



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

Vårterminen 2015

FÖRVÄRV I BOTTEN SÅ NÅR DU TOPPEN?

En eventstudie om företagsuppköp i förhållande till konjunkturcykeln

Författare

Julia Andersson

Elin Dahlström

Niklas Lindh

Oscar Siöström

Handledare

Rikard Larsson

Förord

Vi vill börja med att rikta ett stort tack till vår handledare Rikard Larsson för goda råd och hjälpsam vägledning under hela arbetets gång. Ett särskilt tack riktas till Magnus Berg för statistisk konsultation. Vi vill även passa på att tacka våra medstudenter och opponenter på Ekonomihögskolan vid Lunds universitet för konstruktiv och hjälpsam kritik som fört arbetsprocessen framåt.

Sammanfattning

Titel:	Förvärv i botten så når du toppen? - En eventstudie om företagsuppköp i förhållande till konjunkturcykeln
Seminariedatum:	2015-06-04
Ämne/kurs:	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng
Författare:	Julia Andersson, Elin Dahlström, Niklas Lindh och Oscar Siöström
Handledare:	Rikard Larsson
Fem nyckelord:	M&A, konjunktur, över-/underavkastning, marknadstajming, svenska uppköpsmarknaden
Syfte:	Det huvudsakliga syftet med studien är att studera i vilken fas i konjunkturcykeln som genererar det bästa resultatet för det uppköpande företaget. Studien avser enbart undersöka organisationella sammanslagningar på den svenska marknaden och endast innehålla inhemska förvärv. Med detta vill författarna bredda den redan befintliga forskningen och tillföra en vinkel på ämnet som beaktar de ekonomiska upp- och nedgångarna.
Teoretiska perspektiv:	Syftet ämnas uppfyllas med hjälp av relevanta begrepp och teorier kring M&As. Business Cycle Management (BCM), hybrishypotesen, signalteorin samt tidigare forskning används som referensram.
Metod:	Detta är en kvantitativ studie med en deduktiv ansats. Som prestationsmått kommer CAAR och BHAR att användas för att mäta resultatet på kort och lång sikt. För att säkerställa dessa resultat görs T-test.
Empiri:	Studien baseras på 115 uppköp genomförda av företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm eller Aktietorget under tidsperioden 2000 till 2012. Data har hämtats från databaserna Thomson Reuters DataStream och Zephyr samt från Konjunkturinstitutets statistikdatabas.
Resultat:	Studien visar på ett resultat där det är bättre att göra uppköp i lågkonjunktur än i högkonjunktur på lång sikt. Utifrån resultatet går det inte att se huruvida det är bättre att genomföra uppköp under någon specifik konjunkturfas.

Abstract

Title:	Is it value creating to invest when no one else dares? - An event study about the M&A relation to the economic cycle
Seminar date:	2015-06-04
Course:	FEKH89, Degree Project in Finance, Undergraduate level, 15 ECTS-credits
Authors:	Julia Andersson, Elin Dahlström, Niklas Lindh and Oscar Siöström
Supervisor:	Rikard Larsson
Five key words:	M&A, economic cycles, abnormal return, market timing, Swedish acquisition market
Purpose:	The main purpose of this study is to test what part of the economic cycle has the best influence on the performance of corporate acquisitions for the acquirer. The study aims to examine organisational mergers on the Swedish market and it only contains domestic deals. The authors would like to broaden the previous research and add a view on the impact of the economic cycle.
Theoretical perspective:	The authors will use previous research, concepts and theories, including Business Cycle Management (BCM), hubris hypothesis and the signal theory as their theoretical framework.
Methodology:	This study undertakes a quantitative approach with deductive reasoning. CAAR and BHAR will be used to measure the performance of the acquisitions. To see if the results are significant a T-test will be performed.
Empirical foundation:	The study is based on 115 acquisitions made by publicly traded Swedish companies, listed on Nasdaq OMX Stockholm or Aktietorget, during the time period 2000 until 2012. Data have been collected from the databases Zephyr, Thomson Reuters DataStream and the statistical database of the National Institute of Economic Research.
Conclusion:	The study shows a result that it is better to make acquisitions during a downturn than during an upturn from the long-term perspective. It is not possible to conclude whether it is better to perform the acquisition in a specific phase in the economic cycle.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	9
1.1 INTRODUKTION	9
1.2 BAKGRUND	9
1.3 PROBLEMDISKUSSION	11
1.4 FRÅGESTÄLLNING	12
1.5 SYFTE	12
1.6 FORSKNINGSBIDRAG	13
1.7 AVGRÄNSNINGAR	13
1.8 MÅLGRUPP	14
2. TEORETISK REFERENSRAM.....	15
2.1 ANLEDNINGAR TILL FÖRETAGSUPPKÖP	15
2.1.1 Synergieffekter	15
2.1.2 Agentteori.....	16
2.1.3 Ledningens egenintresse.....	16
2.2 ANLEDNINGAR TILL VÄRDEFÖRSTÖRNING.....	17
2.2.1 Hybris.....	17
2.2.2 Företagskultur.....	18
2.2.3 Övervärderade synergieffekter.....	19
2.2.4 Tajming.....	20
2.3 KONJUNKTUR	20
2.4 SIGNALTEORIN.....	21
2.5 BUSINESS CYCLE MANAGEMENT (BCM).....	22
2.6 JÄMFÖRELSE AV TIDIGARE FÖRVÄRVSFORSKNING.....	23
2.7 HYPOTESER	24
3. METOD	25
3.1 METODVAL.....	25
3.2 EVENTSTUDIE	26
3.2.1 Eventfönster.....	26
3.2.2 Beräkningsfönster.....	27
3.3 DATAINSAMLING	28
3.3.1 Första urvalet	28
3.3.2 Andra urvalet.....	29
3.4 KLASSIFICERING AV HÖG- OCH LÅGKONJUNKTUR.....	29
3.4.1 Barometerindikatorn.....	30
3.4.2 Price/Earnings-värdering (P/E).....	30
3.4.3 Val av konjunkturdefinition.....	31
3.4.4 Konjunkturindelning	32
3.5 MÅTT PÅ PRESTATION	33
3.5.1 Kortsiktig aktieprestation.....	33
3.5.2 Långsiktig aktieprestation	35
3.5.3 Marknadsportföljen	36
3.5.4 Statistisk testning.....	37
3.6 METODKRITIK.....	38
3.6.1 Urval.....	38
3.6.2 Marknadsmodellen.....	39
3.6.3 Estimeringsfönster	39
3.6.4 Prestationsmått.....	40
3.6.5 Validitet	41
3.6.6 Reliabilitet.....	42
3.7 KÄLLKRITIK.....	42

4. EMPIRI	43
4.1 DATA	43
4.2 RESULTAT.....	44
4.2.1 Kortsiktig prestation	44
4.2.2 Genomsnittlig överavkastning.....	47
4.2.3 Långsiktig prestation.....	48
5. ANALYS	52
5.1 KORT SIKT	52
5.2 LÅNG SIKT.....	54
6. SLUTSATS	57
6.1 SLUTSATS OCH DISKUSSION.....	57
6.2 FORTSATT FORSKNING.....	58
KÄLLFÖRTECKNING	60
ARTIKLAR	60
BÖCKER.....	65
ELEKTRONISKA KÄLLOR.....	65
BILAGA 1	67
BILAGA 2	75

Figurförteckning

2. Teoretisk referensram

Figur 1. Teoretisk konjunkturcykel.....	21
---	----

3. Metod

Figur 2. Kortsiktig aktieprestation.....	26
Figur 3. Långsiktig aktieprestation.....	27
Figur 4. Beräkningsfönster.....	27
Figur 5. Konjunktur, Barometerindikatorn.....	30
Figur 6. Konjunktur, P/E-tal OMXS30.....	31

4. Empiri

Figur 7. Fördelning affärer utifrån konjunkturdefinition.....	43
Figur 8. Antal företagsuppköp per år.....	44
Figur 9. CAAR på kort sikt.....	45
Figur 10. CAAR kort sikt.....	46
Figur 11. Genomsnittlig över-/underavkastning.....	48
Figur 12. ABHAR lång sikt.....	49
Figur 13. ABHAR lång sikt.....	50

Tabellförteckning

2. Teoretisk referensram

Tabell 1. Tidigare forskning.....	23
-----------------------------------	----

3. Metod

Tabell 2. Urval från Zephyr.....	28
----------------------------------	----

4. Empiri

Tabell 3. CAAR kort sikt.....	45
Tabell 4. CAAR kort sikt.....	47
Tabell 5. Jämförelse konjunkturfaser kort sikt.....	47
Tabell 6. Genomsnittlig över-/underavkastning.....	48
Tabell 7. ABHAR lång sikt.....	50
Tabell 8. ABHAR lång sikt.....	51
Tabell 9. Jämförelse konjunkturfaser lång sikt.....	51

“Sometimes your best investments are the ones you don’t make”

Donald Trump, affärsmagnat, TV- personlighet och författare (Business Insider, 2013).

1. Inledning

I det inledande kapitlet kommer författarna först ge läsaren en introduktion följt av en bred bakgrund av ämnet samt tillhörande begrepp. Därefter inleds en problemdiskussion som mynnar ut i studiens frågeställning och syfte. För att sedan se till studiens avgränsningar, bidrag till den befintliga forskningen och till sist presentera den aktuella målgruppen för studien.

1.1 Introduktion

Att människor ofta blir förblindade av framgång och erövringar är något som länge varit känt. I företagsvärlden kan man se chefers självbekräftelse tendera att gå före aktieägarnas bästa. Uppköp där synergieffekterna inte infinner sig och förvärv där buden går långt över marknadsvärdet är ett vanligt förekommande fenomen. En del studier undersöker uppköp och hur utfallet av dessa blir när man tar konjunkturen i beaktning samt hur företag borde dra nytta av denna i sitt beslutsfattande, en vinkel på ämnet som vi finner intressant.

Citatet av Donald Trump syftar till företags förmåga att göra olönsamma och ej genomtänkta investeringar. Enligt Trump är ibland den bästa investeringen den som inte ägde rum alls. Denna filosofi är enligt oss tänkvärd och ger en bild av hur företag borde betrakta och förhålla sig till uppköp istället för att följa med strömmen och göra uppköp av fel anledningar.

1.2 Bakgrund

Mergers & Acquisitions (M&As) är ett samlingsbegrepp för de aktiviteter där flera företag på ett eller annat sätt går ihop och blir en organisation. Detta kan ske som en sammanslagning eller som ett uppköp. Vidare i uppsatsen kommer vi att använda dessa ord synonymt med varandra då litteraturen vanligtvis inte gör någon skillnad på dem.

M&As går att göra på framförallt tre olika sätt, horisontellt, vertikalt och konglomerat. Vid en horisontell M&A köper företag upp konkurrenter eller andra aktörer inom samma marknad för att expandera sin marknadsandel. Gör företag istället en vertikal M&A

köper de upp företag som ingår i värdekedjan såsom till exempel leverantörer för att kunna minska transaktionskostnaderna. Konglomerat M&A betyder att två helt skilda företag går ihop eller att ett företag köper upp ett annat i en helt annan bransch. Vidare finns även gränsöverskridande M&As vilket då refererar till uppköp som sker mellan företag i två olika länder. (Berk & DeMarzo, 2014 s. 933)

Uppköp och sammanslagningar av företag har länge varit intressant inom den akademiska forskningsvärlden. Det finns många syn- och infallsvinklar på ämnet och vanligen granskas M&As med finansiella glasögon. Borys och Jemison (1989) påpekade hur företag ständigt står under press på ökad lönsamhet och effektivitet. För att bemöta denna press tillämpas olika strategier, varav några innefattar tillväxt. Ett företag kan främst växa på två sätt, organiskt eller via förvärv. När ett företag växer organiskt sker det genom en ökad försäljning (Lockett et al. 2011). Det andra alternativet är enligt författarna att förvärva eller slå ihop sig med ett annat företag. Detta har på senare tid blivit ett mycket populärt sätt för företag att utforska nya marknader och för att expandera sin verksamhet.

Under historiens gång har sex stycken tydliga uppgångsfaser med M&As kunnat urskiljas. Dessa kallas i litteraturen för vågor. De första fyra ägde nästan uteslutande rum i USA. Den så kallade femte vågen (år 1993 till 2000) kan klassificeras som den första internationella uppgången, och räknas som den första i Europa (Black, 1999). Martynova och Renneboog (2008) beskriver i sin studie hur vågorna av M&As ofta avslutas av en kraftig nedgång på aktiemarknaden och en efterföljande lågkonjunktur. När marknaden sedan börjar återhämta sig ökar antalet M&As igen i samband med snabbare kreditexpansion, som i sin tur är ett resultat av växande externa kapitalmarknader tillsammans med en högt värderad aktiemarknad. Uppköpsmarknaden påverkas även av marknadsregleringar, till exempel anti-trust lagar och avregleringar. Gaughan (2010) har sett att M&As vågor drivs av industriella och teknologiska stötar. Martynova och Renneboog (2008) visade även hur chefs personliga intressen kan influera M&A-aktiviteten signifikant, då hybris och flockbeteende ökar under uppgående vågor vilket ofta leder till underpresterande uppköp.

Idag syns en fortsatt trend med M&As som tillväxtstrategi. De senaste 20 åren har innehållit 15 av de största affärerna genom tiderna (Badkar, 2014). Den allra största

tillkännagavs år 1999, då Vodafone AirTouch köpte Mannesmann AG till ett värde av 203 miljarder dollar (Holliday, 2012). Därefter har takten på de allra största uppköpen lugnat ner sig. På den svenska marknaden är trenden de senaste åren tydlig, många svenska företag köps upp av utländska. Under 2014 har exempelvis lastbilsföretaget Scania blivit uppköpt av Volkswagen och läkemedelsjätten Pfizer lagt bud på Astra Zeneca (Sprängs & Gripenberg, 2014). Även om de flesta stora transaktioner med svensk involvering varit gränsöverskridande, finns det en betydande inhemsk marknad.

1.3 Problemdiskussion

M&As är ett verktyg för tillväxt som används frekvent inom näringslivet som ett komplement till den organiska tillväxten. Många chefer anser inte att den organiska tillväxten är tillräckligt effektiv, uppköp av andra företag är ett attraktivt alternativ eller komplement till denna strategi (Gaughan, 2010, s.36). Även Jovanovic & Rousseau (2001) påvisar att ovannämnda vågor av ökad M&A-aktivitet är korrelerad med en högt värderad marknad. Maksimovic & Phillips (2001) visade också på en kraftig ökning av M&As under högkonjunkturer.

Tidigare forskning på företagens prestation efter uppköpet påvisar ett något varierande resultat. Lubatkin (1987) fann ett samband mellan uppköp och positiv avkastning i en eventstudie. Detta kontradikteras dock av Jensen och Ruback (1983) som inte fann något positivt samband, samt av Bradley, Desai och Kim (1988) som fann ett samband med negativ avkastning. En studie av 128 vetenskapliga artiklar inom ämnet visar att det totalt sett endast är 20-30 procent av alla förvärv som är lyckosamma (Bruner, 2002). Denis, Denis och Yost (2004) påvisade även att 80 procent av alla M&As är värdeförstörande för det uppköpande företags aktieägare.

Det finns en gedigen mängd forskning på utfallet av M&As, dock har det ägnats mindre uppmärksamhet åt konjunktorens påverkan och betydelse inom området. Pangarkar och Lies studie från 2004 tyder på att risken för dåliga uppköp är större under en positiv marknadsykel, trots det inträffar merparten av alla M&As under högkonjunktur. Det finns risk för att företagets ledare lider av hybris och överbetalar för det uppköpta företaget (Pangarkar & Lie, 2004). De menar också att en annan anledning är att man är rädd att förlora bra uppköpschanser till konkurrerande företag. Vidare anser de att det är

lättare att implementera strategier för omstrukturering i syfte att erhålla synergieffekter under en lågkonjunktur. Morosini och Singh (1994) visade att omstruktureringar och nedskärningar i större utsträckning är accepterade av bolagets intressenter i lågkonjunkturer eftersom ledningen förväntas anpassa strategin till det rådande ekonomiska klimatet. Vidare tyder forskning av Eisenhardt och Bourgeois (1988) på att lågkonjunkturer försvagar ledningens styrka. Hayward och Hambrick (1997) menar också att Vd:ns pondus och självförtroende minskar samt att den övriga organisationens misstänksamhet och krav ökar under lågkonjunkturer, vilket bidrar till att ledningen troligen inte betalar ett överpris samt att deras hybris minskar.

Bouwman, Fuller och Nain (2009) har analyserat huruvida amerikanska M&As utförda i högkonjunktur skiljer sig från de utförda i en lågkonjunktur. De fann att avkastningen på det uppköpande företags aktie på aviseringsdagen var väsentligt högre under positiva marknadscyklar, medan den långsiktiga avkastningen var sämre än M&As utförda under negativa cykler. Pangarkar och Lie (2004) påvisade däremot ett tydligt samband mellan positiv kortsiktig avkastning för uppköp utförda i lägre marknadscyklar och en kortsiktig negativ avkastning i positiva marknadscyklar. Detta resultat för merparten singaporienska bolag står i motsats till Bouwman, Fuller och Nain (2009).

1.4 Frågeställning

Med bakgrund av problemdiskussionen avser vi att besvara frågan:

- *När i konjunkturcykeln skall ett företagsuppköp genomföras för att prestera som bäst?*

1.5 Syfte

Det huvudsakliga syftet med studien är att studera i vilken fas i konjunkturcykeln som M&As genererar det högsta respektive lägsta resultatet för det uppköpande företaget, baserat på utvecklingen i bolagets aktiekurs. Studien avser enbart undersöka organisationella M&As på den svenska marknaden. Detta erhålls med hjälp av en eventstudie på kort och lång sikt.

1.6 Forskningsbidrag

Författarna har valt att komplettera den tidigare forskningen genom att studera den svenska marknaden. De flesta tidigare studier inom området har gjorts på den amerikanska och europeiska marknaden, endast ett fåtal har gjorts på den svenska. Författarna studerar inhemska transaktioner för att kunna dra en tydlig koppling till konjunktorens inverkan. Konjunkturfaserna delas även in i fler delar än hög respektive låg, för att närmre studera vilken tidpunkt i konjunkturcykeln som bäst lämpar sig för företagsuppköp med målsättningen att skapa högsta möjliga aktieägarvärde. Studien tar även mindre bolag i beaktning. För att skapa ett mer relevant resultat används två olika prestationsmått för att studera effekten både på kort och lång sikt.

1.7 Avgränsningar

Studien behandlar företagsförvärv gjorda mellan år 2000 och 2012, där det uppköpande bolaget är marknadsnoterat på OMX Stockholm eller Aktietorget och det uppköpta bolaget har sin hemvist inom Sveriges gränser.

Författarna har valt att bortse ifrån andra prestationsmått avseende företagens lönsamhet än just aktiekursutvecklingen. Detta val grundas i ett antagande om marknadens effektivitet och det faktum att all tillgänglig information om de specifika företagen, marknaden och omvärlden i varje moment är inprisat i bolagens aktiekurs. Vidare har eventuell storlek på budpremie och överprissättning ej testats som förklarande variabler. Enligt Bouwman, Fuller och Nain (2009) är överprissättning inte en orsak till underprestation av uppköp gjorda i högkonjunktur. Författarna har även valt att inte beakta mer företagsspecifika och eventspecifika parametrar såsom tidigare erfarenheter av M&As, relaterade uppköp, relativa storleken på målföretaget, branschindelning och därmed exkluderat dessa som möjliga förklarande variabler. Studien tar inte heller betalningssätt vid uppköp som en förklarande variabel eftersom tidigare forskning har påvisat att detta inte spelar en signifikant roll för uppköpets prestation (Pangarkar & Lie, 2004, King, 2004 och Kusewitt, 1985). Dessa transaktionsegenskaper förekommer i urvalet, då det är oundvikligt, men författarna har valt att endast se till uppköpets tidpunkt i konjunkturen som den förklarande variabeln till prestationen av uppköpet.

Investmentbolag har blivit borttagna ur urvalet då deras löpande verksamhet bygger på att äga och förvalta andra bolag. De stora huvudargumenten för företagsuppköp grundar sig oftast i tillväxt (Morck, Shleifer & Vishny, 1990) och kostnadsbesparingar (Piesse *et al.* 2013). Inget av dessa argument är tillämpliga i fall där den uppköpande parten är ett investmentbolag då rör det sig inte heller om organisationella sammanslagningar.

Studien lägger ingen vikt vid hur långt avståndet från normalläget en konjunktursvängning är utan enbart ifall den kan anses vara definierad som hög- eller lågkonjunktur.

1.8 Målgrupp

Vår studie riktar sig främst till forskare och studenter inom finans med särskilt intresse för sambandet mellan M&As och konjunkturcykeln. Andra intressenter torde vara investerare, företagsledningarna och marknads övriga aktörer som berörs av denna forskningsfråga ur ett marknadsperspektiv.

2. Teoretisk referensram

Under detta kapitel ämnar författarna att ge läsaren en bred och överskådlig bild över ämnet och vad det finns för drivkrafter till uppköp och orsaker till misslyckanden. Därefter kommer de teorier och begrepp som figurerar i uppsatsen att förklaras ingående för en djupare förståelse. Tidigare forskning behandlas för att beskriva och ge en övergripande blick av den forskning som i dagsläget finns relaterat till ämnet. Dessa teorier, begrepp och forskning underbygger sedan tolkningen av resultat och analys.

För att kunna mäta framgången av M&As behövs uppköp granskas utifrån flera olika perspektiv. För det första är det en väsentlig skillnad om man ser från det uppköpande eller målföretagets aktieägarperspektiv. För det andra är det ett stort antal intressenter som blir berörda av ett uppköp till exempel aktieägare, chefer, anställda och kunder. Alla har olika intressen och ett uppköp kan vara till fördel för en intressent, men till nackdel för en annan. Den finansiella teorin utgår för det mesta från aktieägarnas perspektiv eftersom de är ägarna i bolaget och det är ett effektivt sätt att utvärdera uppköpet (Martynova & Renneboog, 2008). Vi har i denna studie, i enlighet med tidigare forskning, valt att utvärdera uppköpets prestation genom att se till det uppköpande företagets aktieägars avkastning.

2.1 Anledningar till företagsuppköp

Orsakerna till M&As är troligen lika många som antalet genomförda uppköp och det finns inte någon enstaka faktor som kan förklara alla M&As. En studie av Nguyen, Yung och Sun (2012) visade att 78 procent av alla uppköp är relaterade till minst två olika anledningar samtidigt. Men vad är det då som ständigt driver företag till nya M&As? Vilka skäl som är de viktigaste för respektive affär varierar genom konjunkturcykeln. Här följer en redogörelse för några av de mer efterforskade och relevanta, för den här studiens syfte, anledningar till uppköp.

2.1.1 Synergieffekter

Till att börja med drivs många M&As av att förbättra effektiviteten i företagen. För att vara effektiv antas det i den ekonomiska litteraturen en optimal fördelning av resurser. När två företag tillsammans är mer lönsamma än vad de är separata skapas

synergieffekter (Piesse et al. 2013). Chatterjee (1986) delade in synergierna i två kategorier; operationella och allokeringssynergier. De sistnämnda är ett resultat av en ökad marknadsstyrka samt förbättrade vinstmarginaler. De operationella synergierna består främst av effektivitetsfördelar som skapas genom stordriftsfördelar. Trautwein (1990) delade även in synergierna i en tredje form, finansiella synergier, dessa är främst ett resultat av lägre kapitalkostnad som skapats genom diversifiering av verksamheten. Goel och Thakor (2008) menade att uppköp i högkonjunktur utvinner mindre synergieffekter än uppköp i lågkonjunktur samt att dessa är av sämre kvalitet. Sirower (1997) gör gällande att flytande kapitalmarknader, vilka ofta förekommer under en högre värderad marknad, leder till övervärdering av potentiella synergieffekter.

2.1.2 Agentteori

En ytterligare anledning till företagsförvärv grundar sig i Jensens agentteori (1986). Denna teori påvisar att det finns en intressekonflikt mellan chefer (agenter) och aktieägare (principaler). Detta står i motsats till ett av Modiglianis och Miller (1961) antaganden, att inga intressekonflikter mellan ägare och ledning existerar. I samband med M&As syftar agentteorin på att tillgången till fritt kassaflöde möjliggör för ledningen att få företaget att växa genom M&As istället för att maximera aktieägarnas intresse. Alltså står chefen inför en intressekonflikt mellan deras ansvar för förtroendeuppdraget och sin egna potentiella välfärd så som högre lön och prestige (Long & Walkling, 1984). Morck, Shleifer och Vishny (1990) visade att många företagsledare var mer intresserade av att maximera företagets storlek istället för företagets värde och att en stor mängd M&As var drivna av företagsledarnas målsättning. Under en högkonjunktur har företag generellt sett större tillgång till fritt kassaflöde och detta motiv blir därför mer aktuellt under en högre värderad marknad.

2.1.3 Ledningens egenintresse

Hybris och flockbeteende är även två starka anledningar till M&As som är mycket omdiskuterade i M&A teorin i förhållande till konjunkturen (Roll 1986, Pangarkar & Lie, 2004 och Haleblan et al. 2009).

Tidigare studier på det uppköpande företags VD har sett att dennes kompensation efter förvärvet generellt sett ökat oavsett uppköpets resultat genom aktiebaserade lönebidrag (Harford & Li, 2007), bonusar (Grinstein & Hribar, 2004) och andra former av ersättning (Bliss & Rosen, 2001). Bouwman, Fuller och Nain (2009) förklarade sitt resultat till följd av flockbeteende, företagsledare är rädda för att gå miste om uppköpschanser och följer därför sina konkurrenter och gör uppköp när dessa gör det. Detta blir en ond spiral som grundar sig i att företagsledare har hybris och strävar efter att bygga stora imperier i euforin av goda tider (Pangarkar & Lie, 2004).

2.2 Anledningar till värdeförstörning

Enligt tidigare forskning resulterar ungefär 80 procent av alla uppköp i värdeförstörelse istället för värdeskapande. Under årens lopp har forskare studerat ämnet och kommit fram till olika anledningar varför detta fenomen uppstår. På senare tid har man fått mer belägg för de många psykologiska aspekter som spelar in på vad och hur stor effekten av en M&A kommer att bli (Marks & Mirvis, 2011). Idag tittar forskare även på vilken roll konjunkturen spelar och hur den påverkar uppköp för att få en bättre förståelse för varför så många uppköp misslyckas.

Ett klassiskt exempel på en företagssammanslagning som inte gått vägen är den mellan tyska Daimler och amerikanska Chrysler år 1998. Trots att förväntningarna tydde på en lysande framtid för uppköpet, slutade det i total katastrof. Närmare bestämt genom att gå från ett samlat transaktionsvärde på 100 miljarder dollar direkt efter uppköpet till att tre år senare vara värt 44 miljarder dollar, ett värde lägre än vad Daimler var värderat enskilt innan uppköpet. Chrysler såldes 2007 till sist för 7,4 miljarder dollar. De största anledningarna till misslyckandet var att de förväntade synergieffekterna uteblev samt att de olika mellancheferna inte kunde eller ville samarbeta med varandra. Här syntes tydligt att de kulturella skillnaderna kan bli större vid gränsöverskridande uppköp än vid inhemska. (Gordon, 1999)

2.2.1 Hybris

Richard Roll (1986) tvivlade på de positiva effekterna av M&As och diskuterade huruvida hybris bland företagsledare hade negativ påverkan vid uppköp. Roll hävdar att

man inte kan göra antagandet om rationella individer när man diskuterar uppköp. Detta då uppköpet i högsta grad berörs av individens beslutsfattande. Ser man bara till en individs roll på marknaden dras slutsatsen att människors individuella beslut inte påverkar denna, då de är en obetydligt liten del av helheten (Roll, 1986). Vid uppköp har en individs beslut en betydande genomslagskraft på vad effekten av uppköpet kommer bli, vilket leder fram till att antagandet om rationella individer inte håller vid analys av M&As (Roll, 1986). Detta leder då naturligt till att individers irrationella beslut får en negativ effekt på uppköpen och att företagen i många fall betalar för mycket för förvärven (Roll, 1986). Ett exempel författaren använder sig av är att många uppköp görs i högkonjunktur på grund av att företagsledare då lider som mest av hybris. Pangarkar och Lie (2004) skriver i sin artikel att just hybris också leder till för höga budpremier då chefer tenderar att vara för självsäkra och övervärdera uppköpet. De hävdar att detta fenomen är som starkast i högkonjunktur när marknaden i sig är högt värderad.

Vidare menar Roll (1986) att det är många verkställande direktörer som väljer att expandera genom M&As på grund av personliga skäl istället för att titta på synergieffekter. Dessa skäl kan istället härledas till faktorer som storhetsvansinne och hybris som har förstörande effekt på uppköpen och leder till för höga bud. Skälen mynnar ut i Rolls hybrishypotes som närmare förklarar faktorerna som kopplar hybris till M&A misslyckanden (Roll, 1986).

2.2.2 Företagskultur

När uppköpet väl är genomfört uppstår det en rad faktorer som kan leda till värdeförstöring. Ett av de första som uppstår är de kulturella skillnader som finns i de olika bolagen vilket gör det svårt för dem att samarbeta. Dessa skillnader skapar problem på fler än ett sätt, då både företagskulturen och den allmänna kulturen spelar roll i hur de anställda kommer integrera med varandra (Mirc, 2007). Buono (2003) argumenterar för att de anställda har olika rutiner och värderingar vilka kan göra det svårt för dem att samarbeta med det andra företaget, något som blir lättare för mindre företag.

Forskning hävdar också att anställda i det uppköpta företaget har svårt att integrera med det uppköpande då stämpeln "vi" och "dem" fortfarande sitter kvar (Kummer & Steger, 2008). Många ovissheter uppstår också inom båda företagen angående framtiden vilka

gör det svårt för personalen att anpassa sig. De vet inte hur det kommer se ut efter sammanslagningen, om de behöver byta avdelning, arbeta med andra människor, under en ny chef eller om deras tjänst kommer tas bort helt. Det uppstår även osäkerhet hos de anställda då det ofta blir tal om nedskärningar vid uppköp, ett fenomen som i sin tur leder till ökad orolighet och dålig stämning på arbetsplatsen (Mirc, 2007). Ett annat återkommande problem som också är relaterat till företagens kultur är att ägarna har olika visioner med sina företag. Vilket i sin tur gör att företagen efter uppköpet strävar åt olika håll istället för att skapa en ny, gemensam vision (Fendt, 2003).

Dessa psykologiska faktorer har stor effekt på hur resultatet av uppköpet kommer bli eftersom företagen behöver de anställda ombord på idén om ett gemensamt företag för att få det att fungera (Kummer & Steger, 2008).

2.2.3 Övervärderade synergieffekter

Synergieffekter, som beskrivits ovan, är de fördelar som förväntas finnas när två företag går samman. Seth, Song och Pettit (2000) hävdar att dessa många gånger blir övervärderade och i vissa fall inte finns över huvud taget när företagen väl är ihopslagna. Detta leder till uteblivna fördelar som gör att uppköpet inte är värt så mycket som man trodde från början. Kummer och Steger (2008) belyser också detta fenomen och hävdar att förväntningarna gällande synergierna är för höga. Författarna kommer fram till att en av förklaringarna till detta ligger i att företagsledningen har orealistiska förväntningar på uppköpet redan från början, och framhäver dessa för att få igenom sin idé hos styrelsen. Resultatet kan sedan inte leva upp till förväntningarna då uppköpet såg bra ut på pappret men inte i praktiken.

Andra forskare som Kummel och Steger (2008) hävdar istället att höga förväntningar kan ha positiva effekter på M&As då ökat självförtroende gör att företagsledarna anstränger sig hårdare. Kummer och Steger (2008) förklarar också i sin artikel att de chefer som är realistiska istället för överdrivet självsäkra inte genomför uppköpet från första början då de ser svårigheterna i uppköpet. Enligt författarna är detta en av anledningarna till att chefer med stort självförtroende ofta ses som en anledning till misslyckade uppköp.

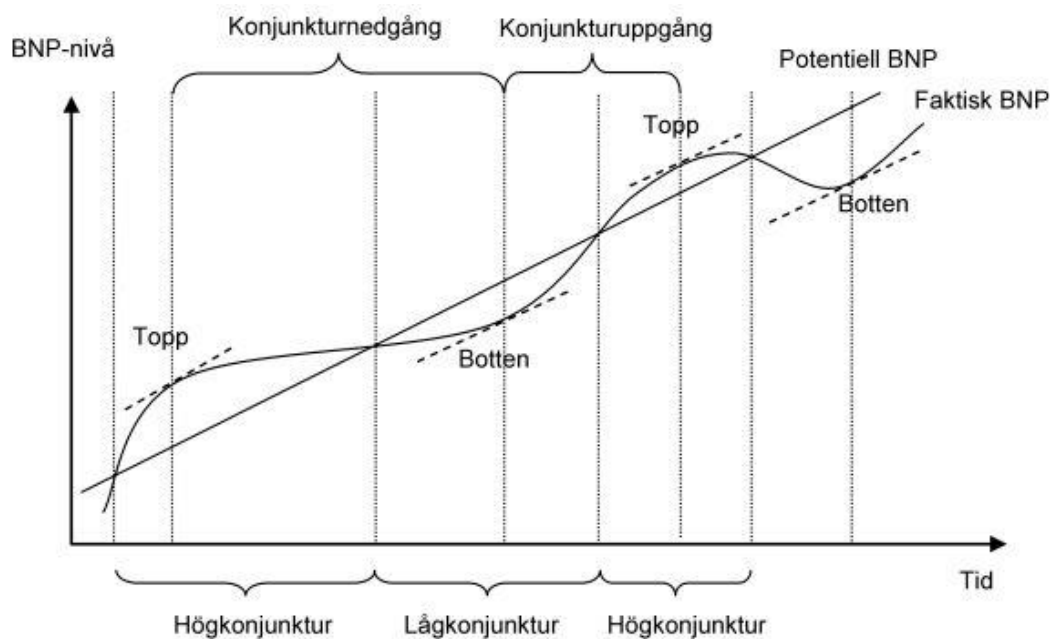
2.2.4 Tajming

Som tidigare nämnts görs flest uppköp i högkonjunktur, då företagen oftast är som högst värderade. Lubatkin och Chatterjee (1991) påstår i sin artikel att man måste ta den ekonomiska miljön i beaktning vid uppköp då denna är av högsta relevans för hur utfallet kommer bli. Om ett uppköp görs i högkonjunktur leder detta till att det uppköpande företaget många gånger betalar ett för högt pris vid köpet. Med andra ord betalar de mer för företaget än vad det egentligen är värt vilket gör att det totala värdet av uppköpet blir lägre än vad som beräknats tidigare (Kummer & Steger, 2008). Dock finns det många allmänt kända egenskaper i lågkonjunkturer som skulle kunna gynna uppköp i just dessa perioder. Exempelvis är det generellt lägre priser, billigare arbetskraft och mindre konkurrens, vilka är faktorer som kan vara fördelaktiga för uppköp (Greer, 1984).

2.3 Konjunktur

Konjunkturen definieras som den momentana ekonomiska aktiviteten i förhållande till en långsiktig trend. Den ekonomiska aktiviteten mäts i Bruttonationalprodukt (BNP). Den långsiktiga trenden konkretiseras av ett potentiellt BNP. Begreppet potentiell BNP definieras som den totala produktionsvolymen som uppnås ifall samtliga tillgängliga resurser utnyttjas optimalt. Här vägs faktorer som tillgänglig arbetskraft och kapital in. Således räknas det inte med en nivå som i ett kort tidsperspektiv överutnyttjar tillgängliga resurser utan ser till långsiktig hållbarhet. Detta innebär att man ofta gör uppskattningar omkring en årlig BNP-tillväxt på 2 procent, vilket ligger i linje med Riksbankens inflationsmål (Konjunkturinstitutet, 2005).

När den momentana BNP-nivån ligger över den potentiella, ses detta som att marknaden befinner sig i högkonjunktur och vidare så ses en momentan BNP-nivå under den potentiella som lågkonjunktur. Detta tyder på att i en högkonjunktur utnyttjas tillgänglig arbetskraft och kapital på ett optimalt sätt, något som inte görs i lågkonjunktur. En normal konjunkturcykel innefattar en högkonjunktur samt en lågkonjunktur och sträcker sig i regel över 3-8 år (Konjunkturinstitutet, 2005). För att se hur effekten av uppköp rör sig med konjunkturen är det viktigt att förstå hur denna varierar och förändrar sig med tiden.



Figur 1. Teoretisk konjunkturcykel

2.4 Signalteorin

Signalteorin utgår från att det råder informationsasymmetri på marknaden. Denna asymmetri uppstår när vissa personer besitter mer information än andra, exempelvis när företagsledning besitter mer information om framtidsplaner och strategier för företaget än investerare. På detta sätt kan ledningen signalera om dessa förväntningar genom olika handlingar, i denna studie genom tillkännagivandet av ett uppköp. Handlingarnas effekt beror på hur väl företagsledningen presterar samt hur deras förtroende hos aktieägarna är. Effekten av ett uppköp i lågkonjunktur kan till exempel tolkas både positivt och negativt beroende på marknads förtroende för ledningen. (Connelly *et al.* 2011)

De signaler som skickas i samband med tillkännagivandet av uppköp är viktiga för de förväntningar som marknaden ställer på uppköpet och hur resultatet utvecklas. Agerandet sänder tydliga signaler till marknaden om vad personerna med insiderinformation anser om företaget. Det kan exempelvis betraktas som positivt att företaget väljer att investera delar av sina likvida medel, i det här fallet i ett annat företag, eftersom att det signalerar att dessa tillgångar skapar en högre avkastning än vad de gjort på annat håll (Connelly *et al.* 2011). Om företaget inte hade sett uppköpet som en värdefull investering hade de till exempel kunnat dela ut kassan istället. På så sätt signalerar de till marknaden att uppköpet är en bra investering.

2.5 Business Cycle Management (BCM)

Business Cycle Management är teorier som ännu inte är fullt utvecklade och därför inte heller välkända inom den finansiella vetenskapen. För den här studiens syfte spelar teorierna en stor roll, då de behandlar hur företagsledare ska fatta beslut enligt konjunkturen. BCM utgörs inte av en enskilt definierad teori utan används som ett samlingsbegrepp för de olika teorier som avser hur beslutsfattande ska hanteras i förhållande till konjunkturen och hur detta kan utnyttjas på bästa sätt. Greer (1984) skriver bland annat i sin artikel att det är bättre att anställa i lågkonjunktur än i högkonjunktur i och med att arbetskraften är billigare då och att man borde dra nytta av den ekonomiska nedgången. Denna filosofi stöds av Dhalla (1980) som hävdar att företag kan överträffa sina konkurrenter genom att fatta rätt beslut vid rätt tidpunkt i konjunkturen.

Att beslutsfattande kan tajmas med konjunkturen visar även Shleifer och Vishny (2003) som menar att företag föredrar extern finansiering när kostnaden för eget kapital är som högst. Naturligt blir då att företag istället använder sig av intern finansiering när kostnad för det egna kapitalet är som lägst. De visar också att företag var mindre villiga att göra uppköp med aktier som betalning när kostnaden för kapital var hög utan istället gjorde denna typ av uppköp när kostnaden för kapital var låg. Det innebär att företag använder aktier som betalning när de tror att deras företag är övervärderat och använder kontant betalning när de tror att målföretaget är undervärderat (Shleifer & Vishny, 2003).

Dessa teorier är relevanta för studiens syfte eftersom tajmingen på uppköpen kan vara beroende av konjunkturens inverkan på prestationen. Även om några av exemplen inte är direkt relaterade till uppköp, illustrerar det hur företag kan och väljer att agera i olika skeden av konjunkturen. Dessa teorier är också möjliga att applicera på investeringar och företagsförvärv. Teorins huvudsyfte är att kunna analysera marknaden och tajma konjunkturen med rätt beslut vid rätt tidpunkt både vad det gäller betalningssätt och uppköpstillfälle (Baker & Wurgler, 2002).

2.6 Jämförelse av tidigare förvärvsforskning

Författare	Urval	Metod	Prestationsmått	Resultat
Kusewitt (1985)	138 aktiva stora uppköpande företag som tillsammans åstadkommit 3500 uppköp (1967-1976)	Event studie: Författaren undersökte förhållandet mellan sju vanliga faktorer av förvärvsstrategier och det uppköpta företags prestation på långsikt. Dessa faktorer var: målföretagets relativa storlek, antal M&As per år, branschtillhörighet, tajming, betalningssätt, målföretagets lönsamhet samt pris.	Avkastning på totalt kapital (Eng. Return on Assets, ROA) mättes i slutet av varje år. Marknadsavkastning (Eng. Market return)	Tajming var signifikant negativt relaterat till prestationen, vilket tyder på att i högkonjunktur erhöles lägre ROA och marknadsavkastning än i lågkonjunktur. Detta förklarar Kusewitt med att det i högkonjunktur finns en tendens att överexpandera och betala ett för högt pris i euforin av goda tider.
Pangarkar och Lie (2004)	115 M&As av Singaporianiska företag (1990-1999), där målföretagen främst var olistade	Event studie: Författarna utredde hypotesen att förvärv gjorda i lågkonjunktur kommer att prestera bättre än andra förvärv av två anledningar; lägre risk för överprissättning samt mindre hybris. Eventfönstret på kort sikt var 10 dagar (t-9 till t+1) samt ett längre fönster på 40 dagar.	Kumulativ över-/underavkastning (Eng. Cumulative Abnormal return, CAR) Regressionsanalys	Under högkonjunktur var avkastningen på tillkännagivelsesdagen högre än under lågkonjunktur. Dock visade analysen att M&As gjorda i lågkonjunktur hade positiva CAR medan de i högkonjunktur hade negativa CAR. Detta förklaras genom att ledare i högkonjunktur är mer risktagande och lider av hybris.
Bouwman, Fuller och Nain (2009)	2944 amerikanska M&As (1979-2002)	Event studie: Författarna undersökte om förvärv i högkonjunktur var signifikant annorlunda till de som gjordes i lågkonjunktur. De nyanserade även när i konjunkturen förvärvet gjordes enligt uppdelningen tidig, neutral samt sen konjunktur. Eventfönstret på kort sikt var 3 dagar (t-1 till t+1) och på lång sikt 2 år.	Kumulativ över-/underavkastning (CAR). Långsiktig över-/underavkastning (Eng. Buy-and Hold abnormal return, BHAR). Över-/underavkastning på rörelseresultatet (Eng. Abnormal return on operating income, AROOI). Regressionsanalys	Uppköp gjorda i högkonjunktur har signifikant högre avkastning på tillkännagivningsdagen men lägre avkastning och rörelseresultat på långsikt än uppköp gjorda i lågkonjunktur. Författarna förklarar resultatet genom ledares flockbeteende (managerial herding).

Tabell 1. Tidigare forskning

Även om fenomenet med uppköpsvågor har varit med oss sedan förra sekelskiftet, finns det uppseendeväckande få empiriska studier i litteraturen om sambandet mellan M&As tajming i förhållande till konjunkturen och prestation. För att få en tydligare bild över den befintliga forskningen inom ämnet presenteras i Tabell 1, några av de större studierna.

2.7 Hypoteser

Utifrån studiens syfte och tidigare forskning har följande hypoteser formulerats:

Hypotes 1

- Uppköp som genomförs i lågkonjunktur leder inte till en kumulativ genomsnittlig över-/underavkastning på kort sikt.

Hypotes 2

- Uppköp som genomförs i högkonjunktur leder inte till en kumulativ genomsnittlig över-/underavkastning på kort sikt.

Hypotes 3

- Uppköp som genomförs i lågkonjunktur leder inte till långsiktig över-/underavkastning.

Hypotes 4

- Uppköp som genomförs i högkonjunktur leder inte till långsiktig över-/underavkastning.

Hypotes 5

- Det finns ingen skillnad på uppköpens resultat mellan de olika tidpunkterna eller faserna i konjunkturen.

3. Metod

Under metodkapitlet kommer författarna beskriva och motivera hur de har utfört undersökningen. Vidare kommer val av sekundärdata tas upp tillsammans med hur denna sedan ska analyseras. Relevanta begrepp för just metoden förklaras för att ge läsaren förståelse för valt tillvägagångssätt. Metodens avgränsningar kommer här att presenteras och motiveras. Slutligen vill författarna framhäva att de är medvetna om den kritik som finns kring vald metod samt använda källor, denna kommer därför diskuteras. Detta avslutas sedan med avsnitt rörande studiens validitet och reliabilitet.

I den här studien antas marknaden vara effektiv enligt den effektiva marknadshypotesen som Fama presenterade 1970 och är mycket känd inom finansvärlden. Detta innebär att all för marknaden tillgänglig information finns inräknad i prissättningen av företagets aktier.

3.1 Metodval

Generellt finns det två undersökningsmetoder som används vid vetenskapliga studier, deduktiv och induktiv. Den deduktiva metoden utgår från tidigare forskning och teorier och använder dessa för att få fram hypoteser att testa och för att försöka dra logiska slutsatser. Vid den induktiva metoden syftas det istället till att utveckla nya hypoteser med bakgrund av en dataanalys samt dra slutsatser av denna. (Lundahl & Skärvad, 1999, s.40)

Den grundläggande skillnaden emellan en kvalitativ och kvantitativ studie är hur ett problem skall bearbetas och lösas. En kvalitativ studie går på djupet och drar nytta av individens uppfattningar och egna tolkningar av verkligheten. En kvantitativ studie ser istället till mängden. Den baseras på data som inte avspeglar någon eller några individers personliga åsikter och ger författarna möjligheten att dra generella slutsatser vid ett signifikant resultat. (Lundahl & Skärvad, 1999, s.44)

För att uppfylla syftet med den här studien används en deduktiv ansats och en kvantitativ metod. Den deduktiva ansatsen ter lämplig sig då författarna väljer att utforma hypoteser utifrån teorin, för att vidare samla in data vilken hypoteserna testas på. Målsättningen att

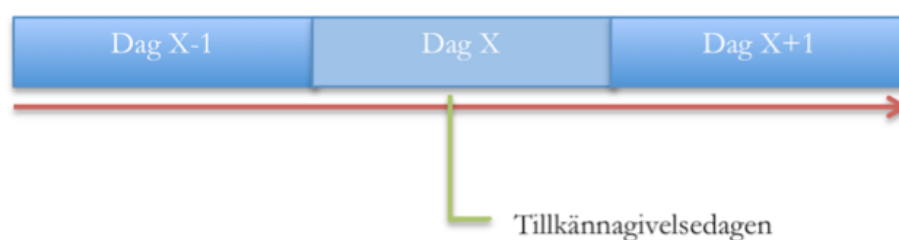
kunna dra generella slutsatser baserade på studien underbygger valet av en kvantitativ metod.

3.2 Eventstudie

Inom den företagsekonomiska och nationalekonomiska världen är intresset stort för att beräkna de ekonomiska effekterna en särskild händelse kan medföra. När det gäller företagsspecifika händelser så kan de ekonomiska effekterna mätas med hjälp av data avseende företagets aktiekurs. En eventstudie kan användas för att se den ekonomiska utvecklingen, till följd av händelsen, på ett antal dagar eller års sikt (MacKinlay, 1997).

3.2.1 Eventfönster

För att skapa en korrekt och utförlig bild av de ekonomiska effekterna av företagsuppköpen har daglig aktiekursdata insamlats i ett fönster om 36 månader. Detta sträcker sig ett år innan och två år framåt i tiden från tillkännagivandet av företagsuppköpet. Detta för att kunna mäta såväl kortsiktiga som långsiktiga ekonomiska effekter av händelsen. Aktiekursen har i det kortare perspektivet studerats på samma sätt som Bouwman, Fuller och Nain (2009), under ett händelsefönster på sammanlagt tre börsdagar. Dessa utgörs av tillkännagivelsesdagen samt dagen innan och dagen efter.



Figur 2. Kortsiktig aktieprestation

I det långsiktiga perspektivet har ett fönster om 10 börsdagar innan och 520 börsdagar efter tillkännagivandet studerats, totalt sett 531 dagar. För att vara på den säkra sidan tar studien även i beaktning dagarna innan transaktionen för att fånga upp eventuell över- eller underavkastning som kan orsakats av rykten om transaktionen, trots antagandet om att marknaden är effektiv. Likt Bouwman, Fuller och Nain (2009) studeras, ur det längre perspektivet, ett två år långt fönster efter händelsen. Däremot tittar Bouwman, Fuller och

Nain (2009) på ett fönster innan händelsen på sex månader, men författarna till den här studien valde dock att korta ner detta fönster till 10 börsdagar. Mätningen avser att fastställa prestationen efter händelsen och inte påverkas av för mycket kursdrivande information innan tillkännagivelsesdagen.



Figur 3. Långsiktig aktieprestation

3.2.2 Beräkningsfönster

Beräkningsfönstret har använts för att beräkna den förväntade avkastningen för de enskilda aktierna. Fönstret som beaktas är 230 börsdagar långt och slutar dagen innan eventfönstrets början. Enligt MacKinlay (1997) är det viktigt att beräkningsfönstret och händelsefönstret inte överlappar, då parameterestimaten inte ska påverkas av avkastningen runt händelsen. Om så är fallet blir korrelationen större mellan estimaten och den faktiska avkastningen, vilket påverkar resultatet. Ett beräkningsfönster om 230 börsdagar är betydligt större än vad exempelvis Pangarkar och Lie (2004) använde sig av, då de estimerade den förväntade avkastningen med hjälp av 90 dagar innan händelsefönstrets start.



Figur 4. Beräkningsfönster

3.3 Datainsamling

Urvalsdata till den här studien är sekundärdata hämtad från databasen Zephyr, vilket är en databas med omfattande information om M&As. Data för bolagens aktiekurser har hämtats från Thomson Reuters DataStream.

Export date		14/04/2015	
Cut off date		31/03	
		Step result	Search result
1. Listed/Unlisted/Delisted companies: listed acquiror		258,390	258,390
2. Deal type: Acquisition, Merger		524,208	140,772
3. Percentage of stake: Percentage of acquired stake (min: 100 %); Percentage of final stake (min: 100 %)		411,854	83,104
4. Current deal status: Completed		1,042,452	70,221
5. Time period: on and after 01/01/1997 and up to and including 31/12/2012 (rumoured, completed-confirmed, completed-assumed, announced)		1,041,551	60,869
6. Country: Sweden (SE) (Acquiror AND Target)		13,834	914
7. Deal value (mil SEK): min=10 (including estimates)		570,273	274
8. All stock exchange: AktieTorget, Nasdaq OMX - Stockholm (Acquiror)		12,274	266
9. Target financials (mil SEK): Operating revenue/turnover: min=1		499,703	156
		Total:	156

Tabell 2. Urval från Zephyr

3.3.1 Första urvalet

För att kunna genomföra den här studien valdes enbart uppköpande företag vilka var noterade på Nasdaq OMX Stockholm eller Aktietorget. Detta gjordes för att kunna säkerställa att tillräcklig, relevant och användbar data fanns tillgänglig. De bolag i studien som blev uppköpta är dock både noterade och onoterade. Tidigare forskning har till viss del utelämnat de mindre företagens uppköp och framför allt sett till stora, noterade företag. I vår studie inkluderades de mindre bolagen vilket innebar ett större underlag att analysera. En annan väsentlig skillnad i den här studien, jämfört med tidigare, är att det enbart är inhemska M&As som studeras. För att kunna studera konjunktorens påverkan på resultatet är det viktigt att studera den konjunktur som också påverkar målföretaget. Författarna upplever att det är missvisande att studera den svenska konjunktorens påverkan av ett utländskt målföretag, då det inte kan antas att utländska målföretag förflyttar sin verksamhet till moderbolagets verksamhetsland. Således påverkas företaget av den lokala konjunkturen i större mån än den svenska. Därav inkluderades enbart transaktioner som gjorts av en svensk uppköpare på ett svenskt målbolag.

För att undvika, för den här studiens syfte, mindre väsentliga uppköp sattes en nedre gräns på 10 miljoner svenska kronor i transaktionsvärde och att det uppköpta företaget skulle ha minst 1 miljon svenska kronor i rörelseintäkter. Detta med avseende på att eliminera eventuella bokförings- eller skattetekniskt motiverade uppköp, exempelvis skalbolag eller andra bolag utan väsentlig verksamhet. Istället fokuserar studien på faktiska organisationella integrationer. Till skillnad från Bouwman, Fuller och Nain (2009) inkluderades enbart de M&As där uppköpet utgjorde 100 procent, istället för minst 50 procent. Detta gjordes för att studera uppköp där organisationerna helt integrerades vid samma tillfälle och inga andra ägare kan påverka utfallet på uppköpet. Därmed undviks också partiella uppköp, där gränsdragningen lätt blir godtycklig. Totalt sett bestod det första urvalet av 156 stycken svenska uppköp utförda mellan tidsperioden 2000 till 2012.

3.3.2 Andra urvalet

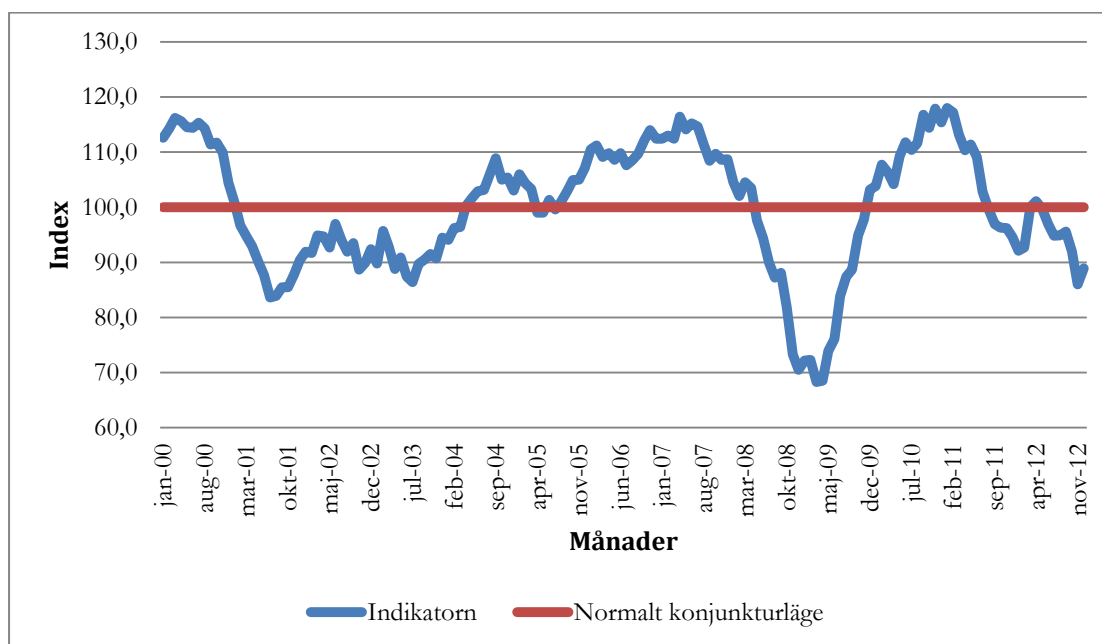
Av dessa 156 stycken M&As föll en del bort på grund av avsaknad av börsdata. Författarna har noterat risken för att detta bortfall potentiellt kan göra resultatet skevt, då det finns risk att urvalet inte längre speglar verkligheten. De transaktioner som föll bort visade sig dock ha en hög korrelation med tiden, då det var svårt att finna data för de tidigaste transaktionerna. Det tycktes ha mindre att göra med exempelvis storlek eller någon annan faktor. Därav antas urvalet representera ett realistiskt stickprov, trots att urvalet från de tidigaste åren nu är tunnare. Det slutliga urvalet bestod av 115 stycken svenska uppköp utförda mellan 2000 till 2012 (Bilaga 1).

3.4 Klassificering av hög- och lågkonjunktur

En grundläggande faktor för att kunna avgöra ifall det föreligger en signifikans mellan uppköpstidpunkten och resultatet, är att med tydlighet kunna definiera vilka perioder som utgör låg- respektive högkonjunktur. För att skapa en så korrekt bild som möjligt avser vi att jämföra olika tillvägagångssätt för att definiera konjunkturen. Därefter valdes det sätt som ansågs lämpligast. De olika infallsvinklarna bygger antingen på företagets och hushållens förväntningar på samhällets och sin egen ekonomi eller på aktiemarknadens förväntningar på företagets framtida vinster.

3.4.1 Barometerindikatorn

Barometerindikatorn bygger på företagens och hushållens syn på både den aktuella och framtida ekonomin samt framtida investeringar, ränte- och inflationsläge (Konjunkturinstitutet, 2015). Data för detta har hämtats från Konjunkturinstitutets statistikdatabas. Barometerindikatorn har ett normalvärde på 100, värden däröver klassificeras som högkonjunktur. Värden mellan 100 och 110 antyder en starkare ekonomisk tillväxt än normalt och värden över 110 antyder en mycket starkare ekonomisk tillväxt än normalt. Vidare så betyder värden under 100 att ekonomin befinner sig i en lågkonjunktur. Värden mellan 90 och 100 indikerar en svagare tillväxt och under 90 en mycket svagare tillväxt än normalt. Urvalet för den månadsvisa undersökningen baseras på två huvudkategorier, företag och hushåll. Vid varje undersökning används ett slumpmässigt urval om ca 1,500 hushåll samt ca 6,500 företag (med fler än 100 anställda). Denna indikator, som bortser från de kommunala och statliga sektorerna har visat sig ha en hög samvariation med BNP-tillväxten (Konjunkturinstitutet, 2015).



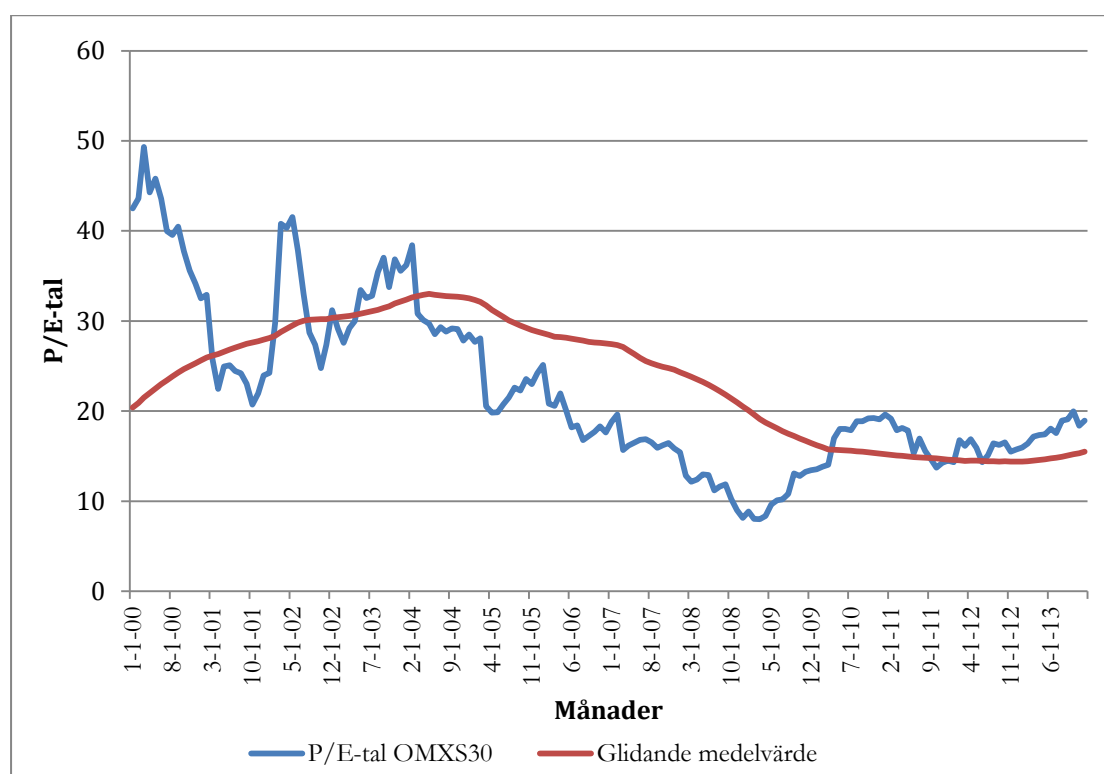
Figur 5. Konjunktur, Barometerindikatorn

3.4.2 Price/Earnings-värdering (P/E)

Den momentana P/E-värderingen för vårt jämförelseindex (3.5.3 Marknadspportföljen) kan vid en jämförelse med föregående tidperioder användas för att definiera när

marknaden kan anses befinna sig i hög- respektive lågkonjunktur. Kvoten beräknas av marknadsvärdet i förhållande till vinsten. P/E-tal i månadsintervall jämförs med ett glidande medelvärde för föregående 60 månaders period, likt Bouwman, Fuller och Nain (2009). Modellen bygger på att konjunktursrörelserna sker relativt regelbundet och att bottenarna är lika djupa som topparna är höga. Befinner sig den momentana värderingen över det glidande medelvärdet innebär det att marknaden befinner sig i högkonjunktur och i en lågkonjunktur när den momentana värderingen befinner sig under sitt glidande medelvärde.

P/E-värdering som konjunktursmått har som sagt tidigare använts av bland annat Bouwman, Fuller och Nain (2009). Där hävdar de att modellen visar när marknaden befinner sig på toppen, i botten eller i ett normalläge. De definierar konjunktursmättet med antagandet att hälften av perioderna utgörs av normalläget, och resterande hälft utgör antingen hög- eller lågkonjunktur.



Figur 6. Konjunktur, P/E-tal OMXS30

3.4.3 Val av konjunkturdefinition

Som en grundpelare för vår undersökning av prestationen på företagsuppköp i förhållande till i vilket konjunktursskede de äger rum, krävs en korrekt och pålitlig

definition av konjunkturläget. Författarna har granskat ett antal olika modeller för att komma fram till den mest lämpade för studien.

Konjunktursbegreppet baseras på hur den aktuella BNP-nivån befinner sig i förhållande till den potentiella BNP-nivån. Denna definition går till viss del att mäta, men blir på grund av sin omfattning relativt trögriktig. Aktuell BNP-nivå i förhållande till potentiell BNP-nivå utgör således ingen bra indikator i denna undersökning.

Att använda P/E-värdering som indikator för konjunkturen likt Bouwman, Fuller och Nain (2009) har i det här fallet en stor brist. Vid millenniumskiftet var den svenska aktiemarknaden skyhögt värderad i samband med IT-bubblan. P/E-talsvärderingen för jämförelseindex var upp emot tre gånger högre än det normala under denna tidsperiod. Med glidande medelvärde påverkar denna värdering konjunktursindelningen i ett flertal år framåt. Resultatet blir att klassificeringen många gånger blir det rent motsatta till övriga mått.

Den tredje modellen författarna granskat och den metod som också valts att användas i undersökningen är Konjunkturinstitutets barometerindikator. Metoden ger en aktuell bild av konjunkturläget som varken är avsevärt släpande eller allt för framåtblickande till skillnad från de två andra metoderna. En nackdel som finns i modellen kan härledas till just metoden som används för att skapa måttet. Ifall det råder ett negativt konjunktursklimat i ekonomin, finns en viss risk att negativa röster blir än mer pessimistiska vilket kan resultera i en djupare uppmätt konjunktur. Trots det bedömer författarna att barometerindikatorn upplevs ge den mest rättvisa bilden av konjunkturläget.

3.4.4 Konjunkturindelning

Konjunkturindelningen som baseras på barometerindikatorn är gjort i en flerstegsmodell. Indexet har ett normalvärde som ligger på 100. Utifrån detta har vi valt att se perioder med ett indexvärde som överstiger det normala som högkonjunktur samt värden som understiger 100 som lågkonjunktur. En begränsning har satts i enighet med Kusewitt (1985), där det krävs tre på varandra efterföljande månader med samma konjunktur för att en ny konjunkturfase skall kunna anses ha inletts. Dessa tre månader klassificeras som

en övergångsfas vilken befinner sig i nära anknytning till normalläget. I den här studien bortses det från att studera uppköp gjorda i övergångsfasen. Eftersom fokus ligger på konjunktorens påverkan och dessa övergångsfaser utgör ett mellanting mellan hög- och lågkonjunktur, krävs det en viss särskiljning perioderna emellan. Detta då konjunkturen inte förändras över en natt.

I enlighet med tidigare studier, exempelvis Bouwman, Fuller och Nain (2009), finns det belägg för att resultatet skulle skilja sig åt beroende på när i konjunkturcykeln affären genomförs. Författarna har således valt att utöver indelningen mellan låg- och högkonjunktur, dela in varje del av konjunkturcykeln i tidiga respektive sena faser. Medianvärdet för respektive period av hög- och lågkonjunktur beräknas, och den första hälften av månaderna definieras som tidig hög-/lågkonjunktur och den andra hälften som sen hög-/ lågkonjunktur.

3.5 Mått på prestation

För att kunna mäta i vilken mån uppköpet varit lyckosamt finns det en rad olika metoder. Tidigare studier har främst använt sig av aktiekursen på det uppköpande företaget för att kunna mäta värdet av transaktionen för ägarna (Pangarkar & Lie, 2004). I följande studie mäts likväl prestationen enbart av det uppköpande företaget. Som nämnts tidigare mäts prestationen både på kortare sikt, runt aviseringsdatumet och på längre sikt över en tvåårsperiod för att se om den initiala utvecklingen stämmer överens med den långsiktiga prestationen.

3.5.1 Kortsiktig aktieprestation

Singh och Montgomery (1987) presenterade en formel för att mäta aktiens över- eller underavkastning i förhållande till den förväntade avkastningen. På det här sättet kan vi se huruvida aktien presterat bättre eller sämre än om förvärvet inte ägt rum. De mäter CAR (Cumulative Abnormal Returns), de summerade överavkastningarna, runt datumet för tillkännagivandet av uppköpet, vilken sedan leder till CAAR (Cumulative Average Abnormal Returns), de genomsnittliga summerade överavkastningarna.

3.5.1.1 Normal avkastning

Marknadsmodellen används för att bestämma den normala avkastningen på aktien, likt Lubatkin och O'Neills (1988) studie. En regression körs på aktiens dagliga avkastning R_{it} , för tidpunkt t , med avseende på marknadsavkastningen, R_{mt} , enligt följande

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$$

där α_i utgör intercept för aktie i , β_i lutningen för densamma samt feltermen, ε_{it} , med:

$$\begin{aligned} E[\varepsilon_{it}] &= 0 \\ \text{Var}[\varepsilon_{it}] &= \sigma_{\varepsilon_{it}}^2 \end{aligned}$$

Källa: MacKinlay (1997)

Utifrån denna ekvation finner vi att den förväntade avkastningen, $E[R_{it}]$, för en enskild aktie är:

$$E[R_{it}] = \alpha + \beta * R_{mt}$$

Källa: MacKinlay (1997)

3.5.1.2 Över-/underavkastning (AR)

Över-/underavkastningen (Abnormal Return) definierat som (AR_{it}) för en aktie, där R_{it} utgör avkastningen för aktie i vid tiden t och $E[R_{it}]$ den förväntade avkastningen för samma aktie och tidpunkt:

$$AR_{it} = R_{it} - E[R_{it}]$$

Källa: MacKinlay (1997)

3.5.1.3 Kumulativ över-/underavkastning (CAR)

AR_{it} summeras för de enskilda dagarna under händelsefönstret och blir då CAR_{it} (Cumulative Abnormal Return) för aktie i :

$$CAR_i = \sum_{t=-1}^{t=1} AR_{it}$$

Källa: MacKinlay (1997)

3.5.1.4 Genomsnittlig över-/underavkastning (AAR)

AAR (Average Abnormal Return) avspeglar den genomsnittliga över-/underavkastningen för respektive dag i eventfönstret.

$$AAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_i$$

där N står för antalet observationer.

Källa: MacKinlay (1997)

3.5.1.5 Kumulativ genomsnittlig över-/underavkastning (CAAR)

CAR skulle kunna användas till att studera varje enskilt företag för sig, men det vore olämpligt eftersom aktiekurserna inte enbart är drivna av information relaterad till händelsen. De Jong (2007) menar att denna orelaterade information i genomsnitt tar ut sig själv om CAAR (Cumulative Average Abnormal Returns) istället används. Nedan definieras CAAR:

$$CAAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i$$

Källa: MacKinlay (1997)

3.5.2 Långsiktig aktieprestation

Likt Bouwman, Fuller och Nain (2009) används måttet Buy-and-Hold-Abnormal-Return (BHAR) för att mäta den långsiktiga prestationen för aktien. Metoden avser fånga avkastningen för en passiv investerare, som köper aktien och sedan äger den över en överskådlig framtid. Fama (1998) förespråkar att CAR även kan användas för att mäta

långsiktig över-/underavkastning. Barber och Lyon (1997) menar istället att det är problematiskt att använda CAR ur ett långsiktigt perspektiv, då det krävs ett antagande om normalitet för att kunna göra en statistisk slutledning. Enligt Fama (1998) är det rimligt att anta normalitet under korta eventfönster. Över längre eventfönster ökar dock den positiva skevheten, vilket förstör normalitetsantagandet och således medför en negativ påverkan på teststatistiken. Barber och Lyon (1997) menar att CAR i det längre perspektivet inte speglar en realistisk investeringsstrategi och förespråkar istället BHAR. Därav valde författarna till den här studien att använda sig av BHAR.

Följande formel har använts för att beräkna BHAR:

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=s}^{s+T} (1 + R_{it}) - \prod_{t=s}^{s+T} (1 + E[R_{it}])$$

där R_{it} är avkastningen för dag t för företag i , $E[R_{it}]$ är den förväntade avkastningen för företag i vid tidpunkt t , s är startperioden avkastningen räknas från och T utgör tidshorisonten i dagar för vilka avkastningen beräknas på.

Källa: Bouwman, Fuller och Nain (2009)

3.5.2.1 Genomsnittlig BHAR

Den genomsnittliga över-/underavkastningen på lång sikt beräknas enligt följande:

$$ABHAR = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_i$$

Källa: Bouwman, Fuller och Nain (2009)

3.5.3 Marknadsportföljen

Det index som används som referenspunkt för att jämföra de enskilda aktiernas avkastning med marknaden, R_m , har valts, OMXS30. Det utgör ett index av de 30 mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen (Nasdaq OMX Nordic, 2015). Författarna anser att detta index representerar marknaden och speglar marknadsavkastningen väl. Bolagen i

indexet är viktade efter deras storlek på börsen och påverkar därmed indexet i den omfattningen (Nasdaq OMX Nordic, 2015). Ett alternativ hade kunnat vara OMXSPI som är ett index bestående av alla noterade aktier. Eftersom att dessa index är nästintill perfekt korrelerade, ställde sig författarna likgiltiga till valet av index. Slutligen valdes OMXS30 eftersom det används flitigare och fler förmodligen är bekanta med det.

3.5.4 Statistisk testning

För att kunna testa om resultatet är tillförlitligt, om det är signifikant eller inte, behövs en del statistiska formler. Alla tester görs med en signifikansnivå på fem procent. Detta innebär att om resultatet finns signifikant, kan vi med 95 procent sannolikhet säga att stickprovets medelvärde är statistiskt säkerställt. Teststatistiken jämförs sedan med ett kritiskt värde som bestäms med hjälp av tabeller för t-fördelningen för att bedöma om signifikans föreligger eller inte. En teststatistik som är högre än det positiva kritiska värdet eller lägre än det negativa kritiska värdet är således signifikant.

3.5.4.1 Varians av stickprov

För att kunna beräkna teststatistiken enligt formlerna nedan behövs också variansen av stickprovet, $VAR(\text{Stickprov})$. Den utgörs av de kvadrerade medelvärdena av de enskilda standardavvikelseerna och beräknas enligt följande formel:

$$Var(\text{Stickprov}) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\text{stickprov}_i}^2$$

Källa: MacKinlay (1997)

3.5.4.2 Hypotesprövning av medelvärde

Teststatistiken, T , fås fram genom att beräkna stickprovets medelvärde, \bar{X} , subtraherat med populationsmedelvärdet, μ . Detta divideras med urvalets medelfel, stickprovets standardavvikelse, s , genom roten ur antalet observationer, n .

$$t_{obs} = \frac{\bar{X} - \mu_0}{s/\sqrt{n}}$$

Källa: Körner och Wahlgren (2006)

3.5.4.3 Hypotesprövning vid jämförelser

För att kunna jämföra olika populationer finns en annan formel som presenteras nedan. Detta görs för att testa om det föreligger någon statistisk skillnad mellan populationsmedelvärdena. I vårt fall testas om det finns någon skillnad mellan de olika tidpunkterna i konjunkturcykeln. Här utgör X_1 och X_2 stickprovens medelvärden, n_1 och n_2 stickprovstorlekarna samt s_1 och s_2 stickprovens standardavvikelse. Teststatistiken, t , är baserad på $n_1 + n_2 - 2$ frihetsgrader och även här anges det kritiska värdet i t-fördelningen.

$$t_{obs} = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{s_p^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2}\right)}}$$

där:

$$s_p^2 = \frac{(n_1 - 1)s_1^2 + (n_2 - 1)s_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

Källa: Körner och Wahlgren (2006)

3.6 Metodkritik

Statistiska metoder har ofta begränsningar och även i vårt val av metod finns en del områden som kan kritiseras eller möjligtvis ifrågasättas.

3.6.1 Urval

Till att börja med är en kritik att vi tittat på ett snävt urval som självständigt inte kan representera hela populationen och på så sätt minskar trovärdigheten av resultatet. Däremot har en stor mängd tidigare forskning studerat liknande storlek på urval,

Pangarkar och Lie (2004) tittade på 115 uppköp och Kusewitt (1985) undersökte 138 M&As. Med detta i åtanke anser författarna att studiens tillförlitlighet håller en god nivå.

Till skillnad från merparten av befintlig forskning, har vi även sett till mindre bolag på mindre likvida marknader. Dessa riskerar att göra vårt resultat mindre homogent med en större spridning. Således kan resultatet bli svårare att tolka entydigt.

Copeland Thomas, Koller och Murrin (1994) visar att mindre uppköp, där det uppköpta företaget varit mindre än tio procent av det uppköpande företaget, är lättare att implementera och har på så sätt en lägre risk för att vara värdeförstörande. Å andra sidan pekar Hayward och Hambrick (1997) på att just eftersom det uppköpta företaget är jämförelsevis mindre borde det inte påverka prestationen av uppköpet i större utsträckning. Av denna anledning menar Pangarkar och Lie (2004) att den relativa storleken på det uppköpande företaget inte spelar en betydande roll, samt att det går att dra slutsatser från även mindre uppköp.

3.6.2 Marknadsmodellen

En kritik som riktas emot marknadsmodellen är att den är känslig för förekomsten av återkommande uppköpare i urvalet, vilket inte ska förknippas med tidigare erfarenheter av M&As. Några eventuella tillkännagivanden av förvärv med en över-/underavkastning i beräkningsfönstret påverkar parameterestimatet (Bouwman, Fuller och Nain, 2009). Detta kan leda till att den förväntade avkastningen skattas felaktigt, vilket även påverkar den beräknade över-/underavkastningen för aktien. Vårt resultat påverkas i viss utsträckning av detta problem, då urvalet innehåller några återkommande uppköpare där perioden överlappar. Då problemet sker i begränsad omfattning och estimeringsperioden trots allt utgör 230 börsdagar, bör denna effekt inte få några större konsekvenser för denna studie.

3.6.3 Estimeringsfönster

En av de mest kritiska frågorna som bör ställas till en studie av detta slag, är hur den normala avkastningen beräknats. I det här fallet är beräkningsfönstrets storlek och relevans högst väsentligt. Då estimeringsfönstret utgör 230 börsdagar innan

händelsefönstret, är karaktären av dessa av yttersta vikt för att estimeras den förväntade avkastningen. Om beräkningsfönstret inträffar under en lågkonjunktur eller en period med sämre kursutveckling, beräknas således också den förväntade avkastningen på denna utveckling. Det gör att konjunkturutvecklingen eller närmare bestämt kursutvecklingen under beräkningsfönstret är avgörande för vad aktien sedan förväntas prestera framgent. Kraftiga fluktuationer mellan beräkningsfönstret och händelsefönstret kan således skapa stora över-/underavkastningar, vilka inte direkt kan hänföras till händelsen. För att undvika detta fenomen skulle ett beräkningsfönster över en längre period kunna användas. På så sätt täcks fler marknadssvängningar och den förväntade avkastningen jämnas ut då den baseras på en längre period. Ett längre beräkningsfönster skulle dock innebära en större risk för att andra oberoende händelser påverkar utvecklingen under fönstret. I sammanhanget ska tilläggas att det i den här studien används ett betydligt längre beräkningsfönster om 230 dagar än exempelvis Pangarkar och Lies (2004) studie som enbart beräknar den förväntade avkastningen över 90 dagar innan händelsefönstret. Därmed torde denna studie i det avseende vara mer tillförlitlig. Ett längre beräkningsfönster än så valde författarna dessutom inte att beakta då bortfallet av data blev allt för påtagligt.

3.6.4 Prestationsmått

Att använda sig av CAR för att beräkna över-/underavkastning har enligt Barber och Lyon (1997) tre nackdelar, eftersom de totalt sett påverkar teststatistiken positivt. Det första problemet är att referensindexet, OMXS30, påverkas av nyttkomna bolag, som har en högre sannolikhet att underprestera jämfört med marknadsindex (Barber & Lyon, 1997). Vidare påvisar de att CAR är en vinklad predikator av BHAR. Båda dessa imperfektioner leder till en överskattning av teststatistiken.

Även valet att använda BHAR har vissa begränsningar. Som nämnts tidigare syftar resultatet av metoden till att spegla en passiv investerares långsiktiga avkastning. Problemet som uppstår enligt Eckbo och Norli (2005) är att det är omöjligt för investerare att i förväg känna till vilka företag som kommer göra uppköp. Det blir därmed svårt att kunna implementera metoden som en investeringsstrategi. Fama (1998) kritiserar även det faktum att metoden använder sig av multiplicerade avkastningar, vilket ger effekten att avkastningen växer med investeringsperioden. Detta innebär att

avkastningen kan växa trots att det inte finns någon överavkastning efter första perioden (Fama, 1998).

BHAR har i viss utsträckning också samma begränsning som CAR, eftersom det uppstår problem med nytillkomna bolag i referensindexet. Enligt Fama (1998) är det också olämpligt att använda sig av normalitetsantagandet vid användning av BHAR, då det påverkas av den positiva skevheten eftersom det inte tar hänsyn till korskorrelation. Detta gör att de estimerade standardfelen potentiellt är underskattade och att resultaten i så fall blir opålitliga. Vidare går det också att ifrågasätta hur stor påverkan uppköpet har på börskursen två år efter tillkännagivandet. Det är troligt att andra faktorer spelar en större roll i aktiekursens utveckling, än vad uppköp som gjordes för två år sedan gör.

3.6.5 Validitet

Enligt Jacobsen (2002) behandlar validiteten frånvaron av systematiska mätfel i undersökningen och delas in i intern och extern validitet. Den interna validiteten syftar till att säkerställa att undersökningen mäter vad den är avsedd att mäta, i det här fallet det uppköpande företags prestation beroende på konjunkturläget. Författarna anser att den valda metoden är adekvat med hänsyn till att många välrenommerade tidigare studier använt sig av samma tillvägagångssätt för att mäta detta. Dessvärre går det inte att utesluta att avkastningen är påverkad av andra slumpmässiga faktorer än de som mätts i undersökningen. Som tidigare nämnts (1.7 Avgränsningar) är det endast konjunktorens påverkan på prestationen som mäts för att besvara studiens syfte.

Den externa validiteten kan också benämnas som möjligheten till generalisering, huruvida resultaten också kan appliceras i andra sammanhang och på andra stickprov. Eftersom det gjordes en kvantitativ studie med en välbeprövad metod anser författarna att validiteten av studien är hög. En god extern validitet bekräftas också av att stora tidigare studier på området gjorts på andra marknader och studieobjekt, även om tolkningar och definitioner anpassats till den svenska marknaden i det här fallet. Resultatet av den här studien kan antas hålla för andra noterade svenska bolag som köper upp bolag inhemskt. Däremot är det svårare att applicera resultatet på andra marknader än den svenska samt för uppköp över landsgränser, då dessa karaktäriseras av andra egenskaper.

3.6.6 Reliabilitet

Lundahl & Skärvad (1992) definierar god reliabilitet som tillförlitlighet av mätningen genom frånvaro av slumpmässiga mätfel. Resultatet ska bli detsamma oavsett när undersökningen görs eller vem som utför den. För att säkerställa reliabiliteten i den här undersökningen granskas både den använda metoden och insamlingen av data.

Reliabiliteten för metodkapitlet anses av författarna vara god. Tydliga definitioner och beskrivningar används för att klargöra syftet och var gränsdragningen är gjord. En klar objektivitet har rått bland författarna för att inte misstolka tidigare forskares tillvägagångssätt. Därigenom bör utfallet bli likvärdigt även för kommande forskning som replikerar metoden. Därtill bedömer författarna att reliabiliteten ytterligare stärkts genom valet av konjunktursdefinition. Genom att klassificera konjunkturen efter barometerindikatorn, säkerställer författarna att ett snarlikt resultat återfås om undersökningen görs under annan tidsperiod. Insamlingen av data präglas också den av god reliabilitet, då författarna använt sig av databaser kända för att innehålla pålitlig information

3.7 Källkritik

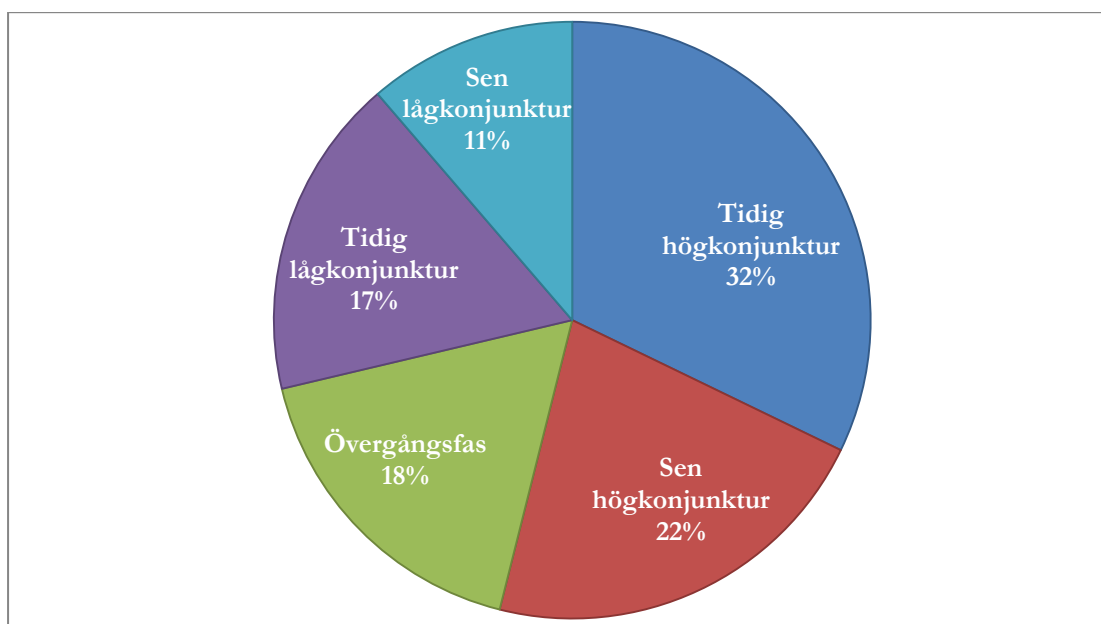
Litteraturen som använts till denna uppsats har skrivits av välkända och citerade forskare för att få en stark trovärdighet till de slutsatser som senare dras i slutsatsavsnittet. Till den litteratur där utgivaren är mindre känd har författarna säkerställt att de fakta som hämtats stämmer genom att verifiera med andra källor. Författarna anser att det är en fördel med en bred litteraturlista, då det ger djup och validitet till uppsatsen. Vidare kan det diskuteras huruvida man endast ska använda sig av de mest kända forskarna. Författarna anser att det inte bidrar till en lika nyanserad bild eftersom mycket av denna forskning redan har betraktats och bearbetats i tidigare studier. Värt att notera är också att författarna inte lyckats finna några relevanta artiklar avseende den svenska marknaden.

4. Empiri

Under detta kapitel kommer vald data samt resultatet av denna att presenteras för läsaren. En sammanfattning av resultatet kommer att ges tidigt i kapitlet samt en förklaring huruvida de olika resultaten är signifikanta eller inte. Siffrorna kommer att presenteras i tabeller med tillhörande text för att ge en överskådlig bild av vad data visar. För att på ett enkelt sätt följa med i presentationen har författarna valt att dela upp resultatet efter kort och lång sikt.

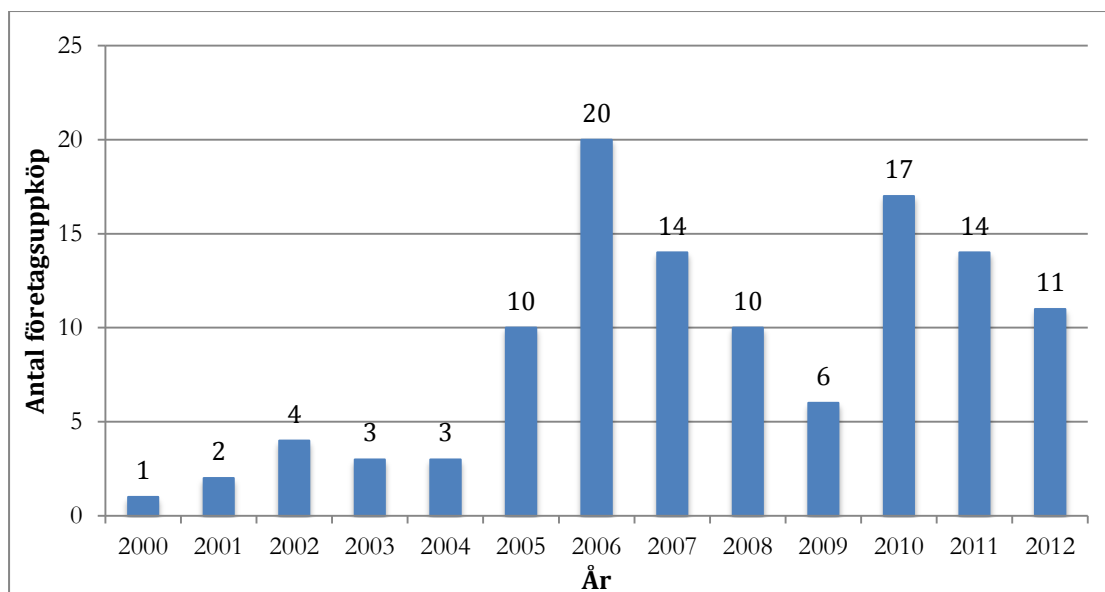
4.1 Data

Det slutgiltiga urvalet består av 115 uppköp (Bilaga 1). Uppköpen är klassificerade utifrån vilken konjunkturfas (Bilaga 2) marknaden befann sig i när händelsen ägde rum.



Figur 7. Fördelning affärer utifrån konjunkturdefinition

Figur 7. visar fördelningen av företagsuppköp baserat på den konjunkturfas som marknaden befann sig i, när uppköpet tillkännagavs. De 20 uppköp som skedde under övergångsfasen bortses från i beräkningarna, förutom när samtliga affärer behandlas.



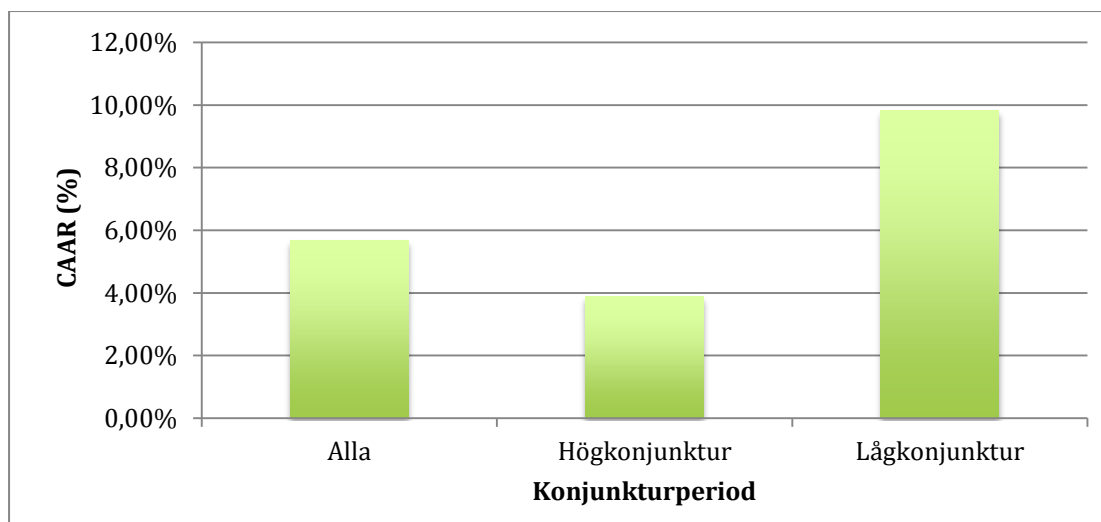
Figur 8. Antal företagsuppköp per år

I Figur 8 presenteras företagsuppköps fördelning utifrån vilket år det tillkännagavs. Studien har ett större antal affärer från senare år, då det framför allt var ett stort bortfall i de tidigare åren.

4.2 Resultat

4.2.1 Kortsiktig prestation

Resultatet från studien av bolagens aktiekursutveckling har i ett kortsiktigt perspektiv beräknats enligt kumulativ genomsnittlig överavkastning (CAAR) av det uppköpande företags aktiekursutveckling. Nedan kommer CAAR först presenteras utifrån hög- och lågkonjunktur sedan kommer en mer nyanserad bild av respektive konjunkturfaser presenteras.



Figur 9. CAAR på kort sikt

Samtliga uppköp

Resultatet avser alla 115 affärer som genomförts, detta vittnar om en genomsnittlig överavkastning för det tre dagar långa eventfönstret om 5,67 procent och har ett medelfel om 1,51 procent. De 20 uppköpen som skett under övergångsfasen beaktas inte nedan.

Högkonjunktur

Tidsperioden som definierats som högkonjunktur omfattade 62 uppköp. Den genomsnittliga överavkastningen för det tre dagar långa eventfönstret är 3,87 procent med ett medelfel om 1,07 procent.

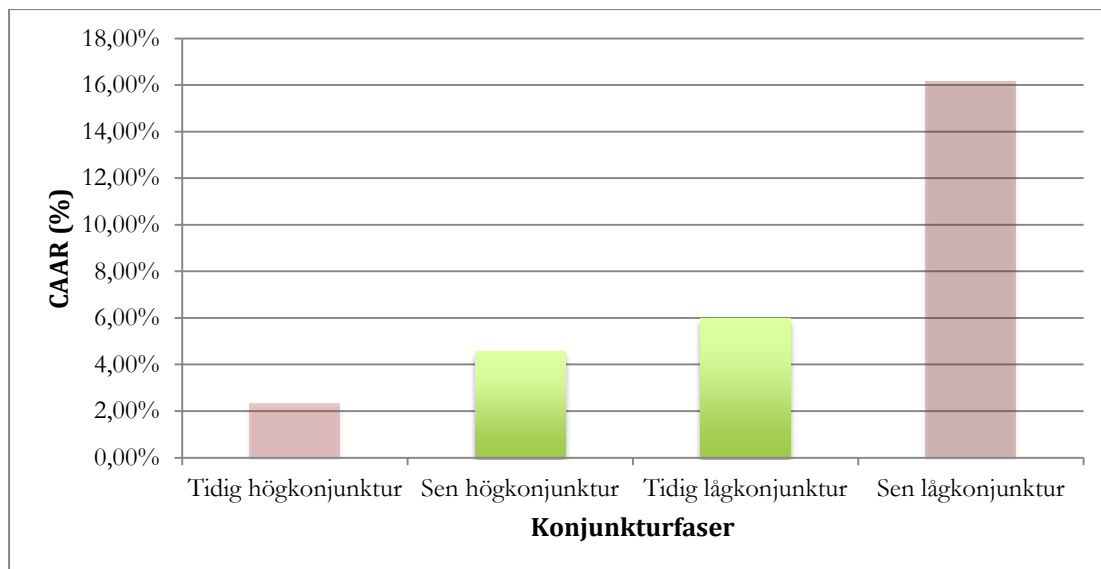
Lågkonjunktur

I lågkonjunktur har 33 affärer genomförts. Den genomsnittliga överavkastningen uppgår till 9,81 procent med ett medelfel om 4,73 procent.

	Alla	Högkonjunktur	Lågkonjunktur
Antal affärer	115	62	33
CAAR	5,67%	3,87%	9,81%
Medelfel	1,51%	1,07%	4,73%
T-stat	3,74	3,63	2,07
T-krit	1,981	2,000	2,038

Tabell 3. CAAR kort sikt

Nedan presenteras kortsiktiga CAAR i förhållande till de olika tidsintervallen inom respektive hög- och lågkonjunktur.



Figur 10. CAAR kort sikt

Tidig högkonjunktur

Resultatet avseende de 37 affärer som genomförts i en tidsperiod som definierats som tidig högkonjunktur, kan inte anses som tillräckligt signifikant då T-värdet understiger det kritiska värdet.

Sen högkonjunktur

Tidsperioden sen högkonjunktur avser 25 affärer och visar däremot på en genomsnittlig överavkastning för det tre dagar långa eventfönstret om 4,57 procent. Resultatet har ett medelfel om 1,77 procent.

Tidig lågkonjunktur

De 20 affärer som genomförts i tidsperioden tidig lågkonjunktur har en genomsnittlig överavkastning för det tre dagar långa eventfönstret är 5,96 procent med ett medelfel om 2,51 procent.

Sen lågkonjunktur

I sen lågkonjunktur var det 13 affärer som genomförts och dessa kan inte anses som tillräckligt signifikanta då T-värdet understiger det kritiska värdet.

	Tidig högkonjunktur	Sen högkonjunktur	Tidig lågkonjunktur	Sen lågkonjunktur
Antal	37	25	20	13
CAAR	2,36%	4,57%	5,96%	16,17%
Medelfel	1,29%	1,77%	2,51%	11,47%
T-Stat	1,82	2,58	2,37	1,41
T-krit	2,029	2,064	2,093	2,179

Tabell 4. CAAR kort sikt

4.2.1.1 Jämförelse mellan konjunkturfaser på kort sikt

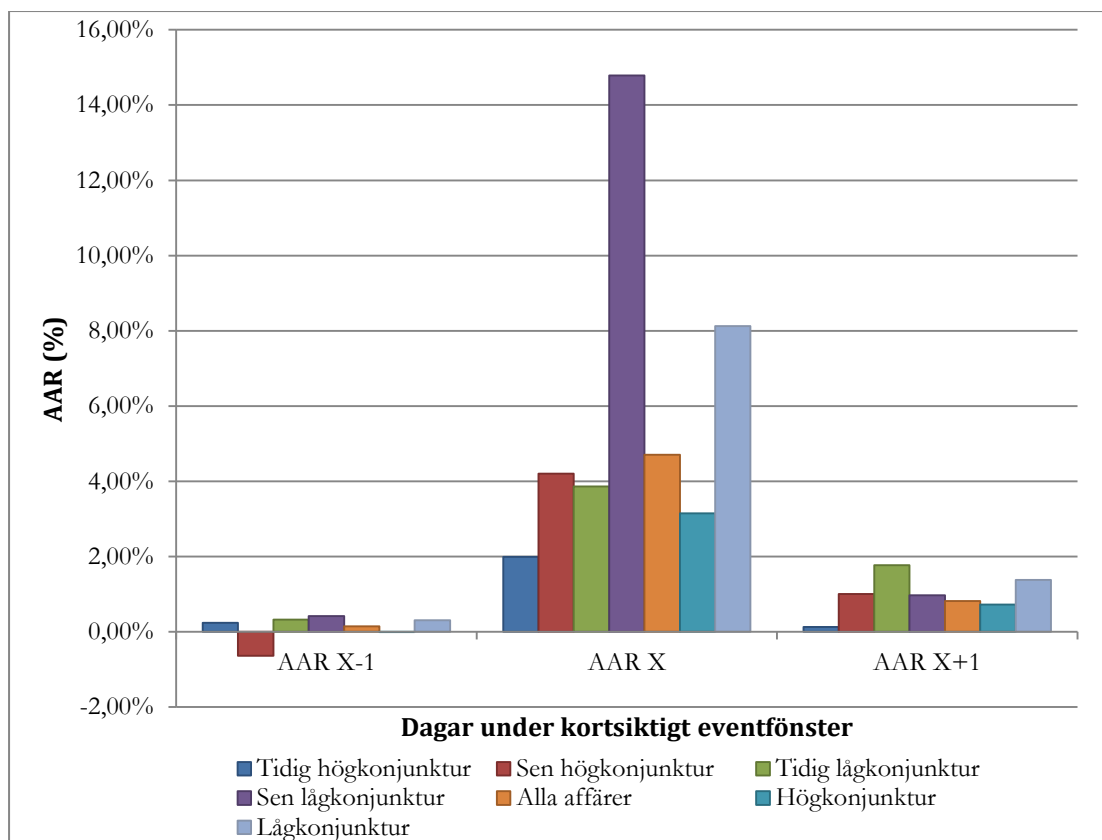
I det kortsiktiga perspektivet uppvisar vår studie inga signifikant säkerställda resultat i jämförelse sinsemellan de olika konjunkturfaserna, då teststatistiken ej överstiger det kritiska värdet. Detta presenteras i tabellen nedan.

Period 1	Period 2	T-stat	T-krit
Högkonjunktur	Lågkonjunktur	-1,590	1,985
Tidig högkonjunktur	Sen högkonjunktur	-1,030	2,000
Tidig lågkonjunktur	Sen lågkonjunktur	-1,054	2,040
Sen högkonjunktur	Tidig lågkonjunktur	-0,885	2,017
Tidig högkonjunktur	Sen lågkonjunktur	-1,967	2,011
Tidig högkonjunktur	Tidig lågkonjunktur	-1,413	2,005
Sen högkonjunktur	Sen lågkonjunktur	-1,152	2,027

Tabell 5. Jämförelse konjunkturfaser kort sikt

4.2.2 Genomsnittlig överavkastning

Den genomsnittliga över-/underavkastningen i det kortsiktiga eventfönstret ligger nära noll för alla konjunktursindelningar dagen innan tillkännagivelsedagen (X-1). Eventdagen (X) står för merparten av den genomsnittliga överavkastningen. Dagen efter händelsen (X+1) påvisar en marginellt positiv avkastning.



Figur 11. Genomsnittlig över-/underavkastning

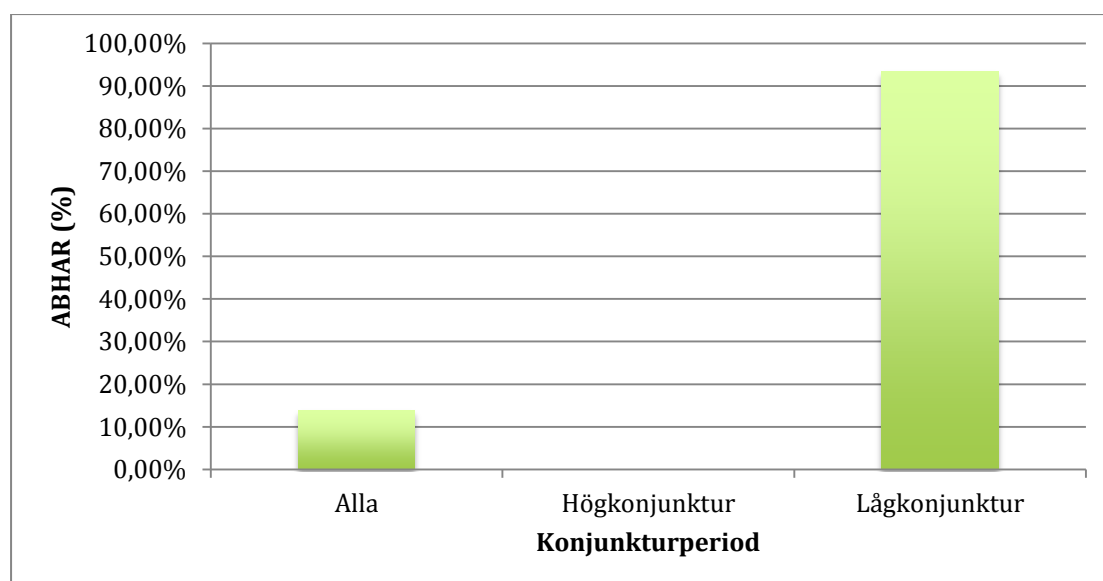
	AAR (X-1)	AAR (X)	AAR (X+1)
Alla affärer	0,15%	4,70%	0,82%
Högkonjunktur	-0,01%	3,15%	0,73%
Lågkonjunktur	0,31%	8,13%	1,38%
Tidig högkonjunktur	0,24%	1,99%	0,13%
Sen högkonjunktur	-0,64%	4,20%	1,00%
Tidig lågkonjunktur	0,33%	3,86%	1,77%
Sen lågkonjunktur	0,42%	14,78%	0,97%

Tabell 6. Genomsnittlig över-/underavkastning

4.2.3 Långsiktig prestation

Resultatet från studien av bolagens aktiekursutveckling har i ett långsiktigt perspektiv beräknats som den genomsnittliga Buy-and-Hold-Abnormal-Return (ABHAR). Precis

som i tidigare kapitel presenteras först avkastningen utifrån enbart hög- och lågkonjunktur och sedan fördjupas resultatet för de olika konjunkturfaserna.



Figur 12. ABHAR lång sikt

Samtliga affärer

Resultatet avser alla 115 affärer som genomförts. Den genomsnittliga överavkastningen för det drygt två år (531 börsdagar) långa eventfönstret är 13,91 procent. Resultatet har ett medelfel om 5,96 procent. I nedanstående faser har inte de 20 uppköp som gjorts i övergångsfasen beaktats.

Högkonjunktur

I högkonjunktur genomfördes 62 affärer vilka inte kan anses som tillräckligt signifikanta då T-värdet understeg det kritiska värdet.

Lågkonjunktur

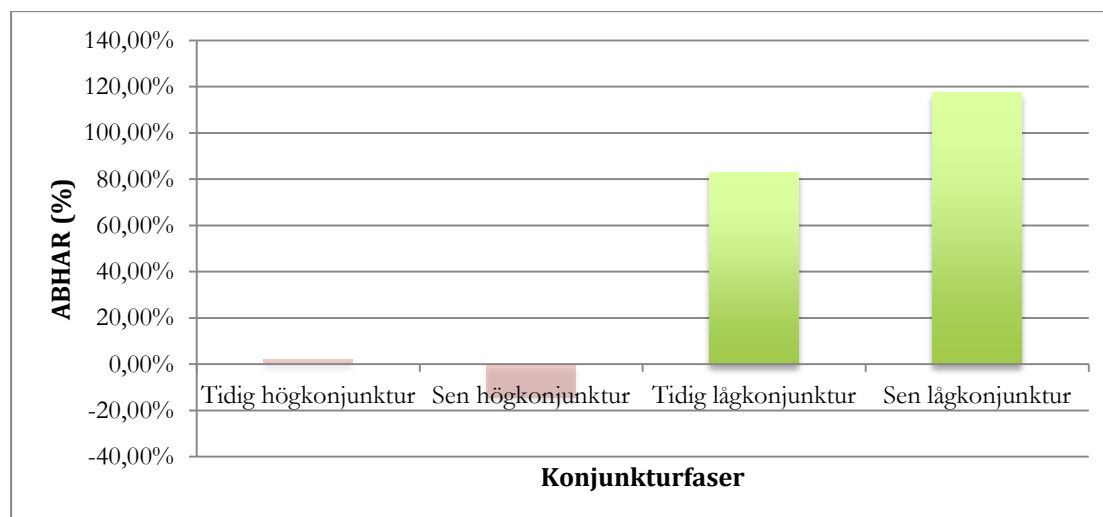
Resultatet avser 33 affärer som genomförts i lågkonjunktur. Den genomsnittliga överavkastningen på lång sikt är 93,33 procent med ett medelfel om 14,69 procent.

	Alla	Högkonjunktur	Lågkonjunktur
Antal	115	62	33
ABHAR	13,91%	0,02%	93,33%
Medelfel	5,96%	6,20%	14,69%
T-stat	2,34	0,00	6,35

T-krit	1,981	2,000	2,038
--------	-------	-------	-------

Tabell 7. ABHAR lång sikt

I tabellen ovan ser vi att den långsiktiga överavkastningen är signifikant säkerställd för det totala urvalet samt under lågkonjunktur. Det går dock inte att statistiskt säkerställa om det förekommer någon överavkastning på lång sikt för uppköp gjorda i högkonjunktur. Nedan följer det detaljerade resultatet för konjunkturfaserna.



Figur 13. ABHAR lång sikt

Tidig högkonjunktur

Resultatet avseende de 37 affärer som genomförts i en tidsperiod som definierats som tidig högkonjunktur, kan inte anses som tillräckligt signifikant då T-värdet understiger det kritiska värdet.

Sen högkonjunktur

Sen högkonjunktur avser 25 affärer vilka heller inte kan inte anses som tillräckligt signifikanta då T-värdet understiger det kritiska värdet.

Tidig lågkonjunktur

I tidig lågkonjunktur observerades 20 affärer med en genomsnittlig överavkastning för det drygt två år långa eventfönstret på 83,07 procent. Resultatet hade ett medelfel om 14,22 procent.

Sen lågkonjunktur

Resultatet avseende de 13 affärer som genomförts i en tidsperiod som definierats som sen lågkonjunktur visade på en genomsnittlig överavkastning på lång sikt på 117,57 procent med ett medelfel om 30,55 procent.

	Tidig högkonjunktur	Sen högkonjunktur	Tidig lågkonjunktur	Sen lågkonjunktur
Antal	37	25	20	13
ABHAR	2,36%	-14,31%	83,07%	117,57%
Medelfel	1,29%	10,49%	14,22%	30,55%
T-stat	1,82	-1,37	5,84	3,85
T-krit	2,029	2,064	2,093	2,179

Tabell 8. ABHAR lång sikt

4.2.3.1 Jämförelse mellan konjunkturfaser på lång sikt

I det långsiktiga perspektivet uppvisar vår studie inga signifikant säkerställda resultat i jämförelse inom hög- respektive lågkonjunktur. Exempelvis så är jämförelsen mellan den tidiga högkonjunkturen och den sena högkonjunkturen inte signifikant. Däremot är samtliga jämförelser emellan hög- och lågkonjunktur signifikant säkerställda oavsett tidpunkt.

Period 1	Period 2	T-stat	T-krit
Högkonjunktur	Lågkonjunktur	-6,835	1,985
Tidig högkonjunktur	Sen högkonjunktur	1,910	2,000
Tidig lågkonjunktur	Sen lågkonjunktur	-1,143	2,040
Sen högkonjunktur	Tidig lågkonjunktur	-5,632	2,017
Tidig högkonjunktur	Sen lågkonjunktur	-6,439	2,011
Tidig högkonjunktur	Tidig lågkonjunktur	-7,669	2,005
Sen högkonjunktur	Sen lågkonjunktur	-6,332	2,027

Tabell 9. Jämförelse konjunkturfaser lång sikt

5. Analys

I det här kapitlet kommer bakgrund, teori, empiri och resultat kopplas samman till en djupgående analysdel. Valda teorier kommer på ett relevant sätt tolkas tillsammans med författarnas resultat och sedan jämföras med tidigare forskning. Författarna ämnar förklara och diskutera varför utfallet blev på detta sätt och varför vissa av resultaten inte är signifikanta. Det ges också en förklaring till varför denna studie till viss del visar annat resultat än vad tidigare studier har visat.

5.1 Kort sikt

Som resultatet visade var den genomsnittliga kumulativa överavkastningen (CAAR) positiv för både hög- och lågkonjunktur. Detta betyder att företagen får en högre avkastning runt tillkännagivelsedagen, jämfört med om de inte hade genomfört uppköpet. På kort sikt genererar alltså uppköp i båda tidsperioderna en överavkastning gentemot den förväntade avkastningen. Det betyder att det enligt studien, sett till genomsnittet, är positivt för investerare att äga företagets aktier vid tillkännagivandet av uppköp. I urvalet överpresterar således uppköp gjorda i lågkonjunkturer med 9,81 procent mot att uppköpet inte ägt rum. Samma siffra för uppköp i högkonjunkturer uppgår till 3,87 procent. Författarna noterar dock att medelfelen för uppköp i lågkonjunkturer är relativt högre än för uppköp gjorda i högkonjunkturer, vilket tyder på en större spridning i resultatet. I och med att resultaten fanns signifikanta betyder det att både hypotes 1 samt hypotes 2 kan förkastas, det finns en statistiskt säkerställd överavkastning på kort sikt.

När konjunkturen sedan delas upp i fyra faser, fanns resultaten för den tidiga högkonjunkturen och den sena lågkonjunkturen insignifikanta. Därmed går det inte heller att tolka resultatet på något meningsfullt sätt. Resultatet för den sena högkonjunkturen och den tidiga lågkonjunkturen tolkas som att förvärvet ger en överavkastning med 4,57 procent respektive 5,96 procent, jämfört med att de inte gjort affären. När alla dessa faser statistiskt ställs mot varandra kan ingen signifikant skillnad säkerställas, varför det inte går att tolka något resultat som bättre än det andra. Hypotes 5 kan således inte förkastas.

I likhet med Bouwman, Fuller och Nain (2009) visar resultatet att det är värdeskapande på kort sikt att göra uppköp i högkonjunktur. Resultatet i den här studien fann dock en betydligt högre positivt avkastning. Att denna studie visar på en högre avkastning kan bero på att många små noterade bolag inkluderades i urvalet. Detta kan vara för att marknaden förväntar sig att det går bättre för små bolag att integrera sina målbolag och att de därför förväntas ha större chanser att lyckas. Detta blir särskilt tydligt i denna uppsats då studien har med ett större antal företag som relativt sett klassificeras som mindre. Små bolag har generellt sett en större tillväxtpotential. När uppköp annonseras tyder det på att företaget lyckas uppfylla denna potential, vilket marknaden tolkar positivt, i enighet med signalteorin.

Resultatet för uppköp gjorda i högkonjunkturer på kort sikt kontradikterar dock Pangarkar och Lie (2004), vilka har fått ett resultat som påvisar värdeförstöring i högkonjunktur trots att de också studerat mindre bolag. En anledning skulle kunna vara valet av marknad, som kan skilja sig åt bland annat i form av likviditet, annat börsklimat och rent geografiskt. Pangarkar och Lie (2004) studerade även gränsöverskridande M&As där osäkerheten är en större faktor än vid inhemska. Denna osäkerhet innefattar bland annat kulturella skillnader som kan utgöra hinder vid integrationen, vilket leder till lägre förväntningar på uppköpet och därmed en sämre reaktion på marknaden. Resultatet i Pangarkar och Lies (2004) studie avseende uppköp i högkonjunktur stämmer inte överens med varken vår eller Bouwman, Fuller och Nains (2009) studie. Det här tyder på att storleken på företagen i urvalet inte alltid har en betydande inverkan på uppköpsprestationen, eftersom resultatet varierar. I denna studie har vi dock inte statistiskt säkerställt detta fenomen eftersom detta inte beaktas som en förklarande variabel.

I Pangarkar och Lies (2004) artikel finner de även att det är statistiskt sett bättre att göra uppköp i lågkonjunktur, vilket stämmer överens med vår studie även om det i den här studien redovisas ett starkare resultat. Under lågkonjunktur förväntar sig marknaden att företag bör göra bättre och mer genomtänkta beslut i och med den ekonomiska nedgången. Dessa förväntningar driver aktiekursen uppåt och leder till att de uppköp som görs under dessa perioder får en bättre avkastning. Bolagens intressenter är som tidigare nämnts mer förstående för strukturella förändringar i lågkonjunkturer eftersom ledningen förväntas anpassa strategin till rådande konjunktur. I den här studien tycks

marknaden enligt signalteorin ha förtroende för ledningen då de tolkar ett uppköp gjort i lågkonjunktur som att företaget verkligen har en bra affär på gång, eftersom de vågar göra uppköpet i det svaga ekonomiska klimatet. Det skulle således kunna tolkas som att uppköpet är en signal från bolaget som marknaden reagerar positivt på, vilket driver upp aktiekursen.

Resultatet av den genomsnittliga över-/underavkastningen (AAR) för respektive dag i det kortsiktiga eventfönstret påvisar att den effektiva marknadshypotesen stämmer. Den genomsnittliga över-/underavkastningen för dagen innan tillkännagivelsesdagen är nästan noll procent, vilket tyder på att ingen insiderinformation har läckt ut innan själva tillkännagivandet. Överavkastningen är högst på själva aviseringsdagen vilket tyder på att all tillgänglig information speglas i aktiekursen. En möjlig förklaring till den positiva överavkastningen dagen efter tillkännagivandet kan dels vara investerare som försöker rida på uppgångsvågen och det positiva momentum som finns i företagets aktiekurs. En annan förklaring kan vara det ökade intresset för bolaget som uppstår i samband med att uppköpet tillkännages. Nyheten angående företagsuppköp kablas ut i samtliga ekonomiska nyhetskanaler då bolaget är noterat. Ett rimligt antagande är således att då fler investerare fattar intresse för bolaget ökar antalet köpare, vilket driver upp aktiekursen.

5.2 Lång sikt

Ur det längre perspektivet fanns resultatet för lågkonjunktur signifikant. Att köpa aktien 10 dagar innan transaktionen äger rum och sedan behålla den 520 börsdagar efteråt hade genererat en överavkastning på 93,33 procent i snitt, jämfört med att transaktionen inte ägt rum. Noterbart är dock det höga medelfelet på 14,69 procent, vilket tyder på en stor spridning i urvalet. Även om medelvärdet var starkt positivt indikerar medelfelet att några enskilda uppköp inte alls presterat lika bra. Resultatet innebär att hypotes 3 kan förkastas, då uppköp gjorda i lågkonjunktur tyder på en överavkastning på lång sikt. Motsvarande siffra för uppköp gjorda under högkonjunkturer är inte signifikant, vilket innebär att hypotes 4 inte går att förkasta och att det således inte finns någon betydelsefull information att utläsa utifrån dessa data.

Anledning till att resultaten för högkonjunktur inte fanns signifikanta är den stora spridningen i resultatet. Som Kusewitt (1985) visar är utfallet av varje uppköp ett resultat av en stor mängd faktorer. Effekterna av dessa är något som varierar väldigt mycket från uppköp till uppköp. Ett högt medelfel och låg signifikans blir då ett naturligt resultat av detta. Det ska också understrykas att Roll (1986) hävdar att det inte går att göra antagandet om rationella individer. Detta kan också ses som en förklaring till det varierande utfallet i undersökningarna. Om individer varit rationella hade de inte haft hybris och storhetsvansinne. De hade istället agerat efter hur de presterar bäst i konjunkturen och hade inte heller övervärderat de eventuella synergieffekter som finns.

När konjunkturfaserna studerades, fann vi resultaten för både tidig och sen högkonjunktur insignifikanta och kunde således inte tolka dessa. Resultatet för tidig och sen lågkonjunktur innebär att ett köp av aktien hade medfört en högre avkastning givet att företaget inte gjort förvärvet. I resultatet noteras även det höga medelfelet som tyder på att de enskilda observationernas resultat är vitt spridda. När sedan dessa delar av konjunkturcykeln jämfördes fann vi att alla uppköp under lågkonjunktur, oavsett tidpunkt, var signifikant skilda från uppköp gjorda under högkonjunkturen, oavsett tidpunkt. Resultatet visar att det är betydligt mer fördelaktigt att göra uppköp under lågkonjunktur, vilket stöds av tidigare forskning. Däremot fanns det inte någon statistiskt säkerställd skillnad inom tidpunkterna för hög- eller lågkonjunkturen. Detta tyder på att det är av mindre vikt när i högkonjunkturen eller lågkonjunkturen uppköpet görs, men att det är betydligt viktigare om det görs under det som klassificeras som en hög- eller lågkonjunktur. Eftersom Roll (1986) menar att företagsledarna oftare lider av hybris och försöker bygga imperium i högkonjunktur, betalar de ofta en för hög premie för målföretaget, vilket är en möjlig förklaring till resultatet. Detta pekar då på att det är bättre förutsättningar för M&As i lågkonjunktur, då dessa faktorer inte infinner sig.

En anledning till att uppköp gjorda i högkonjunkturer visar ett sämre resultat än lågkonjunkturer på lång sikt är att när företagsledarna är för självsäkra tenderar de att övervärdera de synergieffekter man tror kommer uppstå vid uppköpet. Detta stämmer bra ihop med vad tidigare forskare, exempelvis Pangarkar och Lie (2004), sagt i frågan. Även andra forskare påvisade hur företag i högkonjunktur erhåller mindre och sämre kvalitet på de förväntade synergieffekterna vilket är en bidragande faktor till de sämre resultaten för företagsuppköp i högkonjunktur. I och med att hybris som sagt inte är en

lika stor faktor under lågkonjunktur, kan vi anta att synergierna inte blir lika övervärderade då.

Som nämdes i början, finns det en hel del faktorer som ter sig fördelaktiga i högkonjunkturer, något som torde göra det gynnsamt att göra uppköp under dessa perioder. I högkonjunktur har företag generellt sett ett högre kassaflöde och det finns bättre möjlighet till extern finansiering, vilket förklarar varför majoriteten av företag väljer att göra uppköp just då. Trots detta visar studiens resultat att de uppköp som har gjorts vid dessa tidpunkter presterat sämre än de som gjorts under lågkonjunkturer. Det är rimligt att anta att uppköpen i lågkonjunktur har fått en skjuts av konjunkturen när denna sedan vänder och därav presterat bättre genom att perioden har följts av en ekonomisk uppgång. Det kan antas att detta skulle gälla främst för de uppköp som gjorts senare i lågkonjunkturen då denna ligger närmare en ekonomisk vändning. Detta skulle stämma överens med vad vår studie indikerar, trots det insignifikanta resultatet för jämförelsen inom lågkonjunkturen. Motsvarande gäller för de uppköp gjorda i högkonjunktur. Resultaten av dessa kan ha dragits ned av kommande lågkonjunktur och därav inte presterat optimalt. Även här borde det vara de uppköp som ägt rum sent i högkonjunkturen som detta får störst effekt på. Något vår studie också indikerar, även om resultatet fanns insignifikant. Huruvida dessa uppköp hade presterat lika bra om de inte drabbats av konjunkturvändningarna är svårt att uttala sig om baserat på denna studie.

Ovannämnda resonemang kan kopplas till teorierna om BCM. Företagsledarna har lyckats fatta rätt beslut vid rätt tidpunkt och utnyttjat förutsättningarna i lågkonjunktur. Till att börja med är den låga värderingen gynnsam. Synergieffekterna är lättare att uppnå och kvaliteten på dessa högre. Slutligen kan det antas att sannolikheten för att nyckelpersoner stannar kvar i organisationen ökar då uppköp görs i lågkonjunktur. Alternativen för dessa individer på arbetsmarknaden blir sämre och förutsättningarna för ett lyckosamt implementerat uppköp ökar. Frågan är om tajmingen är av ren tillfällighet eller att det faktiskt förekommer någon form av uppköpsstrategi att göra M&As i lågkonjunktur.

6. Slutsats

Av ovanstående analys drar författarna slutsatser som här kommer att presenteras för läsaren. Dessa avser att besvara syftet och frågeställningen som författarna ställde sig i början av denna studie. Svaret diskuteras slutligen utifrån författarnas egna tankar och åsikter om resultatet. Detta mynnar sedan ut i ett avslutande kapitel där förslag till fortsatt forskning kommer presenteras.

6.1 Slutsats och diskussion

Det grundläggande syftet med denna uppsats var att undersöka när i konjunkturcykeln det är bäst att genomföra ett företagsuppköp. Vår slutsats är att M&As som genomförs under lågkonjunkturer presterar bättre än uppköp i högkonjunkturer på lång sikt. På kort sikt visar både hög- och lågkonjunktur på en positiv avkastning. Däremot kan vi inte avgöra när i låg- respektive högkonjunkturen det är bäst att genomföra ett uppköp. Det borde ligga i företagsledningens intresse att applicera en långsiktig uppköpsstrategi med fokus på lågkonjunkturer för att skapa största möjliga värde för företagets ägare. De långsiktiga fördelarna med uppköp i lågkonjunkturer överväger de gynnsamma faktorerna under högkonjunkturer.

Slutsatsen grundar sig endast på konjunkturrens påverkan på prestationen, allt annat lika. Uppköp gjorda i lågkonjunktur presterar bättre men vi kan inte med säkerhet säga att det är lågkonjunkturen som gör att uppköpet presterar bra. Det finns en mängd olika variabler förutom konjunkturen som kan förklara prestationen av ett uppköp. Då 80 procent av alla uppköp som görs klassas som värdeförstörande är vårt resultat kontroversiellt. Efter att ha gjort den här studien finns det dock anledning att tro att den här siffran är betydligt lägre om enbart uppköp gjorda i lågkonjunktur tas i beaktning.

Även om studiens resultat talar sitt tydliga språk, vet vi att verkligheten ser annorlunda ut. Datan visar att det genomförs ungefär dubbelt så många uppköp i högkonjunktur. Vad är då anledningen till att företagen väljer den minst lämpliga tidpunkten för att genomföra företagsförvärv? När ekonomin går på högvarv och befinner sig mitt i brinnande högkonjunktur, tenderar företagsledningar att drabbas av hybris i jakten på ökad omsättning, de vill bygga imperium samt nå högre vinster. Denna jakt riskerar att mynna ut i irrationella beslut och förvärv som genomförs till ett för högt pris i

förhållande till bolagets värde. Under lågkonjunktur ser framtiden generellt sett sämre ut för många företag, vilket gör att det känns riskabelt att göra investeringar under denna period. Det råder ett sämre ekonomiskt klimat, företag har ett svagare kassaflöde och det är svårare att få tillgång till extern finansiering. Detta gör det naturligt att istället köpa upp när framtiden ser ljusare ut.

För att återkomma till vad Donald Trump en gång sade, *“Sometimes your best investments are the ones you don’t make”*, kan vi nu besvara studiens frågeställning. Företag bör hålla huvudet kallt under högkonjunkturer, tänka rationellt, spara sina pengar och följa strategin att köpa upp när värderingen är som lägst istället.

6.2 Fortsatt forskning

Som nämnts i metodkritiken fann författarna under arbetets gång att den uppskattade förväntade avkastningen var väldigt känslig för beräkningsfönstrets karaktär. Det vore intressant att titta på ett längre estimeringsfönster för att få med exempelvis konjunktursfluktuationer. Ett beräkningsfönster som uppgår till en längre tidsperiod, kanske fem till tio år eller sett över en hel konjunkturcykel hade begränsat denna känslighet.

Det hade också varit intressant att studera närmre hur resultatet sett ut om det hade rensats för konjunkturen. Då vår studie tyder på att uppköp bör planeras för att tajma konjunkturen och på så sätt kunna få skjuts av den ekonomiska uppgången, är det också relevant att se hur stor del av resultatet som påverkats av detta. Om prestationen inte fått draghjälp av konjunkturen, hade resultatet då sett annorlunda ut?

Studiens resultat avseende de enskilda konjunkturfaserna kunde inte på lång sikt statistiskt säkerställas, då inte tillräckligt många transaktioner fanns med i urvalet. Det är möjligt att en undersökning med fler fallföretag än denna studie finner ett signifikant samband och skapar mindre känslighet för enskilda extremfall.

En initial tankegång från författarna, som ej genomfördes, var att finna andra mått på prestation som knyter an till mjukare faktorer för att kunna se konjunkturens påverkan. Att se till kundernas, leverantörernas och till de anställdas reaktioner avseende uppköpet

är av intresse för att se hur tajmingen på uppköpet påverkar företagets långsiktiga relationer med sina intressenter. Vidare skulle metoden för en sådan studie bygga på en kvalitativ istället för kvantitativ ansats och således kunna besvara en mer djupgående frågeställning.

Källförteckning

Artiklar

Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The journal of finance*, 57(1), 1-32.

Barber, B. M., & Lyon, J. D. (1997). Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of financial economics*, 43(3), 341-372.

Black, B. S. (1999). First International Merger Wave (and the Fifth and Last US Wave), *The U. Miami L. Rev.*, 54, 799.

Bliss, R. T., & Rosen, R. J. (2001). CEO compensation and bank mergers. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 107-138.

Bouwman, C. H., Fuller, K., & Nain, A. S. (2009). Market valuation and acquisition quality: Empirical evidence. *Review of Financial Studies*, 22(2), 633-679.

Borys, B., & Jemison, D. B. (1989). Hybrid arrangements as strategic alliances: Theoretical issues in organizational combinations. *Academy of management review*, 14(2), 234-249.

Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of financial Economics*, 21(1), 3-40.

Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48-68.

Buono, A. F. (2003). SEAM-less post-merger integration strategies: a cause for concern. *Journal of Organizational Change Management*, 16(1), 90-98.

- Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Copeland Thomas, E., Koller, T., & Murrin, J. (1994). Valuation: measuring and managing the value of companies. *Wiley frontiers in finance*.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic management journal*, 13(1), 67-84.
- Denis, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. (2002). Global diversification, industrial diversification, and firm value. *The Journal of Finance*, 57(5), 1951-1979.
- Dhalla, N. K. (1980). Advertising as an anti recession tool. *Harvard Business Review*, 58(1), 158.
- Eckbo, B. E., & Norli, Ø. (2005). Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns. *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 1-35.
- Eisenhardt, K. M., & Bourgeois, L. J. (1988). Politics of strategic decision making in high-velocity environments: Toward a midrange theory. *Academy of management journal*, 31(4), 737-770.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of financial economics*, 49(3), 283-306.
- Fendt, J. (2003). Pre-and Post-Enron Learnings on Leadership in M&A Environments. In *Leadership in turbulenten Zeiten* (pp. 199-216). Springer Berlin Heidelberg.

Gaughan, P. A. (2010). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. John Wiley & Sons.

Gordon, J. N. (1999). Pathways to corporate convergence? Two steps on the road to shareholder capitalism in Germany: Deutsche Telekom and Daimler Chrysler. *Two Steps on the Road to Shareholder Capitalism in Germany: Deutsche Telekom and Daimler Chrysler (January 31, 2000)*.

Greer, C. R. (1984). Countercyclical hiring as a staffing strategy for managerial and professional personnel: some considerations and issues. *Academy of Management Review*, 9(2), 324-330.

Grinstein, Y., & Hribar, P. (2004). CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses. *Journal of Financial Economics*, 73(1), 119-143.

Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative Science Quarterly*, 103-127.

Jacobsen, D. I., Sandin, G., & Hellström, C. (2002). *Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Studentlitteratur.

Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50.

Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, 76(2).

Jovanovic, B., & Rousseau, P. L. (2001). Mergers and technological change: 1885-1998. *Working paper, Vanderbilt University*.

Konjunktursinstitutet, 2006, *Konjunkturläget Juni 2006*, 65-68.

Kummer, C., & Steger, U. (2008). Why merger and acquisition (M&A) waves reoccur: the vicious circle from pressure to failure. *Strategic Management Review*, 2(1), 44-63.

- Kusewitt, J. B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151-169.
- Lockett, A., Wiklund, J., Davidsson, P., & Girma, S. (2011). Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory. *Journal of Management Studies*, 48(1), 48-74.
- Long, M. S., & Walkling, R. A. (1984). Agency theory, managerial welfare, and takeover bid resistance. *Rand Journal of Economics*, 15(1), 54-68.
- Lubatkin, M. (1987). Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, 8(1), 39-53.
- Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1991). The strategy-shareholder value relationship: Testing temporal stability across market cycles. *Strategic Management Journal*, 12(4), 251-270.
- Lubatkin, M., & O'Neill, H. (1988). Merger strategies, economic cycles, and stockholder value. *Interfaces*, 18(6), 65-71.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 13-39.
- Maksimovic, V., & Phillips, G. (2001). The market for corporate assets: Who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains?. *The Journal of Finance*, 56(6), 2019-2065.
- Marks, M. L., & Mirvis, P. H. (2011). Merge ahead: A research agenda to increase merger and acquisition success. *Journal of business and psychology*, 26(2), 161-168.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.

- Mirc, N. (2007). Mergers and Acquisitions: revisiting the human factor in the light of a knowledge-based view of the firm and complexity theory. *Strategic Human Resource Management*.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions?. *The Journal of Finance*, 45(1), 31-48.
- Morosini, P., & Singh, H. (1994). Post-cross-border acquisitions: Implementing 'national culture-compatible' strategies to improve performance. *European Management Journal*, 12(4), 390-400.
- Nguyen, H. T., Yung, K., & Sun, Q. (2012). Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39(9-10), 1357-1375.
- Pangarkar, N., & Lie, J. R. (2004). The impact of market cycle on the performance of Singapore acquirers. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1209-1216.
- Piesse, J., Lee, C. F., Lin, L., & Kuo, H. C. (2013). Merger and Acquisition: Definitions, Motives, and Market Responses. In *Encyclopedia of Finance* (pp. 411-420). Springer US.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- Seth, A., Song, K. P., & Pettit, R. (2000). Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. *Journal of international business studies*, 31(3), 387-405.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of financial Economics*, 70(3), 295-311.
- Singh, H., & Montgomery, C. A. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
- Thakor, A. V., & Goel, A. M. (2008). Do Envious CEOs Cause Merger Waves?. *Review of Financial Studies*, Forthcoming.

Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic management journal*, 11(4), 283-295.

Böcker

Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2007). *Corporate finance*. Boston: Pearson Addison Wesley.

Körner, S., & Wahlgren, L. (2006). *Statistisk dataanalys* (Vol. 3). Studentlitteratur.

Lundahl, U., & Skärvad, P. H. *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, 1999. Studentlitteratur, Lund.

Sirower, M. L. (1997). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. Simon and Schuster.

Elektroniska källor

Badkar, M. (2014-02-13). The 16 Biggest Corporate Mega-Deals Of All Time, *Business Insider*.

<http://www.businessinsider.com/16-biggest-acquisitions-of-all-time-2014-2?IR=T>
(Hämtad 2015-04-23).

Business Insider (2013). 10 Quotes That Perfectly Illustrate The Art Of The Deal. *Business Insider*. <http://www.businessinsider.com/greatest-ma-quotes-of-all-time-2013-5?op=1&IR=T> (Hämtad 2015-05-19).

De Jong, F. (2007): Event Studies Methodology.
www.tilburguniversity.edu/research/institutes-and-researchgroups/center/staff/dejong/preprints/eventstudies.pdf (Hämtad 2015-04-20).

Holliday, K. (2012-02-08). The 10 largest M&A deals of all time. Investment Week.
<http://www.investmentweek.co.uk/investment-week/news/2144492/the10-largest-deals>
(Hämtad 2015-04-23).

Konjunkturinstitutet, 2015, *Metodbok för Konjunkturbarometern*.

<http://www.konj.se/download/18.673cf6f7148e0ced3ad1bd/Metodbok-konjunkturbarometern.pdf> (Hämtad 2015-04-23).

Konjunkturinstitutet, 2015, *När är det högkonjunktur?*

<http://www.konj.se/342.html> (Hämtad 2015-04-23).

Nasdaq OMX Nordic. (2015). *Vad är aktieindex?*

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3>
(Hämtad 2015-05-28).

Sprängs, T., & Gripenberg, P. (2014-05-09). Svenska jobb försvinner när företagen köps upp. *Dagens Nyheter*.

<http://www.dn.se/ekonomi/svenska-jobb-forsvinner-nar-foretagen-kops-upp/>
(Hämtad 2015-04-23).

Bilaga 1

Datum	Uppköpare	Uppköpt	Konjunktur
00-10-06	BERGMAN & BEVING AB	FB INDUSTRI HOLDING AB	Sen högkonjunktur
01-02-06	JM AB	LINDQVIST RÖR AB	Övergångsfas
01-10-09	PARTNERTECH AB	VELLINGE ELECTRONICS	Tidig lågkonjunktur
02-01-14	NEW WAVE GROUP AB	FRANTEXTIL AB	Tidig lågkonjunktur
02-08-09	ASPIRO AB	PICOFUN AB	Tidig lågkonjunktur
02-09-02	THALAMUS NETWORKS AB	FIBERDATA AB	Tidig lågkonjunktur
02-11-20	ADERA AB	TEKNIK I MEDIA SVERIGE AB	Sen högkonjunktur
03-03-31	STUDSVIK AB	SVAFO AB	Sen högkonjunktur
03-04-14	ASPIRO AB	MELODY INTERACTIVE SOLUTIONS AB	Sen högkonjunktur
03-10-24	OPCON AB	SVENSKA ROTOR MASKINER AB	Sen högkonjunktur
04-03-30	ENIRO AB	GULA TIDNINGEN AB	Sen högkonjunktur
04-03-31	NEW WAVE GROUP AB	JOBMAN WORKWEAR AB	Sen högkonjunktur
04-08-19	HIQ INTERNATIONAL AB	COMPUTER & AUDIO- TECHNICAL SYSTEMS AB	Tidig högkonjunktur
05-02-04	ADDTECH AB	BERGMAN & BEVING MEDITECH AB	Sen högkonjunktur

FÖRVÄRV I BOTTEN SÅ NÅR DU TOPPEN?

05-04-21	CYBERCOM GROUP AB	NETCOM CONSULTANTS AB	Övergångsfas
05-06-15	FORUM SQL AB	PRECIO SYSTEMUTVECKLING AB	Övergångsfas
05-06-21	PROFFICE AB	WORK@ARN	Övergångsfas
05-08-24	PREVAS AB	GLAZE HOLDING AB	Övergångsfas
05-08-26	KNOWIT AB	REALM AB	Övergångsfas
05-09-13	ONETWOCOM AB	GUMPERTS	Övergångsfas
05-10-10	FASTIGHETS BALDER AB	BYGG-FAST FASTIGHETER AB	Övergångsfas
05-10-21	RNB RETAIL AND BRANDS AB	SKANDINAVISKT HERRMODE AB	Övergångsfas
05-11-09	ADDNODE AB	CAD-QUALITY I SVERIGE AB	Tidig högkonjunktur
06-01-03	FEELGOOD SVENSKA AB	VITEA AB	Tidig högkonjunktur
06-01-09	ACANDOFRONTEC AB	E-MOTION TECHNOLOGY AB	Tidig högkonjunktur
06-01-25	CONFIDENCE INTERNATIONAL AB	ENTRY SYSTEMS SWEDEN AB	Tidig högkonjunktur
06-03-31	KLICK DATA AB	GAME OUTLET EUROPE AB	Tidig högkonjunktur
06-05-04	KUNGSLEDEN AB	FLEXIHUS RENT I SVERIGE AB	Tidig högkonjunktur
06-05-04	ADDNODE AB	CENTUS AB	Tidig högkonjunktur
06-05-08	ÅNGPANNEFÖRENINGEN AB	BENIMA AB	Tidig högkonjunktur

FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN

06-05-09	RNB RETAIL AND BRANDS AB	JC AB	Tidig högkonjunktur
06-05-18	ADDNODE AB	PROMINENT IT AB	Tidig högkonjunktur
06-05-30	LAGERCRAANTZ GROUP AB	ELPRESS AB	Tidig högkonjunktur
06-06-12	SAAB AB	ERICSSON MICROWAVE SYSTEMS AB	Tidig högkonjunktur
06-06-20	WIHLBORGS FASTIGHETER AB	IDEON AB	Tidig högkonjunktur
06-06-21	ÅNGPANNEFÖRENINGEN AB	COMBRA AB	Tidig högkonjunktur
06-06-29	FORMPIPE SOFTWARE AB	ALP DATA I LINKÖPING AB	Tidig högkonjunktur
06-08-08	WILH SONESSON AB	MIWANA AKTIEBOLAG	Tidig högkonjunktur
06-08-14	KNOWIT AB	INNOGRATE AB	Tidig högkonjunktur
06-08-25	ÅNGPANNEFÖRENINGEN AB	JÄMTTEKNIK VID STORSJÖN AB	Tidig högkonjunktur
06-10-23	NOLATO AB	MEDICAL RUBBER AB	Tidig högkonjunktur
06-12-08	BRINGWELL AB	GREEN MEDICINE AKTIEBOLAG	Tidig högkonjunktur
06-12-22	CYBERCOM GROUP AB	VARCHAR AB	Tidig högkonjunktur
07-01-16	SKISTAR AB	VEMDALENS SPORTAFFÄRER & SKIDUTHYRNING AB	Tidig högkonjunktur
07-02-14	LUVIT AB	INXL INNOVATION AB	Sen högkonjunktur

FÖRVÄRV I BOTTEN SÅ NÅR DU TOPPEN?

07-03-29	MIDELFART SONESSON AB	VITALAS INTERNATIONAL AB	Sen högkonjunktur
07-05-16	BERGS TIMBER AB	BITUS AB	Sen högkonjunktur
07-06-04	OPCON AB	SVENSK RÖKGASENERGI AB	Sen högkonjunktur
07-06-15	HIQ INTERNATIONAL AB	MOBILEYES AB	Sen högkonjunktur
07-07-03	JM AB	NORGANI JÖNKÖPING HAGSTENSGÄRDET 1:5 AB	Sen högkonjunktur
07-08-16	DIOS FASTIGHETER AB	AURORUM TEKNIKBYN AB	Sen högkonjunktur
07-08-16	MSC KONSULT AB	TOOLKIT SOFTWARE AB	Sen högkonjunktur
07-10-25	MEDA AB	RECIP AB	Sen högkonjunktur
07-10-29	MOBYSON AB	TOTALTELEFONI SVENSKA AB	Sen högkonjunktur
07-11-07	2ENTERTAIN AB	HANSEN CONFERENCE & EVENT AB	Sen högkonjunktur
07-11-30	KNOWIT AB	DATAUNIT SYSTEMKONSULT AB	Sen högkonjunktur
07-12-20	BEIJER ELECTRONICS AB	WESTERMO DATA COMMUNICATIONS AB	Sen högkonjunktur
08-03-06	MOBYSON AB	COMFORIT AB	Sen högkonjunktur
08-05-23	THALAMUS NETWORKS AB	HIFABGRUPPEN AB	Övergångsfas
08-07-02	KNOWIT AB	HELIKOPTER SYSTEMUTVECKLING AB	Övergångsfas

FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN

08-09-23	BRINGWELL AB	BIOKRAFT PHARMA AB	Tidig lågkonjunktur
08-09-26	INTELLECTA AB	EKOTRYCK REDNERS AB	Tidig lågkonjunktur
08-10-13	OEM INTERNATIONAL AB	ELEKTRO ELCO AB	Tidig lågkonjunktur
08-10-16	ADDNODE AB	STRAND INTERCONNECT AB	Tidig lågkonjunktur
08-10-27	ENLIGHT INTERNATIONAL AB	CAPERIO AB	Tidig lågkonjunktur
08-11-10	PEAB AB	PEAB INDUSTRI AB	Tidig lågkonjunktur
08-12-17	CAPERIO HOLDING AB	PLATTFORM IT AB	Tidig lågkonjunktur
09-05-19	MICRONIC LASER SYSTEMS AB	MYDATA AUTOMATION AB	Sen högkonjunktur
09-06-26	FASTIGHETS BALDER AB	DIN BOSTAD SVERIGE AB	Sen högkonjunktur
09-10-12	2ENTERTAIN AB	WALLMANS NÖJEN AB	Sen högkonjunktur
09-11-05	BIOVITRUM AB	SWEDISH ORPHAN INTERNATIONAL AB	Sen högkonjunktur
09-11-11	CTT SYSTEMS AB	CATRON ELEKTRONIK AB	Sen högkonjunktur
09-12-01	ADDTECH AB	SWITCHGEAR AB	Övergångsfas
10-02-17	VALUETREE HOLDINGS AB	CARLO I JÖNKÖPING AB	Övergångsfas
10-03-31	ALLTELE ALLMANNA SVENSKA TELEFONAKTIEBOLAGET	SPINBOX AB	Tidig högkonjunktur

FÖRVÄRV I BOTTEN SÅ NÅR DU TOPPEN?

10-04-26	BIOTAGE AB	MIP TECHNOLOGIES AB	Tidig högkonjunktur
10-05-20	PILUM AB	POLYPROJECT SWEDEN AB	Tidig högkonjunktur
10-05-26	SCRIBONA AB	CATELLA AB	Tidig högkonjunktur
10-06-18	VALUETREE HOLDINGS AB	ANVÄNDBART LITET FÖRETAG SVERIGE AB	Tidig högkonjunktur
10-06-22	LAGERCRAANTZ GROUP AB	SWEDWIRE AB	Tidig högkonjunktur
10-06-28	ADDTECH AB	BEVI INTERNATIONAL AB	Tidig högkonjunktur
10-06-30	NORDNET AB	KONSUMENTKREDIT I SVERIGE AB	Tidig högkonjunktur
10-09-03	REJLERKONCERNEN AB	RÅBE INDUSTRIKONSULT AB	Tidig högkonjunktur
10-09-27	SOFTRONIC AB	MODUL 1 DATA AB	Tidig högkonjunktur
10-10-08	BE GROUP AB	LECOR STÅLTEKNIK AB	Tidig högkonjunktur
10-11-01	DONE MANAGEMENT AND SYSTEMS AB	OTTOBONI GROUP AB	Tidig högkonjunktur
10-11-15	ADDNODE AB	DECERNO AB	Tidig högkonjunktur
10-11-25	ÅF AB	ENERGO AB	Tidig högkonjunktur
10-12-03	FORESTLIGHT STUDIO AB	NOBLE ENTERTAINMENT AB	Sen högkonjunktur
10-12-30	DIGITAL VISION AB	IMAGE SYSTEMS AB	Sen högkonjunktur

FÖRETAGSEKONOMISKA INSTITUTIONEN

11-02-11	DGC ONE AB	BRADATA MCP AB	Sen högkonjunktur
11-02-21	MEDA AB	ANTULA HEALTHCARE AB	Sen högkonjunktur
11-03-09	OEM INTERNATIONAL AB	SVENSKA HELAG AB	Sen högkonjunktur
11-04-11	MEDIVIR AB	BIOPHAUSIA AB	Sen högkonjunktur
11-05-26	FORESTLIGHT STUDIO AB	AB FIDO FILM STOCKHOLM	Sen högkonjunktur
11-06-15	WISE GROUP AB	NETSURVEY BOLINDER AB	Sen högkonjunktur
11-07-27	ALLTELE ALLMANNA SVENSKA TELEFONAKTIEBOLAGET	VENTELO SVERIGE AB	Sen högkonjunktur
11-08-12	EOLUS VIND AB	SVENSKA VINDBOLAGET AB	Övergångsfas
11-09-22	DIÖS FASTIGHETER AB	NORRVIDDEN FASTIGHETER AB	Övergångsfas
11-10-12	MEKONOMEN AB	MECA SCANDINAVIA AB	Övergångsfas
11-11-16	OEM INTERNATIONAL AB	FLEXITRON AB	Tidig lågkonjunktur
11-11-30	WISE GROUP AB	RESURS BEMANNING CNC AB	Tidig lågkonjunktur
11-12-06	KLOVERN AB	DAGON AB	Tidig lågkonjunktur
11-12-22	WISE GROUP AB	TALENTUM HR AB	Tidig lågkonjunktur
12-01-11	IMAGE SYSTEMS AB	REMACONTROL SWEDEN AB	Sen högkonjunktur

FÖRVÄRV I BOTTEN SÅ NÅR DU TOPPEN?

12-02-29	XANO INDUSTRI AB	KUNGSÖRS MEKANISKA VERKSTAD AB	Sen högkonjunktur
12-04-04	PREVAS AB	ZETIQ DEVELOPMENT AB	Normal
12-04-17	ÅF AB	BYGGANALYS AB	Övergångsfas
12-06-20	BILLERUD AB	KORSNÄS AB	Övergångsfas
12-06-29	PILUM AB	ENVIPOWER AB	Övergångsfas
12-09-01	PREVAS AB	AUTSYDE AB	Tidig lågkonjunktur
12-09-12	DELTACO AB (DISTL AB)	ALCADON MRV AB	Tidig lågkonjunktur
12-10-18	ÅF AB	EPSILON HOLDING AB	Tidig lågkonjunktur
12-12-13	XANO INDUSTRI AB	ÅGES INDUSTRIER I UNNARYD AB	Tidig lågkonjunktur
12-12-17	MIDSONA AB	DALBLADS NUTRITION AB	Tidig lågkonjunktur

Bilaga 2

Börjar	Slutar	Konjunkturfas
januari 2000	juni 2000	Tidig högkonjunktur
juli 2000	januari 2001	Sen högkonjunktur
februari 2001	april 2001	Övergångsfas
maj 2001	oktober 2002	Tidig lågkonjunktur
november 2002	mars 2004	Sen lågkonjunktur
april 2004	juni 2004	Övergångsfas
juli 2004	november 2004	Tidig högkonjunktur
december 2004	mars 2005	Sen högkonjunktur
april 2005	oktober 2005	Övergångsfas
november 2005	januari 2007	Tidig högkonjunktur
februari 2007	april 2008	Sen högkonjunktur
maj 2008	juli 2008	Övergångsfas
augusti 2008	mars 2009	Tidig lågkonjunktur
april 2009	november 2009	Sen lågkonjunktur
december 2009	februari 2010	Övergångsfas
mars 2010	november 2010	Tidig högkonjunktur
december 2010	juli 2011	Sen högkonjunktur
augusti 2011	oktober 2011	Övergångsfas
november 2011	december 2011	Tidig lågkonjunktur
januari 2012	februari 2012	Sen lågkonjunktur
mars 2012	juli 2012	Övergångsfas
augusti 2012	december 2012	Tidig lågkonjunktur