Testet kräver att den onormala avkastningen är oberoende för de olika företagen och att det är lika sannolikt att få en positiv onormal avkastning som att få en negativ onormal avkastning. Testfunktionens värde beräknas enligt

$$J = \left[\frac{N^+}{N} - 0,5 \right] \frac{N^{1/2}}{0,5} \sim N(0,1) \quad (8)$$

där N^+ är antalet observationer som har positiv onormal avkastning och N är antalet observationer. H_0 förkastas ifall $j > \Phi^{-1}(\alpha)$ där α är signifikansnivån.¹²²

4.5 Problem med event-study-undersökningar

Det finns en rad problem som är förknippade med att mäta avvikelseavkastningen på lång sikt. Det övergripande problemet kan uttryckas som att om det är svårt att fastställa den långsiktiga förväntade utvecklingen, så är det även problematiskt att klargöra huruvida avvikelseavkastning ägt rum. Därtill blir den underliggande modellen mer betydelsefull då mätningen görs på lång sikt.¹²³ Det finns även andra problem med metoden som rör antagandena om att fördelningen är normalfördelad samt händelsernas inbördes oberoende.

4.5.1. Problem med jämförelseindex

Flera olika studier har genomförts för att testa vilket jämförelseindex som presterar bäst under olika förhållanden. Armitage ger i sin artikel en sammanfattning av flera olika studier. Han refererar bland annat till Brown och Warner som i sin studie finner att indexmodellen och marknadsmodellen ger lika bra resultat medan medelvärdesmodellen ger liknande resultat förutom då händelsedagen är densamma för två företag. Slutsatsen från deras studie är att det inte finns något belägg för att mer avancerade metoder ger bättre resultat än enkla enfaktormodeller. Detta resultat styrks av Dyckman *et al* som finner att marknadsmodellen presterar bättre än både indexmodellen och medelvärdesmodellen men att skillnaden inte verkar vara viktig.

¹²¹ Barber, B. & Lyon, J. (1997) *Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics*, s. 358

¹²² Campbell, J. & Lo, A. & MacKinlay, C. (1997) *The econometrics of financial markets*, s. 172

¹²³ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s. 113

Armitage finner själv att de olika modellerna ger ungefär samma resultat och att marknadsmodellen är mest tillförlitlig eftersom den alltid är minst lika effektiv som det bästa alternativet. Vid användandet av marknadsmodellen eller av indexmodellen verkar det inte ha betydelse ifall ett värdeviktat index eller likaviktade index används som jämförelseindex. Armitage hänvisar också till Thomson som hävdar att det inte gör någon skillnad ifall markandsindex, branschindex eller en kombination av dessa används.¹²⁴

Armitages artikel är dock skriven innan Fama-French metoden blev erkänd. Till följd av att Fama och French visade att β fungerar allt sämre som estimator för den förväntade aktieutvecklingen¹²⁵ har de senaste studierna på lång sikt över effekterna av uppköp istället använt förfinade varianter av Fama och Frenchs modell. Mitchell och Stafford hävdar exempelvis att nästan alla studier på sista tiden använt sig av någon form av Fama-French modell.¹²⁶

Vid dessa studier konstrueras indexet vanligtvis med 25 olika portföljer indelade efter storlek och BE/ME. Vidare ändras jämförelseportföljen om något av företagens karaktäristika ändras till följd av uppköpet. Detta gäller både för jämförelseföretagen och det uppköpande företaget.

BHAR- metoden har både förespråkare och kritiker inom forskarvärlden. Debatten grundas främst på om denna mätmetod överensstämmer med investerarnas faktiska beteende. Barber och Lyon menar att detta är fallet då den avspeglar just de långsiktiga investerarnas erfarenheter.¹²⁷ Fama menar dock att det är bättre att vikta om portföljen månadsvis.¹²⁸

Effektiva marknader

Andrade, Mitchell och Stafford menar att mycket av prisanomalierna vid händelsestudier är rotade i vilken förklaringsmodell man använder sig av och hur den förväntade avkastningen uppskattas.¹²⁹ Det är till att börja med viktigt att peka på implikationerna om antagandet om effektiva marknader beroende på vilken mätperiod studien avser. Antagandet om effektiva marknader innebär att aktiepriset till fullo inkorporerar all relevant information som finns tillgänglig på marknaden. Det innebär att aktiepriset på kort sikt direkt efter tillkännagivandet av uppköpsplanerna skall återspegla värdet av förvärvet. Avvikelseavkastning på kort sikt innehåller härav information om uppköpets värdeskapande effekt. Flera empiriska resultat har dock lett till ett ifrågasättande av den effektiva marknadshypotesen. Ett exempel som går emot

¹²⁴ Armitage, S. (1995) *Event study methods and evidence on their performance*, s. 31

¹²⁵ Fama, E. & French, K. (1993) *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, s. 54

¹²⁶ Mitchell, M. & Stafford, E. (2000) *Managerial decisions and long-term stock price performance*, s. 292

¹²⁷ Barber, B. & Lyon, J. (1997) *Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics*, s. 170

¹²⁸ Fama, E. (1998) *Market efficiency, long-term returns, and behavioural finance* samt Mitchell, M. & Stafford, E. (2000) *Managerial decisions and long-term stock price performance*, s. 288

¹²⁹ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New evidence and perspectives on mergers*, s. 113

denna hypotes är resultat från långsiktiga mätningar från och med sammanslagningsdagen vid uppköp.¹³⁰ En avvikande avkastning vid detta fall skall nämligen inte vara möjlig givet att marknaden är effektiv och värderar uppköpet vid tillkännagivandet korrekt. Förekomsten av en onormal avkastning på lång sikt ställer således frågan om marknaden verkligen kan värdera effekterna av uppköpet. Följden av detta blir att relevansen av kortsiktiga studier över uppköp är beroende på just effektiviteten hos marknaden.¹³¹

Normalitetsvillkoret

Ett annat problem med event-study-metodens statistiska signifikans är antagandet om att tillgångarnas avkastning är normalfördelad. Tester har dock visat att fördelningen har en positiv skevhet varigenom signifikanstest utförda från denna approximation ej ger helt korrekta resultat. För att komma till rätta med detta problem används en speciell statistisk teknik, så kallad bootstrapping. Denna innebär förenklat att man beräknar en helt ny empirisk fördelning utifrån företag med samma ekonomiska karaktäristika.¹³²

Problem med händelsernas oberoende

Det största problemet med BHAR-metoden är dock att den antar att avvikelseavkastningen mellan företag är oberoende. Studiet över uppköpsaktivitet på senare tid har dock visat att uppköp sker mer inom vissa industrier varigenom dessa ej helt och hållet kan ses som oberoende händelser. Detta kan leda till att uppköpen har en inbördes positiv korrelation, varigenom resultaten kan bli överskattade.¹³³

Problem avseende den statistiska signifikansen går i olika riktningar. Desto större urvalsgrupp ju mindre är problemet med normalitetsvillkoret. Antagandet om händelsernas inbördes oberoende är dock ett mindre problem vid mindre studier. Mitchell och Stafford finner att den sistnämnda effekten har större betydelse än normalitetsvillkoret.¹³⁴

¹³⁰ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions* s. 1782

¹³¹ För att få med effekterna av eventuell insiderhandel mäter vi dock några dagar före tillkännagivande dagen.

¹³² Mitchell, M. & Stafford, E. (2000) *Managerial decisions and long-term stock price performance*, s. 298

¹³³ *ibid* s. 304f

¹³⁴ *ibid* s. 307ff

5. Vår studies upplägg

I kapitlet förklaras olika metodologiska och definitionsmässiga val som är relevanta för vår studie. Kapitlet avslutas med en diskussion kring vår studies reliabilitet.

5.1. Olika metodval vid vår kvantitativa event-study

Nedan beskrivs olika val som görs i vår studie. Syftet är dels att förklara på vilket sätt företagen valts ut samt att specificera vissa statistiska tillvägagångssätt som har betydelse för vår studie.

5.1.1. Urvalskriterium

Information över uppköp genomförda på svenska marknaden mellan 1992 och 1999 har hämtats från Stockholmsbörsen samt från årsstatistik över uppköp publicerad i Delphi Economics. De viktigaste kriterierna vid vår urvalsprocess är att både det förvärvande och det uppköpta företaget var listat på Stockholms fondbörs vid tidpunkten för förvärvet samt att bolaget finns kvar på börsen tre år efter förvärvet. Följande kriterier skall vara uppfyllda:

- Båda företagen skall vara listade på A-, O- eller OTC listan vid tidpunkten för tillkännagivandet.
- Uppköpet måste gå igenom och det uppköpta bolaget får inte finnas kvar på börsen ett och ett halvt år efter att budet blev offentliggjort.
- Det måste finnas tillgänglig information över balansomslutning och P/E-tal för båda företagen före uppköpets tillkännagivande.
- Det uppköpande företaget måste finnas kvar på börsen tre år efter förvärvet varigenom fusioner/konsolideringar ej studeras.
- Ifall ett företag gör ett nytt uppköp inom tre år efter det första uppköpet studeras endast det senare uppköpet.
- Det uppköpta bolaget får ej avyttras eller återsättas på börsen inom en treårsperiod efter anbudsdatum.¹³⁵

Vid flera uppköp inom tre år studeras, som nämnts ovan, det senaste förvärvet. Ett tidigare förvärv som åtföljs av ett nytt inom en treårsperiod kommer nämligen att påverkas av marknads värdering av det senare uppköpet. Aktieutvecklingen kan även påverkas av tidigare uppköp. Beroende på marknads effektivitet är dock värdet av

¹³⁵ Detta gäller för alla uppköp utom Volvos förvärv av BCP, då en utförsäljning sker efter 2 år och 8 månader.

detta förvärv mer eller mindre inkorporerat i priset varvid aktiekursutveckling efter det senare uppköpet främst kan tillskrivas det senaste uppköpet. Härtill kommer problem med hanteringen av uttalade förvärvsstrategier, då förväntningar om förvärv redan är inkorporerade i aktiepriset. Uppskattningen av den onormala avkastningen till följd av uppköp kan härav underskattas.

5.1.2. Val av tidsperiod

Vår ambition var att studera ca fyrtio uppköp, vilket kunnat uppnås om vi utvidgat studien till att även inkludera uppköp genomförda före 1992. En utvidgning tidsmässigt försvåras dock av att Stockholmsbörsen ej har någon lättillgänglig dokumentation över tidigare uppköp samt att kurshistorik över olika branschindex ej finns tillgängliga i Bloomberg före 1992.

5.1.3. Val av estimeringsperiod

Vid studier över långsiktiga effekter av uppköp studeras vanligtvis en period mellan tre och fem år.¹³⁶ Vid vår uppskattning av avvikelseavkastningen till följd av uppköp använder vi oss av en tidsperiod på tre år. Vi anser att en treårsperiod utgör en tillräcklig mätperiod, då marknaden bör hunnit utvärdera uppköpet och eventuella synergier realiserats. Dessutom skulle en längre mätperiod innebära att ytterligare några uppköp uteslutits. Vid studien studerar vi den månatliga aktiekursutvecklingen tre år efter uppköpet.

5.1.4. Händelsedefinition

Utgångspunkten för vår definition av händelsetidpunkt är när det uppköpande företaget offentliggör sina uppköpsplaner - buddatumet. Alternativet är att istället använda tidpunkten för när företagsuppköpet går igenom - sammanslagningsdagen. Vi anser att det för vårt syfte är bättre att använda tidpunkten för offentliggörandet, då vi vid denna tidpunkt kan studera hela marknadens förändrade värdering av företaget. Ett användande av tillkännagivandedagen innebär dock att vi kan missa en del av värdeförändringen till följd av uppköp. Vi valde därför att utviga händelsefönstret till att även omfatta två veckor före offentliggörandet. Vi får således med eventuell insiderhandel, till följd av att uppgifter om uppköpet läckt ut innan uppköpet officiellt tillkännages. Information om när uppköpen offentliggjordes är hämtad från Stockholmsbörsen.

Vid vår studie kommer vi därför inte att jämföra om den kortsiktiga uppskattningen av förvärvet överensstämmer med den långsiktiga som ges efter sammanslagningen. Istället avser vi att mäta hela värdeeffekten av uppköpet, d.v.s från och med två veckor före tillkännagivandedagen och tre år framåt.¹³⁷ Det innebär att vi inte primärt avser att

¹³⁶ Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New Evidence and Perspectives on Mergers*, s. 113

¹³⁷ För att få med effekterna av eventuell insiderhandel mäter vi dock några dagar före tillkännagivandedagen.

svara på frågan ifall marknaden är effektiv och uppskattar värdet på alla synergier korrekt.

5.1.5. Val av jämförelsemodell

Vid en studie över den långsiktiga förväntade aktiekursutvecklingen är Fama-Frenchs modell den mest använda. Vi har dock ej tillgång till den dataklassificering som är nödvändig för att använda modellen. Istället har vi valt att basera den förväntade aktieutvecklingen på de uppköpande företagens branschtillhörighet. Detta innebär att den förväntade aktiekursutveckling skattas med hjälp av marknadsmodellen (se ekvation 2). Vi anser vidare att branschtillhörighet är en bättre estimator för den förväntade utvecklingen än CAPM, då en branschindelning på ett mycket bättre sätt tar hänsyn till de skilda företagens förutsättningar, avseende exempelvis skillnad i värdering och konjunkturberoende, än ett gemensamt index för hela marknaden. Ett exempel är IT-branschen vars värdering skilt sig väsentligt från övriga företag. Jämförelser med branschindex lyckas härmed bättre ta hänsyn till mer företagsspecifika skillnader.

Vi utför ingen regression för att uppskatta hur aktien utvecklas i förhållande till branschindex. Istället görs antagandet att den förväntade aktieutvecklingen kan approximeras med branschindex varvid α blir lika med 0 och β lika med 1 i ekvation 2.

5.1.6 Beräkning av avvikande avkastning

BHAR är den mest korrekta metoden för att mäta den långsiktiga investerarens faktiska avkastning. Vid vår beräkning av den aktuella kursutvecklingen till följd av uppköp används därför ekvation 5 och 6.

5.1.7. Val av testmetod

Vid val av testmetod är vi begränsade av att vi endast använder ett fåtal observationer. Vi använder därför t-test samt teckentest för att testa ifall avvikelseavkastningen är signifikant (se ekvation 7 och 8). Teoretiskt förutsätts vid t-test att undersökningsvariabeln kan approximeras med normalfördelningen.

För att avgöra hur olika faktorer påverkar aktiekursen efter uppköp, exempelvis om kontant betalning ger bättre avkastning än betalning med aktier, gör vi olika regressionsanalyser. Den oberoende variabeln betalningsform är vidare dikotom, d.v.s. den kan endast anta två olika värden för att indikera närvaron eller frånvaron av en karaktäristika. Vid dessa regressioner använder vi oss av dummy-variabler där variabeln tillskrivs 1 eller 0.

Vid fler än två kategorier hos en variabel görs testet även här med dummy-variabler. Vid denna form utesluts dock en kategori vid regressionen och interceptet avspeglar

värdet för denna kategori. De övriga koefficienterna avspeglar sedermera förhållandet till den variabel som uteslutits.

5.2. Definitioner av olika variabler

Nedan följer definitioner av de variabler som används vid vår undersökning. Därtill beskrivs var informationen inhämtats och vid vilken tidpunkt.

5.2.1. Sammanslagning eller fientligt uppköp

Vad gäller vår definition av fientliga uppköp så skiljer sig denna något från den gängse. Vi klassificerar ett uppköp som fientligt om uppköpet börjar med ett offentligt erbjudande till aktieägarna utan att ledningen för målbolaget informerats. Därtill skall ledningen för målföretaget motsätta sig uppköpsplanerna.

Loughran och Vijh väljer dock att klassificera ett initialt fientligt uppköp som vänligt om ledningen för målföretaget slutligen väljer att samarbeta med det uppköpande företaget.¹³⁸ För vår studie skulle dock denna strängare definition innebära att endast ett uppköp kan ses som fientligt. Information kring uppköpskaraktär är hämtad via sökningar i Artikeldata och avser artiklar i Dagens Industri, Dagens Nyheter samt Affärsvärlden.

5.2.2. Strategiska motiv

Det finns som tidigare nämnts tre övergripande strategiska motiv bakom ett uppköpsbeslut. Dessa benämns horisontella-, vertikala- eller diversifieringsförvärv. Därtill har tidigare studier använt mer förfinade strategiindelningar då de tre kategorierna ovan endast ger en grov bild. Vid vår klassificering använder vi därför fyra kategorier: diversifiering, vertikala förvärv, horisontellt konkurrerande och horisontellt kompletterande förvärv. Ett förvärv är konkurrerande om det förvärvande bolagets verksamhet överlappar med det uppköpta företags kärnkompetens. Uppköpet är istället kompletterande om det ligger utanför kärnkompetensen, men ingår i företags verksamhetsområde. Exempel på kompletterande uppköp är förvärv som syftar till att komma åt nya produkter eller till att expandera geografiskt.

Vi har klassificerat ett uppköps strategiska motiv som diversifiering om ambitionen är att köpa på sig ett företag som inte direkt är relaterat till den befintliga verksamheten. Istället är det främsta syftet att minska variationen i företags inkomster och på så sätt minska företags kapitalkostnader. Uppköp genomförda av investmentbolag, i vilka ett annat investmentbolag förvärvas, klassificeras därför som diversifiering, då den övergripande strategin hos dessa är ett slags portföljtänkande. Information om det

¹³⁸ Loughran, T. & Vijh, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from Corporate Acquisitions*, s.1769

bakomliggande strategiska motivet vid uppköp är hämtad från företagens prospekt eller Artikeldata.

5.2.3. Betalningsätt

I vår studie skiljer vi på tre olika betalningsformer. Dessa är betalning med aktier, kontant betalning eller en blandning av dessa båda former. Blandformen avser främst uppköp i vilka företagen angivit i prospektet att aktieägarna i målbolaget kan välja mellan att byta sina aktier mot nya i det förvärvande bolaget eller erhålla kontant betalning. Information över betalningsätt vid uppköp är hämtad från företagens prospekt eller Artikeldata.

5.2.4. Värderingshypotes

För att urskilja hur högt ett företag värderas använder vi oss av kurs genom justerat eget kapital per aktie. Informationen är tagen från Affärsvärlden. Vid tidigare studier av denna hypotes används istället en omvänd relation: det bokförda värdet av eget kapital i relation till marknadsvärdet. Detta innebär att höga värden på kurs genom JEK motsvaras av låga värden på BE/ME. För att komma bort från branschspecifika värderingar har det förvärvande bolagets kurs/JEK satts i relation till branschsnittet.

Vi har tagit data från Affärsvärlden cirka en månad före respektive buddatum. Affärsvärlden baserar vidare JEK på det senaste bokslutet eller kvartalsrapporten före uppköpet. JEK beräknas som summan av synligt (beskattat) eget kapital plus 80 % av övervärden i fastigheter plus 100 % av övervärden i övriga reallgångar. Kursnoteringen är normalt från den senaste måndagen innan publiceringen av det specifika numret. Branschsnittet är hämtat från samma nummer av Affärsvärlden. Affärsvärlden har valts då de erbjuder särskilt specifika uppdelningar av olika branscher.

5.2.5. Vinst per aktie hypotes

Enligt tidigare studier kan uppköpets påverkan på vinst per aktie uppskattas med hjälp av relationen mellan bolagets P/E-tal. P/E-talen är hämtade från Delphi Economics och gäller den senaste års- eller delårsrapporten före uppköpsbudet.

5.2.6. Storlekshypotes

Vi ser till den relativa balansomslutningen då vi undersöker den relativa storleksförhållandets påverkan på aktieutvecklingen till följd av uppköp. Vi tar här fasta på att det är de sammanvägda tillgångarnas storlek som har betydelse för hur stora

synergieffekter som kan realiseras. Loughran och Vihj använder sig istället av de relativa marknadsvärdena mellan företagen.¹³⁹

Balansomslutningen för de olika företagen är hämtad från Delphi Economics och avser bolagens senaste årsredovisning före uppköpet.

5.3. Vår studies reliabilitet

Att mäta avkastningsutvecklingen på lång sikt till följd av uppköp är problematiskt. Problemet bottenar i att det är svårt att fastställa den långsiktiga förväntade utvecklingen. Det finns även kritik att rikta mot samtliga långsiktiga studier. Inte ens de mest avancerade modellerna lyckas överbrygga alla statistiska problem. Diskussionen kring utformningen av en event-study-undersökning avser främst val av jämförelsemodell, antagandet om effektiva marknader samt hur den statistiska fördelningen skall approximeras.

Vi använder indexmodellen, vilken är en variant av marknadsmodellen, som uppskattning av den förväntade avkastningen. Vi utför vidare ingen skattning av de olika aktiernas utveckling i förhållande till branschindex utan antar att de följer utvecklingen av branschindex. Vi kan härmed förlora viss information då den enskilda aktien kan ha en specifik samvariation med branschen. Det mest optimala vore att använda Fama-Frenchs trefaktormodell då den utkristalliserats som den mest använda vid senare studier. Detta är dock ej möjligt för oss att göra.

Ett annat problem med att använda värdeviktade branschindex som jämförelseindex är att vissa bolag har mycket stor vikt i indexen. När så är fallet kan ett bolags utveckling påverka hela indexets utveckling. Det medför att vi kanske inte lyckas mäta hela den onormala avkastning som i själva verket skett. Det medför dock främst att vi får en lägre signifikansnivå vid vår hypotesprövning. Armitage hävdar dock att marknadsmodellen är den modell som är mest effektiv. Vi anser därför att vår modell på ett adekvat sätt lyckas fånga den förväntade avkastningen.

Ett av de större problemen i vår studie är att vi undersöker endast 32 förvärv, medan de amerikanska studierna ofta är baserade på mer än 500 förvärv. Vid studiet av små populationer uppstår problem med att anta att fördelningen är normalfördelad. Tidigare studier har dessutom funnit en viss positiv skevhet. Problemen med att anta att fördelningen är normalfördelad medför att det blir svårare att testa ifall avvikelser är signifikant. Den senaste metoden att testa avvikelser är via bootstrapping, men eftersom vi följer Barber och Lyons rekommendationer anser vi att vi har hög tillförlitlighet i våra testmetoder. Det faktum att vi använder så få företag innebär dock att vi minskar problemet med antagandet om händelsernas inbördes oberoende, som

¹³⁹Loughran, T. & Vihj, A. (1997) *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s. 1788

visat sig vara det största problemet vid omfattande långsiktiga event-study-undersökningar.

En förutsättning vid kortsiktiga event-study-undersökningar är att marknaden är effektiv. Vid långsiktiga studier är däremot marknadseffektiviteten inte lika avgörande.

Ett problem med vår studie är att vi enbart studerar aktiekursutvecklingen och inte tar hänsyn till utdelningar från bolagen. Detta är dock endast ett problem om företagens relativa utdelningar avviker från aktiekursutvecklingen. En branschspecifik utdelningspolitik påverkar ej studiens resultat.

6. Resultat och analys

I kapitlet presenteras och analyseras de empiriska resultaten av vår event-study över den långsiktiga aktieutvecklingen till följd av uppköp. Först beskrivs och analyseras den genomsnittliga avkastningen för förvärvande företag. Därefter följer resultat och analys över olika faktorerers påverkan på lönsamheten till följd av uppköp.

6.1. Beskrivning av uppköpen

I vår studie fann vi 32 företagsförvärv som uppfyller våra urvalskriterier.¹⁴⁰ Den sammantagna uppköpsaktiviteten på den svenska marknaden är dock mycket större, men bara det faktum att en rad uppköp är av internationell karaktär gör att de faller utanför vår studies ram. Ett bra exempel på ökad internationalisering av uppköpsaktiviteten är skogsindustrin där stadiet av nationell konsolidering redan passerats och nu sker istället förvärven internationellt. En bransch där nationella uppköp är frekvent förekommande är dock fastighets- och byggbranschen. Av våra 32 7företagsförvärv sker nio stycken inom denna bransch. Sex av dessa är mer renodlade fastighetsbolag medan resterande är mer fokuserade på bygg och anläggning. Detta överensstämmer med resultat från internationella studier i vilka man funnit att det inträffar speciella uppköpsvågor inom vissa branscher. Denna tendens kan även iaktas inom bank- och försäkringsbranschen då nästintill alla av de stora aktörerna är involverade i förvärvsaktiviteter. För övrigt är alla av de stora branschindelningarna representerade vid uppköp och bortsett från fastighets- och byggbranschen sker flest uppköp inom verkstad, investment samt bank- och försäkringssektorn. Nedan följer en tabell över uppköpen branschtillhörighet samt några övriga karaktäristika som är intressanta vid vår studie (se figur 6.1.).

Uppköpskaraktäristiska			
Bransch:	Antal	Uppköpskaraktär:	Antal
Verkstad	5	Sammanlagning	26
Övrig Industri	2	Fientligt	6
Skog	1	Betalningsform:	Antal
Fastighet och bygg	9	Aktier	13
Investment	5	Kontant	11
Bank och försäkring	4	Blandat	8
Handel	1	Strategiska motiv:	Antal
Service	3	Kompletterande	9
Infomationsteknologi	2	Konkurrerande	13
Genomsnittsstorlek målbolag/förvärvare	%	Vertikalt	3
Balansomslutning	62	Diversifiering	7

Fig. 6.1. Tabell över olika karaktäristiska för de 32 företagsförvärv som ingår i vår studie.

¹⁴⁰ För en lista över de exakta förvärven samt övriga karaktäristika se bilaga 1.

6.1.1. Uppköpskaraktäristika

Vi finner att de flesta uppköpen utgörs av sammanslagningar och endast ett fåtal är fientliga. Att fientliga uppköp är ovanligare överensstämmer med en rad tidigare studier. Om den gängse definitionen av sammanslagning eller fientliga uppköp tillämpas är det dock endast ett förvärv som är fientligt. Tänkbara förklaringar till frånvaron av fientliga förvärv på svenska marknaden är att den svenska marknaden är liten internationellt sett, att den är präglad av samförstånd samt att ägarkoncentration är relativt hög.

Vi ser vidare två olika tillvägagångssätt vid företagsuppköp. Det vanligaste är att det förvärvande företaget successivt köper på sig aktier i målbolaget och till slut lägger ett bud på resterande aktier. Denna strategi är ofta utdragen och det förvärvande bolaget visar tidigt sitt intresse av målbolaget. Det andra förfarandet, (mindre vanligt), är snabbare och innebär att det förvärvande företaget först köper upp en stor aktiepost av målbolagets huvudägare och sedan direkt lägger ett bud på resterande aktier.

Det uppköpande företaget har dock incitament att hemlighålla sina uppköpsplaner så länge som möjligt eftersom en spridning av information kring uppköpsplanerna i förväg kan leda till att aktiekursen för målbolaget stiger innan offentliggörandet. Därför kan det köpande bolaget tvingas höja sitt budpris för att erbjuda samma premie som tidigare planerat.

I linje med övriga studier finner vi att aktier är den mest frekventa betalningsformen.¹⁴¹ Vad det gäller uppköpsparternas relativa storlek finner vi att målbolagets balansomslutning i genomsnitt är 62 % av det förvärvande företagets.

Vi finner vidare att de flesta uppköpen är av horisontell karaktär (härav avses enligt vår definition både kompletterande och konkurrerande strategiska motiv), vilket stämmer överens med tidigare studier över svensk utveckling avseende de strategiska motiven bakom uppköp. Vi har dock även klassificerat ett flertal strategiska motiv som diversifiering. Om vi bortser från uppköp utförda av rena investmentbolag, vars huvudstrategi kan beskrivas som diversifiering, är dock diversifieringsuppköpen endast tre stycken.

6.2. Resultat av avkastning till följd av uppköp

Det primära syftet med vår uppsats är att studera om uppköp på lång sikt genererar en avkastning som skiljer sig från den förväntade. Den förväntade utvecklingen uppskattas som tidigare nämnts med branschindex. En avkastning som stämmer överens med branschens benämns normal avkastning. För att undersöka om uppköpande företag ger en avvikande avkastning utför vi ett tvåsidigt test med följande noll- och mothypotes:

¹⁴¹ Loughran, T & Vihj, A, (1997), *Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions*, s. 1770

H_0 : Företagsförvärv ger normal avkastning.

H_1 : Företagsförvärv ger en avkastning som inte är normal.

Onormal avkastning för uppköpande företag på lång sikt				
Medelvärde				
	avvikelseavkastning	t-värde	Teckentest	Nollhypotes
Två år	-0,17%	-0,020	-0,354	förkastas ej
Tre år	-13,62%	-1,383	-1,061	förkastas ej

Fig. 6.2. Resultat av avvikelseavkastning för förvärvande företag på två- respektive treårs sikt.

Vår undersökning innehåller 32 företagsförvärv och det kritiska värdet på en 5 procentig signifikansnivå är 2,040. På den 10 procentiga signifikansnivån är värdet 1,696. Medelvärdet för den onormala avkastningen vid vår studie över uppköp på tre år är -13,62 % (se fig. 6.2.). Företag som genomför uppköp ger alltså en sämre avkastning än motsvarande branschindex. Den negativa avvikelseavkastningen är dock inte signifikant på någon av signifikansnivåerna, för varken t-test eller teckentest. Vi kan således ej förkasta nollhypotesen. Vi har även genomfört ett test i vilket de tre mest avvikande resultaten uteslutits. Detta förändrar dock ej resultatet nämnvärt.

Vi utförde även samma test över en tvåårsperiod efter tillkännagivandet av uppköpet och vid denna mättidpunkt är medelvärdet betydligt högre, - 0,17 %, och exakt jämförbart med branschutvecklingen. Vi kan ej heller här förkasta nollhypotesen.

Det är vidare intressant att studera den sammanslagna utvecklingen för alla förvärvande företag över den studerade tidsperioden jämfört med branschindex (se fig 6.3.). Nedan visas ett diagram över den genomsnittliga aktieutvecklingen för alla förvärvande företag jämfört med respektive branschindex.

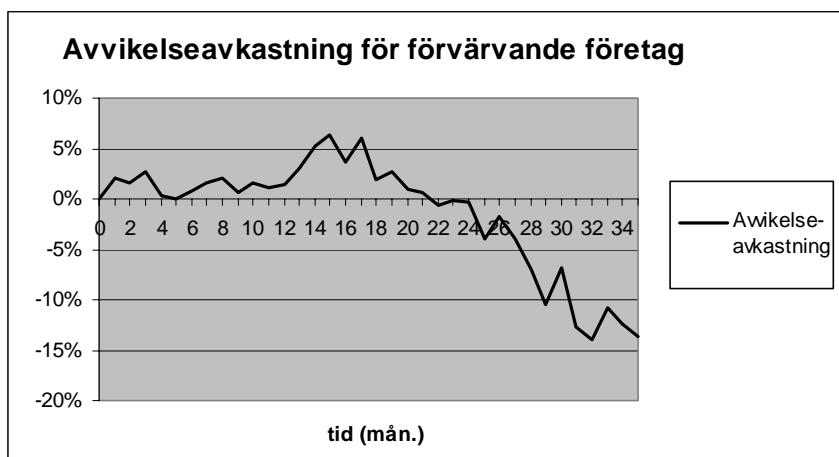


Fig 6.3. Diagram över den genomsnittliga aktieutvecklingen för förvärvande bolag jämfört med respektive branschindex över en treårsperiod.

6.2.1. Analys av avkastning till följd av uppköp

En negativ utveckling på lång sikt är till att börja med i linje med både Loughran och Vijhs samt Mitchell och Staffords undersökningar. Diagrammet ovan visar dock att utvecklingen inte är negativ under hela treårsperioden. Istället kan vi observera en positiv eller neutral utveckling fram till ca. två år efter tillkännagivandedagen. Våra resultat är inte statistiskt säkerställda, men de är i linje med vad som framkommit vid kortsiktiga event-studier.

En eventuell förklaring till vårt resultat kan vara att företagen inte lyckas realisera så stora synergieffekter som marknaden förväntat sig. Vi har primärt inte varit intresserade av att studera effektiviteten hos marknaden, men utvecklingen ger sken av att marknaden initialt övervärderar uppköpsens positiva effekter.

Intressant är att den negativa utvecklingen på tre år går stick i stäv med att det är först på lång sikt som stora delar av de kostnadsfördelar som åberopas vid förvärv kan realiseras. Skalfördelar och olika rationaliseringsvinster förutsätter en sammanslagning av bolagens tillgångar. Först när detta är utfört kan dessa besparingar förverkligas. Nedgången kan därför bero på att omfattningen av synergierna är mindre än väntat. Vi kan därför till viss del ifrågasätta om uppköpet verkligen är en positiv nuvärdesinvestering, då den premie som erläggs målbolagets aktieägare tycks överstiga nuvärdet av synergierna. Rationaliteten i företagsledningens beslut kan därför diskuteras speciellt som risken förknippad med en så pass stor investering borde medföra en förbättrad utveckling. Att vi ej får en nedgång på två år kan således dels bero på att marknaden fortfarande efter två år överskattar uppköpsens effekter eller dels på att företagen lyckas ta vara på synergivinster som går snabbare att realisera; exempelvis ihopslagning av huvudkontor och försäljningsavdelningar.

Ifrågasättandet av ifall uppköp är en positiv nuvärdesinvestering ställer frågan om uppköp verkligen är motiverade utifrån rationella ekonomiska överväganden. En alternativ teoretisk förklaring är att det föreligger agentproblem mellan ledning och aktieägare. Det är för långtgående att påstå att imperiebyggande ambitioner är drivkraften bakom uppköp men vi kan inte avfärda att makt, prestige och ökad inkomst, som är intimt förknippat med att leda ett stort bolag, kan påverka uppköpsbeslutet.

En annan punkt som är intressant att ta upp är att vi ej tar hänsyn till om företagen har en uttalad förvärvsstrategi eller ej. Detta skulle innebära att effekterna av förvärven underskattas eftersom tillkännagivandet av förvärvsstrategins positiva innebörd ej tas med. Vi finner också i vår studie att det finns företag som genomför flera förvärv.

6.3. Resultat och analys av skilda faktorerers påverkan

Nedan följer resultat och analys över olika faktorerers påverkan på avkastningen efter uppköp. Den beroende variabeln vid denna analys utgörs av företagens

avvikelseavkastning. De oberoende variabelernas påverkan på avkastningen kommer sedan att testas genom olika former av regressioner. Det kritiska värdet är, i fall inget annat anges, på en 5 procentig signifikansnivå 1,697 och på 10 procentsnivån 1,310.

6.3.1. Betalningshypotes

Vi testar vid denna hypotes om betalningssätt har betydelse för avkastningsutvecklingen efter uppköp och mer bestämt om aktier genererar sämre utveckling än andra betalningsformer. Hypoteserna vid testet formuleras enligt följande:

H_0 : Förvärv som betalas med aktier ger samma avkastning som andra förvärv.

H_1 : Förvärv som betalas med aktier ger sämre avkastning än andra förvärv.

Test av betalningshypotes			
	Intercept	Koefficient	Nollhypotes
Tre år (t-värde)	0.013 (-0,104)	-0.367 (-1,905)	förkastas

Fig.6.4. Resultat av enkel regressession där betalning med aktier är dummy-variabel. En negativ koefficient indikerar att förvärv som betalas med aktier ger sämre avkastning än övriga förvärv.

Resultatet visar att betalning med aktier ger en signifikant negativ avkastning på 5 procents nivån jämfört med övriga betalningssätt (se fig. 6.4.). Vårt resultat är i linje med tidigare mycket samstämmiga undersökningar avseende denna variabel. Resultatet överensstämmer även med studier över nyemissioner, vilket är intressant eftersom ett förvärv med aktier till viss del kan jämföras med en nyemission.

Skillnad i resultat för de olika betalningssätten kan bero på informationsasymmetrier mellan företagsledningen och marknaden. Ledningen för företag som betalar med aktier har således ett informationsövertag och försöker dra nytta av en alltför hög värdering och på så vis genomföra förvärvet till ett för dem lägre pris. Denna övervärdering genomskådas dock av marknaden längre fram, då marknaden istället lyckas värdera företaget mer korrekt.

En alternativ förklaring är att avvikelseavkastning till följd av förvärv med aktier helt enkelt beror på att skuldsättningsgraden ökar mer vid kontant betalning. Risker förknippad med företag som finansierar uppköp med kontant betalning är därför högre och det avspeglar sig i att aktieägarna har ett högre avkastningskrav.

Vi anser dessutom att betalningssättet delvis sammanfaller med ledningens uppfattning om hur lönsamt uppköpet kommer att bli. Då skuldsättningsgraden ökar mer vid kontant betalning medför detta att uppköpet i större utsträckning måste granskas av kreditmarknaden. Det kan härigenom vara enklare att ta beslut om uppköp vid betalning med aktier. Detta uttrycker vidare att ledningen kan vara mer övertygad om uppköpets positiva effekter vid kontant betalning. Det är dock viktigt att påpeka att

ledningen kan ha olika preferenser avseende risk beroende på exempelvis deras ersättningsform, vilket i sin tur kan påverka benägenheten att genomföra uppköp.

6.3.2. Sammanslagning eller fientligt uppköp

Testet gäller om fientliga uppköp ger bättre avkastning än sammanslagningar. Hypoteserna formuleras enligt följande:

H_0 : Fientliga uppköp ger samma avkastning som sammanslagningar.

H_1 : Fientliga uppköp ger bättre avkastning än sammanslagningar.

Test av hypotes kring uppköpskaraktär			
	Intercept	Koefficient	Nollhypotes
Tre år (t-värde)	-0.056 (-0,531)	-0.427 (-1,746)	förkastas ej

Fig. 6.5. Resultat av enkel regression där fientliga uppköp utgör dummy variabel. En negativ koefficient indikerar att förvärv som är fientliga ger sämre avkastning än sammanslagningar.

Resultatet av detta test går tvärtemot det förväntade. Istället för en positiv påverkan på aktieutvecklingen är inverkan negativ (se fig 6.5.). Tidigare studier har visat att fientliga uppköp ger en signifikant positiv utveckling.

En förklaring till vårt resultat kan vara att vår definition är svagare än den gängse definitionen. Vissa uppköp som klassificerats som fientliga i vår undersökning hade istället setts som sammanslagningar enligt en striktare definition. Antagligen lyckas vi således inte fånga den centrala aspekten av denna variabel: ett ersättande av målbolagets ledning. En förklaring till våra resultat kan därför vara att vi inte lyckas få med just det värde som uppstår vid ett ersättande av en ineffektiv ledning, vilket ofta är följden av ett fientligt uppköp. Därtill kan ett ersättande av målbolagets ledning påvisa att företagsledningen har en mer bestämd ambition med uppköpet.

Vi kan dock, i enlighet med tidigare studier, iaktta en samvariation mellan uppköpskaraktär och betalningsätt. Av våra sex fientliga uppköp betalas fyra kontant, två utgörs av en kombination mellan kontanter och aktier, och inga betalas med enbart aktier. Eftersom vi fick en negativ avkastning för aktier, är det förvånande att våra fientliga uppköp ej ger bättre avkastning.

6.3.3. Olika strategiska motiv

Nedan testas ifall förvärv utförda med diversifieringsmotiv ger sämre avkastning än andra förvärv. Vår nollhypotes och mothypotes formuleras som:

H_0 : Förvärv utförda med diversifieringsmotiv ger samma avkastning som förvärv utförda med andra strategiska motiv.

H_1 : Förvärv utförda med diversifieringsmotiv ger sämre avkastning än förvärv utförda med andra strategiska motiv.

Test av strategihypotes			
	Intercept	Koefficient	Nollhypotes
Tre år (t-värde)	-0.181 (-1,620)	0.206 (0.86)	förkastas ej

Fig. 6.6. Resultat av enkel regression utförd med diversifiering som dummy variabel. En positiv koefficient indikerar att förvärv utförda med diversifiering som strategiskt motiv ger bättre avkastning än övriga förvärv.

Enligt vårt resultat kan vi inte förkasta nollhypotesen. Riktningen är dessutom positiv vid diversifieringsförvärv istället för negativ (se fig. 6.6.). Vi utförde även en studie för att undersöka ifall något annat strategiskt motiv ger en signifikant bättre eller sämre avkastning jämfört med diversifiering. Vid detta test är hypotestestet tvåsidigt och de kritiska värdena är 2,048 på 5-procentsnivån och 1,701 på 10-procentsnivån. Resultatet visas nedan i figur 6.7.

Test av olika strategiska motiv				
	Intercept	Koefficient Kompletterande	Koefficient Konkurrerande	Koefficient Vertikalt
Tre år (t-värde)	0.025 (0,115)	-0.213 (-0,746)	-0.274 (-1,031)	0.113 (0,288)

Fig. 6.7. Resultat av multipel regression med dummy variabler och diversifiering som referensgrupp. En negativ koefficient indikerar att förvärv utförda med andra strategiska motiv än diversifiering ger sämre avkastning än diversifieringsförvärv.

Resultatet antyder att det inte finns något strategiskt motiv som är mer lönsamt än andra. En förklaring till att vi ej kan urskilja vilket strategiskt motiv som är mest framgångsrikt kan vara att av våra sju diversifieringsförvärv är fyra utförda av renodlade investmentbolag. Investmentbolagen jämförs mot andra investmentbolag med i stor sett samma diversifieringsstrategi. Inom övriga branscher finns inga samstämmiga uppköpsstrategier utan här förekommer samtliga strategier. Därför är det svårt att uppskatta hur lönsam diversifieringsstrategin är jämfört med andra strategier. Vidare finner vi att vertikala förvärv är mest lönsamma. Resultatet är dock inte statistiskt säkerställt. En anledning är att det är alldeles för få företag som utför vertikala uppköp i vår studie.

Därtill visar resultaten inga signifikanta inbördes skillnader mellan de olika strategiska motiven bakom uppköp. Vår uppfattning var att kompletterande strategiska motiv skulle ge bäst avkastning, då dessa grundas i en etablering på nya marknader och produktområden. Enligt oss är risken förknippad med denna strategi högre än vid konkurrerande uppköp, där en konkurrent förvärvas. Detta borde i så fall avspeglas i en högre avkastningsutveckling, vilket vi inte finner belägg för.

6.3.4. Värderingshypotes

Värderingshypotesen säger att förvärv utförda av högt värderade företag ger sämre avkastning än andra förvärv p.g.a. eventuell hybris hos företagsledningar i högt värderade företag. För att testa denna hypotes formulerade vi följande hypoteser:

H_0 : Förvärv gjorda av högt värderade företag ger samma avkastning som andra förvärv.

H_1 : Förvärv gjorda av högt värderade företag ger sämre avkastning än andra förvärv.

Test av värderingshypotes			
	Intercept	Koefficient	Nollhypotes
Tre år (t-värde)	-0.430 (-1,735)	0.320 (1,289)	förkastas ej

Fig. 6.8. Resultat av enkel regression i vilken det förvärvande företags kurs/JEK i förhållande till branschsnittet utgör den oberoende variabeln. En positiv koefficient indikerar att högt värderade företag ger bättre avkastning än övriga förvärvande företag.

Resultatet av vårt test visas i figur 6.8. där ett positivt värde på koefficienten visar att högt värderade företag ger bättre avkastning än övriga förvärvande företag. Vårt resultat visar att marknadens värdering inte har någon signifikant betydelse för avkastningsutvecklingen. I vår studie ger högt värderade företag inte ens lägre avkastning utan högre.

Eftersom företag som är högt värderade gör minst lika bra uppköp som lågt värderade bolag kan vi inte se någon tendens till hybris hos företagsledningen i det förvärvande bolaget. Det verkar inte heller som den eventuellt hårdare granskningen av företagsledningarnas uppköpsplaner i lågt värderade företag leder till att dessa fattar bättre uppköpsbeslut. Istället verkar det som företagsledningarna i högt värderade företag är duktiga på att skapa synergier.

6.3.5. Vinst per aktie hypotes

Vi testar ifall företagsledningarna fattar uppköpsbeslut utifrån bolagets vinst per aktie. En dålig anledning till företagsförvärv är att köpa upp ett bolag för att höja sin egen vinst per aktie genom att betala med aktier. Ledningen är således fixerad vid att öka företags vinst per aktie istället för att skapa synergier. Förhoppningen är att det uppköpande företaget kan bevara sin nuvarande värdering, varigenom förvärv av bolag med lägre P/E-tal kan leda till att aktiekursen stiger. Hypotesen säger att förvärv som grundas på ovanstående anledning skall ge sämre avkastning än övriga förvärv, då en fortsatt hög värdering inte är motiverad utifrån ett skapande av synergieffekter. För vårt test formulerar vi följande hypoteser:

H_0 : Förvärv där målbolaget har ett relativt lägre P/E-tal än förvärvaren ger samma avkastning som andra förvärv.

H_1 : Förvärv där målbolaget har ett relativt lägre P/E-tal än förvärvaren ger sämre avkastning än andra förvärv.

Test av vinst per aktie hypotes			
	Intercept	Koefficient	Nollhypotes
Tre år (t-värde)	-0,367 (-2,497)	0,042 (0,158)	förkastas ej

Fig. 6.9. Resultat av enkel regression i vilken företagens relativa P/E-tal utgör en dummy-variabel. Testet avser den övre kvartilen av relationen där förvärvaren har högt P/E-tal i förhållande till målbolaget. En positiv koefficient indikerar att förvärv av målbolag med relativt sett högre P/E-tal ger bättre avkastning. Regressionen avser de 13 förvärv som enbart betalas med aktier.

Ovanstående resultat (*se figur 6.9.*) avser en enkel regression över företagens relativa P/E-tal. Den övre kvartilens avkastning, d.v.s. de uppköp där målbolaget har lågt P/E-tal i relation till förvärvaren, har testats med hjälp av en dummy variabel. Regressionen avser de 13 förvärv som enbart betalats med aktier. De kritiska värdena vid t-test på signifikansnivåerna för 5 respektive 10 procent är 1,796 respektive 1,363. En positiv koefficient indikerar att den översta kvartilen bestående av förvärv med relativt låga P/E-tal ger högre avkastning än andra förvärv.

Vårt resultat visar inget samband mellan företagens relativa P/E-tal och avkastning. Vi kan således inte påvisa att en fixering vid ökad vinst per aktie medför att ledningen fattar sämre uppköpsbeslut. Vi finner därför inget stöd för denna hypotes i vår undersökning. Vidare är det viktigt att påpeka att den undersökta kvartilen endast skall ge sämre avkastning under antagandet att marknaden lyckas genomskåda att förvärvet, under vår undersökningsperiod, inte skapar synergier. Vårt resultat kan tolkas som att antingen skapas synergier eller så lyckas marknaden inte genomskåda en eventuell fixering vid vinst per aktie. Det är däremot svårt att specificera vilken effekt som är dominerande. Utifrån resultat av tidigare hypoteser finner vi att marknadseffektiviteten i vissa fall kan ifrågasättas. Det tar viss tid innan en mer korrekt värdering uppstår. Vi avser här främst att den kortsiktiga avkastningen vid förvärv är mer positiv än den långsiktiga. Tidigare studier visar att en eventuell fixering vid vinst per aktie först skall ge utslag på lång sikt. En förklaring till vårt resultat kan därför vara att marknaden ännu ej gjort en korrekt värdering av dessa uppköp.

6.3.6. Storlekshypotes

I vårt sista test avser vi undersöka om företagsförvärv i vilka målbolaget är relativt stort i förhållande till det uppköpande företaget genererar bättre avkastning än andra bolag. Hypoteserna vid testet formuleras enligt följande:

H_0 : Förvärv där målbolaget är relativt stort i förhållande till förvärvaren ger samma avkastning som andra förvärv.

H_1 : Förvärv där målbolaget är relativt stort i förhållande till förvärvaren ger bättre avkastning än andra förvärv.

Test av storlekshypotes			
	Intercept	Koefficient	Nollhypotes
Tre år (t-värde)	-0.119 (-1,032)	-0.027 (-0,290)	förkastas ej

Fig. 6.10. Resultat av enkel regression i vilken relationen mellan målbolagets/förvärvarens balansomslutning utgör den oberoende variabeln. En negativ koefficient indikerar att förvärv i vilket den relativa balansomslutningen mellan målbolag och förvärrare är större ger sämre avkastning än andra förvärv.

Vi finner inget samband mellan uppköpsparternas relativa storlek och avkastning vid förvärv och vi kan därför inte förkasta nollhypotesen (se figur 6.10.). Detta är i linje med tidigare studier.

Det intressanta med vår studie är att vi använder balansomslutning som storleksmått istället för företagets marknadsvärde. Inte heller denna definition lyckas urskilja om lönsamheten vid förvärv är knuten till företagets storleksförhållande. De potentiella synergierna är större vid relativt stora förvärv men detta kan i sin tur vägas upp av integrationsproblem. Att synergierna är större vid stora förvärv är också redan inbakat i premien, då denna vid stora förvärv absolut sett är större. Avkastningen borde således inte vara bättre vid relativt stora förvärv. En signifikant negativ avvikelse kan tolkas som att det som vid uppköpstillfället verkar vara stora potentiella synergier ej existerar.

7. Sammanfattning och slutsats

I kapitlet sammanfattas resultatet av vår studie och slutsatser dras. Sist beskrivs förslag till fortsatta studier.

Syftet med vår uppsats är att undersöka om företag som gör uppköp på lång sikt genererar en avkastning som skiljer sig från andra jämförbara företag. I vår studie över 32 stycken förvärv på svenska marknaden mellan 1992 och 1999 finner vi att förvärvande företags aktieägare har en i genomsnitt negativ avkastning på tre år jämfört med den förväntade utvecklingen. Denna utveckling är inte statistiskt säkerställd men resultatet är i linje med tidigare amerikanska studier över den långsiktiga aktiekursutvecklingen till följd av uppköp. En förklaring till resultatet är att företagen inte lyckas realisera så stora synergier som ledningen och marknaden förväntat sig. Vi kan således ifrågasätta om uppköp verkligen är i den långsiktige aktieägarens intresse och det ställer i sin tur frågan om uppköp främst är motiverade utifrån rationella ekonomiska överväganden eller om andra faktorer har större betydelse för uppköpsbeslutet. Ledningens personliga preferenser kan exempelvis i för stor utsträckning påverka uppköpsbeslutet. På ett sammantaget plan kan vi dock inte avfärda att uppköp är en positiv nuvärdesinvestering.

I vår studie testas även hur olika faktorer påverkar aktiekursens utveckling till följd av uppköp. Vi finner att det endast är betalningssätt som har signifikant betydelse för avkastningsutvecklingen. Vid betalning med aktier har företag som genomför förvärv en sämre avkastning än andra företag. Resultatet tyder på att företagsledningarna utnyttjar informationsasymmetrier på marknaden, då denna betalningsform är mer fördelaktig när det förvärvande företaget är övervärderat. Marknaden lyckas dock genomskåda detta beteende och värdera företaget mer korrekt.

Ett förvånande resultat vid vår undersökning är att fientliga uppköp ej ger bättre avkastning än sammanslagningar, speciellt då det finns en positiv samvariation mellan kontant betalning och fientliga uppköp. Resultatet tyder på att skillnader i avkastning vid dessa uppköpsformer är knutna till ersättandet av målbolagets ledning och inte till om uppköpet initialt utgörs av en sammanslagning eller ett fientligt bud.

Vi finner vidare att vi utifrån det bakomliggande strategiska motivet vid ett uppköpsbeslut inte kan urskilja om vissa företagsuppköp ger bättre avkastning än andra. Därtill kan vi inte påvisa att det uppköpande bolagets ledning är fixerade vid att öka vinsten per aktie vid uppköp. Slutligen finner vi att varken de förvärvande företagens värdering eller uppköpsparternas inbördes storleksförhållande har någon betydelse för avkastningsutvecklingen till följd av uppköp.

Det övergripande resultatet med vår studie tyder på att uppköpande företag har svårigheter med att realisera synergieffekter. Det verkar därtill vara svårt att genomföra bra uppköp, som värderas positivt av marknaden, även om företagsledningar tar hänsyn till flera olika faktorer påverkan på avkastningen. Uppköp är slutligen en riskfylld investering och det faktum att vi kan ifrågasätta om uppköp är en positiv nuvärdesinvestering leder till att företagsledningar bör överväga andra mindre riskabla alternativ som kan uppfylla deras strategiska mål. Exempel på detta är olika strategiska allianser som t.ex. joint ventures.

7.1. Förslag till fortsatta studier

Ett sätt att gå vidare i studiet kring effekterna av uppköp är till att börja med att utvidga studien både tidsmässigt och geografiskt. Detta medför att betydligt fler uppköp kan studeras. Därtill skulle det vara värdefullt att studera om resultaten påverkas av att använda ett annat jämförelseindex. Extra intressant vore om Fama-French modellen kunde tillämpas för att uppskatta den förväntade utvecklingen. Slutligen bör studiet av betydelsen av uppköpets karaktär rikta fokus på om ledningen för målbolaget ersätts eller ej.

Källförteckning

Litteratur

Brealy, R. & Nyborg, K. (2000) "Välj rätt metod för nyemission", Nyberg, L. (red.), *Modern finansiell ekonomi*, SNS Förlags, Stockholm, s. 142-149

Börsguide, (1992-1999) Delphi Economics, Stockholm,

Campbell, J. & Lo, A. & MacKinlay, C. (1997) *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, Princeton

Cooper, D. & Schindler, P. (2001) *Business research methods*, McGraw-Hill, New York

Grinblatt, M. & Titman, S. (2002) *Financial market and corporate strategy*, 2nd International edition, McGraw-Hill, New York

Holme, I. & Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund

Holmén, M. (1998) *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*, Kompendiet, Göteborg

Jensen, M. & Smith, C., Stockholder (1986), "Manager, and Creditor Interests: Application of Agency Theory", Altman, E. & Subrahmanyam, M. (ed.), *Recent advances in corporate finance*, Irwin, Homewood

Johnson, G. & Scholes, K. (1999) *Exploring corporate strategy*, Fifth edition, Prentice Hall, Essex

Jonsson, T. (1995) *Value creation in mergers and acquisitions: a study of Swedish domestic and foreign takeovers*, doctoral thesis No. 59, Företagsekonomiska institutionen Uppsala universitet, Uppsala

Klasson, R. (1990) *Coordination of action in mergers and acquisitions*, Studentlitteratur, Lund

Körner, S. & Wahlgren, L. (2000) *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, Lund

Porter, M., (1985) *Competitive advantage*, The Free Press, New York

Ravenscraft, D. & Scherer, M. (1987) *Mergers, Selloffs & economic efficiency*, The Brooking Institution, Washington DC

Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffe, J. (2002) *Corporate finance*, McGraw-Hill, New York

Röller, L-H. & Stennek, J. & Verboven, F. (2000) *Efficiency gains from mergers*, Working paper Nr 543, IUI, Research institute of industrial economics, Stockholm

Thurén, T. (1999) *Vetenskapsteori för nybörjare*, Liber AB, Malmö

Vetenskapliga tidskrifter

Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E., *New evidence and perspectives on mergers*, Journal of Economic Perspectives, Spring 2001, s. 103-120

Armitage, S., *Event study methods and evidence on their performance*, Journal of Economic Survey, 1995, Vol. 8, No. 4, s. 24-52

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

Bieshaar, H. & Knight, J. & van Wassenaeer, V., *Deals that create value*, McKinsey Quarterly, 2001, No. 4, s. 65-73

Binder, J. *The event study methodology since 1969*, Review of Quantitative Finance and Accounting, 1998, Vol. 11, No. 2, s. 111-137

Fama, E., *Market efficiency, long-term returns, and behavioural finance*, Journal of Economic Finance, Vol. 49, September 1998, s. 283-306

Fama, E, French, K., *The cross section of expected stock returns*, The Journal of Finance, 1992, Vol. 46, No.2, s. 427-465

Fama, E. & French, K., *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, Journal of Financial Economics, Vol. 33, February 1993, s. 3-56

Gosh, A. & Lee, C-W., *Abnormal returns and expected managerial performance of target firms*, Financial Management, spring 2000, s. 40-52

Harford, J., *Corporate reserves and acquisitions*, Journal of Finance, 1999, Vol. 54, No. 6, s. 1669-1697

Heron R. & Lie, E., *Operating performance and the method of payment in takeovers*, Journal of Financial and Quantitative analysis Vol. 37, No 1 March 2002, s. 137-155

Jensen, M, Ruback, S., *The market for corporate control*, Journal of Financial Economics, 1983, Vol. 11, s. 5-50

Lewellen, W., *A pure financial rationale for the conglomerate merger*, Journal of Finance, 1971, Vol. 26, s. 521-545

Loderer, C. & Martin, K., *Postacquisition performance of acquiring Firms*, Financial Management, Autumn 1992, s. 69-79

Loughran, T. & Vihj, A., *Do long-term Shareholders benefit from corporate Acquisitions*, Journal of Finance, 1997, Vol. 52, No. 5, s. 1765-1790

Martin K.J. & McConnell J.J., *Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*, Journal of Finance, 1991, Vol. 46, No. 2, s. 671-687

Mitchell, M. & Stafford, E., *Managerial decision and long term stock price performance*, Journal of Business, 2000, No. 73, s. 287-329

Pichette, P. & Samek, R., *Timber*, The McKinsey Quarterly, 2001, No. 1, s.106-115

Rau, P. & Vermaelen, T., *Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firm*, Journal of Financial Economics 49 ,1998, s. 223-253

Schipper, K. & Thompson, R., *Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms*, Journal of Financial Economics, 1983, Vol. 11, s. 85-119

Servaes, H., *Tobins q and the gains from takeovers*, Journal of Finance, 1991, Vol. 46, s. 409-419

Walker, M., *Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring-firm shareholder wealth*, Financial Management, spring 2000, s. 53-66

Övriga källor

www.ad.se

www.stockholmsborsen.se

Affärsvärlden 1992-1999

Boolmbergs databas

Prospekt från förvärvande företag

Är företagsförvärv lönsamt på lång sikt?

Målföretag	Köpare	Anbudsdatum	Karaktär	Betalningsätt	Strategiskt motiv	Relativ storlek (mål/köpare)	Relativ Kurs/JEK (köpare/bransch)	P/E mål	P/E köpande	Jämförelseindex	BHAR
Handsmakarn	Wedins Norden AB	10/4-99	Sammanslagning	Aktier	Kompletterande	0.320	0.345	7	13	afv Konsumentvaror	-0.903
NK Cityfastigheter	Hufvudstaden	30/3-98	Sammanslagning	Aktier	Konkurrerande	0.347	1.011	>99	35	Fastighet- och bygg	-0.418
Caran	WM-data	14/12-98	Sammanslagning	Kontant	Kompletterande	0.072	1.142	14	37	afv IT	-0.019
Trygg Hansa	SEB AB	2/10-97	Sammanslagning	Blandat	Konkurrerande	0.049	1.052	4.9	16.9	Bank- och försäkring	-0.737
SIAB	NCC AB	17/2-97	Sammanslagning	Aktier	Kompletterande	0.447	0.631	neg	19.1	Fastighet- och bygg	-0.228
Föreningsbanken	Sparbanken	18/2-97	Sammanslagning	Aktier	Konkurrerande	0.222	0.896	9.2	8.2	Bank- och försäkring	-0.319
Skoops	Trelleborg AB	25/8-97	Sammanslagning	Kontant	Kompletterande	0.083	0.986	neg	156	afv industri	-0.488
Klövern Fastigheter	Wihlborgs AB	16/9-97	Fientligt	Blandat	Konkurrerande	1.458	1.078	neg	31	Fastighet- och bygg	-0.395
Gambro	Incentive	2/1-96	Fientligt	Kontant	Konkurrerande	0.250	0.338	17.2	9.4	Verkstadsindustri	-0.364
Kamhal	Sandvik	1/4-96	Fientligt	Kontant	Konkurrerande	0.063	1.069	7.00	11.2	Verkstadsindustri	-0.740
Skånegripen	Skanska	20/6-96	Sammanslagning	Kontant	Vertikalt	0.124	1.353	6.4	17.00	Fastighet- och bygg	0.136
Swepart	Hexagon	26/8-96	Sammanslagning	Aktier	Konkurrerande	0.442	1.352	4.9	7.1	Övrig industr	0.013
Hemstaden	Dios	16/9-96	Sammanslagning	Aktier	Konkurrerande	0.236	1.429	neg	30.9	Fastighet- och bygg	0.209
Sifab	Tornet	4/10-96	Sammanslagning	Blandat	Konkurrerande	0.329	0.703	neg	7.00	Fastighet- och bygg	0.042
Statshypotek	Handelsbanken	17/12-96	Sammanslagning	Kontant	Konkurrerande	0.656	1.055	8.4	9.00	Bank- och försäkring	-0.201
Swegon	Latour	3/4-95	Sammanslagning	Kontant	Diversifiering	0.105	0.800	neg	12.3	Investmentbolag	0.800
Owell	WM-data	22/5-95	Sammanslagning	Blandat	Vertikalt	0.498	2.435	23	15.3	afv IT	0.565
Ario	Getinge	13/7-95	Sammanslagning	Blandat	Kompletterande	1.592	1.084	11.4	8.1	Övrig industr	0.409
Stancia	Prifast	13/6-95	Sammanslagning	Aktier	Kompletterande	1.645	0.819	36	13.6	Fastighet- och bygg	-0.464
Frigoscandia	ASG	7/8-95	Fientligt	Blandat	Kompletterande	1.341	1.219	24	15.8	Tjänsteföretag	-0.492
Hasselors	Assidomän	12/9-95	Fientligt	Kontant	Konkurrerande	0.044	0.670	10.8	13.4	Skogsindustri	0.090
Karolin Invest	Atle	20/11-95	Sammanslagning	Kontant	Diversifiering	0.414	0.688	9.6	6.9	Investmentbolag	1.161
Bastionen Syd	Klövern	7/2-94	Sammanslagning	Aktier	Konkurrerande	0.381	0.627	7.3	neg	Fastighet- och bygg	-0.602
Sydsvenska Dagbladet	Marieberg	24/1-94	Sammanslagning	Aktier	Kompletterande	0.074	0.973	94.6	20.7	Tjänsteföretag	-0.326
Exportinvest	Investor	14/3-94	Sammanslagning	Aktier	Diversifiering	0.051	0.957	17	>100	Investmentbolag	-0.120
Gnosjö	Gunnebo	19/10-94	Sammanslagning	Blandat	Diversifiering	1.554	0.986	81.3	14.5	Investmentbolag	0.615
Enator	Celsius	7/11-94	Sammanslagning	Kontant	Kompletterande	0.022	0.455	35.4	11.3	Verkstadsindustri	0.814
Räckstahus	Stena Line AB	21/12-94	Fientligt	Kontant	Diversifiering	0.024	0.477	-	15.2	Tjänsteföretag	-0.996
NK	NCC	1/4-93	Sammanslagning	Aktier	Konkurrerande	0.053	0.778	neg	22	Fastighet- och bygg	0.177
BCP	Volvo	20/10-93	Sammanslagning	Blandat	Diversifiering	0.152	0.477	31.4	neg	Verkstadsindustri	0.042
Gota	Trygg Hansa SPP	13/4-92	Sammanslagning	Aktier	Vertikalt	5.872	0.778	1.4	>100	Bank- och försäkring	-0.289
Aranäs	Luxonen	11/6-92	Sammanslagning	Aktier	Diversifiering	1.015	0.692	25.5	7.1	Investmentbolag	-1.330