



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats

Finansiering

VT-2008

FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN

Fusionen mellan Telia och Sonera

- lönsam för aktieägarna?



Handledare:

Maria Gårdängen

Författare:

Carl Gök 860220-4631

Gustav Helgesson 850218-4115

Victor Wällgren 830516-3977

Christoffer Wöhrman 830619-4039

Sammanfattning

Uppsatsens titel	Fusionen mellan Telia och Sonera – lönsam för aktieägarna?
Seminariedatum	2008-06-03
Kurs	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 ECTS-poäng
Författare	Carl Gök Gustav Helgesson Victor Wällgren Christoffer Wöhrman
Handledare	Maria Gårdängen
Nyckelord	TeliaSonera, fusion, avkastning, synergier
Syfte	Att utreda huruvida fusionen mellan Telia och Sonera maximerade Telias aktieägares nytta.
Metod	Kvantitativ datainsamling har använts för att beräkna lönsamheten med fusionen mellan Telia och Sonera. Intervjuer har gjorts med representant på TeliaSonera och Carnegie. Studien har en deduktiv ansats.
Teori	Olika mått för att värdera lönsamheten har använts, exempelvis Economic Profit, Sharpe Ratio och BHAR. Teori har hämtats angående fusioners långsiktiga lönsamhet för aktieägarna, samt faktorer som påverkar utgången.
Empiri	Aktiekurser och index har hämtats från Thomson Datastream. De inblandade företagens årsredovisningar och prospektet mellan TeliaSonera studeras. Intervjuer har genomförts med inblandade parter.
Slutsats	Fusionen var visserligen ett bra beslut för företaget Telia, men en aktieägare i Telia skulle ha fått en bättre avkastning om han hållit OMX-index. Fusionen var således lönsam, men inte tillräckligt lönsam. Faktorer som under- eller översteg Telias förväntningar var bland annat de finska marginalerna samt ledningens integration.

Abstract

Title	The Telia and Sonera merger – profitable for Telia’s shareholders?
Seminar Date	2008-06-03
Course	FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or (ECTS-cr)
Authors	Carl Göök Gustav Helgesson Victor Wällgren Christoffer Wöhrman
Advisor	Maria Gårdängen
Keywords	TeliaSonera, Merger, Return, Synergies
Purpose	To determine if the TeliaSonera merger maximised the utility of Telia’s shareholders
Methodology	Quantitative data has been used to calculate the return for Telia’s shareholders. Interviews have been conducted with representatives from TeliaSonera and Carnegie. The degree project has a deductive approach.
Theoretical perspectives	Different ratios for calculating the return for shareholders have been used, e.g Economic Profit, Sharpe Ratio and BAHR. Theory regarding the long-term profitability of mergers and acquisitions for shareholders is included, along with common influencing factors.
Empirical foundation	Historical stock prices and indices are taken from Thomson Datastream. The involved companies external reports and the prospectus for the merger is a common source of information. Interviews have been conducted with TeliaSonera and Carnegie.
Conclusion	Even if the merger was a good decision for the company, Telia’s shareholders would have been better off holding the OMX-index. The merger was profitable for shareholders, but not profitable enough. Factors that were below or exceeded Telias expectations were, as examples, the margin in the Finnish business and the integration of management.

Innehållsförteckning

1.	Inledning	6
1.1	Bakgrund.....	6
1.2	Problemdiskussion	7
1.3	Syfte	8
1.4	Avgränsningar.....	9
1.5	Målgrupp.....	9
1.6	Disposition	9
2.	Metod	10
2.1	Val av ämne	10
2.2	Val av metod.....	10
2.2.1	Kvalitativ eller kvantitativ?.....	11
2.2.2	Induktiv eller deduktiv?	12
2.2.3	Normativ eller deskriptiv?	13
2.3	Data.....	13
2.3.1	Primärdata	13
2.3.2	Sekundärdata.....	15
2.4	Källkritik.....	15
2.4.1	Validitet.....	15
2.4.2	Reliabilitet.....	16
3.	Teori.....	17
3.1	Tidigare studier	17
3.2	Värdeskapande genom strategisk fusion.....	19
3.3	Värdering vid en fusion	20
3.4	Lönsamhetsmått	21
3.4.1	Economic Profit	21
3.4.2	Total Shareholder Return.....	22
3.4.3	Räntabilitet på eget kapital.....	23
3.4.4	Market-to-Book ratio	24
3.4.5	Aktiekursutveckling.....	24
3.4.6	Buy-and-hold abnormal return.....	25
3.4.7	DuPont-Modellen.....	26

3.5	CAPM	27
3.6	Riskjusterade lönsamhetsmått.....	29
3.6.1	Sharpe-kvot	29
3.6.2	Treynors index	29
3.6.3	Jensens alfa	30
3.7	Kritiska faktorer vid fusioner.....	30
3.8	Börsintroduktioner och publicitet	32
4.	Empirisk metod.....	33
5.	Empiri	37
5.1	Uppställda mål	37
5.2	Uppnådda mål	39
5.3	Lönsamhetsberäkningar	40
5.3.1	Economic Profit	40
5.3.2	Total Shareholder Return.....	41
5.3.3	Räntabilitet på eget kapital.....	41
5.3.4	Market-to-Book ratio	42
5.3.5	DuPont-Modellen.....	43
5.3.6	TeliaSoneras aktiekurs	43
5.3.7	Betavärden	46
5.3.8	Buy-and-hold abnormal return.....	47
5.3.9	Sharpe-kvot	47
5.3.10	Treynor-index	47
5.3.11	Jensens alfa	48
5.4	Faktorer som avvek från Telias förväntningar.....	48
5.4.1	Meningsskiljaktigheter om expansionsstrategin	48
5.4.2	Försämrade marginaler i Finland	49
5.4.3	Minoritetsintresse i Turkcell	50
5.4.4	Misslyckad börsnotering på Nasdaq	51
6.	Analys	52
6.1	Fusionens lönsamhet för aktieägarna.....	52
6.2	Fanns det faktorer som gjorde att lönsamheten översteg eller understeg den beräknade?	58
7.	Slutsatser och förslag till fortsatt forskning.....	63
7.1	Fusionens lönsamhet för aktieägarna.....	63

7.2 Fanns det faktorer som gjorde att lönsamheten översteg eller understeg den beräknade?	64
7.3 Förslag till fortsatt forskning	66
8. Källförteckning	67
8.1 Artiklar	67
8.2 Tidskrifter	70
8.3 Litteratur	70
8.4 Årsredovisningar och Prospekt	72
8.5 Pressmeddelanden	72
8.6 Muntliga källor	72
Appendix A. Intervjuguide för intervju med Michael Grant	73
Appendix B. Intervjuguide för intervju med Karin Karlström	74

1. Inledning

1.1 Bakgrund

När IT-bubblan sprack i början av 2000-talet, sjönk marknads värdering av teknikföretag markant. Även telekombranschen såg sjunkande värderingar, när allmänheten insåg att den teknologiska framtiden inte var så optimistisk som tidigare förutspåts. Branschen stod vid denna tidpunkt inför stora investeringsbehov i de nya 3G-näten. Licenserna som auktionerats för att bygga ut 3G-nät såldes till ett väldigt högt pris, och ledde till en generellt hög skuldsättning. De stora nya investeringarna följdes av statistik för de numera gamla teknikerna GPRS och WAP. Siffrorna visade att upptagningen av den då nya tekniken var betydligt lägre och långsammare än vad som projicerats.¹ Dessutom var tillverkningen av mobiltelefoner och nätverk som stödjer den nya tekniken kraftigt försenad, vilket sammantaget ledde till en skarp nedvärdering av den framtida tillväxten och lönsamheten för telekombranschen. De enorma summor som investerats i 3G-näten föreföll nu vara en dålig affär i marknads och företagens ögon, vilket tydliggjordes i den kedja av nedskrivningar och avsättningar som gjordes av branschen i början av 2000-talet.²

Samtidigt justerades också marknads förväntningar på branschens framtida omsättningstillväxt. Traditionellt sett drivs omsättningstillväxten av antalet prenumeranter, men nu sågs tecken på att marknaden i Norden var mättad. Branschen försökte kontra detta genom en ny fokusering på värdetjänster, men dessa fick begränsad popularitet hos kunderna.³

Överkapaciteten och prispressen i branschen ledde till ett starkt konsolideringstryck. Telia, som är Sveriges största operatör, såg den främsta utvägen som en fusion eller förvärv av en konkurrent med liknande strategiska mål. Telenor, Norges största operatör, var Telias första målföretag men förhandlingarna sprack efter meningsskiljaktigheter mellan företagets ägare. Nästa målföretag var den ledande

¹ Prospekt TeliaSonera (2002), s 54

² Prospekt TeliaSonera (2002), s 55

³ Ibid

finska operatören Sonera. Fusionen mellan de båda företagen genomfördes den 9 december 2002.⁴ Investmentbanken med det huvudsakliga ansvaret var Carnegie.⁵ 95 % av ägarna av aktier och teckningsoptioner i Sonera accepterade Telias erbjudande. Koncernen noterades på Stockholmsbörsen, Helsingfors Börs och Nasdaq. Direkt efter samgåendet påbörjades integrationsarbetet. Det nya företaget var den största teleoperatören i Sverige och Finland, samt en stor spelare på marknaderna i Baltikum, Ryssland och Turkiet.⁶

”Bolagens marknadspositioner och det faktum att företagen kompletterar varandra väl strategiskt, var starka motiv bakom sammangåendet och bildandet av TeliaSonera.”⁷

1.2 Problemdiskussion

Telias fusionsplaner var något som behandlades utförligt i media. Affären mellan Telia och Telenor brast på grund av politiska meningsskiljaktigheter, då den norska och svenska staten bland annat inte kunde komma överens om var huvudkontoret skulle förläggas. Liknande problematik uppstod vid fusionen mellan Telia och Sonera, då Telia bröt mot det aktieägaravtal som slutits när man föreslog att Telias VD Anders Igel skulle ta en styrelseplats. Tidigare studier kring Telias fusioner är bland annat Halef, Al-Mehr⁸, som behandlar intressekonflikter som uppstod under förhandlingarna. Lundqvist, Jarl⁹ undersöker de kommunikationsproblem som uppstod mellan Telia och Telenor, samt varför media bidrog till att ytterligare försämra kommunikationen.

⁴ TeliaSonera Årsredovisning, (2002)

⁵ Prospekt TeliaSonera (2002), s. 1

⁶ TeliaSonera Årsredovisning (2002)

⁷ Ibid

⁸ Al-Mehr, Halef, (2005)

⁹ Lundqvist, Jarl, (2002)

Uppsatsen ämnar kasta nytt ljus på fusionen TeliaSonera genom att behandla de finansiella aspekterna. Tidigare studier av fusionen har behandlat själva förhandlingen och processen, medan frågan om fusionen var lönsam för aktieägarna förblir obesvarad. Uppsatsen skall besvara frågan om fusionen mellan Telia och Sonera maximerade aktieägarnas avkastning. Frågan om lönsamheten för aktieägarna är synnerligen relevant. Flera studier såsom Powell och Stark¹⁰ samt Sudarsanam och Mahate¹¹ visar på både positiva och negativa effekter på en förvärvares aktiekurs. Antalet studier som behandlar detta genom de senaste årtionden är ett tiotal enligt författarnas kännedom, med ett varierat resultat om lönsamheten för aktieägarna. En fallstudie om lönsamheten i TeliaSoneras fall kan belysa den problematik som uppstår vid fusioner och förvärv.

Tre grundläggande faktorer kan ha påverkat om fusionen var en god investering för Telias aktieägare. Först är det köpeskillingen, som baseras på den värdering som görs av Sonera och Telia, samt av de synergieffekter som beräknas uppstå vid fusionen. Den andra är själva genomförandet av fusionen, till exempel om de realiserade synergieffekterna skiljer sig från de projicerade, eller integrationskostnaderna har avvikit från de beräknade. Det tredje är hur marknaden i stort har utvecklats sig. Även en lyckad investering kan överträffas av marknaden.

Frågorna som skall besvaras i denna uppsats är:

- Var fusionen mellan Telia och Sonera en god investering för Telias aktieägare?
- Fanns det faktorer som gjorde att investeringens lönsamhet översteg eller understeg den beräknade?

1.3 Syfte

Att utreda huruvida fusionen mellan Telia och Sonera maximerade Telias aktieägares nytta.

¹⁰ Powell, Stark (2005)

¹¹ Sudarsanam, S. and A.A. Mahate, (2003)

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen är begränsad till att undersöka affären ur Telias aktieägares perspektiv. Det är fullt möjligt att investeringen var lönsam för Soneras aktieägare men dålig för Telias, och vice versa.

Vidare finns ett stort antal mått på lönsamhet för aktieägarna, och uppsatsen kommer att begränsa sig till de fåtal som enligt författarna bäst fångar helhetsbilden.

1.5 Målgrupp

Det huvudsakliga intresset för denna uppsats borde finnas hos alla aktieägare och andra intressenter. Den stora mängden svenska aktieägare gör målgruppen stor, 655 247 stycken.¹² Uppsatsen kan även vara av intresse för de parter som står inför ett liknande fusionsbeslut och undrar över faktorer som påverkar en fusions lönsamhet. Där kan studien hjälpa parterna i att uppnå en mer lönsam fusion eller förvärv. Intressenter hos Telia och Sonera kan se uppsatsen som en utvärdering av deras arbete i fusionen. Uppsatsen kräver tidigare ekonomisk kunskap hos läsaren, framförallt terminologi. Ingen speciell kunskap om telekommunikation krävs för att ta del av uppsatsens problematik.

1.6 Disposition

Kapitel 2 innehåller en metodologisk diskussion om studien. Den efterföljs av tidigare studier inom området i kapitel 3 och med en presentation av den underliggande teori som uppsatsen baseras på. Kapitel 4 innehåller en mer praktisk förklaring till uppsatsens metodologi. I kapitel 5 presenteras den empiri och data som författarna samlat in. Kapitlet efterföljs av en analys av det insamlade datamaterialet i kapitel 6. Slutligen dras det slutsatser i kapitel 7 och förslag till framtida forskning presenteras. Sist i uppsatsen finns källförteckning och bilagor.

¹² TeliaSonera Årsredovisning (2007)

2. Metod

Det andra kapitlet fokuserar på hur ämnet valts, samt vilka metodologiska överväganden som gjorts. Den data som använts i uppsatsen redogörs för. Slutligen görs en kritisk granskning av den data och metod som använts.

2.1 Val av ämne

Tre av uppsatsförfattarna har en bakgrund inom finansiering och en författare inom strategi och styrsystem. Ett korsfunktionellt författarlag möjliggör en bredare synvinkel och problematisering än som annars kunde vara möjlig. Ett område där en bred kompetens är att föredra är förvärv och fusioner, speciellt de med strategiska motiv. Den strategiska fusionen mellan Telia och Sonera har hållit hög profil i media och alla uppsatsförfattarna var sedan innan bekanta med den. Dessutom är båda företagen nordiska, och TeliaSoneras huvudkontor finns i Sverige. Den tid som gått sedan fusionen är fördelaktig för uppsatsen, eftersom sekretessen kring fusionen är mindre och det går att utröna ett långsiktigt resultat. Dock är fusionen tillräckligt ny för att kunskapen inte ska ha fallit i glömska. Att svenska Carnegie är *lead manager* för fusionen, gör också att författarna bedömer det mer sannolikt att få kontakt med berörda personer i affären, än om banken var utländsk.

2.2 Val av metod

Författarna vill klargöra de metodologiska överväganden som gjorts. Ett val av ansats, metod och mål måste göras. Beroende på dessa val kommer uppsatsen att beskriva verkligheten på ett specifikt sätt. Den vetenskapliga metod som skall användas för att samla in information, väljs i huvudsak efter att passa problemställningen. Slutligen kan man klassificera uppsatsens metod som normativ eller deskriptiv¹³, vilket skiljer de mål som författarna har för studiens resultat.

¹³ Eriksson, Wiedersheim-Paul (2006) s.164

2.2.1 Kvalitativ eller kvantitativ?

Uppsatsens första delmål är att besvara frågan huruvida fusionen mellan Telia och Sonera var lönsam för Telias aktieägare, vilket skall besvaras genom att göra en kvantitativ bedömning av fusionen. Lönsamhet hos en investering är teoretiskt klarlagt och kan kvantifieras, varför kvantitativ metod är att föredra.¹⁴ En kvalitativ metodologi skulle vara utsatt för en stor subjektivitet i detta fall, eftersom de intressenter lämpliga för till exempel intervjuer troligen har ett stort intresse i att påvisa fusionens lönsamhet. Lönsamheten blir med kvantitativ metod objektivt mätbar. Kvantitativ metod är dock inte heller helt objektiv, då de val av mått som görs för att kvantifiera lönsamheten är valda av författarna.¹⁵ Dessutom väljer författarna ut den data som behandlas. Specifikt skall lönsamheten studeras genom att se om TeliaSonera lyckades uppfylla de mål som ställts innan fusionen genomfördes. Målen finns klart uppställda i det prospekt som gjordes inför fusionen. Data om hur fusionens mål fortskred finns i TeliaSoneras rapporter. Dessutom skall aktiekursen kontrolleras gentemot aktieindex för att justeras gentemot marknadsförändringar. Aktieägarnas mål är att TeliaSoneras aktiekurs skall slå index. Ifall aktien inte slår index var fusionen inte en bra investering, eftersom det antingen fanns en alternativ och mer lukrativ investering, eller så kunde kapitalet returneras till aktieägarna. Författarna väljer att inte utforma scenarier om vad som skulle ha hänt om fusionen inte ingicks, då detta leder till spekulation i för hög grad.

För att undersöka om det fanns faktorer som ledde till att fusionens lönsamhet avvek från den beräknade används kvalitativ metod. Författarna har en liten förståelse om faktorerna innan studiens start, varför kvalitativ metodologi är att föredra.¹⁶ De parter som har en bra förståelse om fusionsprocessen antas vara de inblandade i TeliaSonera och i de rådgivande investmentbankerna. Dessutom finns en stor mängd kvalitativ sekundärdata i form av tidningsartiklar och årsredovisningar som behandlar fusionens förlopp. Kvalitativa undersökningar med representanter från dessa företag antas ge en mer detaljerad bild av händelseförloppet och de faktorer som bidrog till en annan lönsamhet än planerat. Samtidigt fungerar representanterna som en validering av den

¹⁴ Jacobsen (2002), s. 149

¹⁵ Jacobsen (2002), s. 44

¹⁶ Jacobsen (2002), s. 150

data som författarna själva samlat in. Kvalitativ undersökning kan även göras av den värdering som Carnegie gjorde av Telia och Sonera, samt de uppskattade synergieffekter som beräknades. Målet är att kvalitativt påvisa hur fusionsprocessen är fylld med osäkerhetsmoment. Författarnas initialt bristande kunskap om faktorerna kan också leda till en stelhet i en kvantitativ datainsamling.¹⁷

2.2.2 Induktiv eller deduktiv?

Utgångspunkten i uppsatsen är en deduktiv ansats, där fusionens lönsamhet för aktieägarna skall beräknas genom existerande finansiella mått, alltså från teori till empiri.¹⁸ Måtten hämtas från litteratur inom värdering och finansiering. Med hjälp av måtten applicerade på Telia och TeliaSonera skall en bedömning göras om fusionen var lönsam för Telias aktieägare. Den deduktiva ansatsen lämpar sig väl för den rikliga kvantitativa data som finns i företagets räkenskaper. Det finns en stor mängd empirisk data att använda sig av i existerande teoretiska modeller. Problemet kräver i princip en deduktiv ansats då den stora mängden numeriska data måste kategoriseras för att kunna tydas.¹⁹ Dessutom finns en stor mängd mål uppsatta från fusionen av Telia och Sonera. Historiens gång kan sedan användas för att kontrollera om delmålen blev uppfyllda i tid, eller överhuvudtaget.

Likaså skall uppsatsens andra frågeställning besvaras genom en deduktiv ansats. I litteratur och vetenskapliga artiklar finns information om vanliga orsaker till att fusioner inte går som planerat. Dessa används som bas för att undersöka fusionen mellan Telia och Sonera. Genom insamling av empirisk data från semistrukturerade intervjuer, kan det undersökas huruvida de teoretiskt erkända orsakerna för osäkerhet i en fusion existerar även i TeliaSonera. Utgångspunkten för intervjuerna är alltså existerande teoretiskt fastställda orsaker. Författarna undersöker före intervjuerna de potentiella problem som Telia haft med fusionen.

¹⁷ Jacobsen (2002), s. 150

¹⁸ Jacobsen (2002), s. 34

¹⁹ Jacobsen (2002), s. 43

Problem som finns med den deduktiva ansatsen kan vara att uppsatsen blir som en självuppfyllande profetia, eftersom författarna bara finner det de letade efter.²⁰ Författarna är då subjektiva i att påvisa den hypotes de ställt. Trots dessa problem används inte induktiv ansats. En induktiv ansats är inte lämplig för en fallstudie, då det är svårt att generalisera fram ny teori utifrån endast ett fallföretag.

2.2.3 Normativ eller deskriptiv?

Då författarna undersöker huruvida fusionen mellan TeliaSonera var lönsam eller inte, är målsättningen deskriptiv. Det innebär att målet med studien är att beskriva det ekonomiska resultat som uppnåddes med fusionen.²¹ Studien utmynnar i en analys där fusionen beskrivs som lönsam eller icke lönsam för aktieägarna i Telia.

Författarna har även en deskriptiv ansats för studien i frågeställningen om huruvida det fanns faktorer som bidrog till att lönsamheten avvek från den planerade. Författarnas avsikt är att med hjälp av bland annat beskrivningen i den första frågeställningen kunna förklara ett kausalt samband mellan lönsamheten och vissa faktorer.

2.3 Data

Författarna samlar in både primärdata och sekundärdata i undersökningen. Primärdata är den nya data som samlas in av författarna själva, medan sekundärdata är den existerande data som är relevant.²²

2.3.1 Primärdata

För att belysa de faktorer som påverkat lönsamheten på fusionen användes öppna individuella intervjuer. Här är det intressant att få den tolkning av fusionsprocessen som olika intressenter har. De som intervjuats är Michael Grant, Senior Vice President of Mergers and Acquisitions, från TeliaSonera och Karin Karlström, Sektoransvarig inom telekom, från Carnegie AB. Intervjuerna är semistrukturerade, för att ämnet skall hållas till de teoretiska modellerna från den deduktiva ansatsen.

²⁰ Jacobsen (2002), s. 42

²¹ Jacobsen (2002), s. 106

²² Bryman and Bell (2001), s. 231

Semistrukturerade intervjuer har fördelen att vara mer öppna, eftersom intervjuaren kan välja att ställa spontana följdfrågor när något intressant dyker upp.²³ Öppenheten introducerar en subjektivitet till själva intervjun. Subjektiviteten kan vara negativ för datainsamlingen, men författarna tycker att möjligheten att en viktig faktor missats i intervjuguiden väger upp detta. Intervjuerna genomfördes med hjälp av en intervjuguide, med fast ordningsföljd och i huvudsak öppna svar. Intervjuerna ägde i första hand rum genom personligt möte, eftersom antalet intervjuer kommer att vara lågt. Personliga intervjuer möjliggör en tolkning med flera sinnen, samtidigt som subjektiviteten ökar. Författarna har ett intresse av att få ut så mycket information som möjligt ur de intervjuade. En personlig intervju ger en möjlighet att bättre känna av gränser och därigenom få mer information.²⁴ Tyvärr var det i fallet med Karin Karlström inte möjligt att mötas för en personlig intervju, på grund av tidsbrist. Karlström svarade istället skriftligt på ett frågeformulär skickat via e-mail. Karlström var tvungen att se att hon inte riskerade bryta mot banksekretessen. En positiv faktor är att Karlström i den skriftliga intervjun fick mer tid att minnas detaljer från fusionen 2002. En negativ del var att svaren troligen blev mer försiktiga eftersom risken för negativ citering blev större. Av detta skäl erbjöds också de intervjuade anonymitet om det önskades. Eftersom så få personer intervjuas, fungerar de i huvudsak som ett komplement till de teorier och annan empiri som författarna använder. De perspektiv som de intervjuade erbjuder, kommer att följas upp av externa uppgifter för validering. En extern omständighet är det rykte om ett uppköp av TeliaSonera som kom under studiens förlopp.²⁵ Det kan göra det mer känsligt att tala om äldre detaljer angående lönsamheten på föregående fusion.

²³ Jacobsen (2002), s. 163

²⁴ Jacobsen (2002), s. 162

²⁵ "Rykten om bud på TeliaSonera", Dagens Industri, 2008-04-16

2.3.2 Sekundärdata

Problemställningen om lönsamheten besvaras genom insamling av finansiell data om Telia och TeliaSonera. Data samlas in ifrån finansiella tjänsteföretag såsom Thomson Datastream. Det prospekt som detaljerar fusionen mellan Telia och Sonera är en stor informationskälla. Mycket information hämtas från Telias och TeliaSoneras årsredovisningar. Artiklar, uppsatser och litteratur hittas både i samråd med vår handledare Maria Gårdängen, finansiella tidskrifter, samt i olika databaser tillgängliga vid universitetet som ELIN@Lund och Lovisa.

2.4 Källkritik

2.4.1 Validitet

För att säkerställa att uppsatsens resultat har en giltighet vidtar författarna flera försiktighetsåtgärder. Den data som samlas in skall komma i största mån från oberoende källor. Årsredovisningarna från TeliaSonera antas ha kontrollerats av objektiva revisorer. För att öka validiteten vid bedömningen av fusionens lönsamhet, används ett stort antal ekonomiska mått. Varje ekonomiskt mått har styrkor och svagheter, används enbart ett mått kan resultatet vridas enligt författarnas önskemål.

I våra intervjuer skall validiteten säkerställas genom att intervjua personer med god kunskap om ämnet, med förstahandsinformation om fusionen.²⁶ Problematik kan uppstå eftersom de intervjuade inte vill framstå i dålig dager. Till exempel är representanter från Carnegie rimligen inte intresserade av att erkänna en dålig värderingsprocess. Frågorna skall därför formuleras defensivt, så att de intervjuade inte känner sig pressade och hamnar i försvarsställning. Eftersom intervjuerna är mycket få, kommer inga slutsatser att grundas enbart på de intervjuades utsago, utan kontrolleras gentemot andra källor.

²⁶ Jacobsen (2002), s. 262

2.4.2 Reliabilitet

Ett problem med reliabiliteten fås i uppsatsen eftersom antalet intervjuade är lågt. Det är möjligt att uppsatsen skulle få ett delvis annat resultat ifall valet av intervjuade personer var ett annat. Författarna är medvetna om att det är svårt att dra slutsatser enbart från en persons utsago. I fallet med Karin Karlström på Carnegie, var författarna tvungna att skicka frågorna skriftligt. Karlström behövde försäkra sig om att undvika en potentiell konflikt med banksekretessen. Det är möjligt att Karlström kan ha utnyttjat denna förhandstitt för att vrida svaren till Carnegies fördel. Man kan dock validera den intervjuades åsikter genom stödjande artiklar och tredjepartsinformation. Sådan information skall enbart tas ifrån respekterade och oberoende källor. En teoretisk uppbackning kan även göras utifrån välkänd litteratur och artiklar.

Trovärdigheten i uppsatsen skall säkerställas genom att författarna i största möjliga mån behåller sin objektivitet. Intervjuareffekten skall vara så liten som möjligt.²⁷ Förfarandet är lite av en paradox där vi å ena sidan värnar om objektiviteten samtidigt som den mest intressanta informationen kan vara den subjektiva. Till exempel kan författarna lockas att läsa mellan raderna vid en intervju. Studien skall inte innehålla subjektiva bedömningar från författarna utan att detta klart anges.

Slarv vid den kvantitativa analysen och vid intervjuerna skall minimeras genom bandinspelning och kontroll av genomförda kalkyler. Tidpunkten för uppsatsen är förvisso olycklig med de uppköpsrykten av TeliaSonera som florerar, men författarna anser att det inte kommer att ha en avgörande betydelse för resultatet. Detta eftersom TeliaSonera nu är ett påstått uppköpsobjekt i stället för förvärvare. Det finns inte heller någon möjlighet att byta tidpunkt.

²⁷ Jacobsen (2002), s. 270

3. Teori

Kapitlet kommer att innehålla den teoretiska grund som uppsatsen baseras på. Det inleds med en undersökning av tidigare studier inom området, följt av en beskrivning av de olika teorierna. Eventuella för- och nackdelar med teorierna redogörs för.

3.1 Tidigare studier

Enligt Conn²⁸, som sammanfattar 15 studier som behandlade gränsöverskridande förvärv eller fusioner i publika företag, är den huvudsakliga slutsatsen att förvärvaren visar noll eller negativt *cumulative abnormal return* (CAR) i en kortsiktig period efter transaktionen. Liknande resultat har uppnåtts av till exempel Sudarsanam and Mahate²⁹ och Andrade et al.³⁰ för inhemska förvärv.

Kelly et al.³¹ fann i sin studie att aktieägarvärdet sjönk i genomsnitt 53 % i 700 olika gränsöverskridande förvärv och fusioner under 1996-1998. Conn, Connell³², Aw and Chatterjee³³ och Black et al.³⁴ finner alla signifikanta negativa CAR för gränsöverskridande förvärv.

Barber and Lyon³⁵ analyserar vilken vetenskaplig metod som är lämplig vid studier av långsiktiga abnormala aktieavkastningar. Studien framhåller att måttet *buy-and-hold abnormal return* (BHAR), är det mest lämpliga för denna typ av studie. Barber och Lyon menar att måttet är att föredra över till exempel CAR, eftersom det exakt följer en investerares erfarenheter. CAR är ett fiktivt mått som inte går att replikera i verkligheten.

²⁸ Conn, R.L., (2003)

²⁹ Sudarsanam, S. and A.A. Mahate, (2003)

³⁰ Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford, (2001)

³¹ Kelly, J., C. Cook and D. Spitzer, (1999)

³² Conn and F. Connell (1990)

³³ Aw, M. and R. Chatterjee (2004)

³⁴ Black, E.L., T.A. Carnes, T. Jandik and B.C. Henderson (2003)

³⁵ Barber and Lyon (1997)

Conn, Cosh, Guest, Hughes³⁶ undersöker 4000 förvärvande brittiska företag, och finner att gränsöverskridande fusioner får inga eller negativa långsiktiga aktiekursutvecklingar, analyserat med BHAR. Studien finner också att *glamour shares*, kända publika företag, är de som förlorar mest på att göra ett förvärv.

Healy, Pepelu, och Ruback³⁷ fann signifikanta förbättringar inom produktiviteten i fusioner i ett sampel av de 50 största fusionerna under 1979 och 1984. Produktiviteten ökade mest i de fall där de fusionerade företagen hade liknande verksamhet. Dessutom påvisades att ökande kassaflöden efter fusionen var korrelerad med en positivt abnormal avkastning vid fusionens tillkännagivande.

I en studie av företaget Cooper & Lybrand³⁸, görs djupintervjuer med högsta ledningen i 100 av Storbritanniens största företag, som deltagit i 50 transaktioner. Studien utmynnade i att flera faktorer klarlagdes för varför fusioner lyckas eller misslyckas. Resultaten presenteras i tabell 1.

Tabell 1. Coopers & Lybrand (1993)

Faktorer som leder till misslyckad fusion		Faktorer som leder till lyckad fusion	
Attityder och kulturella skillnader hos ledningar	85%	Detaljerade integrationsplaner	76%
Knapphändig eller ingen planering för integration	80%	Klarlagda mål med fusionen	76%
Brist på kunskap om målföretaget	45%	En bra kulturell matchning	59%
Dåliga chefer i målföretaget	45%	Samarbete inom ledningarna	47%
Ingen erfarenhet av fusioner och förvärv	30%	Djup kunskap om målföretaget och branschen	41%

Källa: Cooper & Lybrand and OC & C

Child och Smith undersöker i sin studie hur man motiverar personalen i en organisation att arbeta mot samma mål. Studien menar att målet uppnås genom att ett klart och konsekvent budskap om en gemensam riktning genomsyrar organisationen³⁹.

³⁶ Conn, Cosh, Guest, Hughes (2005)

³⁷ Healy, Palepu and Ruback (1992)

³⁸ Coopers & Lybrand and OC & C (1993)

³⁹ Child, J. and Smith, C., (1987)

3.2 Värdeskapande genom strategisk fusion

Huvudtanken med en strategisk fusion är att samordna två separata företags resurser på ett sådant sätt att ett bättre ekonomiskt resultat kan utvinnas. En stark anledning till att företag ingår fusioner är för att öka tillväxten⁴⁰. Om man antar att både det förvärvande företaget och målföretaget har som mål att maximera aktieägarnas avkastning, kommer en lyckad fusion att innebära ett värdeskapande för samtliga inblandade aktieägare. Själva värdet skapas utifrån två grundläggande kategorier: operativa synergier och finansiella synergier⁴¹. De operativa synergier kommer antingen från ökning av inkomster eller från minskningar av utgifter. Ökade inkomster kan till exempel komma ifrån större marknadsandel eller kompletterande produkter och tjänster. Kostnadsbesparingar kan uppnås genom exempelvis stordriftsfördelar, nedskärningar i överlappande verksamhet eller genom i vissa fall utnyttjande av skatteförluster. Finansiella synergier uppstår genom att två kombinerade företag kan få en lägre kapitalkostnad⁴². Värdeskapande i en fusion kan tecknas enligt ekvation 1.

$$V_a + V_b + V_s = V_f \quad (1)$$

Aktieägarna i företaget A och företaget B kommer att tillsammans ha tjänat V_s , det vill säga värdet av synergieffekterna. I vilken proportion de olika företagens aktieägare tar del av detta värde, beror på den budpremie som A är berett att betala för B:s aktier. Aktieägarna i B kräver en budpremie för den förlorade kontrollen över sitt företag, samt som ett incitament för att sälja sina aktier. Budpremien får inte överstiga värdet av synergieffekterna, då förlorar aktieägarna i A på affären⁴³.

⁴⁰ Gaughan (2002), s. 111

⁴¹ Gaughan (2002), s. 116

⁴² Gaughan (2002), s. 116-117, s. 154

⁴³ Gaughan (2002), s. 115

3.3 Värdering vid en fusion

Teoretiskt sett skall en fusion värderas som vilken investering som helst som företaget gör. Den investering som företaget A gör genom köpet av B, skall visa ett positivt diskonterat nuvärde med avseende på företaget B:s framtida kassaflöden samt kassaflödena från synergieffekterna för att den skall vara värdeskapande för aktieägarna⁴⁴. Värderingen är vanligen en mycket komplicerad uppgift, då många av synergieffekterna inte går att kvantifiera, samtidigt som man uppskattar företaget B:s framtida kassaflöden⁴⁵.

En ytterligare problematik är att företagens aktier vid fusionens tillfälle kan vara över- eller undervärderade på marknaden. Vid en fusion genom ett byte av aktier i företagen uppstår då svårigheter att fastställa vilken kvot som aktierna skall bytas till⁴⁶. Om man antar att kvoten exakt speglar det fundamentala värdet hos företagen, kommer beslutet om fusionen enbart att bestå i att betald budpremie skall understiga de realiserade synergieffekterna. På grund av risken med uppköpet kräver sannolikt aktieägarna en god marginal. En stor del av risken uppstår i att det förvärvande företaget inte har fullständig information om vad de köper⁴⁷.

Vid en fusion försöker de två företagen gemensamt att kvantifiera de synergieffekter som uppstår. Kvantifieringen av synergieffekterna är dock ingen enkel uppgift. Inkomstsynergier kan uppkomma från många olika källor vilket gör de mycket svåra att kvantifiera. Därmed brukar det ofta bara föras ett resonemang kring inkomstsynergierna och inte uttryckas i konkreta tal⁴⁸. Kostnadssynergierna är däremot lättare att förutspå, exempelvis att företagen gör kostnadsbesparingar på grund av överlappande verksamheter, var på det ofta är kostnadssynergier som fokuseras på vid fusionsbeslut⁴⁹. Det är dock inte enkelt att förutsäga exakt hur stora kostnadssynergierna kommer att bli.

⁴⁴ Gaughan (2002), s. 515

⁴⁵ Arnold Glen (2005), s. 1040

⁴⁶ Gaughan (2002), s. 534

⁴⁷ Arnold Glen (2005), s. 1040

⁴⁸ Gaughan (2002), s. 116

⁴⁹ Ibid

3.4 Lönsamhetsmått

3.4.1 Economic Profit

Economic profit, förkortat EP, beskriver summan ett företag erhåller efter avdrag för rörelsekostnader och alternativkostnaden för kapitalet⁵⁰. EP beräknas vanligtvis över en specifik tidsperiod. En positiv EP signalerar till ledningen om att värde skapas över perioden, medan en negativ indikerar på att värde reduceras⁵¹. Måttet beräknas genom att multiplicera spreaden mellan Return on Capital och WACC med kapitalet som investerats⁵². WACC beskriver företags kostnad för att använda kapital, därmed måste företag generera en avkastning som överstiger WACC för att uppfylla ägarnas och långivarnas krav. WACC används således som företags diskonteringsränta vid investeringsbeslut⁵³. Ekvation 2 beskriver den vägda genomsnittliga kapitalkostnaden efter skatt:

$$WACC = \frac{E * R_E}{TK} + \frac{S * R_S(1 - skatt)}{TK} \quad (2)$$

E = eget kapital, R_E = avkastningskravet från investerarna, S = skulder, R_S = långgivarens utlåningsränta, TK = totalt kapital

Return on Capital fås fram genom användande av en internräntemetod anpassad till fusionens kassaflöden, enligt ekvation 3. Med hjälp av WACC och Return on Capital kan EP beräknas enligt ekvation 4.

$$NPV = -G + \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_\infty}{\frac{r}{(1+r)^2}} = 0 \quad (3)$$

G = grundinvestering, CF = kassaflöde, r = internräntan, NPV = nuvärdet

$$\text{Economic profit} = (\text{Return on capital} - \text{WACC}) \times \text{Invested capital} \quad (4)$$

⁵⁰ Aggarwal (2001)

⁵¹ Mills, Rowbotham, Robertson (1998)

⁵² Arnold Glen (2005), s. 828-829

⁵³ Myers Stewart C. (2001)

En tydlig skillnad och fördel med EP gentemot de traditionella redovisningsmått är att EP oftast visar på vad investeringen förväntas generera i framtiden medan redovisningsmått ser på vad investeringen genererat⁵⁴. Detta gör måttet lämpligt för att studera en framtida investering såsom ett förvärv. Svagheten med att måttet förlitar sig på redovisningsdata är att det finns risk för manipulation i siffrorna⁵⁵. En annan nackdel med EP är att det bör justeras för att kunna ge en mer representativ bild. Det är dock ofta svårt att genomföra de många justeringarna⁵⁶.

3.4.2 Total Shareholder Return

Total Shareholder Return, förkortat TSR, mäter den totala avkastningen aktieägaren erhåller över en specifik period, inkluderat utdelning och aktieprisförändringar. För att kunna bedöma huruvida det har varit en god investering jämförs TSR mot exempelvis inflationen, branschen eller den totala marknaden. Man kan även göra en jämförelse över tiden för det enskilda företaget. Undersöks TSR över en längre period diskonteras de erhållna utdelningarna samt aktiepriset.⁵⁷ TSR beräknas genom ekvation 5.

$$\text{TSR} = \frac{\text{Utdelning per aktie} + \text{Aktiepris vid slutet av perioden} - \text{Initialt aktiepris}}{\text{Initialt aktiepris}}$$

(5)

Vid användandet av TSR bör hänsyn tas till att måttet bortser från skillnaden i risk. Två företag med samma TSR kan exempelvis ha ansevära skillnader i volatilitet i vinsterna på grund av ekonomiska cykler. Vidare kan TSR se mycket olika ut beroende på vilken tidsperiod som väljs. Det är därför viktigt att vara medveten om att valet av tidsperiod påverkar resultatet.⁵⁸

⁵⁴ Mills, Rowbotham, Robertson (1998)

⁵⁵ Arnold Glen (2005), s. 833

⁵⁶ Arnold Glen (2005), s. 836

⁵⁷ Arnold Glen (2005), s. 853

⁵⁸ Arnold Glen (2005), s. 855

En anledning till att TSR anses som ett bra mått är att det inte påverkas av problemet med att använda redovisningssiffror från balansräkningen. Då undviks många subjektiva och komplexa justeringar, vilket medför att det blir ett universellt objektiva mått för att undersöka den totala avkastningen. Ett stort antal andra mått påverkas av företagets storlek, vilket gör att endast lika stora företag kan jämföras. TSR har fördelen att det är relativt mot företags egen aktiekurs och kan då jämföras mot företag av olika storlekar⁵⁹.

3.4.3 Räntabilitet på eget kapital

Räntabilitet på eget kapital, förkortat R_E , ger en indikation på hur väl företag förvaltar aktieägarnas investerade kapital för att generera vinst. På lång sikt bestäms värdet på företagets eget kapital av relationen mellan R_E och dess kostnad för eget kapital. De företag som förväntas generera R_E som överstiger kostnaden för eget kapital kommer ha marknadsvärden som överstiger det bokförda värdet, och vice versa⁶⁰. Vanligtvis brukar 72 % av de obeskattade reserverna adderas till nettoresultatet vid beräkandet av R_E . När beräkningar görs utifrån en koncerns balans- och resultaträkning är dock justeringar redan gjorda för de obeskattade reserverna och formeln för räntabilitet på eget kapital blir som i ekvation 6.

$$R_E = \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Genomsnittligt Eget Kapital}} \quad (6) \quad 61$$

Ett problem med att använda R_E som ett mått för företags prestation är att det är baserat på redovisningsdata, vilket gör att det finns risk för att det bokförda värdet inte är detsamma som de verkliga värdet⁶².

⁵⁹ Arnold Glen (2005), s. 864

⁶⁰ Palepu, Healy, Bernard and Peak, (2007) s. 199

⁶¹ Ibid

⁶² Arnold Glen (2005), s. 764

3.4.4 Market-to-Book ratio

Market-to-Book ratio, förkortat MBR, är ett mått som mäter det samlade värdet som företaget skapat sedan starten.⁶³ Specifikt beräknas MBR enligt ekvation 7.

$$\text{MBR} = \frac{\text{Marknadsvärde av företagets aktier}}{\text{Bokfört värde av eget kapital}} \quad (7)$$

Vissa justeringar skall göras vid beräkning av MBR, till exempel ett återförande av avskrivningar på goodwill, samt skall tillgångar värderas till sitt återköpsvärde. Detta görs för att mer korrekt bedöma hur mycket kapital som är investerat i verksamheten, samt för att minska inflationseffekter på åldrade tillgångar.⁶⁴ Vid beräkning av MBR antas att marknadsvärdet av ett företags skulder är detsamma som ett företags skulder.

En stor fördel med MBR är att det är ett relativt mått som kan användas för att jämföra företag av olika storlek. Måttet skall användas enbart för relativa beräkningar, eftersom det inte ger någon specifik information huruvida avkastningen har överstigit avkastningskravet på kapital.⁶⁵

3.4.5 Aktiekursutveckling

Aktiekursen för ett publikt företag motsvarar den värdering av företaget som marknaden gör. Den fundamentala värderingen av ett helt företag görs teoretiskt sett genom en diskontering av alla företagets framtida kassaflöden.⁶⁶ När en händelse inträffar som påverkar ett företags framtida kassaflöden kommer den fundamentala värderingen och aktiekursen att justeras därefter. Målet för företag är generellt att maximera avkastningen för aktieägarna.⁶⁷ Därför är det i företagets intresse att investera aktieägarnas kapital för att öka företagets framtida kassaflöden, höja aktiekursen och ge avkastning till aktieägarna. En annan möjlighet är att ge avkastning till aktieägarna genom aktieutdelning.

⁶³ Arnold Glen (2005), s. 865

⁶⁴ Arnold Glen (2005), s. 863

⁶⁵ Ibid

⁶⁶ Arnold Glen (2005), s. 929

⁶⁷ Arnold Glen (2005), s. 11

Om företaget kan generera högre avkastning på kapital än aktieägaren själv, skall kapitalet hållas inom företaget. Annars skall kapitalet returneras till aktieägaren genom utdelning.⁶⁸

3.4.6 Buy-and-hold abnormal return

Buy-and-hold abnormal return, BHAR, är ett mått för att studera den abnormala över- eller underavkastningen för en viss tidsperiod. Måttet kan användas för att mäta en investerares över- eller underavkastning genom att köpa och hålla en aktie.⁶⁹ Den abnormala avkastningen mäts genom att jämföra mot en kontrollgrupp eller marknad. BHAR beräknas genom ekvation 8. Måttet används på rekommendation av Barber och Lyon.⁷⁰ Det är dessutom den mest använda modellen inom långsiktiga studier av aktiekurser.⁷¹

$$BHAR = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + E(R_{mt})) \quad (8)$$

R_{it} = dagsavkastningen för en tillgång, R_{mt} = dagsavkastningen för en kontrollgrupp eller marknad.

Problem med BHAR-metoden är om den används på nyintroducerade aktier. Aktierna påverkas då av en *new listing bias*, eftersom nyintroducerade aktier i genomsnitt har en sämre avkastning än marknaden.⁷² Ett annat problem är att marknaden i genomsnitt har en positiv utveckling. BHAR får då en positiv skevhet, vilket kallas *skewness bias*.⁷³

⁶⁸ Arnold Glen (2005), s. 1013

⁶⁹ Vermaelen et al. (1995)

⁷⁰ Barber and Lyon (1997)

⁷¹ Binder, John J. (1998), s. 111

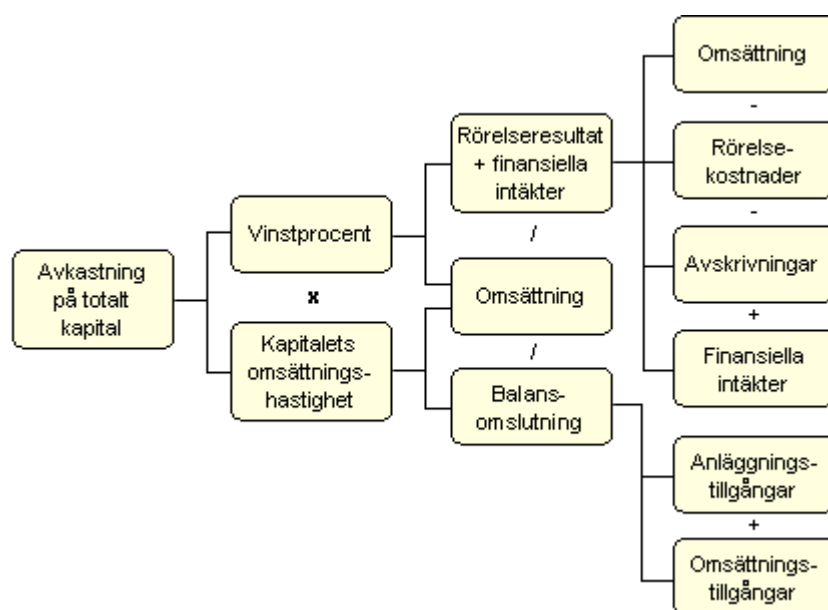
⁷² Barber and Lyon (1997)

⁷³ Ibid

3.4.7 DuPont-Modellen

DuPont-modellen visar på ett överskådligt sätt vad som påverkar ett företags lönsamhet. Modellen består av två faktorer som leder fram till räntabiliteten på totalt kapital: vinstmarginal, även kallat vinstprocent, och kapitalomsättningshastighet⁷⁴. Figur 1 visar hur modellen är uppbyggd.

Figur 1. DuPont-modellen



Källa: Merchant and Van der Stede (2007), s. 446⁷⁵

Modellen är ett verktyg för att undersöka hur olika förändringar på låg nivå i ett företag kan påverka räntabiliteten på totalt kapital. En fördel med modellen är att vinstmarginalen och kapitalomsättningshastigheten kan brytas ned i mindre komponenter.⁷⁶ Detta gör det möjligt att djupare analysera och förstå de förändringar som skett i företagets lönsamhet. Det är även fördelaktigt att modellen innehåller poster från balans- och resultaträkningen, då den nödvändiga informationen oftast är lättillgänglig. Positivt är också att modellen kan användas för att jämföra olika företag då den bygger på relationstal⁷⁷.

⁷⁴ Ross, Westerfield and Jaffe (2002), s. 37

⁷⁵ Något förenklad

⁷⁶ Merchant and Van der Stede (2007), s. 445-447

⁷⁷ Ibid

Vid beräkning av ekonomiska mått där man utgår från siffror tagna ur balans- och resultaträkningar, ska man vara medveten om att det kan finnas skillnad mellan redovisade och verkliga värden. Eftersom allt större fokus fästs vid att uppnå uppsatta mål på kvartals- och årsbasis, finns det risk för att siffrorna vrids för att uppfylla önskade resultat. En bokföringsmässig förbättring av en post måste således inte nödvändigtvis vara en faktisk sådan.⁷⁸

3.5 CAPM

CAPM, som står för *capital asset pricing model*, är en modell som relaterar den förväntade avkastningen på en specifik investering till risken som förknippas med denna. Modellen beskriver den förväntade avkastningen som en investerare kommer att få i relation till den systematiska risken en tillgång har.⁷⁹ Den systematiska risken är ett mått på hur en tillgång samvarierar med marknaden. Enligt CAPM har alla aktörer tillgång till samma information vilket gör att man endast får betalt för systematisk risk. Marknadspriserna kommer då att återspegla all tillgänglig information. En stor andel icke-systematisk risk innebär att portföljen inte är effektiv.⁸⁰ CAPM beskriver att avkastningskravet på en investering är lika med den riskfria räntan adderat med en riskpremie för aktiemarknaden. Riskpremien multipliceras med beta, som är ett mått på tillgångens systematiska risk. Sambandet kan skådas i ekvation 9⁸¹.

$$E(r_i) = r_f + \beta(E(r_m) - r_f) \quad (9)$$

$E(r_i)$ = den förväntade avkastningen hos tillgången, r_f = riskfri ränta ,

$E(r_m)$ = förväntade avkastningen hos marknadsportföljen,

$(E(r_m) - r_f)$ = riskpremie, β_{im} = känsligheten hos tillgångens avkastning gentemot marknadsportföljens avkastning

⁷⁸ Arnold Glen, (2005), s. 758

⁷⁹ Sharpe W.F., (1964)

⁸⁰ Sharpe W.F., (1994)

⁸¹ Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J., (1998)

Beta kan beräknas genom en linjär regression eller med följande samband där kovariansen mellan investeringen och marknaden divideras med variansen för marknaden, se ekvation 10.

$$\beta_{im} = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)} \quad (10)$$

Den mest elementära funktionen med modellen är att en investerare kan förvänta sig en ersättning som motsvarar en viss investerings inverkan på den sammanvägda risken i en portfölj. Investeringar som har en högre risk skall kompenseras med en högre avkastning, samtidigt som de portföljer som har en lägre risk inte kan förvänta sig lika hög avkastning⁸².

Då de antaganden som görs i CAPM kan anses som allt för generella och inte helt verklighetsförankrade, har modellen mottagit en hel del kritik. CAPM antar bland annat att avkastningen på marknadsportföljen är normalfördelad och att alla marknader är perfekta, något som hävdas minska modellens relevans. Strategier med positivt skeva avkastningar blir då felaktigt undervärderade⁸³.

Ett forskarlag som påvisar brister i CAPM är Fama och French. De har genom att konstruera historiska portföljer innehållande aktier som var noterade på New York Stock Exchange under perioden 1938 till 1993 konstaterat att CAPM inte lyckats prediktera den förväntade avkastningen som man tidigare trott. Detta visade sig till största delen bero på att den förväntade genomsnittliga avkastningen och betavärdet inte har ett påvisbart samband⁸⁴. Att det inte finns något säkert samband mellan förväntad avkastning och betavärdet påvisas också i en studie av Roll och Ross, där de menar att marknadsportföljens medelvarians är ineffektiv⁸⁵.

⁸² Elton, Gruber, Brown and Goetzman (2005)

⁸³ Leland, H.E., (1999)

⁸⁴ Fama, E., French, K., (1996)

⁸⁵ Roll, R., Ross, (1994)

3.6 Riskjusterade lönsamhetsmått

3.6.1 Sharpe-kvot

Sharpe-kvoten är ett mått som ger en riskjusterad avkastning, det vill säga hur mycket betalt en investerare får för den risk som valts. Den portfölj som har den högsta Sharpe-kvoten är enligt CAPM den portfölj som alla investerare borde välja. Kvoten bestäms av ekvation 11.

$$\text{Sharpe-kvot} = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\sigma_p} \quad (11)$$

Kvoten mäter en portföljs överavkastning per riskenhet. Risken definieras här av standardavvikelsen σ_p som är volatiliteten i portföljens överskjutande avkastning.

$R_p - R_f$ beskriver portföljens genomsnittliga överskjutande avkastning, alltså den som överskrider den riskfria räntan⁸⁶. En förutsättning för att använda Sharpe-kvoten är att de årliga avkastningarna hos en tillgång är normalfördelade. Många tillgångar som till exempel hedgefonder genererar inte normalfördelade avkastningar, utan har en skevhet i avkastningen.⁸⁷

3.6.2 Treynors index

Treynors index visar hur riskpremien för en tillgång förhåller sig till marknadens riskpremie. Om beta är 1 har tillgången samma riskpremie som marknaden. Då portföljens genomsnittliga överskjutande avkastning divideras med marknadsrisken och inte tillgångens specifika risk, beskriver detta mått ett förhållande till marknaden. Detta är användbart för investerare som vill strukturera en portfölj för att undersöka hur olika nivåer av systematisk risk påverkar avkastningen. När Treynor-index används förutsätts att tillgången är i en väl diversifierad portfölj. Ett högt Treynor-index betyder att investeringen ger en god riskjusterad avkastning.⁸⁸ En kritik mot Treynors index är att den är baserad på CAPM, vilket innebär att den kritiken även är applicerbar på Treynors index. Formeln för indexet ges i ekvation 12.

⁸⁶ Sharpe W.F., (1994)

⁸⁷ Leland, Hayne. E., (1999)

⁸⁸ Treynor J. L., (1965)

$$\text{Treynors-index} = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta_p} \quad (12)$$

3.6.3 Jensens alfa

Modellen Jensens alfa bygger på förutsättningen att en portföljs förväntade avkastning är beroende på dess marknadskänslighet β . En investerings riskjusterade utveckling uppskattas genom skärningen hos en linjär regression. Jensens alfa mäter den överavkastning utöver den som förutspås av CAPM.⁸⁹ Om alfa är över noll, har tillgångens avkastning överstigit den förväntade avkastningen enligt CAPM. För att använda Jensens alfa förutsätts att tillgången är en del av en väl diversifierad portfölj. Sambandet ses i ekvation 13. Jensens alfa är ett mått som helt baseras på riktigheten i CAPM. Den kritik som riktas mot CAPM kan därför även riktas mot Jensens alfa.

$$\alpha = R_p - (R_f + \beta_p (R_m - R_f)) \quad (13)$$

α = Jensens alfa, R_p = historisk avkastning, R_f = riskfri ränta, β_p = tillgångens marknadsrisk och R_m = marknadsportföljens avkastning.

3.7 Kritiska faktorer vid fusioner

Gränsöverskridande fusioner, det vill säga fusioner där företagen är av olika nationalitet, har haft en omfattande ökning med mer än en fördubbling mellan 1990 till 2000. Globaliseringen och den ökade konkurrensen är två anledningar till ökningen⁹⁰. Den ständiga teknologiska utvecklingen är dessutom en faktor som tvingar företag att öka fusions- och förvärvsaktiviteterna för att kunna växa⁹¹. Undersökningar visar på att ca 50 % av de fusioner som ingås misslyckas att generera värde till aktieägarna^{92 93}. Ett definitivt svar till varför fusioner misslyckas kan inte ges, utan svaret består av flera olika parametrar.

⁸⁹ Jensen, M., (1968)

⁹⁰ OECD, (2001)

⁹¹ Ryan, Vincent, (2000)

⁹² Ryan, Thomas, (2006), s.10

⁹³ Balmer and Dinnie, (1999)

En vanlig orsak till misslyckade fusioner är meningsskiljaktigheter mellan målföretagets ledning och kulturella skillnader. En förutsättning för att fusionen skall vara lyckad är att integrationen mellan de två företagspopulationerna sker friktionsfritt⁹⁴. Enligt Coopers & Lybrand, som undersökt 100 av Storbritanniens största företag, beror så mycket som 85 % av de misslyckade fusionerna på kulturella skillnader och meningsskiljaktigheter inom ledningsgruppen⁹⁵.

Habeck et al. argumenterar för att gemensamma riktlinjer och klara budskap är mycket viktiga för fusionens lyckande och då i synnerhet under det första året⁹⁶. För att synergieffekterna skall realiseras fullt ut måste ett så kallat *alignment* implementeras, det vill säga gemensamma drivkrafter i en och samma riktning⁹⁷. Detta inkluderar i högsta grad ledningen då dessa skall figurera som förebilder. Trots detta är det inte ovanligt att konflikter i ledningen uppstår när fusionen är genomförd. Den nya ledningen, som vanligtvis består av representanter från båda de sammanslagna företagen, kommer inte överens om framtida strategiska riktningar, vilket ger fel budskap till personalstyrkan då denna är i stort behov av tydlig styrning⁹⁸.

Vid värdering av de olika synergierna inför en potentiell fusion kan ett övervägande fokus sättas på de finansiella synergierna, varför integrationsarbetet lätt kan komma i andra hand. Väsentligt för en lyckad fusion är att arbetet med integration påbörjas i god tid. Integrationsarbetet bör påbörjas redan före fusionen är undertecknad⁹⁹. Om företagskulturerna mellan de två företagen skiljer sig åt krävs en högre nivå av transformerbarhet från personalen. Om de båda företagskulturerna inte ligger i harmoni med varandra är det oftast det uppköpande företags kultur som blir prioriterad, vilket kräver förändringar hos det uppköpta företags personalstyrka¹⁰⁰. Hela 59 % av de lyckade fusionerna kan härledas till en god matchning av

⁹⁴ Daniel and Metcalf, (2001) s. 65

⁹⁵ Coopers & Lybrand and OC & C, (1993)

⁹⁶ Habeck, Kröger, Träm, (2000) s.81

⁹⁷ Child, J. and Smith, C., (1987)

⁹⁸ Habeck, Kröger, Träm, (2000) s.81

⁹⁹ Core and Larcker (1999)

¹⁰⁰ Habeck, Kröger, Träm, (2000) s.81

företagskulturerna¹⁰¹. Även i Vincent Ryans artikel finns en undersökning som visar på att integrationsproblemen inte är ovanliga. Enligt artikeln lyckades endast 50 % av de granskade företagen med integrationen av företagskulturerna, informationssystemen och organisationsstrukturerna¹⁰², vilket ligger i linje med Coopers & Lybrands forskningsresultat.

De gränsöverskridande fusionerna misslyckas dessutom oftare än andra fusioner. En undersökning av Weber och Camerer visar att en vanlig anledning till att dessa fusioner misslyckas oftare än andra är skillnader i de nationella kulturerna företagen emellan¹⁰³. Om fusionen redan från början har komplikationer i form av företagskulturella skillnader förstärker de nationella skillnaderna komplexiteten.

3.8 Börsintroduktioner och publicitet

När ett företag väljer att introducera sig på flera börser är publicitetsrelaterade motiv ett av de viktigaste¹⁰⁴. Även vid en svensk undersökning gjord av Högholm och Rydqvist angav 67 % av bolagen att publicitet var ett av de väsentligaste motiven för att introduceras på olika börser världen över. Ju fler investerare världen över som kan handla med aktien, desto lättare sprids informationen om företagets verkan och faktorer som renommé och goodwill ökar¹⁰⁵. Motiven för så kallade icke-finansiella anledningar till börsintroduktioner kritiserar dock starkt. Ritter och Welch menar i en avhandling att icke-finansiella motiv så som publicitet endast spelar en mindre roll för de flesta bolag¹⁰⁶. De varnar för att börsintroduktioner i allt för stor utsträckning används som ett marknadsföringsredskap och att fördelar respektive nackdelar sällan är väl genomtänkta.

¹⁰¹ Coopers & Lybrand and OC & C (1993)

¹⁰² Ryan, Vincent (2000)

¹⁰³ Weber and Camerer, (2003)

¹⁰⁴ Röell (1996)

¹⁰⁵ Högholm and Rydqvist (1993)

¹⁰⁶ Ritter and Welch (2002)

4. Empirisk metod

I detta kapitel ges en mer detaljerad och praktisk förklaring till uppsatsens metodologi. Författarna motiverar här de val som gjorts av nyckeltal och teori.

I en transaktion av TeliaSoneras storlek, är det svårt att exakt bestämma dess påverkan på aktieägarnas avkastning. En fullständig analys är dessutom inte möjlig utan tillgång till Telias och Soneras interna räkenskaper. Därför används lönsamhetsmått i analysen som är förenklingar av verkligheten. Förenklingar gör lönsamhetsberäkningar hanterbara, men bidrar också till att lönsamhetsmått i viss mån inte stämmer överens med verkligheten. Styrkor och svagheter skiljer sig mellan olika mått, och det finns inte ett specifikt som är att föredra över något annat. Därför innehåller uppsatsen ett komplement av flera olika mått. Förhoppningen är att ett antal lönsamhetsmått tillsammans motverkar möjligheten att uppsatsen inte fångar fusionens helhetsbild.

Många kvantitativa analyser har tidigare gjorts inom området, där majoriteten av resultaten pekar på att fusioner och förvärv inte är lönsamma för aktieägarna i ett långsiktigt perspektiv.¹⁰⁷ Uppsatsen kommer att relatera TeliaSoneras resultat till dessa tidigare studier, både genom att titta på dagsavkastning vid tillkännagivandet och genom en långsiktig avkastning gentemot index. Tidigare studier försöker påvisa statistisk signifikans för att en förklarande variabel påverkar avkastningen, till exempel om fusionen är gränsöverskridande eller inhemsk, genom att undersöka ett stort antal fusioner. Denna uppsats skiljer sig från dessa genom att enbart undersöka ett fallföretag. Det är fortfarande intressant att se hur TeliaSonera passar in i den tidigare forskningen om fusioner, även om författarna inte kan påvisa den exakta förklaringen statistiskt.

¹⁰⁷ Gaughan (2002), s. 530

Då författarna ej funnit liknande fallstudier har vi inte kunnat utgå från eventuell forskning. Istället har författarna tagit egna initiativ för att finna ett korrekt tillvägagångssätt för att kunna genomföra en väl underbyggd analys. Som diskuteras nedan, har vissa faktorer identifierats som kräver hänsyn vid beräkning av lönsamheten. För att behålla analysens trovärdighet finns lönsamhetsberäkningar som kompenserar för olika typer av risk, konjunkturpåverkan, redovisningsproblem och kapitaltillförsel.

Analysen inleds med lönsamhetsmättet economic profit, baserat på de inkomster och utgifter som beräknats innan fusionen. Detta mått ger en bild av vilken situation Telia själv stod inför år 2002. Nackdelar är att måttet inte tar hänsyn till den faktiska utvecklingen och att den baseras på extern rapportering från TeliaSonera. Andra lönsamhetsmått studerar den faktiska utvecklingen efter fusionen. Genom att analysera TeliaSoneras räkenskaper efter DuPont-modellen, ämnar författarna validera att synergieffekter faktiskt uppstått i det kombinerade bolaget. DuPont-modellen är ett utmärkt verktyg för att analysera hur kostnadsbesparingar påverkar räntabiliteten. Ett mått som liknar räntabiliteten på totalt kapital från DuPont-modellen är räntabiliteten på eget kapital. Analysen kompletteras med detta mått, eftersom det är mer relevant för aktieägarna att veta avkastningen på det kapital de själva tillfört. Liknande analys görs genom absolutavkastningen på börsen, där aktieägarnas avkastning istället analyseras marknadsmässigt. Då undviks de bokföringsmässiga problem som finns med räntabilitetsmått. Nackdelen med de tre ovanstående måtten, är att de inte enbart är beroende av fusionen utan även företagets löpande verksamhet och konjunkturreffekter.

För att sälla ut konjunkturförändringar, samt jämföra aktieägarnas alternativa avkastning, studeras utvecklingen av TeliaSoneras aktie gentemot marknaden. Aktien jämförs mot olika index för att sälla ut konjunktursvängningar. En jämförelse kan därefter göras var en svensk aktieägare skulle få högst avkastning. Måttet *buy-and-hold abnormal return* används för att simulera den abnormal avkastningen för en vanlig aktieägare, då det rekommenderas för studier av en långsiktig avkastning för

aktieägare.¹⁰⁸ En nackdel med aktiekursanalys är att aktiekursen påverkas av andra faktorer än fusionen, till exempel genom att tillföra kapital i bolaget.

Därför kompletteras aktiekursanalysen med Market-to-Book ratio, som kontrollerar aktiekursen jämfört med bokfört kapital.

Slutligen justeras avkastningen för risk. Vid analys av en tillgångs avkastning är det inte tillräckligt att studera den genomsnittliga avkastningen utan hänsyn måste tas till tillgångens risk. Den riskjusterade avkastningen beror på vilken modell som används för kalkylering av risken. Det finns inget vedertaget mått för riskjustering, men de vanligaste är Sharpe-kvoten, Treynor-index och Jensens alfa. Måtten skall tillämpas beroende på den situation som en investerare befinner sig i. För en riskavert placerare som framförallt ser till volatiliteten i sin förmögenhet är Sharpe-kvoten lämplig, då den explicit tittar på den överskjutande avkastningen i förhållande till standardavvikelsen. Detta kan vara fallet om investeraren vill placera allt sitt kapital i endast en riskfylld tillgång.¹⁰⁹ Om förhållandet mellan avkastning och beta är relevant, vid till exempel en utvärdering av olika placeringsalternativ, kommer Jensens alfa bättre till pass. Jensens alfa utvärderar en tillgång gentemot marknaden, medan Sharpe-kvoten och Treynors index används för att rangordna olika tillgångar.¹¹⁰ Treynors index och Jensens alfa passar bättre för investerare som investerar sitt kapital i både marknadsindex och andra riskfyllda tillgångar, eftersom de tar hänsyn till korrelationen mellan dem. De riskjusterade måtten gör analysen mer fullständig, då den tar hänsyn till många olika typer av aktieägare i TeliaSonera.

Uppsatsens andra frågeställning letar efter faktorer där fusionsprocessen inte motsvarade de förväntningar som Telias ledning haft. Detta kräver detaljerad information om Telias förväntningar, vilket hämtas till stor del från prospektet till fusionen, men även från intervjuer. Många studier existerar som behandlar anledningar till att fusioner går bra eller dåligt, till exempel en studie från Cooper & Lybrand¹¹¹. Studierna används som bas för att hitta faktorer där fusionen inte motsvarade Telias förväntningar. Michael Grant på TeliaSonera har dessutom

¹⁰⁸ Barber and Lyon (1997)

¹⁰⁹ Eling, Schuhmacher (2007)

¹¹⁰ Jensen, M. (1968)

¹¹¹ Coopers & Lybrand and OC & C (1993)

intervjuats för att få ytterligare detaljer, då Grant var en av de mest involverade i fusionsprocessen.

Då det inte är i Grants intresse att ställa TeliaSonera och sitt eget arbete i dålig dager, hämtas även information från tredjepart såsom artiklar i *Financial Times*. Syftet med frågeställningen är inte att svartmåla Telia och TeliaSonera, utan att beskriva faktorer som både var positiva och negativa för företaget. En bestämning av dessa faktorer kan komma TeliaSonera och andra företag till nytta vid framtida fusioner och förvärv.

5. Empiri

Här presenteras den information som samlats in runt fusionen TeliaSonera, samt olika beräkningar av lönsamheten. Kapitlet innehåller också resultat ifrån de intervjuer som gjorts.

5.1 Uppställda mål

I TeliaSoneras prospekt finns en detaljerad beskrivning av de mål som Telia har med fusionen. De uppställda målen är både av strategisk och finansiell karaktär och ger en utförlig bild av hur TeliaSonera ser sig själva på den framtida marknaden.

En av de viktigaste strategiska orsakerna till fusionen var att TeliaSonera efter fusionen var den ledande aktören på den nordiska marknaden¹¹². Baserat på antal mobilkunder var man efter förenandet störst på den svenska och finska marknaden, näst störst i Norge och fjärde störst i Danmark. Vid genomförandet av fusionen uppgick det totala antalet mobilkunder i Norden till 7,9 miljoner stycken¹¹³. En annan betydelsefull fördel som fusionen planerades föra med sig var stärkta positioner i Baltikum.¹¹⁴ Michael Grant på TeliaSonera bekräftar detta, när han säger ”att bli en större spelare på den nordisk-baltiska marknaden var den absolut största drivkraften för fusionen”¹¹⁵.

Prospektet från år 2002 innehåller förutom TeliaSoneras strategiska visioner även ett antal planerade samordningsvinster. Dessa synergimål förväntas främst intjänas i den helägda nordiska verksamheten och utgörs av kostnadsbesparingar och av besparingar i kapitalinvesteringar, CAPEX. TeliaSonera räknar även med att kunna utvinna intäktssynergier men dessa är inte kvantifierade i prospektet. Inte heller är samordningsvinster från Baltikum och Ryssland kvantifierade i prospektet, eftersom inte alla TeliaSoneras minoritetsintressen i dessa områden inkluderas i koncernens räkenskaper¹¹⁶. Arbetet med att identifiera och kvantifiera kostnads- och

¹¹² Prospekt TeliaSonera (2002), s 56

¹¹³ TeliaSonera Årsredovisning (2002)

¹¹⁴ Prospekt TeliaSonera (2002), s 56

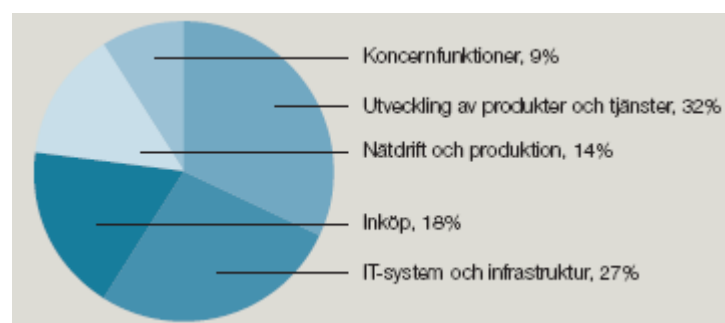
¹¹⁵ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

¹¹⁶ Prospekt TeliaSonera (2002), s 57

investeringssynergierna har utförts av 8 separata arbetsgrupper och innefattar alla Telias och Soneras affärsområden samt företagets olika geografiska områden¹¹⁷. Telia har inte haft tillgång till interna detaljer om Soneras verksamhet innan fusionen. Den information man utgick ifrån var den publika information som ges ut av Sonera till samtliga aktieägare, samt annan känd information såsom vilka leverantörer Sonera använder sig av.¹¹⁸ Därför är arbetet med att kvantifiera synergieffekterna ett "kvalificerat gissningsarbete".¹¹⁹ Karin Karlström på Carnegie, TeliaSoneras närmsta rådgivare under fusionen, säger att Carnegie även utförde en analys kring synergieffekter som hämtats hem från liknande fusioner och förvärv.¹²⁰ Denna görs för att se att Telias förväntningar på synergierna är rimliga ur ett historiskt perspektiv.

Telia och Sonera har beräknat att fusionen för med sig årliga kostnadssynergier som skall uppgå till 2,3 miljarder kronor vid utgången av 2005. Hur dessa är fördelade på de olika funktionerna framgår av figur 2. I prospektet fanns även kvantifierade synergimål för investeringsverksamheten där man beräknar att årligen spara in 640 miljoner kronor efter 2005. Besparningarna inom de olika områdena visas i figur 3.

Figur 2. Fördelning av kostnadsbesparningar



Källa: TeliaSonera Årsredovisning (2002)

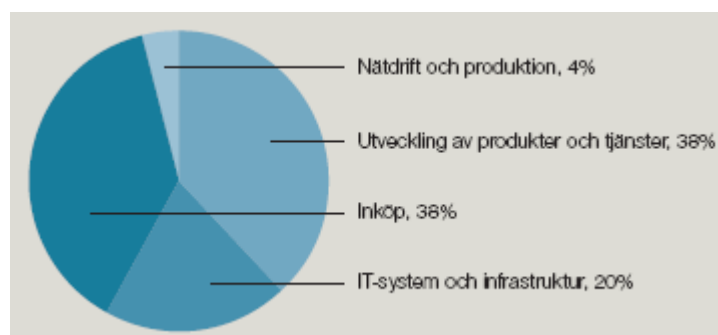
¹¹⁷ Prospekt TeliaSonera (2002), s 57

¹¹⁸ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

¹¹⁹ Intervju med Michael Grant, 2008-08-15

¹²⁰ Intervju med Karin Karlström, 2008-05-16

Figur 3. Fördelning av CAPEX-besparingar



Källa: TeliaSonera Årsredovisning (2002)

TeliaSonera har även estimerat kostnader som uppstår i samband med fusionen. Engångskostnader kalkylerades i prospektet till 2 miljarder kronor under perioden 2003-2005 varav ungefär en tredjedel utgörs av investeringskostnader¹²¹. En stor del av engångskostnaderna uppstår när överlappande funktioner avvecklas.

5.2 Uppnådda mål

TeliaSoneras dåvarande VD, Anders Igel, säger i årsredovisningen 2003 att företaget uppfyllt de i prospektet uppställda löftena och att synergier hämtas hem snabbare än beräknat. TeliaSonera visade i samma årsredovisning upp genomförda kostnadsbesparingar på 882 miljoner kronor och CAPEX-besparingar på 281 miljoner kronor som ett resultat av fusionen¹²². Ett av ovannämnda löften var att i slutet av 2003 ha uppnått kostnadssynergier på cirka 460 miljoner kronor och CAPEX-besparingar om 192 miljoner kronor, något man alltså uppfyllde med råge¹²³.

TeliaSonera bedömde att de åtgärder som genomförts efter fusionen skulle generera ökade besparingar under 2004. Synergimålen för utgången av 2004 ställdes därför till 1150 miljoner kronor för kostnadsbesparingarna och 385 miljoner kronor för CAPEX-besparingarna.

¹²¹ Prospekt TeliaSonera (2002), s 58

¹²² TeliaSonera Årsredovisning (2003) s. 4

¹²³ Prospekt TeliaSonera (2002), s 57-58

De faktiska besparingarna överträffade dock återigen de förväntade och uppgick till sammanlagt 2,7 miljarder kronor, varav kostnadsbesparingarna genererade 1800 miljoner kronor och CAPEX-besparingarna 900 miljoner kronor. Denna summa var lika stor som den beräknade årliga besparingen efter år 2005. TeliaSonera nådde alltså de vid samgåendet uppställda synergimålen ett år tidigare än beräknat.¹²⁴

5.3 Lönsamhetsberäkningar

5.3.1 Economic Profit

För att beräkna vilken economic profit som fusionen beräknades ge, används de fusionsspecifika kostnader och intäkter som finns detaljerade i TeliaSoneras prospekt. Beräkningen är baserad på projekterade intäkter och kostnader och inte de faktiska. Om man gör antagandet att värderingen av Telias och Soneras aktier var korrekt, är den enda kostnaden vid ett byte av aktier den budpremie som ges för Soneras aktier. Budpremien var i fusionen 0,90 Euro per aktie, eller 8,10 kronor per aktie översatt i växelkursen den 30 september 2002, vilket motsvarar en budpremie på 15,9%. Andra kostnader för fusionen är 2 miljarder kronor vid integrationen för till exempel nedläggningskostnader. Eftersom det inte finns några detaljerade uppgifter om integrationskostnaderna, antas alla inträffa år 2002 som en grundinvestering. Kostnadsbesparingar som beräknats i prospektet visas i tabell 2. Målet för beräkningarna är den spread, som den investering som fusionen utgör kommer att ge, utöver Telias kapitalkostnad. Spreaden fås genom att subtrahera kapitalkostnaden från fusionens internränta. Telias kapitalkostnad, i form av WACC, hämtas ifrån Telias årsredovisning 2001. Economic profit beräknas utifrån ekvation 4. Utifrån tabell 2 kan man se att economic profit för investeringen i Sonera uppgår till cirka 12,1 miljarder kronor. Beräkningarna tar inte hänsyn till några intäktsökningar eftersom dessa inte kvantifierats i prospektet. De tar inte heller hänsyn till de försäljningar som TeliaSonera blev påtvingade att göra vid fusionen.

¹²⁴ TeliaSonera Årsredovisning (2004) s. 19

Tabell 2, Economic Profit(kr)

Budpremie	8,10342
Antal aktier i Sonera	924346000
Total budpremie	7490363863
Integrationskostnader	2000000000
Grundinvestering	9490363863

Kostnadsbesparingar	2003	2004	2005-
Rörelsekostnader	460000000	1150000000	2300000000
Capex	192000000	384000000	640000000
NPV	525805898	997656588	7966901378

Summa NPV	9490363863
Internränta	24,00%
Wacc (ÅR 2001)	11,20%
Spread	12,80%
Economic Profit	1214778966

Källa: Egen

5.3.2 Total Shareholder Return

I beräkningarna av TSR ingår dels aktieprisutvecklingen under året samt utdelningen som TeliaSonera delar ut till aktieägarna. De datum som beräkningarna av aktieprisutvecklingen har baserats på är slutkursen det sista datumet föregående år gentemot slutkursen det sista datumet gällande året. Exempelvis när vi räknar ut TSR för 2007 har beräkningarna gjorts mellan slutkursen den 29:e december 2006 och slutkursen den 28:e december 2007, adderar därtill utdelningen under året och dividerar det med slutkursen den 29:e december 2006. Datan som har använts för beräkningarna är tagen ifrån Thomson Datastream och TeliaSoneras hemsida. I tabell 3 redovisas det resultat som framkommit från beräkningarna av TSR.

Tabell 3. Total Shareholder Return

År	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
TSR	-3,30%	-28,91%	18,29%	9,04%	16,08%	46,49%	14,67%

Källa: Egen

5.3.3 Räntabilitet på eget kapital

Datan som använts för beräkningar av räntabilitet på eget kapital har tagits från TeliaSoneras och Telias årsredovisningar. Beräkningarna har gjorts genom att dividera nettoresultatet med ett genomsnitt av eget kapital, det aktuella året samt föregående år. Teorin säger att 72 % av de obeskattade reserverna adderas med nettoresultatet vid beräkningarna.

Eftersom datan är tagen ifrån koncernens resultat- och balansräkningar, så är den redan justerad för obeskattade reserver i koncernredovisningen. Räntabiliteten på eget kapital för Telia och TeliaSonera redovisas i tabell 4.

Tabell 4. Räntabilitet på eget kapital

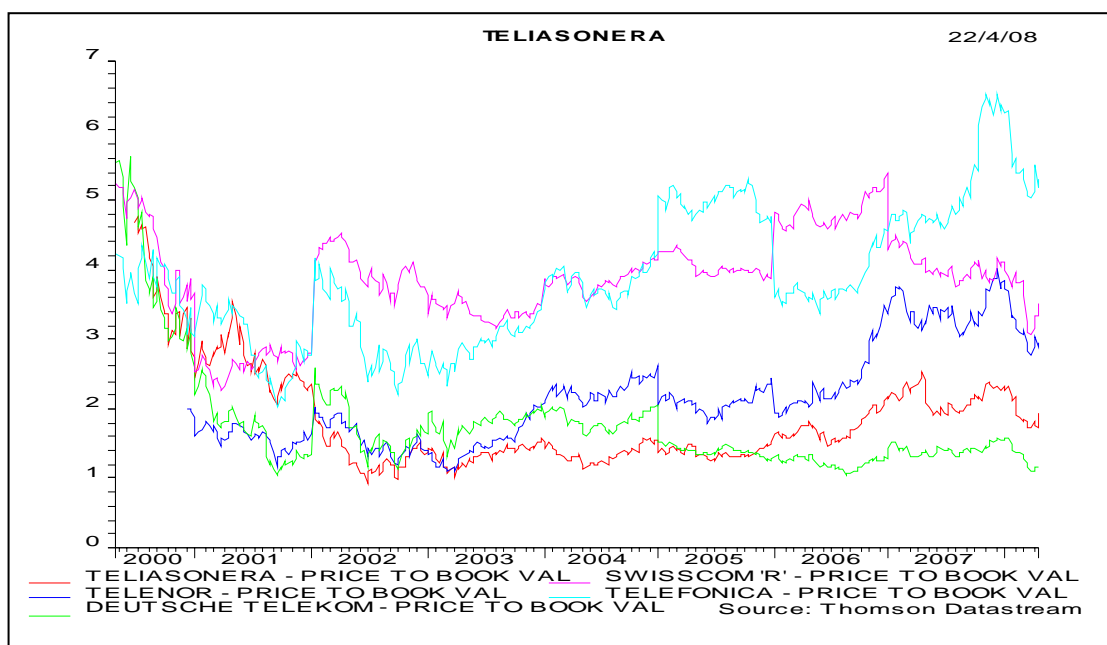
År	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Räntabilitet på EK (Telia)	23,10%	3,20%						
Räntabilitet på EK (Sonera)	60,90%	10,5%						
Räntabilitet på EK (TeliaSonera)			-9,6%	8,2%	11,1%	9,4%	13,8%	14,9%

Källa: Egen

5.3.4 Market-to-Book ratio

TeliaSoneras Market-to-Book ratio jämförs med ett antal konkurrenter från Europa.

Figur 4. Market-to-Book ratio



Konkurrenterna har valts ut med åtanke att de ska ha samma typ av verksamhet som TeliaSonera, det vill säga både inom fasta telefontät och mobila nät. Många av konkurrenterna är verksamma i andra delar av Europa, vilket kan ge makroekonomiska effekter på grund av bland annat växelkurser och räntor. Antalet konkurrenter begränsades dessutom för att göra resultatet mer överskådligt. Datan har hämtats från Thomson Datastream. Resultatet kan ses i figur 4.

5.3.5 DuPont-Modellen

Data som använts för att beräkna nyckeltalen i DuPont-modellen har tagits från TeliaSoneras och Telias årsredovisningar. De beräknade nyckeltalen finns i tabell 5.

Tabell 5. Nyckeltal i DuPont-modellen

År	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nettoomsättning (mkr)	54064	57196	59483	82425	81937	87661	91060	96344
Vinstmarginal	25,1%	12,5%	-16,2%	20,0%	24,4%	21,1%	29,1%	28,2%
Kapitalomsättningshastighet	0,54	0,46	0,36	0,42	0,43	0,44	0,45	0,46
Räntabilitet på totalt kapital	13,6%	5,70%	-5,75%	8,30%	10,42%	9,33%	13,15%	13,06%

Källa: Egen

5.3.6 TeliaSoneras aktiekurs

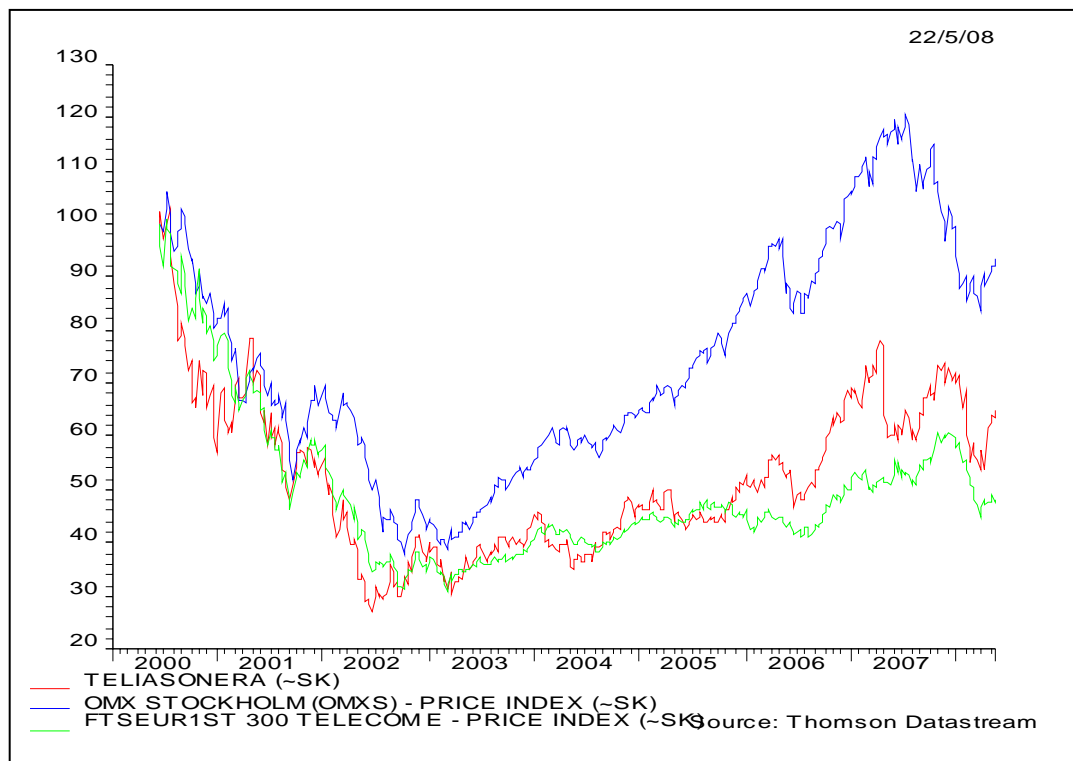
För att undersöka TeliaSoneras aktiekurs under åren, används två olika jämförelseindex. Anledningen till att två index används är att det inte finns ett enskilt index som är tillräckligt rättvisande. De annars optimala indexen som finns inom den nordiska eller svenska telekombranschen är inte tillräckliga, eftersom TeliaSonera utgör en så stor del. En rörelse i TeliaSoneras aktiekurs påverkar då indexen i stor grad, vilket gör jämförelser svåra.

Det första indexet som väljs för jämförelse är OMXSPI, vilket är ett index som mäter den totala kursutvecklingen på OMX-börsen. Indexet är en bra jämförelse för hur väl aktier har utvecklats på den svenska aktiemarknaden. En sådan jämförelse är relevant för en investerare på den svenska aktiemarknaden, eftersom indexet utgör en alternativ garanterad avkastning som fås i en indexfond. Indexet rensar ut alla de svenska makroekonomiska faktorerna som räntor och konjunktur.

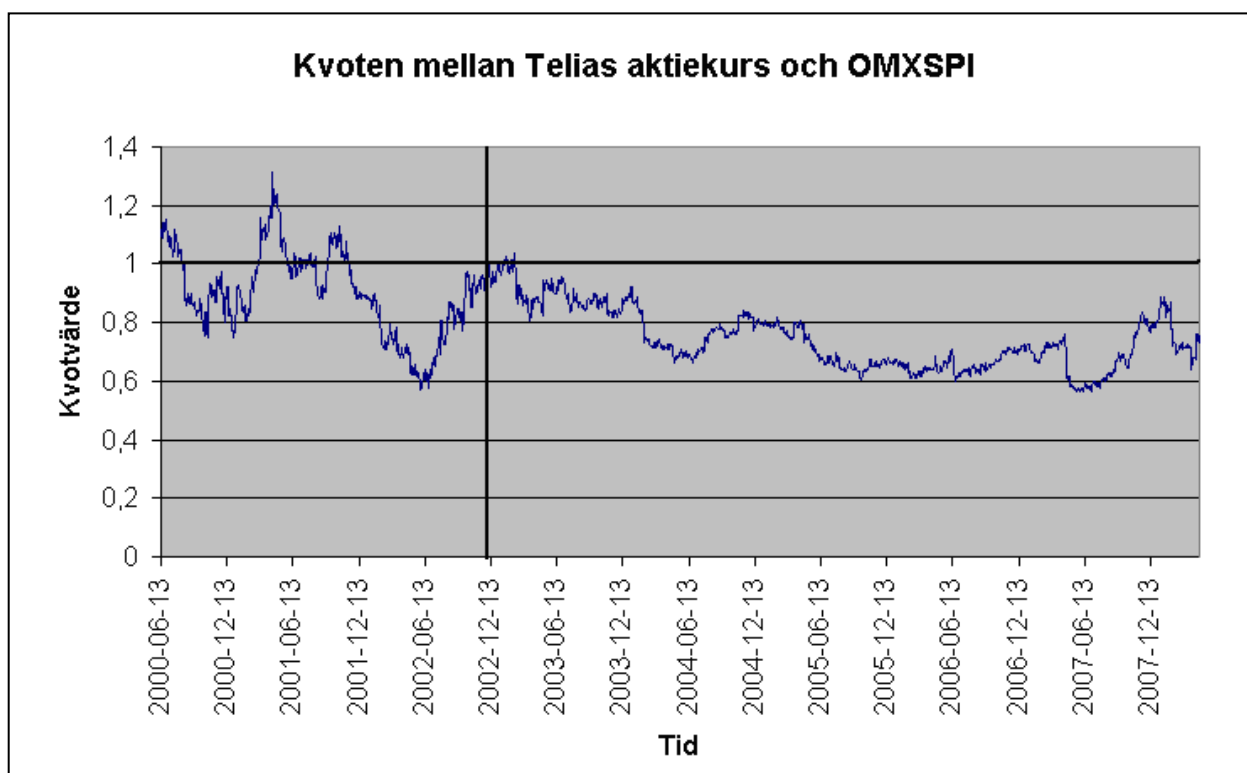
Det andra indexet är FTSEUR1ST 300 Telekom, som innehåller de största telekombolagen i Europa. Indexet ger en bättre bild av hur TeliaSoneras aktiekurs utvecklats gentemot sina konkurrenter. Dock säger inte indexet något om hur telekombranschen utvecklas i stort relativt marknaden. Ett annat problem är att indexet påverkas av olika makroekonomiska faktorer eftersom företagen är baserade i olika länder.

För att illustrera TeliaSoneras aktiekurs gentemot index, beräknas kursens och indexens procentuella utveckling, med datumet av fusionen som basdatum. Utvecklingen i figur 5 har dock Telias börsintroduktionsdatum som bas. Sedan beräknas kvoten mellan TeliaSoneras aktie och indexet. På så sätt sällas konjunkturens påverkan ut ifrån TeliaSoneras aktiekurs. Jämförelserna illustreras i figur 6 och 7.

Figur 5. Aktiekursutveckling

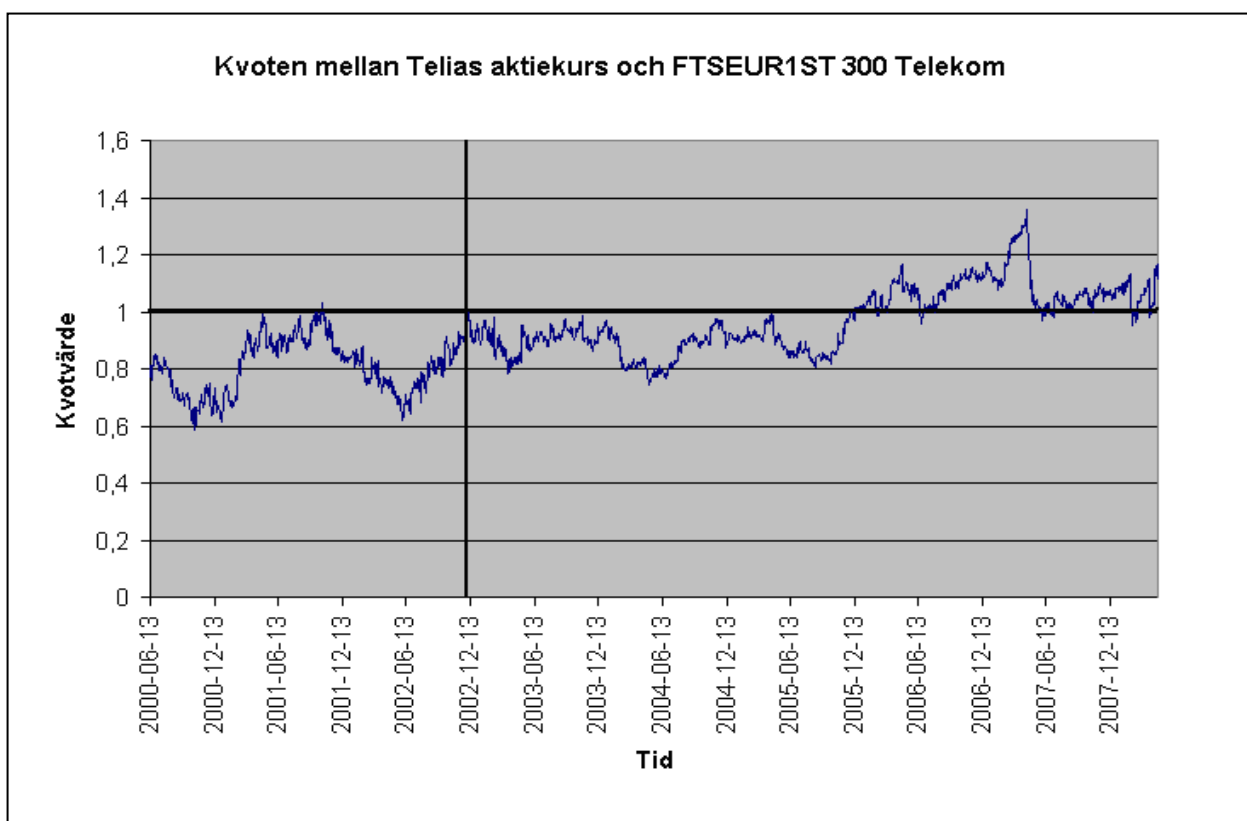


Figur 6. Kvoten mellan Telia/TeliaSoneras aktiekurs och OMXSPI



Källa: Egen

Figur 7. Kvoten mellan Telia/TeliaSoneras aktiekurs och FTSEUR1ST 300 Telekom



Källa: Egen

Ur figur 6 och 7 kan man avläsa att TeliaSoneras aktie sedan fusionsdatumet haft 76,2 % av aktiekursutvecklingen jämfört med OMXSPI och 117,3% jämfört med FTSEUR1ST 300 Telekom.

Slutligen är det intressant att studera marknadens reaktion på fusionsnyheten. Detta görs genom att jämföra TeliaSoneras utveckling gentemot marknadens. Det första datumet som är viktigt är det då fusionen tillkännagavs, den 30 september 2002. Det andra är 2005-02-10, det datum då TeliaSoneras årsredovisning för 2004 gavs ut. I denna årsredovisning tillkännagavs att man nått alla synergieffekter som utlovats i prospektet. Resultatet presenteras i tabell 6. Kurserna har hämtats från Thomson Datastream.

Tabell 6. Dagsavkastningar

Tillgång	Avkastning 2002-09-30	Avkastning 2005-02-10
TeliaSonera	-9,0%	0,7%
OMXSPI	-5,2%	-1,6%

Källa: Egen

5.3.7 Betavärden

Betavärden för tillgångarna beräknas genom en dagsvis linjär regression från fusionsdatumet till 1 Maj 2008. Som marknadsindex används OMXSPI. Betavärdena presenteras i tabell 7.

Tabell 7. Beta

Tillgång	Beta
TeliaSonera	0,88
OMXSPI	1
FTSEUR1ST 300 Telekom	0,63

Källa: Egen

5.3.8 Buy-and-hold abnormal return

Eftersom Barber and Lyon¹²⁵ rekommenderar att använda BHAR för långsiktiga studier av en aktiekurs inkluderas även detta mått. BHAR-värdena kalkylerades mot både OMX och FTSEUR1ST 300 Telekom som kontrollgrupp. Resultatet presenteras i tabell 8.

Tabell 8. Buy-and-hold abnormal return

	OMX	FTSEUR1ST Telekom
TeliaSonera BHAR	-64,470%	11,300%

Källa: Egen

5.3.9 Sharpe-kvot

Sharpe-kvoterna beräknas för TeliaSoneras aktie, OMXSPI och FTSEUR1ST 300 Telekom, genom att kalkylera väntevärdet för den månatliga avkastningen över den riskfria räntan under perioden 2002-12 till 2008-05 och dividera med standardavvikelsen. Som riskfri ränta används 90 dagars stadsskuldsväxel. Resultatet presenteras i tabell 9.

Tabell 9. Sharpe-kvot

	TeliaSonera	OMXSPI	FTSEUR1ST 300 Telekom
Sharpe-kvot	0,098	0,214	0,053

Källa: Egen

5.3.10 Treynor-index

Treynor-index beräknades för samma index, intervall och period som Sharpe-kvoten. Den riskfria räntan modelleras som 90 dagars stadsskuldsväxel. Vid beräkningar av beta används OMXSPI som marknadsindex. Resultatet finns i tabell 10.

Tabell 10. Treynor-index

	TeliaSonera	OMXSPI	FTSEUR1ST 300 Telekom
Treynor-index	0,00768	0,00925	0,00465

Källa: Egen

¹²⁵ Barber and Lyon (1997)

5.3.11 Jensens alfa

Jensens alfa beräknas månadsvis under perioden 2002-12 till 2008-05 genom en linjär regression. Som marknadsindex användes OMXSPI och den riskfria räntan är en 90 dagars stadsskuldsväxel. Resultatet finns i tabell 11.

Tabell 11. Jensens alfa

	TeliaSonera	OMXSPI	FTSEUR1ST 300 Telekom
Jensen alfa	0,129%	0,000%	-0,140%

Källa: Egen

5.4 Faktorer som avvek från Telias förväntningar

5.4.1 Meningsskiljaktigheter om expansionsstrategin

Michael Grant berättade i intervjun¹²⁶ att, med facit i hand, skulle vissa positioner ha tillsatts på ett annorlunda sätt. Man var under fusionsprocessen för noggrann med att ha en jämn fördelning av Telias och Soneras representanter på varje position. Efter fusionen mellan Telia och Sonera tillsattes en finsk styrelseordförande, en svensk VD och en finsk vice VD¹²⁷. Verksamheten skulle enligt Michael Grant ha tjänat på att man inte satte nationalitet eller gammal tillhörighet som ett kriterium när man tillsatte poster i det gemensamma företaget. Tre högt uppsatta finländare har efter fusionen lämnat sina poster på TeliaSonera, nämligen styrelseordförande Tapio Hintikka, vice VD och chef för TeliaSonera International Harri Koponen samt VD för TeliaSonera Finland Anni Vepsäläinen¹²⁸. Enligt uppgifter till media fanns det meningsskiljaktigheter mellan den svenska och finska sidan rörande TeliaSoneras strategi. Finländarna ansåg att kostnadsbesparingar inte var tillräckligt för TeliaSoneras framtida lönsamhet, utan tillväxten måste ökas genom fler förvärv. Den svenska dåvarande VD:n Anders Igel ansåg dock att det snarare handlade om att finna lämpliga uppköpsobjekt än att öka antalet förvärv¹²⁹. De svenska styrelsemedlemmarna och den största ägaren i TeliaSonera, svenska staten, förlorade förtroendet för Hintikka som därför fick avgå som styrelseordförande¹³⁰.

¹²⁶ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

¹²⁷ TeliaSonera Årsredovisning (2002), s. 38-39

¹²⁸ "Competition hits TeliaSonera", Financial Times 2005-04-26

¹²⁹ "Poor Nordic advert for cross-border mergers", Financial Times 2004-07-01

¹³⁰ "Shadows over an unhappy Nordic marriage", Financial Times 2004-06-29

Harri Koponens avgång berodde enligt TeliaSonera på oenigheter mellan honom och Anders Igel¹³¹. De hade skilda åsikter om TeliaSoneras internationella expansionsstrategi¹³². Anni Vepsäläinen lämnade företaget efter 18 år på grund av personliga skäl¹³³.

5.4.2 Försämrade marginaler i Finland

På en direkt fråga rörande faktorer som avvek från Telias förväntningar svarar Michael Grant att vinstmarginalen i Finland var en sådan.¹³⁴ De närmsta åren innan fusionen låg vinstmarginalen för Sonera stadigt kring 20 % för att sedan skjuta i höjden år 2000 då den uppgick till hela 85 %¹³⁵. Året efter, 2001, var vinstmarginalen fortfarande väldigt hög och uppgick till 43,5 %.

Efter fusionen år 2002 har den finska lönsamheten sjunkit. Enligt Michael Grant var detta väntat då den exceptionella marginalen från rekordåret 2000 inte kunde förväntas bestå. En ökad konkurrens på den finska marknaden skulle leda till sjunkande marginaler.¹³⁶ Dock föll marginalerna betydligt mer än vad TeliaSonera beräknat. Bortsett från år 2004 har Sonera inte varit i närheten av en vinstmarginal kring 20 % som man uppnådde innan samgåendet. Istället har vinstprocenten legat på cirka 10 % för att under 2005 sjunka till knappt 2 %¹³⁷.

I tabell 12 visas utvecklingen av vinstmarginalen på den finska marknaden över tiden. Mellan 1997 till 2001 beräknas vinstmarginalen utifrån hela Soneras verksamhet, eftersom försäljning utanför Finland var mindre än 5 % av Soneras totala omsättning¹³⁸. Efter 2001 har vi använt oss av TeliaSoneras årsredovisningar, där resultaten från de geografiskt indelade marknaderna redogörs för.

¹³¹ "Ledningsförändringar inom TeliaSonera", TeliaSonera, 2004-06-21

¹³² "Shadows over an unhappy Nordic marriage", Financial Times 2004-06-29

¹³³ "Competition hits TeliaSonera", Financial Times 2005-04-26

¹³⁴ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

¹³⁵ Sonera Årsredovisning (2001)

¹³⁶ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

¹³⁷ TeliaSonera Årsredovisning (2006)

¹³⁸ Sonera Årsredovisning (2001)

Tabell 12. Vinstmarginalen i Finland

År	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Vinstmarginal %	21,1	17,8	20,9	85,0	43,5	12,1	11,2	17,9	1,97	10,6

Källa: Egen

5.4.3 Minoritetsintresse i Turkcell

En annan faktor som Michael Grant ansåg avvek från förväntningarna var avkastningen från innehavet i Turkcell. Innehavet visat sig vara betydligt mer lönsamt än vad man först beräknat och företagets kundbas ökar stadigt.¹³⁹ Den starka lönsamheten i Turkcell var en av de faktorer som utvecklades över förväntan med fusionen.

För att kontrollera Grants utsago, hämtas uppgifter från Turkcells årsredovisningar. Data upp till 2005 visas eftersom Turkcell då byter redovisningsprincip. Uppgifterna finns i tabell 13.

Tabell 13. Turkcells resultat (tkr)

År	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultat efter fin. poster	227907	-186789	47376	215167	511821	910927
Balansomslutning	3884920	3536043	3233493	3867327	4361497	4450600

Källa: Egen

¹³⁹ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

5.4.4 Misslyckad börsnotering på Nasdaq

I samband med fusionen noterades TeliaSonera på amerikanska Nasdaqbörsen. Anledningen till noteringen i USA var att TeliaSonera ville bredda ägarstrukturen¹⁴⁰. Ett par amerikanska investmentbanker anlätades för skrivandet av prospektet till en kostnad av 728 miljoner svenska kronor. Den förväntade framgången uteblev dock och intresset för TeliaSonera på den amerikanska marknaden var synnerligen begränsat. Under de första 13 handelsdagarna omsattes endast 88 000 depåbevis, motsvarande 440 000 aktier¹⁴¹. Det var lika mycket som omsattes under tio minuter på Stockholmsbörsen. Den första handelsdagen på Nasdaqbörsen gjordes dessutom inga avslut alls¹⁴². Utav den totala handeln i TeliaSonera under de första tre månaderna utgjorde handeln på Nasdaq endast 0.3 %¹⁴³. TeliaSonera fattade beslut om avnotering från Nasdaq i juni 2004 på grund av det låga intresset hos de amerikanska investerarna samt för att hålla nere kostnaderna¹⁴⁴.

¹⁴⁰ ”Jätteflopp för TeliaSonera på Nasdaq”, Affärsvärlden, 2002-12-30

¹⁴¹ ”Jätteflopp för TeliaSonera på Nasdaq”, Affärsvärlden, 2002-12-30

¹⁴² ”Jätteflopp för TeliaSonera på Nasdaq”, Affärsvärlden, 2002-12-30

¹⁴³ ”TeliaSonera avnoterar sig från Nasdaq”, TeliaSonera, 2004-06-10

¹⁴⁴ ”TeliaSonera avnoterar sig från Nasdaq”, TeliaSonera, 2004-06-10

6. Analys

Kapitlet presenterar en analys kring uppsatsens frågeställningar, baserat på den empiri som samlats in och teoretiska modeller som satts upp. Med hjälp av analysen skall slutsatser kunna dras på uppsatsens frågeställningar.

6.1 Fusionens lönsamhet för aktieägarna

Målet för en aktieägare är att maximera avkastningen på det kapital som investerats. Denna avkastning kan komma i form av aktieutdelning eller som en kursstegring när marknaden höjer sin värdering av företaget. För att Telia skall skapa värde för sina aktieägare skall man investera kapitalet i företagets verksamhet för att generera framtida inkomster som överstiger de som aktieägarna kunde ha uppnått själva i en annan investering. Detta är den kapitalkostnad Telia har för att använda aktieägarnas kapital. Aktieägarna förväntar sig en viss avkastning relativt resterande delen av marknaden som måste uppfyllas för att aktieägaren skall vara nöjd. Eftersom aktieägarnas kapital kan användas för att låna ytterligare kapital, är det mer rättvisande att se kapitalkostnaden i form av WACC. De investeringar som Telia gör måste överstiga Telias WACC, annars så förstör man värde för aktieägarna genom att ha en lägre avkastning än den som är förväntad enligt CAPM. Om inga investeringar kan hittas som överstiger WACC, skall kapitalet returneras till aktieägarna i form av utdelning, eftersom de kan investera det bättre på egen hand.

”Det yttersta motivet bakom bildandet av TeliaSonera var att skapa ett företag som bättre än de två ursprungliga bolagen kan skapa värde för sina aktieägare och kunder”

- *Koncernchef Anders Igel, TeliaSonera Årsredovisning (2002)*

För att se på fusionens potentiella lönsamhet, såsom Telia själva räknade innan fusionen ägt rum, beräknas vilken economic profit som skulle skapas i fusionen. Resultatet, ett värdeskapande på 12,1 miljarder kronor, gör att investeringen i Sonera på pappret ser mycket lukrativ ut för aktieägarna. Även om kostnadssynergierna hade avvikit i stor grad från de beräknade skulle avkastningen ha överstigit Telias WACC. Internräntan för investeringen i Sonera beräknades i tabell 2 till 24 %, medan

WACC:en i Telia uppgick till 11,2 % år 2001. Det fanns alltså en spread på 12,8 % i investeringen där värde teoretiskt skulle skapas för aktieägarna. Telia har dessutom varit konservativt i sina beräkningar om kostnadssynergierna.¹⁴⁵ Utöver det så har inga beräkningar gjorts för intäktssynergier eller synergier utanför de nordiska marknaderna. Med denna kalkyl är det inte konstigt att Telia valde att investera i Sonera.

Med en investering som ser så bra ut på pappret, förväntar sig författarna att den totala avkastningen för en aktieägare i Telia och TeliaSonera ska ha stigit i samband med fusionen. Avkastningen modelleras i uppsatsen med måttet Total Shareholder Return. Om man utifrån tabell 3 studerar utvecklingen före och efter fusionsdatumet ser man en mycket positiv trend. Före 2003 hade aktieägarna enbart negativa totalavkastningar, medan det från och med 2003 var höga positiva totalavkastningar. Resultaten tyder på att fusionen har lyckats att ge avkastning till aktieägarna. Problemet med detta mått är att det inte tar någon hänsyn till de alternativa avkastningar som en aktieägare kunde få under samma tid. Utifrån figur 5 kan man se att under åren 2000-2002 var det lågkonjunktur på den svenska marknaden, som sedan övergår i högkonjunktur. Marknaden har alltså visat en liknande utveckling som TeliaSonera, och det är inte säkert att TeliaSoneras positiva utveckling kan hänföras till fusionen. TeliaSonera, med ett beta på 0,88, kan istället antas ha varierat med marknaden. Ytterligare jämförelser skulle behövas där man tar hänsyn till marknadens genomsnittliga Total Shareholder Return under mätperioden. Analysen skulle gärna ha breddats med ytterligare data innan år 2000, men eftersom Telia inte blev ett publikt aktiebolag tills detta datum var detta inte möjligt. Det är svårt att avläsa en trend för Telias resultat med bara två mätdata innan fusionen.

Ovanstående marknadsmässiga avkastning kompletteras med den bokföringsmässiga räntabiliteten på eget kapital i TeliaSonera. Denna visar en liknande trend, med negativa eller dåliga resultat innan 2003 som sedan övergår i en positiv avkastning. Man kan tolka det som att de kostnadsbesparingar som gjordes vid fusionen påverkat resultatet positivt efter 2002. Ett ökande resultat ökar då även räntabiliteten på eget kapital. I stycke 5.3.3 ses att Soneras räntabilitet på eget kapital uppgår till 10,5 % år

¹⁴⁵ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

2001, medan Telia hade 3,2 %. Med allt annat lika borde räntabiliteten efter fusionen ligga någonstans mitt emellan de båda företagens. I tabell 4 ser vi dock att TeliaSoneras räntabilitet år 2002 ligger på -9,6 %, ett procenttal som inte ligger i linje med föregående uppskattning. Den drastiska sänkningen kan bero på integrationskostnader som fusionen medfört, men om dessa bortses från borde det nya företags räntabilitet i förhållande till Telias ha stärkts. Sannolikt uppstod inte huvuddelen av integrationskostnaderna under 2002, eftersom fusionen ingicks i december. År 2003 har TeliaSonera en positiv räntabilitet på 8,2 % vilket är en högre avkastning på det egna kapitalet än Telias tidigare. Vidare studier av tabell 4 visar på att räntabiliteten fortsätter att stärkas under mätperioden. Huruvida detta kan härledas till att fusionen varit lyckad ur ett aktieägarperspektiv är inte självklar, då andra faktorer som till exempel konjunkturer inverkar. Klart är att fusionen inte har haft en långsiktig försämrande effekt på räntabiliteten.

Hittills i analysen har konjunktursvängningarna varit den faktor som mest försvårat en slutledning av fusionens lönsamhet. För att sälla ut konjunktursvängningar i högre grad, används därför olika mått som mäter relativt mot marknaden. Marknadens utveckling modelleras då av olika aktieindex. I uppsatsen jämförs TeliaSoneras aktiekurs med OMX-index och ett europeiskt telekom-index. Jämförelser mot dessa tillgångar finns i figur 6 och 7. Figurerna visar att TeliaSonera-aktien sedan fusionsdatumet endast nått 76,2 % av avkastningen hos OMXSPI. Utvecklingen har under hela mätperioden understigit den hos OMXSPI. Målet för TeliaSoneras ledning och styrelse är att överträffa den alternativa avkastning som en investerare kan få på annat håll på aktiemarknaden. Av figur 6 är det tydligt att en aktieägare skulle få en högre avkastning genom att inneha OMXSPI istället för TeliaSonera-aktier. Relativt andra europeiska telekombolag visar dock TeliaSonera en positiv utveckling. I slutet av mätperioden har en aktieägare i TeliaSonera fått 117,3 % av avkastningen i det europeiska telekom-indexet. Dock har jämförelsen med telekom-indexet varierat under mätperioden. Det av Barber och Lyon¹⁴⁶ rekommenderade BHAR används också för att undersöka TeliaSonera-aktiens utveckling över tiden. Som kontrollgrupp används som tidigare både OMX-index och telekom-indexet. Från tabell 8 kan man avläsa att BHAR bekräftar uppsatsens tidigare resultat, med en kraftig

¹⁴⁶ Barber and Lyon (1997)

underavkastning på -64,5 % för TeliaSonera-aktien gentemot OMX. Den långa tidsperioden med sämre utveckling bidrar till den kraftiga underavkastningen. TeliaSonera-aktien har dock slagit telekom-indexet med 11,3 % över mätperioden.

TeliaSonera har uppenbarligen haft en sämre avkastning än OMX-index under perioden. Det är dock inte klart hänförligt till fusionen. Därför studeras vidare marknadens reaktion på tillkännagivandet av fusionen, som kan ge en direkt utvärdering av marknadens uppfattning om transaktionen. Studeras reaktionen på aktiemarknaden den 30 september 2002 då prospektet offentliggjordes, kan man se i tabell 6 att TeliaSoneras aktie sjönk 9 % medan marknaden sjönk 5,2 %. Enligt CAPM har då TeliaSoneras aktie sjunkit orimligt mycket, relativt dess betavärde. Marknaden reagerade således inte positivt på nyheten om fusionen. Om marknaden ansåg att de detaljer som fanns i fusionen var korrekta, borde aktiekursen ha haft en positiv dagsutveckling relativt marknaden, eftersom avkastningen på pappret vad hög. En möjlighet är att marknaden ansåg att de synergieffekter och integrationskostnader som beräknades i prospektet var orealistiska eller felaktiga. Som synes i tabell 2 finns det en spread på 12,8 % innan fusionen med Sonera blir värdeförstörande. Det krävs alltså en signifikant avvikelse från Telias beräknade synergier och kostnader för att motivera aktiekursens reaktion på nyheten. Kanske reagerade marknaden på uppfattningen att förvärvande bolag oftast förlorar på ett förvärv. Enligt bland annat Kelly et al.¹⁴⁷, Conn och Connelly¹⁴⁸ samt Black et. Al¹⁴⁹ är gränsöverskridande fusioner förknippade med signifikanta negativa avkastning. Om marknaden inte trodde på Telias beräkningar, borde det finnas en framtida potentiell kursstegring utifall att TeliaSonera presenterar lyckade fusionsresultat. Då TeliaSonera i senare årsredovisningar detaljerade de synergieffekter som faktiskt nåtts, borde i så fall en reaktion uppstå, eftersom TeliaSonera överträffade marknadens förväntningar. Den 10 februari 2005 offentliggjordes att synergieffekterna nåtts i sin helhet, ett år tidigare än det beräknade i TeliaSoneras prospekt. TeliaSoneras kurs steg 0,7 % på en marknad som vek med 1,6 % . Marknaden reagerade positivt på TeliaSoneras rapport, utöver vad som förväntas enligt CAPM. En svårighet är att marknaden reagerar på annat än

¹⁴⁷ Kelly et al. (1999)

¹⁴⁸ Conn, Connelly (1990)

¹⁴⁹ Black et al. (2003)

synergieffekterna i TeliaSoneras rapport. Trots detta anser författarna att marknaden nu fick en bekräftelse på de synergier marknaden inte prisat in. I slutändan är huvudsaken för aktieägarnas avkastning att kursen totalt sett gick betydligt sämre än OMXSPI. Det ovanstående resonemanget kan dock ses som en förklaring till att TeliaSonera slog telekom-indexet enbart efter de bekräftade synergier 2005.

Författarna är vidare intresserade av att ytterligare utreda synergieffekterna i TeliaSonera, eftersom marknaden verkar ha tvivlat på dess riktighet. I stycke 5.2 kan man se att utifrån årsredovisningarna för TeliaSonera har samtliga synergieffekter nåtts, dessutom i förtid. Om synergieffekterna verkligen hämtats in, borde en effekt kunna ses på avkastningen i företaget, räntabiliteten på totalt kapital. Därför används DuPont-modellen för att analysera hur synergieffekterna påverkat räntabiliteten. Enligt denna modell leder kostnadsbesparingar inom både rörelsekostnader och CAPEX till att rörelseresultatet ökar. Detta skall i sin tur leda till en ökad vinstmarginal, med en konstant omsättning. Dock förändras även omsättningen vid fusionen, eftersom Com Hem AB och Telia Mobile Finland såldes. Omsättningen blir då summan av Telia och Soneras, minus intäkterna från Com Hem AB och Telia Mobile Finland. Slutresultatet skall vara en högre vinstmarginal efter fusionen för att räntabiliteten på totalt kapital skall öka. Studeras det faktiska resultatet ifrån Telia och TeliaSonera kan man i tabell 5 se att Telia från en hög vinstmarginal år 2000 på 25,1%, sjunker markant fram till år 2003 då man åter når 20,0%. Inte förrän 2006 överstiger man nivån från år 2000. Eftersom synergieffekterna gradvis realiserades under 2003-2005, borde det finnas en tydlig effekt på vinstmarginalen under dessa år. Kostnadsbesparingarna och minskningen av CAPEX borde öka rörelseresultat och i sin tur öka vinstmarginalen. Ett problem med denna analys är att vinstmarginalen under mätperioden inte bara påverkas av fusionen utan även TeliaSoneras löpande verksamhet. Företagets resultat och omsättning påverkas av konjunkturen och de andra beslut som tas i den löpande verksamheten. Genom DuPont-modellen kan man inte urskilja dessa två faktorer, vilket gör att analysens validitet minskar.

Gällande beräkningen av kapitalomsättningshastigheten i TeliaSonera, så förändras även balansomslutningen vid fusionen. Balansomslutningen minskar med försäljningen av till exempel Com Hem AB, eftersom tillgångarna inte längre tillhör koncernen. Det görs även nedläggningar av divisioner där Telia och Sonera har en

överlappning i verksamheten. De nedläggningar som görs på grund av överlappning i bolagen kommer idealt sett enbart att minska balansomslutningen och inte omsättningen, på grund av att verksamheterna är överlappande. Slutresultatet borde i så fall vara att kapitalomsättningshastigheten ökar. Den faktiska kapitalomsättningshastigheten kan ses i tabell 5. Utvecklingen är liknande den för vinstmarginalen, med höga nivåer runt år 2000, som inte återfås under resten av mätperioden. Den del av synergieffekterna som rörde nedläggning av överlappande verksamhet borde ha ökat kapitalomsättningshastigheten. Man kan spekulera i att vissa av nedläggningarna trots allt har minskat omsättningen, då överlappningen inte var fullständig. Teliasonera räknar med kostnadsbesparingar vid fusionen, men inte att intäkterna skall minska som följd. Om synergieffekterna bara presenteras i termer av kostnader, kan de bli uppblåsta på pappret. Det är avkastningen och inte kostnadsbesparingar som är viktig för aktieägarna. En annan anledning till kapitalomsättningshastighetens utveckling kan vara att omsättningen minskat som följd av konjunkturen eller andra beslut i verksamheten, vilket den också gör under 2004.

Slutresultatet, räntabiliteten för totalt kapital, kan avläsas i tabell 5. År 2000 är räntabiliteten 13,6%, för att sedan sjunka markant under följande år för en senare återhämtning till 13,15 % år 2006. Konjunkturförändringarna gör här att det blir mycket svårt att avläsa den specifika effekt som fusionen haft på räntabiliteten. Om synergieffekterna har realiserats, är de dolda av andra faktorer. Från figur 5, kan man se att aktiekursen för TeliaSonera började stiga efter 2002. Perioden 2003-2005, då synergieffekterna skulle realiseras, liknar mer en högkonjunktur än en lågkonjunktur för den svenska marknaden. Sett utifrån marknads perspektiv, är det svårt att se hur synergieffekternas effekt i DuPont-modellen utjämnas av en lågkonjunkturs effekt på omsättningen. För att vidare utreda utifall synergieffekterna realiserats, skulle författarna gärna ha gjort en analys av synergieffekterna efter de sektorer som de specificerats i prospektet. Analysen var inte möjlig eftersom dessa sektorer inte redogörs för i Telias eller TeliaSoneras redovisning. Att specificera synergier enbart i internredovisningen gör det svårare för utomstående att utvärdera fusionens effekt.

6.2 Fanns det faktorer som gjorde att lönsamheten översteg eller understeg den beräknade?

När Telia står inför ett stort investeringsbeslut som en fusion med Sonera, blir beräkningen av den totala lönsamheten en komplicerad process. Först måste det göras en värdering av Soneras verksamhet. Denna måste göras utan detaljerad finansiell information från Sonera, eftersom sådan information för ett publikt aktiebolag i så fall måste delges alla aktieägare. En viktig faktor är att den fundamentala värderingen av Sonera kan skilja sig från marknadens värdering. Det är möjligt att Telia köper Sonera för ett över- eller underpris, beroende på om marknaden felaktigt värderar Sonera eller har andra förväntningar om dess tillväxt. I en fusion där betalning sker i form av aktier, måste en liknande process genomgå för Telias egna aktier. På så sätt kan man skapa en rättvis byteskvot mellan Telias och Soneras aktier. Karin Karlström på Carnegie och Michael Grant på TeliaSonera berättar om den rigorösa process där Sonera utvärderas som investeringsobjekt. Man kan inte förlita sig på enbart en värderingsmetod, utan en hel rad olika metoder används för att ge en större precision till resultaten. Genom att ha flera värderingsmetoder som backar upp varandra, minskar man risken för att värderingen är felaktig. Värderingen utmynnar dessutom sällan i absoluta värden, utan i ett sannolikt intervall. Detta ses tydligt i den värdering som Goldman Sachs gjort för Soneras räkning i prospektet.¹⁵⁰ Utöver det så sker beräkningarna både hos TeliaSonera och Carnegie var för sig, för att sedan kunna jämföra eventuella skillnader i resultaten.¹⁵¹ Under beräkningarnas gång är det viktigt att vara konservativ i de fall där informationen inte räcker till. Det är bättre om man med fusionen överträffar de förväntningar som ställts, än att man varit för optimistisk under värderingen. Trots försiktigheten är det svårt att förutse hur världen utvecklar sig, speciellt när prognosen är långsiktig. Ännu svårare blir det utan fullständig information, det som Michael Grant kallar "*kvalificerat gissningsarbete*". Det är inte konstigt att utvecklingen under åren efter fusionen har bjudit på en del överraskningar för TeliaSonera, positiva som negativa.

¹⁵⁰ Prospekt TeliaSonera (2002)

¹⁵¹ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

Enligt den information som presenterats i stycke 5.2 i uppsatsen, nådde TeliaSonera sina uppställda synergieffekter ett år tidigare än planerat. Om man antar att TeliaSoneras uppgifter är korrekta, medförde detta en positiv effekt på fusionens lönsamhet jämfört med den beräknade. Detta, tillsammans med den detaljerade informationen i prospektet, tyder på att Telia redan innan fusionen hade en klar och tydlig praktisk plan för integrationsarbetet. Annars är det osannolikt att man skulle ha nått synergieffekterna före utsatt tid. Planen påbörjades redan innan fusionen var undertecknad, vilket var en viktig faktor för en lyckad integration enligt studien av Core och Larcker.¹⁵² En annan anledning till den snabba realiseringen av synergieffekter var den konservatism i beräkningarna man hade på Telia, på grund av den bristande insynen i Sonera¹⁵³. Att man varit medvetet pessimistisk i beräkningarna, leder till att avkastningen ofta överstiger förväntningarna.

Gemensamma riktlinjer och klara budskap är enligt Habeck et al. viktigt att implementera tidigt¹⁵⁴. TeliaSonera har också hårt arbetat för att så tidigt som möjligt skapa en gemensam riktning. Anders Igel skriver i *koncernchefen har ordet* följande;

*”Förra året gick startskottet för ett viktigt arbete inom TeliaSonera. Det handlar om att omstöpa bolaget till ett genuint serviceföretag med fokus på enkelhet och service. Arbetet syftade till att mejsla ut en gemensam riktning för TeliaSonera med en vision för 2010, en reviderad affärsidé, gemensamma värderingar och etappmål för bolagets väg mot visionen”*¹⁵⁵

I prospektet finns dessutom flera sidor med det nya bolagets kombinerade strategi. Då fusionens synergieffekter nåddes i ett tidigare stadium än förutspått, kan ledningens tydliga riktlinjer ha varit en bidragande faktor. Man har lyckats med att skapa *alignment*, vilket enligt Child och Smith är en förutsättning för synergiernas fulla potential.¹⁵⁶

¹⁵² Core and Larcker (1999)

¹⁵³ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

¹⁵⁴ Habeck, Kröger, Träm, (2000), s.81

¹⁵⁵ TeliaSonera Årsredovisning (2003)

¹⁵⁶ Child, J. and Smith, C., (1987)

Habeck et al. betonar samtidigt vikten av att ledningen figurerar som förebilder för personalens agerande. De menar dock att konflikter mellan starka viljor i den högsta ledningen inte är ovanligt, ett symptom som också visat sig gälla för TeliaSoneras ledning och styrelse. Trots den tydliga målsättningen, integrationen och nya strategi som ställdes upp vid fusionen, uppstod en strategisk konflikt bland ledningen i TeliaSonera. Konflikten berörde TeliaSoneras strategi, där finländarna ansåg att kostnadsbesparingarna inte var tillräckliga för att säkra TeliaSoneras framtid. Istället ville de ha fler förvärv för att kunna öka tillväxten. För att slå bukt på de meningsskiljaktigheter som då rådde, var en snabb lösning på problemet viktig. Därför kan det anses befogat att de högt uppsatta finländare som drev tesen successivt fick lämna sina uppdrag. Oavsett vilken av de olika strategierna som var mest gynnsam för företaget är det av största vikt att den förvirring angående riktning som ledningen kämpade med inte fortplantades till personalstyrkan.

Enligt Coopers och Lybrands utredning var så många som 85 % av de misslyckade fusionerna kopplade till kulturella skillnader och meningsskiljaktigheter angående strategiska riktningar i ledningen¹⁵⁷, varför det kan anses att just dessa problem är de första att lösa. Man har uppenbarligen gjort ansträngningar för att komma runt detta vanliga problem, med den tydliga målsättningen och detaljerade integrationsplanen. Trots detta uppstod ändå en konflikt. Enligt Michael Grant skulle annat än nationalitet eller gammal tillhörighet ha prioriterats vid tillsättning av poster i det nya företaget, en lärdom som TeliaSonera tar med sig inför framtida fusioner.¹⁵⁸ Författarna anser att denna prioritering av nationalitet här kan ha lett till att poster i ledningen hölls av människor med olika strategisk uppfattning. En klar strategisk riktning vid tillsättningen av poster i det nya företaget måste finnas för att kunna få rätt person på rätt plats. Friktionen mellan den svenska och finska ledningen kan ha lett till en minskad handlingskraft från företaget, då man lade ner tid på strategiska diskussioner som kunde ha lagts på annan verksamhet. TeliaSoneras styrelse verkar dock ha begränsat omfattningen av meningsskiljaktigheterna genom att agera starkt och byta ut delar av ledningen.

¹⁵⁷ Cooper & Lybrand and OC & C (1993)

¹⁵⁸ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

En annan faktor där verkligheten efter fusionen inte motsvarade Telias förväntningar, var utvecklingen på den finska marknaden. I tabell 12 kan man tydligt se att vinstmarginalerna sjönk betydligt under 2000-talet. Enligt Michael Grant, hade Telia räknat med sjunkande marginaler i Finland, men inte till den nivå de faktiskt sjönk. Prispressen på den finska marknaden, på grund av ökad konkurrens på finska marknaden, ledde till att lönsamheten för den finska marknaden minskade.¹⁵⁹ Detta ledde till att Telia sannolikt övervärderade Sonera vid fusionen, eftersom man förväntade sig en mer gynnsam utveckling. Telia har uppenbarligen gjort en analys om åt vilket håll den finska marknaden var på väg, eftersom man beräknade att marginalerna skulle sjunka. Författarna vet ej vilken riskanalys Telia har gjort om utvecklingen på den finska marknaden, men det är givetvis möjligt att även en utveckling som Telia ger en väldigt låg sannolikhet kan inträffa i verkligheten.

Då intresset för TeliaSonera på den amerikanska marknaden blev synnerligen begränsat kan man verkligen ifrågasätta företagets börsintroduktion på Nasdaq. Motivet till introduktionen var att man ville bredda ägarstrukturen, men då detta inte lyckades kunde de 728 miljoner som lades på prospektet definitivt investeras bättre. Företaget ville eventuellt, i enlighet med Ritter och Welchs¹⁶⁰ teorier om publicitet, visa sina muskler och även internationellt erkännas som en stor spelare på marknaden. Motivet skulle således kunna vara ett rent marknadsföringsknep för att göra sig mer känd. Syndromet kan även härledas till TeliaSonerans strävan efter att bli större¹⁶¹. Ett naturligt steg för att räknas som en stor aktör skulle således vara att introduceras och representeras på en av världens största börser. Trots sin nya storlek var aktien inte tillräckligt intressant på Nasdaq. TeliaSonera avnoterades från Nasdaq år 2004, vilket är ett tecken på att man själva förstod att kostnaderna översteg vinningen av att vara noterad.

¹⁵⁹ Intervju med Michael Grant, 2008-05-15

¹⁶⁰ Ritter and Welch, (2002)

¹⁶¹ TeliaSonerans årsredovisning (2003), s 31

Vid fusionen fick Telia även Soneras ägarandel i den turkiska operatören Turkcell. Detta var endast en mindre del av fusionen som inte fick stor uppmärksamhet i prospektet, men operatören har blivit en av TeliaSoneras mest lukrativa innehav. Utvecklingen av Turkcells finansiella resultat kan ses i tabell 13. Detta var en utveckling som Telia enligt Michael Grant inte förväntat sig.

7. Slutsatser och förslag till fortsatt forskning

Detta kapitel summerar uppsatsens arbete och utmynnar i slutsatser på frågeställningarna. Slutligen presenteras förslag på fortsatt forskning inom området.

7.1 Fusionens lönsamhet för aktieägarna

Uppsatsen har som syfte att utreda om fusionen mellan Telia och Sonera har varit lönsam utifrån Telias aktieägares perspektiv. Slutsatsen är att en svensk aktieägare skulle ha fått en högre avkastning om han istället hållit OMX-index. Sharpe-kvoten och Treynors index pekar på att OMX var den klart bästa investeringen. BHAR-analysen bekräftar detta genom att ge en stor abnormal underavkastning för TeliaSonera gentemot OMX. Jensens alfa pekar visserligen på att TeliaSonera haft en viss överavkastning under perioden, men denna är så nära noll att den inte anses vara ekonomiskt signifikant. Fusionen var i slutändan inte en tillräckligt bra investering för att en aktieägare i TeliaSonera skulle få en högre avkastning än marknaden i genomsnitt. Även om fusionen med Sonera på pappret gav en avkastning långt över aktieägarnas avkastningskrav, räckte inte detta för att slå index. Om man ser fusionen utifrån företaget Telias perspektiv, har utvecklingen varit mer positiv. Alla riskjusterade mått, samt BHAR-analysen visar att TeliaSonera har slagit utvecklingen hos genomsnittet av sina europeiska konkurrenter. Ur företagets perspektiv har därför fusionen varit lyckad, men detta är inte tillräckligt för aktieägarna. Aktieägarna borde istället ha fått budpremien som utdelning, samt sålt sina aktier i TeliaSonera och investerat i OMX-index under mätperioden. Det är dock svårt för Telias ledning att inte ta tillvara på en investering som på pappret ger en stor avkastning. Teoretiskt sett översteg investeringen faktiskt det avkastningskrav som aktieägarna hade på företaget.

En möjlig förklaring till den förhållandevis dåliga kursutvecklingen i TeliaSonera, kan ha varit att marknaden inte trodde på de utlovade synergierna i TeliaSoneras prospekt. En analys av marknadsreaktionen på datumet där fusionen tillkännagavs och datumet när det konstaterats att synergieffekterna nått pekar på detta. Dock finns det ingen möjlighet att entydigt peka på en skepsis från marknaden som orsak för en dålig

kursutveckling gentemot index. Att TeliaSonera gick bättre än branschgenomsnittet efter effekterna nåtts, är ett annat tecken på detta.

En annan möjlig förklaring till kursutvecklingen, är att synergieffekterna inte nåtts överhuvudtaget. Analysen med DuPont-modellen, borde visa på ett klart tydligare resultat när kostnadssynergierna successivt hämtades in. Konjunkturen och företagets resterande verksamhet påverkar DuPont-modellen, men författarna hävdar ändå att den huvudsakliga påverkan borde vara positiv med en högkonjunktur under 2003-2005 när synergierna realiserades. Författarna saknar möjligheten att göra en direkt sektorsvis uppföljning på synergierna, då de specificerats i interna termer som inte täcks av den externa redovisningen.

Det förväntade resultatet enligt tidigare studier presenterade i stycke 3.1 pekar på att gränsöverskridande fusioner, speciellt i kända publika företag, ger ingen eller negativ långsiktig avkastning. Studiens resultat på fusionen mellan Telia och Sonera ansluter sig till tidigare studiers slutsatser, då det pekar på en långsiktig underavkastning gentemot OMX-index. Fusionen var inte en god investering för Telias aktieägare.

7.2 Fanns det faktorer som gjorde att lönsamheten översteg eller understeg den beräknade?

Uppsatsens andra mål var att utreda eventuella faktorer som fick en oväntad påverkan på lönsamheten. Flera faktorer har funnits som gjorde att fusionens lönsamhet avvek från den beräknade.

TeliaSonera nådde sina uppställda synergieffekter ett år tidigare än vad som förutspått. Konsekvensen blev en positiv effekt på fusionens lönsamhet jämfört med den predikterade i prospektet¹⁶². Anledningen till att detta nåddes tidigare än förväntat är att Telias beräkningar var för konservativa och att Telia redan innan fusionen hade en tydlig plan för integrationsarbetet. Core och Larckers resultat visar sig alltså gälla även i denna fusion¹⁶³. Uppsatsens analys pekar på att det slutliga resultatet var en kombination av både konservatismen i beräkningarna och av en tydlig planering.

¹⁶² Prospekt TeliaSonera (2002)

¹⁶³ Core and Larcker (1999)

Gällande gemensamma riktlinjer och klara budskap, som enligt Habeck et al. är avgörande för fusionens utfall, har TeliaSonera lyckats gjort ett rigoröst arbete och i stort sett lyckats väl. Därmed inte sagt att de olika strategiska meningsskiljaktigheterna i början av integrationen passerade obemärkt. Ett totalt friktionsfritt ledarskap kan anses vara hypotetiskt, men TeliaSonera har efter fusionen haft ovanligt många avhopp. Författarna anser att friktionen i ledningen krävde uppmärksamhet på bekostnad av företagets verksamhet. Lönsamheten påverkades i så fall negativt. Även om friktionen i ledningen inte påverkat lönsamheten, är skillnaden i företagskultur och mål trots allt en faktor som man inte räknat med från Telias sida innan fusionen, och som kan innebära större problem i andra fusioner.

En annan faktor var utvecklingen på den finska marknaden, där vinstmarginalerna sjönk betydligt lägre än vad Telia förutspått. Man hade inte räknat med den ökade konkurrens och prispress som uppstod på den finska marknaden. En slutsats är att Telia sannolikt vid fusionen övervärderade Sonera och således misslyckades med värderingen. Fusionens lönsamhet påverkades negativt av denna övervärdering.

TeliaSoneras ägarandel i Turkcell visade sig vara en lukrativ del av fusionen som inte förväntats i prospektet. Turkcells utmärkta resultat blev en faktor som påverkade fusionens lönsamhet positivt.

En slutlig faktor var TeliaSoneras börsintroduktion på Nasdaq-börsen, som antas vara en konsekvens av en optimism med TeliaSoneras nya storlek. De 728 miljoner som investerades kom inte aktieägarna till gagn på det sätt som avsågs och skulle således ha delats ut eller investerats på annat håll. Lönsamheten i fusionen påverkades negativt av introduktionen.

7.3 Förslag till fortsatt forskning

Samgåendet mellan Telia och Sonera för drygt fem år sedan var startskottet till vad som kan beskrivas som något av en konsolideringstrend inom telekom-industrin. Nyligen spreds ryktet om att France Telecom är intresserade av TeliaSonera och enligt uppgifter i media går även andra stora europeiska aktörer i konsolideringstankar. Vi anser att det vid ett senare tillfälle skulle vara intressant att jämföra eventuella fusioner mellan stora telekom-aktörer, med fusionen mellan Telia och Sonera för att försöka finna likheter och skillnader kring lönsamheten för aktieägaren.

Under arbetets gång har vi även upptäckt flera aspekter kring fusioner i sig, som vi funnit aktuella att studera vidare. Ett exempel på en sådan aspekt är hur man vid fusioner projicerar de förväntade synergier. Vi har i denna uppsats begränsat oss till att studera ett enskilt fallföretag. Med mer tid och resurser tillgängligt vore det dock intressant att jämföra beräknade synergier med de faktiska, för ett antal företag som har konsoliderat. Michael Grant har i intervju förklarat hur svårt det är att säkert kvantifiera synergier och att beräkningen till viss del handlar om ”kvalificerat gissningsarbete”. Som nämnts tidigare i uppsatsen så översteg TeliaSoneras faktiska synergier de beräknade. Är det generellt så att företag tenderar att underskatta samordningsvinsterna vid kvantifiering av framtida synergier?

8. Källförteckning

8.1 Artiklar

Aggarwal (2001), "Using Economic Profit to assess performance: A metric for modern firms", *Business Horizons*

Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford (2001), "New Evidence and Perspectives on Acquisitions", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, pp. 103–20.

Aw, M. and R. Chatterjee (2004), "The Performance of UK Firms Acquiring Large Cross-Border and Domestic Takeover Targets", *Applied Financial Economics*, Vol. 14, pp. 337–49.

Balmer and Dinnie, (1999), Corporate Identity and corporate communications: the antidote to merger madness, *Corporate Communications, an International Journal*

Barber, B.M. and J.D. Lyon (1997), "Detecting Long Run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 341–72.

Black, E.L., T.A. Carnes, T. Jandik and B.C. Henderson (2003), "International Accounting Diversity and the Long-Term Success of Cross-Border Mergers", *Working Paper (University of Arkansas)*.

Binder, John J. (1998), "The event study methodology since 1969", *Review of Qualitative Finance and Accounting*, vol 11, pp. 111-137

Child, J. and Smith, C., (1987), "The context and process of organizational transformation – Cadbury Limited in its sector", *Journal of Management Studies* 24, pp. 565-593

Conn and F. Connell (1990), "International Mergers: Returns to US and British Firms", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 17, No. 5, pp. 689–711.

Conn, Cosh, Guest, Hughes (2005), "The Impact on UK Acquirers of Domestic, Cross-border, Public and Private Acquisitions", *Journal of Business Finance & Accounting* 32(5) & (6), pp. 815-870

Conn, R.L. (2003), "International Acquisitions: Review of Literature and Clinical Projects", *Journal of Financial Education*, Vol. 29, pp. 1–27.

Coopers & Lybrand and OC & C (1993), "A review of the acquisition experience of major companies", *Cooper & Lybrand*, London

Core J.F and Larcker D.F. (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance." *Journal of Financial Economics* 51.3

Eling, M, Schuhmacher F. (2007), "The Parent Company Puzzle on the German Stock Market", *Journal of Banking & Finance* 31, pp. 2632–2647

Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen (1995), "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases", *Journal of Financial Economics* 49, pp.181-208

Fama, E., French, K., (1996), "The CAPM is Wanted Dead or Alive", *Journal of Finance*, Vol. 51, pp. 1947-1958

Halef, Al-Mehr (2005), "Fusionen Telia/Telenor och TeliaSonera, vad hände?", *D-uppsats Södertörns Högskola*

Healy, Palepu och Ruback (1992), "Does Corporate Performance Improve after Mergers?" *Journal of Financial Economics* 31, no. 2 (April 1992), pp. 135-175

Högholm, Kenneth och Kristian Rydqvist, (1993), "The decision to go public: an empirical study of Swedish corporations" *Working Paper, Svenska handelshögskolan i Helsingfors*

Leland, H.E., (1999), "Beyond Mean-Variance: Performance Measurement in a Nonsymmetrical Worlds", *Financial Analyst Journal*, Vol. 55, pp. 27-36.

- Jensen, M. (1968). "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945- 1964", *Journal of Finance* 23, No 2 (May), pp. 389-416.
- Kelly, J., C. Cook and D. Spitzer (1999), "Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success – Mergers and Acquisition: A Global Research Report", *KPMG*
- Lundqvist, Jarl (2002), "En studie av Telia/Telenor fusionen", *D-Uppsats Linköpings Universitet*
- Mills, Rowbotham, Robertson (1998), "Using Economic Profit in assessing business performance", *Management Accounting: Magazine for Chartered Management Accountants*
- Myers Stewart C. (2001), "Capital Structure", *Journal of Economic Perspectives*
- OECD (2001), *New Patterns of Industrial Globalisation: Cross-border Mergers and Acquisitions Strategic Alliances*
- Powell, R.G and Starke, A.W. (2005), "Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks", *Journal of Corporate Finance*, 11(1 & 2), pp. 293-317
- Ritter, Jay R. and Welch, (2002), "A review of IPO activity, pricing, and allocations", *The Journal of Finance* 57, pp. 1795-1828
- Roll, R., Ross., (1994), "On the Cross-sectional Relation between Expected Returns and Betas", *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1001-121.
- Röell, Ailsa, (1996), "The decision to go public: an overview", *European Economic Review*, 40, pp. 1071-1081
- Ryan, Vincent (2000), "Why mergers fail", *McKinsey Quarterly*, pp.1

Sharpe, W.F., (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *The Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3 (Sep., 1964), pp. 425-442

Sharpe, W.F., (1994). "The Sharpe Ratio", *Journal of Portfolio Management* 21, pp. 49–58.

Sudarsanam, S. and Mahate A.A. (2003), "Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-acquisition Performance: The UK Evidence", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, Nos. 1&2, pp. 299–341.

Treynor J. L. (1965). "How To Rate Management of Investment Funds", *Harvard Business Review*, (January-February), pp. 63-75.

Weber and Camerer, 2003, "Cultural Conflict and Merger Failure: an experimental approach", *Management Science*

8.2 Tidskrifter

"Jätteflopp för TeliaSonera på Nasdaq", *Affärsvärlden*, 2002-12-30

"Rykten om bud på TeliaSonera", *Dagens Industri*, 2008-04-16

"Competition hits TeliaSonera", *Financial Times*, 2005-04-26

"Poor Nordic advert for cross-border mergers", *Financial Times*, 2004-07-01

"Shadows over an unhappy Nordic marriage", *Financial Times*, 2004-06-29

8.3 Litteratur

Arnold Glen, (2005), *Corporate Financial Management*, Financial Times Prentice Hall, Harlow

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, Aj., (1998), *Essentials of investments*, The McGraw Hill Companies, Inc., New York

Bryman Alan och Bell Emma (2005), *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber ekonomi, Malmö

Daniel Teresa A. and Metcalf Gary S. (2001) *The Management of People in Mergers & Acquisitions*, Westport CT USA Greenwood Publishing Group

Elton, Gruber, Brown and Goetzman (2005), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons Inc.

Eriksson Lars Torsten och Wiedersheim-Paul Finn (2006), *Att utreda forska och rapportera*, Liber, Malmö

Gaughan, P.A. (2002) *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*.
Third edition University edition, John Wiley & Sons, inc, NY

Habeck Max M, Kröger Fritz, Träm Michael R (2000), *“After the Merger”*, Prentice Hall, London

Jacobsen Dag Ingvar (2002), *Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund

Kim, K., Nofsinger J, (2007), *Corporate Governance*, Prentice Hall

Merchant and Van Der Stede (2007), *Management Control Systems*, Prentice Hall

Nilsson, S-Å & Persson, I (1999), *Investeringsbedömning*, Liber

Palepu, Healy, Bernard, Peek (2007), *Business Analysis and Valuation IFRS Edition*, Thomson Learning

Ross, Westerfield, Jaffe (2002), *Corporate Finance*, McGraw-Hill

8.4 Årsredovisningar och Prospekt

TeliaSoneras årsredovisning 2002-2007

Telias årsredovisning 2000-2001

Soneras årsredovisning 2001

Telia and Sonera, International Prospectus 2002

8.5 Pressmeddelanden

”Teliasonera avnoterar sig från Nasdaq”, Teliasonera, 2004-06-10

”Ledningsförändringar inom Teliasonera”, Teliasonera, 2004-06-21

8.6 Muntliga källor

Grant Michael, Head of M&A, Teliasonera (2008-05-15)

Karlström Karin, Sektoransvarig för Telekom, Carnegie (2008-05-16)

Appendix A. Intervjuguide för intervju med Michael Grant

Hur länge har du arbetat på Telia?

Vad har du haft för positioner på Telia?

Vilken var din position under fusionsprocessen 2002?

Vilka typiska arbetsuppgifter hade du under fusionsprocessen?

Hur länge arbetade du med själva fusionsprocessen?

Vem var det som kom med förslaget till fusionen?

Hur valdes Sonera ut som ett fusionsobjekt?

Hur kom Telia fram till vilken köpeskilling som var rimlig för Sonera?

Gjordes en värdering av Telia och Sonera av Telias personal?

Vilken investmentbank hade Telia närmst kontakt med under processen?

Hur tungt vägde investmentbankernas rekommendationer vid beslutet?

Vilka värderingsmetoder användes för att värdera Telia och Sonera?

Hur kvantifierades de synergieffekter man beräknades nå med fusionen?

När Telia tittar på uppköpsobjekt idag, är det något man lärt sig från fusionen 2002?

Om fusionen ägt rum idag under samma förutsättningar, vad skulle man gjort annorlunda?

Vilka var de mål med fusionen som ställts upp av Telia?

Vilket mål var i din mening den huvudsakliga drivkraften för fusionen?

Anser du att Telia har nått de mål som ställts upp?

Fanns det mål där Telia överträffade sina förväntningar?

Fanns det mål där Telia inte nådde sina förväntningar?

TeliaSonera har haft ett uttryckt mål att stärka sina positioner på emerging markets med hjälp av förvärv. Har detta målet nåtts i din mening?

Hur har integrationen mellan den svenska och finska ledningen gått?

Hur påverkades fusionen av att de största ägarna var svenska och finska staten?

Nu i efterhand, anser du att fusionen var ett korrekt beslut i Telias aktieägares perspektiv? Motivera

Hur kom det sig att synergieffekterna nåddes ett år tidigare än beräknat?

Appendix B. Intervjuguide för intervju med Karin Karlström

Hur länge har du arbetat på Carnegie?

Vad har du haft för positioner på Carnegie?

Vilken var din position under fusionsprocessen 2002?

Vilka typiska arbetsuppgifter hade du under fusionsprocessen?

Hur länge arbetade du med själva fusionsprocessen?

Vilket ansvar hade Carnegie under fusionen?

Var det Carnegie eller Telia som lade fram förslaget till en fusion?

Hur valdes Sonera ut som ett fusionsobjekt för Telia?

Hur beräknades den köpeskilling som var rimlig för Sonera?

Gjordes en värdering av Telia och Sonera även utav Telias personal?

Vilken investmentbank hade Telia närmst kontakt med under processen?

Hur tungt anser du att Carnegies rekommendation vägde vid beslutet?

Vilka värderingsmetoder använde ni för att värdera Telia och Sonera?

Hur väljer ni vilka värderingsmetoder som skall användas?

Är det någon värderingsmetod ni ser som mest rättvisande för Telia?

Hur var Carnegie inblandade i de mål som sattes upp med fusionen?

Hur var Carnegie inblandade i de synergieffekter som beräknades uppnås?

Jämfört med 2002, hur har Carnegie utvecklat sin värdering av telekomföretag?

Skulle en värdering av 2002 års Telia och Sonera blivit annorlunda med dagens metoder?

Var fusionen mellan Telia och Sonera nyskapande eller en del av en konsolideringstrend i världen?

Fanns det något speciellt som utmärkte fusionen från andra i branschen?

Vilka indikatorer anser du är bra för att mäta fusionens lönsamhet för aktieägarna?