

Södertörns högskola
Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi
D-uppsats 15 poäng
Handledare: Jurek Millak och Curt Scheutz
Höstterminen 2007

södertörns
högskola

UNIVERSITY COLLEGE

Gränsöverskridande företagsförvärv

Författare:

Liza Högosta

Jenny Johansson

Sammanfattning

I en pågående globalisering, skapas fler och fler unioner eller liknande handelsavtal, där syftet är att främja den egna regionen och dess marknad. Möjligheterna är enorma för företagen inom dessa regioner, då alla barriärer är borta och landsgränserna utsuddade. Detta skapar även hårdare konkurrens och aktörer från andra delar av världen vill komma in på dessa marknader och ta del av vinsterna. Det snabbaste och enklaste sättet att ta sig in på marknaderna är genom förvärv, då befintliga etablerade företag köps upp. Frågan är huruvida dessa regioners marknader reagerar, då ett företag som kommer utifrån regionen köper upp ett företag inom regionen eller om förvärvet sker inom regionen.

Syftet med denna uppsats är att undersöka om det finns någon mätbar skillnad i den abnormala avkastningen vid gränsöverskridande förvärv, som kan härledas till uppköparens ursprung. Fokus ligger på skillnaden mellan företag från den Europeiska Unionen och företag utanför gemenskapen. Vidare skall denna uppsats undersöka lönsamhetsutvecklingen efter genomfört uppköp.

Den metoden som har valts för att studera problemet är en eventstudie, som anses vara det mest lämpade vid undersökning av den abnormala avkastningen. En intervju har även genomförts, för att få mer djup i undersökningen och en lönsamhetsundersökning, för att utläsa effekterna hos budföretaget efter förvärvet. I lönsamhetsundersökningen har tre nyckeltal undersökts avkastning på eget kapital, P/E-talet och avkastning på totala tillgångar.

Resultatet utav studien visade på att avkastningen hos målföretagen som hade köpare från ett land utanför den Europeiska Unionen var störst. Detta betyder även att de förväntas generera högre lönsamhet enligt den effektiva markandshypotesen. En anledning till att gruppen med icke-EU företag genererade en större överavkastning kan vara att de ”delar med sig” av de förväntade framtida vinsterna i större utsträckning varpå deras budpremie var högre. Vid gränsöverskridande företagsförvärv konkurrerar fler potentiella köpare om företaget vilket driver upp budpremien. Att Sverige inte ingår i eurosamarbetet kan vara en anledning till att färre företag inom unionen konkurrerar om att köpa svenska företag varpå premien och därmed överavkastningen i denna grupp är lägre.

Lönsamhetsundersökningen visade på att gruppen med företag från den Europeiska Unionen upplever en minskning av alla de tre nyckeltalen efter det genomförda förvärvet. Gruppen med företag från utanför unionen å andra sidan upplever en ökning av både avkastning på eget kapital och avkastning på totala tillgångar i perioderna efter förvärvet, vilket visar på att

Gränsöverskridande företagsförvärv
Liza Högosta och Jenny Johansson

förvärvet varit mer lönsamt för dem. Resultatet från lönsamhetsundersökningen stödjer resultatet från evenstudien då gruppen med företag utanför unionen lyckats generera den största lönsamheten varpå den högre premien från dessa företag var berättigad.

Förord

Detta är en magisteruppsats, 15 poäng, skriven vid Södertörns högskola under höstterminen 2007.

Uppsatsen ämnar undersöka gränsöverskridande företagsförvärv. Undersökningen har genomförts genom att titta på aktieägarnas överavkastning vid budtillfället. Tanken är att undersöka om det finns någon skillnad i avkastningen beroende på om budföretaget kommer från den Europeiska Unionen eller utanför. Uppsatsen undersöker även företagets lönsamhet efter förvärvet genomförts.

Vi vill framförallt tacka våra handledare Curt Scheutz och Jurek Millak för deras stöd och ovärderliga synpunkter under arbetets gång. Vi vill även tacka våra opponenter för deras värdefulla råd. Slutligen vill vi även tacka Jonas Frycklund för att han tog sig tid för en intervju som varit av mycket värde för oss i vårt arbete.

Stockholm, januari 2008

Liza Högosta

Jenny Johansson

Förkortningar

AAR – Den genomsnittliga abnormala avkastningen

ACG – Association for Corporate Growth

AFGX – Affärsvärldens Generalindex

AR – Abnormal avkastning

AU – Afrikanska Unionen

CAAR – Den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen

EBIT – Earnings before interest and taxes (intäkter innan räntor och skatt)

EMH – Den effektiva marknadshypotesen

EU – Europeiska Unionen

Mercosur - Mercado Comun del Sur (södra gemensamma marknaden)

NAFTA – North American Free Trade Agreement

P/E – Price-Earnings-ratio (pris till vinst förhållandet)

R - Avkastning

ROE – Avkastning på eget kapital

ROA – Avkastning på totala tillgångar

USA – United States of America

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING	2
FÖRORD.....	4
FÖRKORTNINGAR	5
INNEHÅLLSFÖRTECKNING	6
TABELLFÖRTECKNING	8
DIAGRAMFÖRTECKNING.....	9
FIGURFÖRTECKNING.....	9
1 INLEDNING.....	10
1.1 Bakgrund	10
1.2 Problemdiskussion	11
1.2 Problemformulering	12
1.3 Syfte.....	13
1.4 Avgränsningar	13
2 METOD.....	14
2.1 Val av forskningsansats	14
2.2 Metodtriangulering	14
2.3 Eventstudie	15
2.3.1 Val av event och eventfönster	15
2.3.2 Val av estimeringsfönster.....	16
2.3.3 Val av markandsmodell.....	16
2.3.4 Val av index	17
2.3.5 Tillvägagångssätt.....	18
2.3.6 Problem som kan uppstå vid tillämpning av eventstudier	21
2.3.7 Urval.....	23
2.3.8 Bortfall	23
2.4 Signifikanstest.....	24
2.4.1 Hypotes.....	24
2.4.2 Testvariabel	25
2.5 Intervju	27

3 TEORETISK REFERENSRAM OCH TIDIGARE FORSKNING	28
3.1 Motiv och drivkrafter bakom uppköp och förvärv	28
3.1.1 Synergieffekter	28
3.1.2 Ledningsrelaterade motiv	30
3.1.3 Avslutningsvis	31
3.2 Den förväntade avkastningen vid uppköp och förvärv	31
3.3 Hinder för och svårigheter med gränsöverskridande förvärv	33
3.4 Maximering av aktieägarnas förmögenhet i det inhemska målföretaget vid gränsöverskridande förvärv	34
3.5 Den långsiktiga framgången efter det gränsöverskridande förvärvet	36
3.5.1 Faktorer som påverkar lönsamhetsutvecklingen	37
3.6 Lagstiftning inom EU	39
3.7 Betareduktion vid gränsöverskridande företagsförvärv	41
3.8 Globala förvärvstrender	42
3.9 Den effektiva marknadshypotesen	45
3.10 Nyckeltal	46
3.10.1 P/E-talet	46
3.10.2 ROE	47
3.10.3 ROA	48
4 RESULTAT	49
4.1 Tillvägagångssätt	49
4.2 AAR och CAAR	50
4.3 Lönsamhetsundersökning	51
4.3.1 Icke-EU företag	52
4.3.2 Sammanfattning av resultatet för icke-EU företagsgruppen	54
4.3.3 EU företag	55
4.3.4 Sammanfattning av resultatet för EU företagsgruppen	58
4.3.5 Lönsamhetsundersökning för inhemska uppköp	59
4.4 Signifikanstest och hypotesprövning	59
4.4.1 EU, icke-EU och Sverige	60
4.4.2 EU och icke-EU	60
4.4.3 Sverige och icke-EU	61
4.4.4 Sverige och EU	61
4.4.5 Icke-EU	62
4.4.6 Sverige	62
4.4.7 EU	63
4.5 Intervju	63
4.5.1 Jonas Frycklund, Svenskt Näringsliv	63
5 ANALYS	65

5.1 Slutsatser	68
6 SLUTDISKUSSION	70
6.1 Vidare forskning	72
7 KRITISK GRANSKNING	73
7.1 Validitet och reliabilitet	73
7.1.1 Eventstudie	74
7.1.2 Intervjuteknik	74
7.1.3 Källkritik	75
8 KÄLLFÖRTECKNING	76
8.1 Tryckta källor	76
8.1.1 Verk.....	76
8.1.2 Artiklar	77
8.2 Elektroniska källor	79
BILAGA 1	82
Urval.....	82
BILAGA 2	85
Intervjufrågor.....	85
BILAGA 3	87
Vidare information om företagen	87

Tabellförteckning

TABELL 1 EU, ICKE-EU OCH SVERIGE, SIGNIFIKANSTEST.....	60
TABELL 2 EU OCH ICKE-EU, SIGNIFIKANSTEST	60
TABELL 3 ICKE-EU OCH SVERIGE, SIGNIFIKANSTEST	61
TABELL 4 EU OCH SVERIGE, SIGNIFIKANSTEST	61
TABELL 5 ICKE-EU, SIGNIFIKANSTEST	62
TABELL 6 SVERIGE, SIGNIFIKANSTEST	62
TABELL 7 EU, SIGNIFIKANSTEST.....	63

Diagramförteckning

DIAGRAM 1: AAR FÖR DE TRE GRUPPERNA	50
DIAGRAM 2: CAAR FÖR DE TRE GRUPPERNA	51
DIAGRAM 3 ROE FÖRÄNDRINGEN FÖR ICKE-EU FÖRETAGEN	52
DIAGRAM 4 P/E-TALS FÖRÄNDRING FÖR ICKE-EU FÖRETAGEN	53
DIAGRAM 5 ROA FÖRÄNDRINGEN FÖR ICKE-EU FÖRETAGEN	54
DIAGRAM 6 ROE FÖRÄNDRINGEN FÖR EU FÖRETAGEN	56
DIAGRAM 7 P/E-TALS FÖRÄNDRING FÖR EU FÖRETAGEN	57
DIAGRAM 8 ROA FÖRÄNDRINGEN FÖR EU FÖRETAGEN	58

Figurförteckning

FIGUR 1 ILLUSTRATION AV ESTIMERINGS- OCH EVENTFÖNSTRET	16
--------------------------------------------------------------	----

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Idag är vi en del av den globaliserade världen oavsett vi vill det eller inte, men ofta glömmer vi bort att vi också i högsta grad är delaktiga i en europeiseringsprocess. Sveriges medlemskap i den Europeiska Unionen (EU) har fört med sig en hel del förändringar. Den europeiska gemenskapen ska ju vara just en gemenskap, mening har varit att skapa en fullt fungerande tullunion, en enda marknad för alla medlemsländer.

Idag kan man röra sig fritt över gränser till de andra medlemsländerna och man ska kunna handla med varor och tjänster utan större hinder. Vidare skall även kapitalet kunna rör sig fritt inom unionen. Investeringar i andra medlemsländer skall fungera lika smidigt som inom det egna landet. Det är målet med unionen och en av de starkaste grunder den står på. Om man ska lyckas med Lissabonstrategin¹, att bli den mest dynamiska och konkurrenskraftiga regionen i världen, behöver man fungera och agera som en enhet.

Unionen kan även ses som en klubb där de som inte är med vill bli medlemmar. Länderna utanför unionen kan inte åtnjuta dess fördelar. Man använder sig av en mest gynnad nationsprincip där de inblandade skall främjas mer än de utomstående.² Det leder en till att undra hur gärna man vill ta del av dessa fördelar som utomstående. En gemensam marknad kan leda till protektionism och diskriminering mot icke-medlemsländer. Detta borde öka deras vilja att få in en fot på marknaden, att ta över ett EU-baserat företag.

Det behöver inte sägas att unionen skapar en stor marknad där man har enorma möjligheter att sälja sina produkter och tjänster. Den gemensamma marknaden skapar även hårdare konkurrens, då företagen nu tvingas konkurrera med andra som tidigare inte utgjort samma hot då man verkade på olika marknader. Ett sätt att tackla detta problem är genom gränsöverskridande sammanslagningar/uppköp då man på ett snabbt och effektivt sätt kan ta marknadsandelar.

Det är inte enbart de europeiska länderna som rör sig mot en gemensam marknad, trenden idag är att alltfler tullunioner/handelsavtal dyker upp på världskartan. För att nämna några är det till exempel North American Free Trade Agreement (NAFTA), Afrikanska Unionen (AU),

¹ <http://www.europarl.europa.eu/highlights/sv/1001.html>

² Seth; *WTO och den internationella handelsordningen*; 2004:22

Mercosur (södra gemensamma marknaden) med flera.³ De flesta kontinenter har idag sin egen version och med varierande grad av framgång. Denna trend tyder på att de ingående länderna anser att det är en nödvändighet att gynna varandra för att vara konkurrenskraftig på den globala marknaden. Då regionerna rör sig gentemot varandra visar det även på att man kanske anser att det är just de länderna i samma region man är mest kompatibel med. Om kompatibiliteten är större mellan länderna i sin närhet är det bara naturligt att man vill gynna varandra. Det är sina grannländer man gör den mesta handeln med och därmed bör kanske det leda till en ökad uppköpsaktivitet mellan dessa.

Det finns en oro för hur alla gränsöverskridande sammanslagningar påverkar de enskilda länderna. Det finns även en rädsla för att förlora den nationella kontrollen över företagen då de köps upp över gränserna. Inom nationerna skapas ramaskri när det blir tal om att ett inhemskt företag skall köpas upp av en utländsk konkurrent, då man är rädd för att jobben ska flytta utomlands och att viktiga skatteinkomster försvinner. Politikerna jobbar aktivt med att verka för att de inhemska företagen skall stanna inom landet. Det finns en rädsla för att den gemensamma marknaden har medfört att det blivit lättare för företag att bli uppköpta av utländska konkurrenter. Det finns dock vissa tecken på att inomunionshandeln inte växt lika snabbt som den externa handeln, inte ens införandet av euron har hjälpt.⁴ Detta borde leda till att man inte borde oroa sig för sammanslagningarna inom unionen, kanske borde man istället uppmuntra dem. Vill man lyckas med Lissabonmålet måste man stå enad, Euroföretag är kanske nästa steg. Motsättningar måste mötas av de gemensamma fördelarna som kan skapas. Fokus måste ligga på vad som är bäst för det enskilda företaget och för konsumenterna.

1.2 Problemdiskussion

I en artikel från the Economist, 1999, beskriver författarna att en av de största fördelarna för de amerikanska företagen är att det kan dra nytta av skalfördelarna och möjligheterna att expandera sitt varumärke över världens största enskilda marknad.⁵ Vidare menar man då att för att Europa ska kunna dra nytta av fördelarna med euron måste man följa amerikanernas företagsamhet. Det skulle då betyda att gränsöverskridande sammangående/uppköp skulle behöva bli mer betydelsefulla för europeiska företag och därmed behöver det bli lättare att

³ Nationalencyklopedin; <http://www.sh.se/bibliotek/sok/informationsresurs/nationalencyklopedin>

⁴ Watson; *Union blues*; 2006:11

⁵ *Less mania, more merging*; Economist; 05/29/99, Vol. 351 Issue 8121, p16-18, 2p, 1bw

genomföra dessa. Frågan man då kan ställa sig är hur väl detta skulle tas emot av marknaden. Anser man att det för företagen är mer fördelaktigt att expandera på den gemensamma unionsmarknaden eller är det bättre att leta sig utanför dess gränser? Genom att titta på aktieägarnas avkastning vid budtillfället kan man skapa sig en bild av den förväntade avkastningen som förvärvet förväntas generera.⁶ Förvärv genomförs av många anledningar men i slutändan handlar det om hur mycket man kan tjäna på det, det gäller både det förvärvande företaget och det förvärvade företaget. Hur maximerar man aktieägarnas vinst, är det genom gränsöverskridande förvärv inom unionen eller utanför?

Det finns uppenbarligen fördelar hos båda strategierna. Till exempel är kanske riskspridningen större om man letar sig utanför unionsmarknaden. Det kan även finnas viss gemenskapslagstiftning, konkurrenslagstiftningen, som sätter käppar i hjulet för uppköp av företag från den Europeiska Unionen. Företag som redan verkar inom samma marknad har svårare att gå samman då man är rädd att konkurrensen ska bli snedvriden. Om man heller inte kan åtnjuta större skalfördelar inom unionen är det ännu en anledning till att söka sig utanför dess gränser. En av de största barriärerna kan dock vara det faktum att länderna inom unionen har kulturella och språkliga skillnader som kan stå i vägen för en fungerande sammanslagning.⁷ Dessutom behöver man införa liknande standards i hela unionen för att man utan problem skall kunna sälja sina varor över gränserna, istället för att behöva diversifiera dem. Man måste dock inse att samma problem uppstår om man letar sig utanför gränserna för unionen. Fördelen med att genomföra gränsöverskridande uppköp inom unionen kan vara det faktum att det är enklare om den inomeuropeiska marknaden fungerar som den ska, detta skulle troligtvis dessutom göras enklare om införandet av euron skedde i hela unionen.

1.2 Problemformulering

- Kan man urskilja någon skillnad i den abnormala avkastningen då ett företag från den Europeiska Unionen respektive utanför unionen lägger ett bud på ett svenskt företag?
 - *Vad ger den bästa avkastningen för aktieägarna i det svenska målföretaget?*
- Hur ser lönsamhetsutvecklingen ut efter uppköpet?

⁶ Campa & Hernando; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border takeover Bids*; 2004:49

⁷ *Less mania, more merging*; Economist; 05/29/99, Vol. 351 Issue 8121, p16-18, 2p, 1bw

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka om det finns någon mätbar skillnad i den abnormala avkastningen vid gränsöverskridande förvärv, som kan härledas till uppköparens ursprung. Fokus ligger på skillnaden mellan företag från den Europeiska Unionen och företag utanför gemenskapen. Vidare skall denna uppsats undersöka lönsamhetsutvecklingen efter genomfört uppköp.

1.4 Avgränsningar

Författarna kommer att avgränsa sig till att titta på uppköp gjorda mellan 1999 och 2003, där målföretaget är svenskt och som innan avnoteringen varit registrerat på stockholmsbörsen.

2 Metod

2.1 Val av forskningsansats

De metoder som har valts för att angripa frågeställningen är både en kvantitativ och en kvalitativ forskningsansats. Den kvantitativa ansatsen innebär att författarna ämnar fokusera på en studie som främst bygger på insamling av siffror som sedan kommer att behandlas i en eventstudie.⁸ En hypotes kommer att ställs upp och sedan testas mot de insamlade uppgifterna. Målet med en kvantitativ ansats är att finna ett generaliserbart resultat utav det urval som gjorts och som sedan ska representera den stora massan. Det går endast att undersöka fenomen som är mätbara med denna form av ansats. Det fördelaktiga med att använda sig utav en kvantitativ ansats är att den lämpar sig för statistisk prövning och därav ger analysen en större tyngd.

Den kvalitativa ansatsen syftar till att rapportera och omvandla det som observerats och registrerats med skrivna ord.⁹ Fokus ligger på tolkningen och här spelar forskarens tankar och åsikter stor roll. Den kvalitativa ansatsen i denna uppsats kommer framförallt att bygga på tidigare forskning och ett antal teorier, som ska studeras för att kunna dra paralleller och slutsatser till den egna forskningen.

2.2 Metodtriangulering

För att skapa en så tillförlitligt och hållbart resultat som möjligt har författarna valt att använda sig utav flera metoder, även kallat metodtriangulering. Dessa är skriftliga källor, intervju och en eventstudie. Att se saker ur olika perspektiv kommer att öka validiteten och därmed kvalitén.¹⁰ Nedan kommer eventstudie, signifikanstest och intervju beskrivas närmare.

⁸ Denscombe; *Forskningshandboken*; 2006:208

⁹ Ibid.; 2006:204

¹⁰ Ibid.; 2006:102

2.3 Eventstudie

Eventstudier ämnar undersöka abnormala avkastningar, även kallat onormala överavkastningar, som har uppkommit i samband med att ett event på börsnoterade aktier sker.¹¹ Det eventet som denna uppsats angriper är annonseringen av att ett bud lagts på ett företag. Eventstudien har som syfte att ta reda på markandens reaktion vid uppköp av svenska börsnoterade företag. Studien kommer att fokusera på att undersöka skillnaden mellan markandens reaktioner, då uppköparen är ett företag från den Europeiska Unionen eller från ett icke-EU företag.

Anledningen till att författarna valt att besvara sin frågeställning med hjälp av en eventstudie är att aktiekursernas fluktuationer kan bäst observeras med hjälp av denna metod. Syftet med en eventstudie är att fastställa om den finansiella marknaden reagerar positivt eller negativt på att ny information annonseras. En eventstudie mäter effekterna av en speciell händelse och värdet av denna händelse.¹²

2.3.1 Val av event och eventfönster

Det första steget i en eventstudie är att identifiera själva eventet (händelsen) och de företag som ska ingå i undersökningen, sedan bestämma den period som aktien ska studeras under, för att kunna avläsa om eventuella abnormala avkastningar skett; det så kallade eventfönstret.¹³

Eventet är den dagen då ett bud på målföretaget offentliggörs. Eventperioden förespråkas att vara några dagar längre än själva eventdagen, detta för att inkludera eventuella prisseffekter på aktiekursen som kan ha påverkats av information som kan ha kommit ut innan budet offentliggjorts.¹⁴ Ett eventfönster på totalt 11 dagar valts, fem dagar innan eventet och fem dagar efter eventet, där eventet representerar dag noll.

¹¹ Williams; *A beginner's guide to event studies*; 2004:62

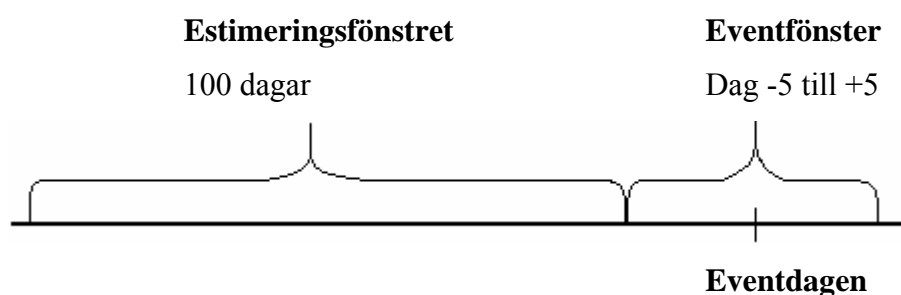
¹² MacKinley; *Event Studies in economics and finance*; 1997:13

¹³ Ibid.; 1997:14

¹⁴ Ibid.; 1997:15

2.3.2 Val av estimeringsfönster

För att kunna ta fram en normal avkastning på aktierna, måste ett estimeringsfönster identifieras.¹⁵ Det normalaste är att använda sig av en period innan eventet skett, detta har även författarna anammat. Eventfönstret är inte inkluderat i estimeringsfönstret, då resultatet kan bli missvisande på grund av fluktuationerna kring eventet. Ett spann på 100 dagar innan eventet har valts, då detta anses vara tillräckligt stort.



Figur 1 Illustration av estimerings- och eventfönstret.

2.3.3 Val av markandsmodell

Den normala avkastningen tas fram genom att använda sig av de data som framtagits från estimeringsfönstret. Beräkningen av den normala avkastningen görs med hjälp av antingen, markandsmodellen, den justerade markandsmodellen eller den genomsnittsjusterande markandsmodellen.¹⁶

Den justerade markandsmodellen justerar alfa till noll och beta till ett.¹⁷ Då dessa värden antas behövs det heller inte någon estimeringsperiod för att fastställa parametrarna, alltså denna modell är en förenklad version av markandsmodellen. Författarna vill inte göra några generaliseringar av alfa- och beta-värdena och därav kommer denna metod inte att användas.

Den genomsnittsjusterande markandsmodellen antar istället en genomsnittlig daglig avkastning för varje företags aktie över hela estimeringsperioden.¹⁸ Detta betyder då att avkastningen antas vara lika hela estimeringsperioden.

Markandsmodellen är en modell som jämför avkastningen på aktien med avkastningen på en markandsportfölj, i detta fall Affärsvärldens generalindex (AFGX).¹⁹ Beta mäter andelen

¹⁵ MacKinley; *Event Studies in economics and finance*; 1997:15

¹⁶ Williams; *A beginner's guide to event studies*; 2004:64

¹⁷ MacKinley; *Event Studies in economics and finance*; 1997:18

¹⁸ Williams; *A beginner's guide to event studies*; 2004:64

¹⁹ Ibid.; 2004:65

risk som aktien är förknippad med. Ett mått på 1,00 anses vara medelmåttigt, medan ett beta på över 1,00 anses medföra hög risk och ett beta under 1,00 låg risk. En aktie med ett högt beta, alltså hög risk, förväntas att generera en större avkastning än en aktie med lågt beta.²⁰

Markandsmodellens regressionslinje ser enligt McWilliams och Siegel följande:²¹

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

där:

$R_{i,t}$ = den faktiska avkastningen på aktie i vid tid t

α_i = den konstanta specifika avkastningen på aktie i

β_i = den systematiska risken för aktie i

$R_{m,t}$ = avkastningen på marknadsportföljen m tidpunkt t

2.3.4 Val av index

Affärsvärldens generalindex har används för att jämföra om det eventuellt skett en abnormal avkastning på aktierna under eventfönstret. Detta index är brett och mäter den genomsnittliga kursutvecklingen på stockholmsbörsen, därför ses detta index som en lämplig måttstock för kursutvecklingen hos de aktier som kommer att studeras.²²

²⁰ Williams; *A beginner's guide to event studies*; 2004:65

²¹ McWilliams & Siegel; *Event studies in management research: theoretical and empirical issues*; 1997:628

²² <http://bors.affarsvarlden.se/aboutafgx.aspx>

2.3.5 Tillvägagångssätt

Nästa steg i processen är att räkna ut den abnormala avkastning för eventfönstret, vilket görs enligt följande formel:²³

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$$

där:

$AR_{i,t}$ = den abnormala avkastningen för aktie i vid tidpunkt t

$R_{i,t}$ = den faktiska avkastningen på aktie i vid tid t

α_i = den konstanta specifika avkastningen för aktie i

β_i = den systematiska risken för aktie i

$R_{m,t}$ = avkastningen på marknadsportföljen m vid tid t

För att ta reda på om avkastningen i eventperioden är abnormal eller inte, måste den normala avkastningen räknas ut och jämföras med markandsindex. Beräkning av den dagliga avkastningen $R_{i,t}$ har gjorts enligt följande formel:

$$R_{i,t} = \frac{(P_{i,t} - P_{i,t-1})}{P_{i,t-1}}$$

där:

$R_{i,t}$ = den dagliga avkastningen aktie i dag t

$P_{i,t}$ = pris på aktie i vid tidpunkt t

$P_{i,t-1}$ = pris på aktie i vid tidpunkt $t-1$

²³ McWilliams & Siegel; *Event studies in management research: theoretical and empirical issues*; 1997:628

För att sedan räkna ut medelavkastningen för hela estimeringsperioden för alla aktier, summeras alla dagliga avkastningar och delas med antalet dagar, enligt följande formel:²⁴

$$\mu_i = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{it}$$

där:

μ_i = medelvärdet på avkastningen aktie i

L_1 = längden på estimeringsfönstret (100 dagar)

$R_{i,t}$ = den dagliga avkastningen aktie i dag t

Även ett medelvärde för avkastningen på markandsindexet kalkyleras enligt följande formel:²⁵

$$\mu_m = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} R_{mt}$$

där:

μ_m = medelvärdet på marknadsportföljen m

L_1 = längden på estimeringsfönstret (100 dagar)

$R_{m,t}$ = avkastningen på marknadsportföljen m vid tid t

²⁴ MacKinley; *Event Studies in economics and finance*; 1997:20

²⁵ Ibid.; 1997:20

Vidare kan då beta kalkyleras med hjälp av de ovan uträknade talen enligt följande:²⁶

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \mu_i)(R_{mt} - \mu_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{mt} - \mu_m)^2}$$

där:

β_i = beta aktie i

R_{it} = den dagliga avkastningen aktie i dag t

$R_{m,t}$ = avkastningen på marknadsportföljen m vid tid t

μ_i = medelvärdet på avkastningen aktie i

μ_m = medelvärdet på marknadsportföljen m

Till sist kan då alfa räknas ut:²⁷

$$\alpha_i = \mu_i - \beta_i \mu_m$$

där:

α_i = alfa aktie i

μ_i = medelvärdet avkastningen på aktie i

β_i = beta aktie i

μ_m = medelvärdet på avkastningen marknadsportföljen m

²⁶ MacKinley; *Event Studies in economics and finance*; 1997:20

²⁷ *Ibid.*; 1997:20

För att beräkna den så kallade AAR, den genomsnittliga abnormala avkastningen för alla aktier per dag i eventfönstret, används denna formel:²⁸

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_i^N AR_{i,t}$$

där:

AAR_t = den genomsnittliga abnormala avkastningen vid tidpunkten t

$AR_{i,t}$ = den abnormala avkastningen för aktie i vid tidpunkt t

n = antalet observationer

Den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen, CAAR, beräknas för att få en helhet av den abnormala avkastningen för varje dag genom hela eventfönstret och för samtliga aktier.²⁹ Detta för att få fram den genomsnittliga effekten av hela eventet hos alla aktier.³⁰ För att räkna ut CAAR för varje dag i eventfönstret summerar man AAR. CAAR för dag -5 är detsamma som AAR för dag -5, fast CAAR för dag -4 är AAR för dag -5 adderat med AAR för dag -4, etc. Då kurvan för hela eventfönstrets CAAR är beräknad, kan man enkelt utläsa hur marknaden har reagerat vid annonsering av till exempel ett uppköp.

2.3.6 Problem som kan uppstå vid tillämpning av eventstudier

Brown and Warner har undersökt hur dagliga aktieavkastningar kan påverka en eventstudie. De fann bevis för att ju större urvalet i en eventstudie för abnormala avkastningar var desto mer normal blir avkastningen.³¹ Detta betyder då att för att på ett korrekt sätt kunna avläsa om det under en period har förekommit en abnormal avkastning på en aktie till följd av en händelse, är det viktigt att välja en lämplig storlek på populationen. Populationen får varken vara för liten, då man inte får någon statistisk signifikans, eller för stort då det finns en risk att den abnormala genomsnittliga avkastningen närmar sig noll. Det förutsätts att populationen är normalfördelad.

²⁸ MacKinley; *Event Studies in economics and finance*; 1997:24

²⁹ Ibid.; 1997:21

³⁰ Ibid.; 1997:29

³¹ Brown & Warner; *Using daily stock returns – The case of event studies*; 1984:25

Det kan förekomma problem vid identifieringen av själva eventet, då det under en period kan förekomma fler än ett event som var och ett i sin tur kan påverka den abnormala avkastningen.

För att kunna säkerställa att resultatet av en eventstudie är korrekt finns det vissa antaganden att ta hänsyn till.³² Förutsättningarna är att markanden är effektiv, att händelsen var oförutsedd och att inga andra händelser skett under eventet, så att man kan härleda fluktuationerna till själva budhändelsen.

Några andra mycket viktiga faktorer som måste tas hänsyn till under studien är som nämnt tidigare, urvalets storlek, eventfönstrets längd, andra händelser under eventet, förklaringen till den abnormala avkastningen och statistiska test för att kunna identifiera avvikelser.³³

Den effektiva markandshypotesen förutsätter att all information är tillgänglig för alla på markanden och att all ny information som tillkommer kommer att påverka aktiekursens utveckling.³⁴ Ett event är ett tillfälle som ny information tillkommer och då ska enligt den effektiva markandshypotesen även priset på aktien ändras och spegla denna nya information. Se vidare om den effektiva marknadshypotesen under avsnitt 3.9.

Att händelsen var oförutsedd är den andra förutsättningen för att eventstudiemetodologin ska fungera, detta innebär att informationen om ett bud kommer från ett uttalande och på så vis tillförs ny information vid ett tillfälle som alla kan ta del av.³⁵ Det som är motstridigt i detta fallet är att många gånger läcker informationen ut i förväg och då kan aktien reagera innan budet har blivit offentligt och därav kan inte en eventstudie utläsa de korrekta effekterna av budannonseringen.

Den tredje förutsättningen talar om att vid en eventstudie kan det röra sig om flera händelser än bara budannonseringen.³⁶ Det kan bli svårt att skilja vilka effekter som speglar vilka händelser om fler nyheter nått marknaden under eventfönstret. Dessa händelser behöver inte vara bud, utan det kan handla om aktieutdelningar, nya produkter på markanden, ny VD etc.

Att det förekommer extremvärden är vanligt och många forskare väljer att plocka bort dessa företagen från undersökningen.³⁷ Detta har inte författarna valt att göra då de har ansett att de företagen ändå speglar en verklig effekt av en budhändelse och kan därav inte uteslutas. Detta

³² McWilliams & Siegel; *Event studies in management research: theoretical and empirical issues*; 1997:629

³³ Ibid.; 1997:629

³⁴ Ibid.; 1997:630

³⁵ Ibid.; 1997:634

³⁶ Ibid.; 1997:634

³⁷ Ibid.; 1997:635

påpekar även McWilliams och Siegel i sin rapport *Event studies in management studies: theoretical and empirical issues*, att de heller inte bör göras.

2.3.7 Urval

Till undersökningarna av den abnormala avkastningen för EU-företag och icke-EU företag har en helhetspopulation undersökts. Populationen har hämtats ur böckerna *Ägarna och Makten*. I dessa böcker finns information om vilka företag som har blivit uppköpta och av vilka. *Ägarna och Makten* är en periodika som år för år visar ägarförhållanden i de svenska börsföretagen, man kan även finna information om de företagsförändringar som gjorts på Stockholmsbörsen under det gångna året. Bland dessa förändringar inkluderas företag som utgått och nationaliteten på uppköparen. Dessa företag har sedan kategoriserats efter om uppköparen kommer ifrån den Europeiska Unionen eller utanför, de benämns EU företag respektive icke-EU företag.

En testgrupp med inhemska förvärv har även tillförts i undersökningen för att ha en riktlinje att gå efter i analysen. För gruppen med svenska företag som både bud- och målföretag har ett stickprov används, eftersom det inom denna kategori fanns betydligt fler objekt. Urvalet har skett genom ett så kallat enkelt slumpmässigt urval, vilket innebär att alla i populationen har samma sannolikhet att komma med.³⁸ Detta är en form av ett sannolikhetsurval. 21 svenska företag valdes ut i urvalet.

Informationen om buddatumet har sedan vidare sökts på OMX hemsida, som i listförändringarna visar vilken dag budet lagts. Information som sedan dubbelkontrollerats mot Affärsdatas databas för att säkerhetsställa att informationen är korrekt. Vissa buddatum har även hämtats direkt från Affärsdatas hemsida då information inte gick att finna på OMX hemsida. Se bilaga 1 för tabeller över företagen i urvalet.

2.3.8 Bortfall

Ett visst bortfall förekom i undersökningen då man ej kunnat säkerhetsställa buddatum eller finna kurshistorik för de företagen, det gäller ett EU företag och tre företag från kategorin icke-EU företag. Bortfall leder ofta till systematiska fel som resulterar i skevhet eller bias

³⁸ Denscombe; *Forskningshandboken*; 2006:19

(över- och underskattningar).³⁹ Bearbetningsfel och mätfel kan även de vara systematiska fel, då de uppkommer genom databehandlingen. Författarna har valt att mata in all data i MS Excel och utföra alla uträkningar där för att minska bearbetningsfelen. Till lönsamhetsundersökningen tillkom ytterligare bortfall då det inte gick att samla in data från alla företag i populationen.

2.4 Signifikanstest

Signifikanstest används för att säkerställa om samband är sanna, signifikansen innebär hur stor risken är att en hypotes förkastas.⁴⁰ Risken är kallad för testets signifikansnivå, vanliga värden som används är 5 procent och 1 procent. Denna signifikansnivå tar reda på om den statistiska hypotesen som författarna nedan kommer att ställa upp, förkastas eller inte. En statistisk hypotesprövning visar hur stor sannolikheten är att resultatet i undersökningen är sant och att detta resultat kan appliceras på hela populationen trots att undersökningen skett på ett urval (detta gäller endast Sverige-Sverige undersökningen).

En hypotes är ett antagande och denna hypotes testas i en hypotesprövning för att se om resultatet från urvalet stämmer överens med hela populationen.⁴¹ För att utföra prövningen formas två hypoteser, nollhypotesen H_0 och mothypotesen H_1 . Hypotesprövningen leder fram till om nollhypotesen förkastas eller inte. Om nollhypotesen inte förkastas betyder det att man accepterar den, alltså att den är sann.

2.4.1 Hypotes

Det som författarna vill ta reda på i denna undersökning är om det förekommer en abnormal avkastning vid tillfällen då ett bud på ett företag annonseras. Ett eventfönster har identifierats och utifrån dessa dagar bygger eventstudien på, för att studera prisutvecklingen på aktierna. Hypotesen kommer att grundas på hela eventfönstret, det vill säga alla 11 dagarna kommer att beaktas vid studien av den abnormala avkastningen.

³⁹ Körner & Wahlgren; *Statistiska metoder*; 2005:23

⁴⁰ Ibid.;2005:122

⁴¹ Ibid.; 2005:122

Följande hypotes kommer att beaktas:

$$\mathbf{H}_0: AAR = 0$$

$$\mathbf{H}_1: AAR \neq 0$$

Denna hypotes kommer att testas på hela populationen och populationen kommer även att brytas ner i olika delar, där de olika delarna kommer att testas var och en för sig och tillsammans enligt nedan i syfte att utläsa eventuella samband:

- EU
- Icke-EU
- Sverige
- Sverige – EU
- Sverige – Icke-EU
- EU – Icke-EU
- Icke-EU – EU och Sverige

2.4.2 Testvariabel

Den testvariabeln som används vid hypotesprövningen är beroende av olika antaganden. Hypotesens uppställning är en av faktorerna som styr valet av testvariabel, beroende av om hypotesen är ensidig eller tvåsidig.⁴² Om den variabeln som undersöks är ungefär normalfördelad kan testfunktionen t-test användas. Denna funktion kan användas oberoende av stickprovets storlek, men den är att föredra vid små stickprov, det vill säga mindre än 30.⁴³

⁴² Körner & Wahlgren; *Statistiska metoder*; 2005:132

⁴³ *Ibid.*; 2005:137

Testvariabeln för hypotesprövningen är följande:⁴⁴

$$t\text{-värde} = \frac{AAR_t}{\bar{\sigma}}$$

där:

AAR_t = den genomsnittliga abnormala avkastningen vid tidpunkten t

$\bar{\sigma}$ = den aggregerade standardavvikelsen för alla aktier

Den aggregerade standardavvikelsen beräknas enligt följande formel:⁴⁵

$$\bar{\sigma} = \sqrt{\frac{\sum \sigma}{N}}$$

där:

σ = standardavvikelsen för varje enskild aktie

N = antalet aktier

Standardavvikelsen beräknas enligt följande:⁴⁶

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum AR_{i,t} - AAR_t}{n-1}}$$

där:

$AR_{i,t}$ = den abnormala avkastningen för aktie i vid tidpunkt t

AAR_t = den genomsnittliga abnormala avkastningen vid tidpunkten t

n = stickprovets storlek

⁴⁴ Kritzman; *What practitioners need to know about event studies*; 1994:17

⁴⁵ Ibid.; 1994:17

⁴⁶ Ibid.; 1994:17

2.5 Intervju

I syfte att skapa ett djup i studien har författarna valt att utföra en intervju med en respondent som är insatt på området och därav kan kommentera resultatet utav eventstudien. Den typ av intervju författarna har använt sig utav är en semistrukturerad intervju, vilket betyder att ett färdigställt frågeformulär har utformats och sedan har frågorna/ämnena behandlats relativt fritt.⁴⁷ Intervjun har skett personligen för att kunna få den bästa möjliga effekten och undvika eventuella missförstånd. Detta är även den mest vanligaste vid semistrukturerade intervjuformulär.

Valet av intervjuobjekt gick till på så vis att ett antal e-mail skickades ut till några slumpmässigt utvalda tänkbara objekt, vilka var ekonomer, journalister och institutioner med relevant kunskap inom området. Responsen var inte så stor och den enda som vi fick svar från var Jonas Frycklund på Svenskt Näringsliv.

Innan intervjun skickade vi respondenten en kort förklaring om vilket ämne som intervjun skulle beröra så att han kunde förbereda sig. Väl på plats skedde upptagningen av intervjun genom anteckningar på plats av båda intervjuarna i syfte att inte missa något viktigt.

⁴⁷ Denscombe; *Forskningshandboken*; 2006:135

3 Teoretisk referensram och tidigare forskning

Teorin och den tidigare forskningen går in i varandra mycket och på grund av den gedigna forskningen som gjorts på detta område kommer den teoretiska referensramen och den tidigare forskningen presenteras gemensamt i avsnittet nedan. Den teori författarna undersökt är grundad på den forskning som finns att tillgå genom till exempel forskningsartiklar och välanvänd ekonomisklitteratur.

3.1 Motiv och drivkrafter bakom uppköp och förvärv

Anledningarna till genomförandet av förvärv vare sig de är gränsöverskridande eller inhemska är av varierande art. Det finns en rad drivkrafter som nämns i litteraturen, i avsnittet nedan nämns en del av de vanligaste motiven bakom uppköp och förvärv.

3.1.1 Synergieffekter

Det mest grundläggande motivet bakom ett förvärv är att skapa en möjlighet för en värdeökning för företaget. Troligtvis finns det en önskan om att fånga upp synergieffekter som enbart kan skapas då två företag går samman, något som gynnar aktieägarna i det förvärvande företaget.⁴⁸ Synergieffekter uppstår då värdet på det nya företaget är större än delarna. Värdeökningen kan härledas ur diverse delar. Även vikten av värdeinvesteringar och ledningens önskade roll nämns i litteraturen.

Om ett företag gör en värdeinvestering i ett företag, gör man det då man har en förhoppning om att dessa ska skapa en större positiv avkastning.⁴⁹ En värdeinvestering är när ett företag köper ett annat företag som är tillsynes billigt, det vill säga med ett låg bok-till-marknadsvärde.

Förvärv av utländska företag kan göras för att exploatera immateriella företagsspecifika tillgångar och bristfälliga marknader.⁵⁰ Dessa tillgångar inkluderar bättre marknadsföringsmöjligheter, produktdifferentiering, skickligare ledning, skalfördelar och möjligheten att ta sig innanför en tullbarriär. Tullbarriärer som håller andra konkurrenter

⁴⁸ Campa & Hernando; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border takeover Bids*; 2004:58

⁴⁹ Ibid.; 2004:61

⁵⁰ Markides & Ittner; *Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from the U.S. International Acquisitions*; 1994:343

utanför och därmed minskar konkurrensen för dem innanför. Att ta sig innanför en tullbarriär kan vara av särskild vikt för till exempel de företag som befinner sig utanför den Europeiska Unionen.

Skalfördelar skapas då två företag går samman och slår ihop sina produktionsenheter, därmed blir produktionen effektivare och kostnaderna sänks.⁵¹ Genom att kombinera produktionsfaciliteter undviker man dubbelproduktion och kan sänka sina fasta kostnader, även en gemensam ledning och administration sänker kostnader för företaget. Åtgärderna leder dock till en del omstruktureringar och vilket kan leda till uppsägningar när två företag ska bli ett. Skalfördelarna är ofta en av de vanligaste anledningarna till horisontella förvärv⁵² Horisontella förvärv är när ett företag köper upp en konkurrent som är verksam inom samma industri.⁵³ En av de vanligaste anledningarna för vertikala förvärv är att kunna koordinera produktionen på ett effektivare sätt och för överföring av åtråvärd teknologi.⁵⁴ Vertikala förvärv innefattar två företag i olika delar av produktionsledet.⁵⁵

Genom företagsförvärv kan man även med hjälp av omstruktureringen förbättra och byta ut ledningen i det förvärvade företaget, på det sättet kan företaget fungera mer effektivt.⁵⁶ Om ett företag har en undermålig ledning är det större risk att det kommer bli mål för ett uppköp, då företaget troligtvis har underpresterat i den verksamma industrin. En icke-fungerande ledning fattar ofta dåliga beslut som skadar aktieägarnas intressen, det kan handla om till exempel dåliga investeringsbeslut. Även beslut som enbart gynnar aktieägarna kan vara en anledning till att företaget underpresterar.

Genom att kombinera resurser som det ena företaget är relativt bättre på kan man öka värdet i det gemensamma företaget.⁵⁷ Om ett företag är relativt bättre på till exempel forskning och utveckling kan det genom en sammanslagning med ett företag med till exempel bättre distributionsresurser skapa större möjligheter gemensamt. Genom att kombinera två företag som relativt sett har en liten del av markanden kan ett sammangående leda till att man tar marknadsandelar och tillsammans bli en dominerande makt på markanden.

⁵¹ Palepu, Healy & Bernard; *Business Analysis & Valuation – Using financial statements*; 2004:11-1

⁵² Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:825

⁵³ Brealey & Stewart; *Principles of corporate finance*; 2003:930

⁵⁴ Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:826

⁵⁵ Ibid.; 2002:826

⁵⁶ Palepu, Healy & Bernard; *Business Analysis & Valuation – Using financial statements*; 2004:11-2

⁵⁷ Ibid.; 2004:11-2

En populär anledning till förvärv är diversifiering och nämns ofta som en av de fördelar som skapas vid uppköp.⁵⁸ Diversifiering är av speciell vikt vid gränsöverskridande förvärv, då man hoppas kunna sprida risken genom att leta sig över gränserna, men diversifiering i sig själv kan inte öka värdet för ett företag. Systematisk risk påverkar alla aktörer på en marknad och kan inte diversifieras bort då den gäller för alla, dock kan man diversifiera osystematisk risk genom uppköp och förvärv.⁵⁹ Det finns ingen anledning för ett företag att försöka sprida risken själva då en investerare likväl kan göra detta själv genom att köpa ett större urval av företag till sin aktieportfölj.⁶⁰ Detta är då ett tecken på att ledningens egenintresse går före aktieägarnas. Genom att använda diversifiering som ett motiv för genomförandet av ett uppköp förstör man värde i företaget, då det är kostsamt att genomföra uppköp och förvärv.

3.1.2 Ledningsrelaterade motiv

En del uppköp görs enbart för att företagsledarna i det förvärvande företaget vill öka sin egen makt och prestige.⁶¹ Vidare kan det vara för att de vill skydda sig själv mot att deras eget företag blir uppköpt av en konkurrent.

I de situationer som beslut om uppköp är ledningsrelaterat betyder det att egenintresset hos ledningen i det uppköpande företaget står bakom beslutet utan att ha tagit aktieägarnas intresse i beaktning.⁶² Ledningens motiv kan vara att utöka företagets storlek och makt, då detta skulle gynna deras eget intresse. Detta är speciellt ett problem då lön, bonus och aktieoptioner är knutna till storleken på företaget snarare än företagets prestation. Det finns en risk att ledningen använder ett eventuellt fritt kassaflöde till att bygga upp sitt eget imperium. Företag som har mycket fritt kapital står också i skottlinjen för att bli uppköpta själva vilket skulle kunna leda till att ledningen förlorar sina jobb. Anledningen till detta är att det ger en signal till marknaden att man inte lyckats lokalisera och genomföra gynnsamma investeringar, och därmed visar det på att ledningen inte sköter sitt jobb. Att använda det fria kapitalet för att

⁵⁸ Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:834

⁵⁹ Ibid.; 2002:835

⁶⁰ Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; 2004:12

⁶¹ Palepu, Healy & Bernard; *Business Analysis & Valuation – Using financial statements*; 2004:11-1

⁶² Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; 2004:33

själva köpa ett annat företag är då en strategi för att attackera innan man själv blir det. Företag med mycket fritt kapital och stort fritt kassaflöde tenderar ofta att agera som uppköpare.⁶³

Det finns en risk att ledningen övervärderat de positiva effekterna av förvärvet, varpå man kommer att betala ett överpris för målföretaget, så kallad hybris.⁶⁴ Motivet för förvärvet är inte i aktieägarnas intresse, då ju högre avkastning målföretaget får desto lägre får budföretaget. Om ledningen äger egna aktier i företaget minskar man risken för både felaktiga mål bakom uppköpet och även till viss del hybrisproblematiken då de troligtvis kommer att vara försiktigare vid värdering av eventuella investeringar.

3.1.3 Avslutningsvis

Gränsöverskridande uppköp har blivit en global strategi, enligt Daniel A. Varroney, VD för Association for Corporate Growth (ACG).⁶⁵ Det är ett sätt att nå ytterligare marknader för nya och för redan existerande produkter. Vidare är det sett som en bra strategi för att finna mer kostnadseffektiv produktion. Det faktum att det blir allt lättare att genomföra förvärv över gränserna bidrar till att ytterligare elda på ökningen. Varroney pekar på att detta till stor del beror på *”snabbare och mer effektiv kommunikation, en större kulturell förståelse och en förändring av regleringar”*.

3.2 Den förväntade avkastningen vid uppköp och förvärv

Det finns ett flertal studier som har tittat på avkastningen för aktieägarna i båda mål- och budföretagen. Det vanligaste tillvägagångssättet är genomförandet av en eventstudie.

Den största överavkastningen kan observeras hos målföretaget.⁶⁶ Om uppköpet sker genom en sammanslagning av företagen har den abnormala överavkastningen observerats att vara ca 20 % hos målföretaget, men detta varierar dock kraftigt beroende på vilken undersökning man väljer att titta på. Om uppköpet sker genom ett fientligt bud, vilket ofta sker om målföretagets ledning inte går med en sammanslagning, kan aktieägarna i målföretaget förväntas få en överavkastning på ca 30 %. Fientliga bud leder till att aktieägarna måste kompenseras tillräckligt mycket för att ge upp sina aktier. Ett fientligt bud har oftast föregåtts av ett vänligt

⁶³ Jensen; *Takeovers: Their Causes and Consequences*; 1988:28

⁶⁴ Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; 2004:33

⁶⁵ Mergers & Acquisitions: The Dealermaker's Journal; *Crossing the border*; 2007:12

⁶⁶ Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:842

förslag för ett sammangående från budföretagets ledning.⁶⁷ Då målföretaget inte accepterar detta leder det ofta till att diverse försvarsaktiviteter sätts in. För att försäkra sig om att affären går i hamn höjs budet till aktieägarna i målföretagets fördel. Vänliga sammanslagningar ger överlag lägre premie, premien är det påslag på priset som uppköparen betalar för målföretaget, den del som överstiger marknadens pris på aktierna.

Aktieägarna i budföretaget får sällan ta del av en lika stor överavkastning som de i målföretaget.⁶⁸ Den kortsiktiga överavkastningen som observerats för aktieägarna i budföretaget är ca 4 % vid fientliga bud och nästintill obefintlig vid vänliga bud som leder till ett uppköp. I de fall som inte leder till en genomfört sammangående har en negativ abnormal överavkastning observerats för både bud- och målföretaget. Att den abnormala överavkastningen i de flesta observerade fall hos budföretagen är nästintill obefintlig eller till och med negativ i vissa fall kan bero på en rad företeelser.⁶⁹ En förklaring kan vara att de förväntade vinsterna av en sammanslagning inte tros gå att uppnå eller förväntas vara mindre än man trott i det ursprungliga skedet. Detta kan bero på att man övervärderat fördelarna med sammanslagningen, beroende på till exempel ledningens hybris. Ofta är även budföretaget större än målföretaget varpå den procentuella avkastningen är mindre för dem.

Vidare har man observerat att de fientliga uppköpen leder till högre överavkastning långsiktigt i jämförelse med de vänliga.⁷⁰ Detta då det är en större chans att uppköpet leder till en förbättring av ledningen i det uppköpta företaget. Det gemensamma företaget kan då operera mer effektivt och vinsterna blir större för dem tillsammans. Budföretaget i vissa fall kan uppleva en negativ effekt vid fientliga bud, som då beror på att man vid dessa tillfällen ifrågasätter ledningens motiv.⁷¹ Det finns en viss rädsla att uppköpsmotivet beror på hybris eller på ledningens egenintresse.

Det är svårt att mäta de tänkta synergierna hos uppköp och förvärv, men man har kunnat observera att nettoavkastningen av ett förvärv i genomsnitt är positiv, trots den negativa avkastningen för aktieägarna i det förvärvande företaget.⁷² Den positiva nettoavkastningen antyder att uppköp leder till en ökning av den reala produktiviteten. Healey, Palepu och Ruback har rapporterat om avsevärda ökningar i vinsten efter skatt efter genomförandet av

⁶⁷ Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:843

⁶⁸ Ibid.; 2002:842

⁶⁹ Ibid.; 2002:843

⁷⁰ Ibid.; 2002:845

⁷¹ Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; 2004:35

⁷² Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:845

förvärvet, detta beror på en ökning av omsättningen. Två sammangående bolag ökar den reala produktiviteten i ekonomin.⁷³ Produktivitetsökningen kanske kan bero på att det uppköpta företaget, inte har opererat på ett effektivt sätt på grund av skiftande anledningar som, en dålig ledning, låg effektivitet eller för att de besitter en för liten marknadsandel.

Långsiktigt visar forskningen att avkastningen för budföretaget är negativ.⁷⁴ Detta visar då på att både kortsiktigt och långsiktigt är förvärv inte till nytta för det förvärvande företaget (budföretaget). I de observerade fallen, där man kunnat se en positiv reaktion vid budtillfället som leder till en negativ effekt i det långa loppet, visar på kritik mot den effektiva marknadshypotesen. Den effektiva marknadshypotesen säger att all information, positiv som negativ, bör avspeglas i priset vid budtillfället. Läs vidare om den effektiva marknadshypotesen i avsnitt 3.9.

3.3 Hinder för och svårigheter med gränsöverskridande förvärv

Gränsöverskridande företagsförvärv möter kanske större hinder än inhemska, då man tvingas tackla problem som inte uppstår inom det egna landet. Hinder företag som väljer att operera i utlandet möter är till exempel: olikheter i marknadsföringsstrategierna, styrning av personal, olika lag-, redovisnings- och skattesystem, olikheter på den finansiella marknaden och bolagskontrollen.⁷⁵ Utöver dessa är de rent allmänna kulturella skillnaderna något av ett hinder, då det inte är säkert att man kan föra samman två olika kulturella system utan att vissa problem uppstår. Problem som kan bli kostsamma för företaget om man inte lyckas släta över dem på ett tillfredsällande sätt.

Det är inte enbart olikheter som är ett problem då företag söker sig utanför de egna gränserna, gränsöverskridande verksamhet medför även nya typer av risker.⁷⁶ Denna utökade risk är landsrisken och då främst politisk risk och finansiell risk.

Med landsrisk menar man att det finns en risk att företagsklimatet i det nya landet oväntat ändras till företagets nackdel. Politisk risk är oförutsägbarheten med att affärsklimatet ändras på grund av politiska händelser. Den finansiella risken innefattar den oväntade förändringen av det finansiella klimatet. Här kan nämnas till exempel valutarisken, då förändringar i växelkursen kan påverka företagets tillgångar. Att ständigt behöva ta hänsyn till

⁷³ Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:845

⁷⁴ Ibid.; 2002:844

⁷⁵ Butler; *Multinational Finance*; 2004:11

⁷⁶ Ibid.; 2004:12

valutaförändringar kan bli kostsamt för företaget, speciellt om man väljer att ta hem vinsterna istället för att återinvestera dem i det nya landet.

Ytterligare ett hinder för gränsöverskridande förvärv är att staten kan gå in och blockera en utländsk uppköpare om det strider mot det gemensamma intresset i landet.⁷⁷

3.4 Maximering av aktieägarnas förmögenhet i det inhemska målföretaget vid gränsöverskridande förvärv

Utländska uppköpare konkurrerar både med andra utländska företag och inhemska sådana när man ämnar förvärva ett annat företag.⁷⁸ Denna konkurrens är naturligtvis till fördel för aktieägaren i målföretaget. En fråga som Cebenoya, Papaioannou och Travlos undersökte är om marknaden reagerar annorlunda på inhemska och utländska förvärv. De genomförde en studie av amerikanska företag som blivit uppköpta av utländska konkurrenter för att försöka utreda hur den abnormala avkastningen ser ut runt annonseringen för uppköpet.

Forskningen har visat att målföretagen får ta del av en signifikant överavkastning då de förvärvas, både gällande inhemska och gränsöverskridande förvärv.⁷⁹ Man har även sett att denna överavkastning är högre för företag som blir uppköpta av utländska företag jämförelsevis inhemska. Denna högre avkastning kan dock delvis härledas till om den utländska uppköparen redan opererar i en liknande industri, hur växelkursen står och hur många företag som är med i budkriget. Man har dock inte kunnat finna några avgörande bevis som kan förklara varför marknaden reagerar olika på inhemska och utländska förvärv. Cebenoya, Papaioannou och Travlos försöker förklara detta genom att den utländska förvärvaren kan skapa större vinster genom ett gränsöverskridande förvärv, jämförelsevis med det inhemska företaget, är det troligare att de kommer betala en högre premie än det inhemska företaget. Förvärvarens förväntade framtida vinster leder till att de har möjlighet att dela med sig av dessa till målföretaget på ett sätt som ett inhemskt företag inte har om de inte kan förväntas skapa lika stora vinster i framtiden.

⁷⁷ Butler; *Multinational Finance*; 2004:19

⁷⁸ Cebenoya, Papaioannou & Travlos; *Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders*; 1992:58

⁷⁹ *Ibid.*; 1992:59

Uppköparens *framtida* vinster beror på ett flertal faktorer och alla dessa är viktiga då dessa påverkar markandens reaktion på budet.⁸⁰ Ju större vinster som förväntas vara möjliga att utvinna ur budföretaget desto kraftigare kommer den positiva reaktionen av förvärvet att vara på markanden. Fördelar som en uppköpare kan åtnjuta om de köper ett utländskt företag kan vara kostnadsfördelar, tillgång till specialiserade resurser och personal eller undvikandet av ett marknadsmisslyckande på den egna marknaden. Andra anledningar som gör utländska förvärv attraktiva är om växelkursen är till förvärvarens fördel, det vill säga om den relativt sätt är lägre i landet där man ämnar förvärva. Det har till exempel visat sig att ett av kriterierna för att genomföra uppköp av amerikanska bolag i Storbritannien är det relativa värdet på dollarn.⁸¹

Vidare kan det finnas skattfördelar och lagstiftning som är till fördel för en utländsk förvärvare jämförelsevis med en inhemsk.⁸² Detta leder då till att ett gränsöverskridande förvärv är mer lönsamt för förvärvaren jämfört med ett inhemskt förvärv.

Betalningssätt är ännu en variabel som påverkar överavkastningen.⁸³ I undersökningen av Cebenoya, Papaioannou och Travlos fann man att de utländska förvärvarnas bud i större utsträckning var kontantbud medan de inhemska förvärvarnas bud var en blandning mellan kontanter och aktier.⁸⁴ De har även sett att uppköp av mindre förvärv oftare görs med kontantbud.⁸⁵ Det kan dock bero på att det är svårare att finna finansiering för större uppköp med enbart kontanter.⁸⁶ Om ledningen i det förvärvande företaget tror att deras egna aktier är undervärderade, kommer de i större utsträckning betala kontant för förvärvet.⁸⁷ Detta då man inte vill dela med sig av de framtida vinsterna till det förvärvade företags aktieägare. Det motsatta scenariot leder då till att man hellre betalar genom ett aktiebyte. Kontantbud leder till en högre överavkastning, för aktieägarna i målföretaget, än både aktiebyten och en kombination av de båda betalningsmedlen.⁸⁸ För budföretaget har det visat sig att ett kontantbud ger en negativ avkastning, detta då det finns en viss rädsla för att man ger en för

⁸⁰ Cebenoya, Papaioannou & Travlos; *Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders*; 1992:59

⁸¹ Gonzales, Vasconcellos, Kish & Kramer; *Cross-border and acquisitions: maximizing the value of the firm*; 1997:296

⁸² Cebenoya, Papaioannou & Travlos; *Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders*; 1992:59

⁸³ *Ibid.*; 1992:62

⁸⁴ *Ibid.*; 1992:61

⁸⁵ Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; 2004:24

⁸⁶ *Ibid.*; 2004:35

⁸⁷ *Ibid.*; 2004:24

⁸⁸ *Ibid.*; 2004:27

hög premie.⁸⁹ Medan vid ett aktiebud leder det till att man delar den framtida risken med målföretaget.

Det förvärvade företaget får dock inte med säkerhet åtnjuta de fördelar som budföretaget förväntar sig vinna av förvärvet. Det beror helt på om det förvärvande företaget delar med sig av den förväntade vinsten.⁹⁰ Det är dock nödvändigt att konkurrensen är tillräckligt hård om det tilltänkta förvärvet för att detta ska reflekteras i aktiepriset.

3.5 Den långsiktiga framgången efter det gränsöverskridande förvärvet

Black, Carnes, Jandik och Henderson har genomfört en studie av amerikanska budföretag som förvärvat utländska intressenter i syfte att undersöka den långsiktiga lönsamheten för företaget efter förvärvet genomförts.⁹¹ Deras forskning visar att de amerikanska budföretagen upplevde en signifikant negativ abnormal avkastning efter uppköpet.

Gränsöverskridande företagsförvärv utmanar företagen på flera sätt som inte inhemska förvärv gör i samma utsträckning.⁹² Det rör sig om frågor som skillnader i inte enbart företagskulturen utan även i den nationella kulturen och arbets- och konsumentförhållanden kan skilja sig märkbart. Problem kan även uppstå vid styrning av företaget genom de stora skillnaderna i det rättsliga systemet som möjligen finns. Detta visar på att det är mer utmanande att förvärva ett utländskt företag i jämförelse med ett inhemskt, frågan kan då ställas vad som är bäst för aktieägarna. Trots en hård bevisning som visar på stora utmaningar ökar ändå de gränsöverskridande förvärven. Man skulle då kunna ifrågasätta ledningens motiv för gränsöverskridande uppköp, om fördelarna inte överväger nackdelarna.

Den kortsiktiga abnormala överavkastningen som sker vid budtillfället motsäger den långsiktiga negativa avkastningen som uppstår efter förvärvet.⁹³ Detta skulle leda till en slutsats att marknaden inte fungerar tillräckligt effektivt då den inte reagerar korrekt på budannonseringen. Om det är så att den långsiktiga lönsamheten för de gränsöverskridande förvärven är negativ, eller till och med mycket negativ, borde detta reflekteras i

⁸⁹ Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; 2004:35

⁹⁰ Cebenoya, Papaioannou & Travlos; *Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders*; 1992:60

⁹¹ Black, Carnes, Jandik & Henderson ; *The Relevance of Target Accounting Quality to the Long-Term Success of Cross-Border Mergers*; 2007:139

⁹² Ibid.; 2007:140

⁹³ Ibid.; 2007:141

marknadsreaktionen vi annonseringstillfället. Det som istället händer är att en överdriven optimism genomsyrar marknaden vi annonseringstillfället.

Gregory och McCorriston genomförde en studie där man tittade på den långsiktiga överavkastningen vid brittiska företagsköp av utländska företag.⁹⁴ Man fann att den långsiktiga överavkastningen inte var skild från noll över den totala testgruppen. När man bröt ner testgruppen fann man att uppköp av Amerikanska företag gav en signifikant negativ avkastning, för företag från EU skilde det sig inte från noll och för övriga världen fann man en signifikant positiv avkastning. Conn et al. genomförde en liknande studie där man jämförde privata och publika företag och där fann man att aktieägarna i de publika företagen erfar en signifikant negativ långsiktig avkastning medan aktieägarna i de privata fick en plus-minusnoll avkastning.⁹⁵

Alla de ovanstående undersökningarna visar på en negativ avkastning sett ur ett långsiktigt perspektiv för aktieägarna i de inhemska företagen, då man genomför uppköp över gränserna. Det har dock observerats att inhemska förvärv ger en bättre långsiktig lönsamhetsutveckling.⁹⁶ Även om de inhemska förvärven många gånger genererar negativa effekter för aktieägarna.⁹⁷

3.5.1 Faktorer som påverkar lönsamhetsutvecklingen

Utländska direktinvesteringar kan ha olika effekter på lönsamhetsutvecklingen hos uppköparen. Dessa utvecklingar är kopplade till vart man investerar och inom vilken bransch hävdar Doukas och Lang.⁹⁸ Deras studie påvisar att en geografisk spridning är förenat med ett högre värde för aktieägarna och det förbättrar även resultatet i det långa loppet.

En annan faktor som de anser vara av stor betydelse vid lönsamhetsutvecklingen, är huruvida uppköparen investerar i företag som befinner sig inom samma bransch som de själva agerar inom.⁹⁹ Detta är då förenat med en positiv effekt på lönsamheten, medan de investeringar som sker utanför den egna branschen kommer lönsamheten både på kort och lång sikt att påverkas negativt.

⁹⁴ Black, Carnes, Jandik & Henderson ; *The Relevance of Target Accounting Quality to the Long-Term Success of Cross-Border Mergers*; 2007:144

⁹⁵ Ibid.; 2007:145

⁹⁶ Ibid.; 2007:145

⁹⁷ Ibid.; 2007:144

⁹⁸ Doukas & Lang; *Foreign direct investment, diversification and firm performance*; 2003:153

⁹⁹ Ibid.; 2003:153

Syftet med undersökningen, som Doukas och Lang genomfört, är att se om synergieffekterna vid internationaliseringen av marknaderna är större då företag sprider sina direktinvesteringar geografiskt inom den egna branschen eller utanför den egna branschen.¹⁰⁰ Doukas och Lang påvisar även att de företagen som utför utländska direktinvesteringar är till största delen större företag. Undersökningen är grundad på amerikanska företag och den regionen dessa företag helst investerar i är västra Europa, där 44,23 % valt att investera.¹⁰¹

Ett företag som investerat utanför sin bransch blir givetvis mer diversifierad men undersökningen påvisar att de företagen som investerar utanför sin bransch får större negativa effekter på värdet av företaget och resultatet.¹⁰² De går även sämre för dem i relation till branschmedianen.

Storleken på företaget menar Doukas och Lang är korrelerat till resultatet. Ett stort företag har mer resurser vad gäller ledningen och ett större internt markandskapital, detta resulterar i att större företag har mer resurser att använda för att kunna skapa ett positivt resultat. Även kostanden för förvärven påverkar inte uppköparens finansiella situation märkbart om det är ett storföretag jämfört med ett litet företag.

En annan undersökning gjord av Lee och Caves, syftar till att identifiera riskerna med direkta utlandsinvesteringar jämfört med hur lönsamhetsutvecklingen ser ut.¹⁰³ Att göra uppköp över gränser medför risker som inte är större och mer omfattande än vid inhemska förvärv. Denna undersökning påvisar dock att ett företag karakteriseras av en nationell och kulturell identitet. En investerare från utlandet har mycket mer faktorer som måste vägas in i ett investeringsbeslut än ett inhemskt. Författarna bakom undersökningen menar att investeringar gjorda av utländska företag är mer riskfyllda än inhemska förvärv. Tillgång till information om potentiella objekt är en mycket viktig faktor för att kunna urskilja bra från dåliga investeringsobjekt.

Storleken på företagen har betydelse, om ett litet företag förvärvar ett större kommer detta givetvis att få en signifikant effekt på köparens resultat.¹⁰⁴ Är det en osäker investering kommer resultatet tydligt att speglas i köparens kassaflöde, än om ett stort företag med stora tillgångar är köparen kommer proportionerna inte att synas lika markant.

¹⁰⁰ Doukas & Lang; *Foreign direct investment, diversification and firm performance*; 2003:154

¹⁰¹ Ibid.; 2003:157

¹⁰² Ibid.; 2003:158

¹⁰³ Lee & Caves; *Uncertain outcomes of foreign Investment: Determinants of the dispersion of Profits after large acquisitions*; 1998:564

¹⁰⁴ Ibid.; 1998:569

Att köpa ett företag från en annan bransch bör resultera i ett mer osäkert resultat, precis som att första-gången-investerare tenderar att bli utsatta för större risk.¹⁰⁵ Ett företag som gjort många tidigare förvärv har mer erfarenheter om hur processen går till och vet vad man bör tänka på för att minimera risken.

Förvärv som sker på en marknad där företaget redan är verksam, har visats vara mycket enklare och avsevärt lättare än att komma in på en helt okänd marknad genom förvärv.¹⁰⁶ Detta gäller även företag som redan är verksamma inom den Europeiska Unionen och ska etablera sig i ett annat medlemsland. En grundläggande orsak till detta är att kostnaderna inte är lika stora som om ett helt nytt inträde på den europeiska marknaden skulle ha skett. Kännedomen om marknaden och företagen som är verksamma på marknaden är även av stor betydelse. Det talas om att de företagen som har haft en framgångsrik start efter förvärv tenderar det att gå sämre för i ett senare skede.¹⁰⁷

3.6 Lagstiftning inom EU

I dagens EU med öppnare gränser och stark samverkan behövs ett samarbete inom konkurrenspolitiken likaväl som på alla andra områden för att kunna skapa nya, större och bättre företag. Med många företag på en marknad blir det givetvis svårare för ett företag att bli dominerande och därmed missbruka sin position.¹⁰⁸

Försök att harmonisera lagstiftningen inom unionen har gjorts, men de har visat sig att inte vara tillräckligt, då nationella skillnader fortfarande finns och därmed sätter käppar i hjulet.¹⁰⁹ Ett av dessa försök var det förslag som lades fram av EU i november 2003, där man siktade på en gemensam uppköpskod för alla medlemsländer. Dock lät man många utav nyckelreglerna vara frivilliga och därmed lämnade man dörren öppen för nationell protektionism.

I dagsläget sker vid företagsförvärv kontroller av företagen i syfte att motverka dominerande företag som får alltför stora marknadsandelar på marknaden och därmed inte är fördelaktigt för konkurrensen.¹¹⁰ Kontrollen sker genom den svenska konkurrenslagstiftningen såväl som genom EU:s konkurrensregler. Två punkter som båda

¹⁰⁵ Lee & Caves; *Uncertain outcomes of foreign Investment: Determinants of the dispersion of Profits after large acquisitions*; 1998:575

¹⁰⁶ Sleuwaegen; *Cross-border mergers and EC competition Policy*; 1998:1083

¹⁰⁷ Ibid.; 1998:1084

¹⁰⁸ Bernitz; *Företagsförvärv inom EU*; 2003:9

¹⁰⁹ Campa & Hernando; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border takeover Bids*; 2004:49

¹¹⁰ Bernitz; *Företagsförvärv inom EU*; 2003:6

dessa lagar reglerar är, förbud mot konkurrensbegränsande samarbete till exempel karteller och förbud mot missbrukande av dominerande ställning. En dominerande ställning är inte förbjudet i sig, utan ett företag kan vara ensam på markanden men regleringen träder ikraft då företaget utnyttjar sin ställning som ett dominerande företag.

EU:s kontrollsystem för företagsförvärv är baserade på ett antal principer.¹¹¹ EU tillämpar sina regler speciellt på stora förvärv och när EU träder in kan inte medlemsstatens regler längre tillämpas, utan då är det EU:s konkurrensregler som har företräde. EU:s konkurrensregler behandlar förvärv som berör fler än en medlemsstat, medan förvärv som endast berör Sverige regleras av den svenska konkurrenslagstiftningen.¹¹²

Det tillämpas även en ordning med obligatorisk anmälningsskyldighet för särskilt stora förvärv, som även förhandskontrolleras av EU-kommissionens generaldirektorat Konkurrens.¹¹³ Anmälningsskyldigheten uppkommer enligt huvudregeln om den totala omsättningen i världen för alla de berörda företagen sammanlagt överstiger fem miljarder euro. Inom EU måste omsättningen minst uppgå till 250 miljoner euro för vart och ett av minst två berörda företag. Den sista principen handlar om att kommissionens prövning sker i två faser, som berör en skriftlig anmälan och sedan en prövning.

Vid tillfällen som det sker förvärv över en viss storlek inom Sverige ska de anmälas till konkurrensverket.¹¹⁴ Konkurrensverket prövar alla större förvärv, i syfte att utreda om deras samgående kommer att skada konkurrensen. Kriterierna för att vara ett större förvärv, är att företagen som går samman skall ha tillsammans en årsomsättning som överstiger fyra miljarder kronor och minst att två av de berörda företagen har en årsomsättning i Sverige som överstiger 100 miljoner kronor för vart och ett av företagen.

Problematiken med förvärv på den svenska markanden är att ett svenskt företag når lätt en dominerande ställning utan att den behöver vara särskilt stort på den europeiska markanden.¹¹⁵ Detta betyder att en viss skevhet uppstår vid förvärvskontroller i stora och små europeiska länder. Vilket innebär att den lilla svenska markanden missgynnas ofta i förhållande till stora nationella marknader som Tyskland inom EU.

¹¹¹ Bernitz; *Företagsförvärv inom EU*; 2003:14

¹¹² Ibid.; 2003:10

¹¹³ Ibid.; 2003:15

¹¹⁴ Dominius; *Lilla konkurrensboken*; 2005:12

¹¹⁵ Bernitz; *Företagsförvärv inom EU*; 2003:10

3.7 Betareduktion vid gränsöverskridande företagsförvärv

En av anledningarna till gränsöverskridande uppköp kan vara riskspridning vilket kan leda till att företagets betavärde påverkas av uppköpet. Beta är måttet på aktiens risk i jämförelse med marknaden, där marknaden beta alltid är 1,00.¹¹⁶ Ett av de antaganden som måste hålla då man använder sig av marknadsmodellen vid eventsudier är det faktum att parametrarna hålls konstanta.

Enligt Kiyamaz och Mukherjee leder detta till ett problem vid just gränsöverskridande uppköp.¹¹⁷ Denna potentiella betareduktion som kommer till följd av uppköp av ett utländskt företag skulle då leda till ett missvisande resultat för studien. Deras undersökning ämnade undersöka om beta minskade i post-estimeringsperioden vid gränsöverskridande uppköp.¹¹⁸ Urvalet bestod av amerikanska budföretag mellan 1982 och 1991 och deras antagande om en nedgång i beta vid gränsöverskridande uppköp på grund av en reducerad systematisk risk, visade sig vara sant i undersökning de utfört.¹¹⁹ Då deras antagande gäller skulle det leda till att marknadsmodellen inte skulle vara tillämpbar vid undersökningar av typen abnormal avkastning vid gränsöverskridande uppköp. Ett sätt att råda bot på detta problem är att använda ett sammanvägt beta från både pre-estimeringsperioden och post-estimeringsperioden för att säkerhetsställa resultatet.

Kiyamaz och Mukherjee har även undersökt om landdiversifiering leder till förmögenhetseffekter för aktieägarna då gränsöverskridande uppköp skapar möjligheter som annars inte finns att tillgå.¹²⁰ Undersökningen inkluderade både bud- och målföretag från USA för perioden 1982-1991. I denna studie gjorde man även en undersökning på hur betavärdet reagerade i estimeringsperioderna och man kunde då visa att betaförändringen inte gäller för målföretagen.¹²¹ Detta då ingen observant statistisk signifikant skillnad i vare sig alfa eller beta för just målföretaget kunde utläsas. Antagandet om betareduktionen i post-estimeringsperioden gäller dock fortfarande för budföretaget. Det leder dock till slutsatsen att betat som räknats fram med pre-estimeringsperioden som grund fortfarande gäller för målföretaget.

¹¹⁶ Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:270

¹¹⁷ Kiyamaz & Mukherjee; *Parameter shifts when measuring wealth effects in cross-border mergers*; 2001:249

¹¹⁸ Ibid.; 2001:253

¹¹⁹ Ibid.; 2001:259

¹²⁰ Kiyamaz & Mukherjee.; *The Impact of Country Diversification on Wealth Effects in Cross-Border Mergers*; 2000:37

¹²¹ Ibid.; 2000:42

3.8 Globala förvärvstrender

Under senare år har de gränsöverskridande uppköpen ökat markant och det finns inga tecken på en avmattning inom en snar framtid. Vi går snarare mot en tid där vi kommer att se allt fler företag som letar sig utanför de inhemska gränserna när man letar efter en tänkbar uppköpskandidat.

I USA är ökningen av gränsöverskridande förvärv en reaktion av ett angeläget behov av att dra fördel av möjligheterna på den globala marknaden.¹²² I en nyligen genomförd studie av Association for Corporate Growth (ACG), Grant Thornton och Eureka Private Equity intervjuades mer än 200 experter och företagare i USA om deras uppköpsplaner för den närmsta framtiden.¹²³ Det visade sig att 70 % av de tillfrågade hade planer på att genomföra minst ett gränsöverskridande uppköp under det kommande året. Man har även kunnat se att de gränsöverskridande aktiviteterna uppgick till 47,5 % av de totala globala aktiviteterna under den första halvan av 2007. De mest populära marknaderna att söka sig till, i denna undersökning av Amerikanska företag, var i fallande ordning Västeuropa, Kanada och Kina.

Några av de drivkrafter som ligger bakom den gränsöverskridande förvärvstrenden är behovet av geografisk differentiering, tillgången på bra uppköpskandidater och slutligen det faktum att finansieringen idag har blivit lättare i många länder.¹²⁴ De största hindren för gränsöverskridande förvärv är till exempel brister och ofullständigheter i de legala ramverken, tvivelaktigheter kring skyddet av intellektuell egendom, kulturella barriärer och oförmågan att genomföra en företagsbesiktning (en så kallad due-diligence).

Viktiga trender att hålla ögonen på inför 2008 anses vara:¹²⁵

- Internationella regleringar, ekonomiska och juridiska standarder som närmar sig varandra
- Redovisningsstandarder som måste blir mer transparanta över gränserna
- Mer specialiserade finansprodukter som kommer utvecklas för att underlätta uppköp och sammanslagningar i de uppkommande marknaderna
- En global ökning av medelklasskonsumenter och allt fler uppköp kommer att fokusera på behovet av att möta deras efterfrågan

¹²² Black, Carnes, Jandik & Henderson ; *The Relevance of Target Accounting Quality to the Long-Term Success of Cross-Border Mergers*; 2007:140

¹²³ *Mergers & Acquisitions: The Dealermaker's Journal; Crossing the border*; 2007:12

¹²⁴ *Ibid.*; 2007:13

¹²⁵ *Ibid.*; 2007:14

Även i Europa har man kunnat urskilja en ökad trend av gränsöverskridande förvärv, en trend som avspeglar en sund marknad för bolagskontroll, solida vinster och billiga krediter.¹²⁶ Denna ökning av förvärv som görs över gränserna är tecken på att den gemensamma marknaden börjar bli verklighet och det leder även till fördelar för konsumenterna då konkurrensen ökar företagen emellan. Enligt Dealogic, en brittisk datafirma som tillhandahåller tjänster för investeringsbanker,¹²⁷ hade de europeiska förvärven överskridit affärerna gjorda i USA med 40 miljarder dollar, under 2006.

Den senaste trenden av gränsöverskridande företagsförvärv i Europa startade runt 2004 och har sedan dess resulterat i att värdet på avtalen nästan tredubblats.¹²⁸ Anledningen till ökningen kan härledas till perioden innan av tunga omstruktureringar, höga vinster under 2004 och billiga krediter.¹²⁹ Vidare kan man även finna att den Europeiska Unionens ansträngningar att skapa en gemensam marknad, genom nya regleringar burit frukt. De gränsöverskridande förvärven i Europa motsvarar numera 80 % av de totala utländska direktinvesteringarna i den industriella delen av kontinenten.¹³⁰

Det finns dock problem vid horisonten, då man även kunnat urskilja en ekonomisk nationalism/protektionism.¹³¹ Politiker har en tendens att blockerar uppköp av inhemska företag från utländska konkurrenter, för trots att man uppmuntrar de egna företagen att leta sig utanför gränserna är man snabba med att sätta upp barriärer när utländska företag försöker ta sig in på den inhemska marknaden. Ett exempel på detta är den ökade franska protektionismen som lett till att man numera har elva skyddade sektorer designade att skrämja bort utländska intressenter.

Vidare finns ett lysande exempel på ett land som lyckats väl med att underlätta för inhemska företag att leta sig utanför de egna gränserna; Spanien.¹³² Anledningen till detta sägs vara dels införandet av euron, som underlättat affärer inom euroområdet. Vidare har man även infört en speciallag i Spanien som utjämnar skatten på 30 % av goodwill vid utländska uppköp. Detta leder till att spanska företag kan bjuda över andra konkurrenter om en budsituation uppstår. Inflationistiska tendenser på egendom och områden som byggindustrin och bankväsendet har

¹²⁶ Economist; *Buy, buy, buy*; 2007:9

¹²⁷ <http://www.dealogic.com/en/about.htm>

¹²⁸ Economist; *Buy, buy, buy*; 2007:9

¹²⁹ Economist; *To the barricades*; 2006:55

¹³⁰ Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; 2004:10

¹³¹ Economist; *Buy, buy, buy*; 2007:9

¹³² Ibid.; 2007:10

även kunnat skådas. När denna bubbla spricker kommer dock vinsterna att snarare leda till smärta för spanjorerna.

Som tidigare nämnt finns vissa orosmoment som hotar att bromsa upp den positiva trenden av gränsöverskridande företagsförvärv inom den Europeiska Unionen. Om inte de nationella regeringarna hindrar sig själva i den nationalistiskekonomiska andan finns en risk att man kommer få se mer spänningar inom unionen. Spänningar som kan härröras till skyddandet av den egna markanden medan man uppmuntrar de inhemska företagen att leta sig utåt. Det har sagts att, som man upptäckt under upptrappningen till första världskriget 1914, kan ekonomisk rationalitet ibland vara fyllt med primitiv nationalism.¹³³ Chansen att vi står inför ett nytt världskrig till följd av den ekonomiska protektionismen i Europa är kanske inte så stor, men dock bör kanske ett varningens finger höjas så att man inte riskerar att motverka de goda effekterna som kommer av den gemensamma markanden inom EU.

Medlemsländerna i den Europeiska Unionen har under de senast åren genomgått en industriell omstrukturering som kan härledas från till exempel den privatiseringsvåg man kunnat se svepa över den europeiska kontinenten.¹³⁴ Inomunionsmarknaden har även den blivit än mer integrerad som följd av införandet av euron och tack vare EMU-samarbetet. Integreringen av den finansiella markanden bör underlätta anskaffandet av de fonder som behövs för att genomföra uppköp och förvärv inom unionen.

Internationella förvärv med ett europeiskt företag som målföretag har ökat tydligt efter 1987.¹³⁵ Brittiska, franska, holländska och tyska företag är de länderna inom EU som är de mest aktiva förvärvarna inom gränsöverskridande förvärv. I de förvärven som inkluderar ett icke-europeiskt företag är USA ett av de länder som förekommer mest, både där USA är målföretag och uppköpare. USA köper även upp flest företag inom EU, till och med fler än Schweiziska företag.

¹³³ Economist; *To the barricades*; 2006:56

¹³⁴ Campa & Hernando; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border takeover Bids*; 2004:48

¹³⁵ Sleuwaegen; *Cross-border mergers and EC competition Policy*; 1998:1077

3.9 Den effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (EMH) betyder kort och gott att markanden fungerar på ett rationellt sätt och att all information är känd för alla aktörer på markanden och därmed reflekteras detta i priserna på börsen.¹³⁶

Ekonomer genom tiderna har haft en önskan om att kunna förutspå ekonomins uppgångar och nedgångar och under 1950-talet genomfördes tidsserieanalyser för att försöka finna samband i dessa.¹³⁷ Om man antar att aktiepriserna reflekterar de framtida vinsterna för ett företag bör man kunna observera ett mönster i dessa priser. Ekonomen Maurice Kendall gjorde 1953 ett försök att identifiera detta mönster, men till stor förvåning fann han inget. Snarare fann han en oregelbundenhet som inte gick att förklara, det fanns en lika stor sannolikhet att priserna gick upp som ner, detta kallas en random-walk. Detta tydde på att marknaden var irrationell, en åsikt som sedan reviderades och man bevisade marknadens rationalitet genom Kendalls studier likväl som genom ny forskning.

Denna slumpmässiga rörelse som Kendall visat på får inte misstas för irrationalitet och anledningen till detta är enkel.¹³⁸ Om aktiekurserna var förutsägbara skulle det tyda på en ineffektiv marknad då all tillgänglig information inte redan reflekterades i priserna.

Ett exempel på markandens rationalitet är att när ny information når markanden leder det till reaktion på börskurserna.¹³⁹ Till exempel då man annonserar ett uppköp reagerar börsen med att värdera upp aktien som en reaktion på premien som betalas. Studier gjorda på detta har även visat att priserna inte justeras ner efter att man annonserat uppköpet då markanden nu tagit till sig den nya informationen och aktien handlas till det nya priset.

Det finns tre olika typer av den effektiva marknads hypotesen; den svaga, den halvstarka och den starka formen.¹⁴⁰ Den svaga formen säger att alla aktiepriser redan reflekterar all historisk information. Den säger även att alla typer av trendanalyser är meningslösa då all historisk data är tillgänglig för alla aktörer på marknaden och om alla har den informationen och om det fanns någon förutsägbarhet i den skulle detta redan ha utnyttjats av dessa aktörer. Värdet av denna förutsägbarhet skulle dessutom försvinna om den var känd för alla.

¹³⁶ Bodie, Kane & Marcus; *Investments*; 2008:359

¹³⁷ Ibid.; 2008:357

¹³⁸ Ibid.; 2008:358

¹³⁹ Ibid.; 2008:359

¹⁴⁰ Ibid.; 2008:361

Den halvstarka formen säger att all offentlig information om ett företag redan måste vara reflekterad i aktiekursen.¹⁴¹ Denna information inkluderar till exempel historiska priser, fundamental data om företagets produktion, ledningens kvalitet, redovisningsdata, förväntade framtida vinster och så vidare. Den starka formen av den effektiva marknadshypotesen säger att all företagsrelevant information även sådan information som är konfidentiell. Detta är den mest extrema formen av hypotesen. Den kan vara svår att smälta då den förutsätter att hemlig information läcker ut och så kallad insidertrading är förbjuden enligt lag.

3.10 Nyckeltal

Tre nyckeltal har valts ut för lönsamhetsanalysen. Dessa nyckeltal anses vara goda analysverktyg då man vill identifiera förändringar i lönsamheten efter förvärvet är genomfört.

3.10.1 P/E-talet

P/E står för Price-Earnings-ratio.¹⁴² P/E-talet används som ett analysverktyg och visar om aktien anses vara under- eller övervärderad. Genom att dividera priset på aktien med vinsten på aktien får man fram P/E-talet. Ett högt P/E-tal tyder på att man anser att företaget har en hög tillväxtpotential då man är villig att betala mer för företagets aktie jämfört med vinsten som företaget genererar. Ett företag med ett lågt P/E-tal anses inte ha lika hög tillväxtpotential. Inbyggt i P/E-talet är framtida förväntningar, då de bygger på priset på aktien och enligt den effektiva marknadshypotesen reflekterar aktiekursen förväntningarna på aktien.

Exempel på företag med höga P/E-tal är högteknologiska företag, detta fanns det tydliga exempel på under IT-boomen under början av 2000-talet då många företags aktier såldes till höga priser trots att de inte genererade någon vinst.¹⁴³ Företag som inte anses ha lika stor tillväxtpotential och därmed har lägre P/E-tal är till exempel stålföretag och allmännyttiga företag.

P/E-talet är även i negativ relation till företagets diskonteringsränta och diskonteringsräntan står i relation till företagets risk varpå företagets risk är negativt relaterat till P/E-talet.¹⁴⁴ Risken är reflekterad i aktiekursen, då en rationell investerare är villig att betala mer för en

¹⁴¹ Bodie, Kane & Marcus; *Investments*; 2008:361

¹⁴² Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:121

¹⁴³ Ibid.; 2002:121

¹⁴⁴ Ibid.; 2002:122

aktie med lägre risk. Detta skulle då leda till att P/E-talet skulle öka om risken ansågs vara lägre och vice versa om man kan se en ökning av risken. Om ett företag genom ett förvärv då anses ha lyckats sprida risken genom diversifiering bör företagets P/E-tal öka i och med detta.¹⁴⁵

$$P/E = \frac{\text{pris per aktie}}{\text{vinst per aktie}}$$

3.10.2 ROE

Avkastning på eget kapital (ROE) är ett mått på ledningens förmåga att förvalta aktieägarnas kapital.¹⁴⁶ ROE visar på företagets prestation då det är ett mått på förmågan att generera vinst av aktiekapitalet. Ett högre ROE visar på att ledningen gör ett bra jobb med förvaltningen av aktieägarnas fonder. Genomsnittligen brukar ROE för publika företag i USA ligga kring 11 till 13 %. ROE:n är relaterat till kostnaden för kapital och över tiden bör detta då innebära att företag som förväntas generera högre ROE jämfört med kostnaden för kapital, bör handlas till ett högre pris än det bokförda värdet. Det motsatta gäller, vilket innebär då att marknadsvärdet bör vara lägre än bokförtvärde. Företag med låga marknads-till-bokförtvärde är ofta föremål för uppköp, då man hoppas att investeringen i det nya företaget leder till en värdeökning och en positiv avkastning i det nya företaget.¹⁴⁷

ROE kan anses vara ett bra mått för att undersöka lönsamheten, då det visar på ledningens förmåga att använda aktieägarnas fonder på ett lyckosamt sätt.¹⁴⁸

$$ROE = \frac{\text{nettoinkomst}}{\text{eget kapital}}$$

¹⁴⁵ Ross, Westerfield & Jaffe; *Corporate Finance*; 2002:121

¹⁴⁶ Palepu, Healy & Bernard; *Business Analysis & Valuation – Using financial statements*; 2004:5-4

¹⁴⁷ Campa & Hernando; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border takeover Bids*; 2004:61

¹⁴⁸ Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate Finance*; 2002:37

3.10.3 ROA

Avkastning på totala tillgångar, jämför resultatet i förhållande till de totala tillgångarna i företaget.¹⁴⁹ Detta nyckeltal syftar till att mäta förmågan och effektiviteten som företaget har att använda sina tillgångar till att generera vinst. Då det förvärvade företaget ökar tillgångarna i samband med förvärvet kan avkastningen på tillgångar ge en bild av hur väl de förvalts över tiden. Författarna har valt att använda sig utav en formel för ROA som utesluter skatteeffekten på resultatet, detta för att skattesatsen varierar från land till land och resultatet kan därav påverkas.¹⁵⁰ Avkastning på totala tillgångar får man genom att dela EBIT (earnings before interest and taxes¹⁵¹/intäkter innan räntor och skatt) med de genomsnittliga tillgångarna.

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{genomsnittliga totala tillgångar}}$$

¹⁴⁹ White, Sondhi & Fried; *Financial Statements 2nd edition*; 1997:167

¹⁵⁰ Ibid.;1997:167

¹⁵¹ Ross, Westerfield & Jaffe, *Corporate Finance*; 2002:922

4 Resultat

4.1 Tillvägagångssätt

Vid insamlandet av data för denna undersökning har Six Trusts databas använts. Six Trust tillhandahåller historik från 1979 och framåt.¹⁵² Six Trust är ett analysverktyg för de nordiska värdepappersmarknaderna, som tillhandahåller bland annat kurshistorik från avnoterade bolag. Detta gör denna databas till ett utmärkt instrument för denna undersökning då alla bolag är avnoterade från börserna och informationen går inte att finna på annat vis. För alla beräkningar har Excel använts för att eliminera mänskliga räknfel. Vid de tillfällen då kurshistoriken inte funnits att tillgå, på grund av till exempel ”*thin trading*”, då aktien inte handlats tillräckligt eller då man stängt ner aktien för handel, har kursen skattats till föregående dags kurs.

När urvalet för studien gjorts (se avsnitt 2.4.7) och all kurshistorik samlats in användes estimeringsperiodens data för att beräkna företagets beta. Som marknadsindex valdes Affärsvärldens generalindex (AFGX), då det är ett sammanvägt index för aktier noterade på stockholmsbörsen. Beta användes sedan för att beräkna alfa för vardera företag och sedan den abnormala avkastningen (AR). Den abnormala avkastningen var sedan grunden för uträkningen av den aggregerade abnormala avkastningen (AAR) för vardera urvalsgrupp. Sedan har även den kumulativa aggregerade abnormala avkastningen (CAAR) räknats ut.

Till lönsamhetsundersökningen användes data från företagens årsredovisningar som fanns att tillgå på deras respektive hemsidor. Åren som undersöktes var året innan förvärvet, förvärvsåret och de tre följande åren. Detta för att ge en så välgrundad bild som möjligt av de undersökta företagen och dess lönsamhetsutveckling. Tre nyckeltal användes som grund för undersökningen, P/E-talet, avkastning på eget kapital (ROE) och avkastning på tillgångar (ROA). Dessa finns presenterade i avsnitt 3.10.

En personlig intervju genomfördes med respondenten och baserades på en rad intervjufrågor, där tanken var att skapa en ram för tolkning av resultatet. Intervjufrågorna finns presenterade i bilaga 2.

Då de genomförda undersökningarna har krävt en hel del uträkningar och allt detta enbart är bakgrundsresultat kommer inte all data att presenteras utan enbart det som är av intresse för läsaren.

¹⁵² <http://www.sh.se/bibliotek/sok/informationsresurs/trust>

4.2 AAR och CAAR

Diagrammet nedan åskådliggör resultatet av den aggregerade abnormala avkastningen (AAR) för eventet, där dag 0 representerar eventdagen. Vilket man kan se upplever alla tre urvalsgrupperna en ökning i avkastningen under dag 0. Det är de företag som tillhör gruppen icke-EU företag som upplever den högsta överavkastningen över eventfönstret. Man kan även se att den grupp som placerar sig sämst är den innehållande företag från EU.

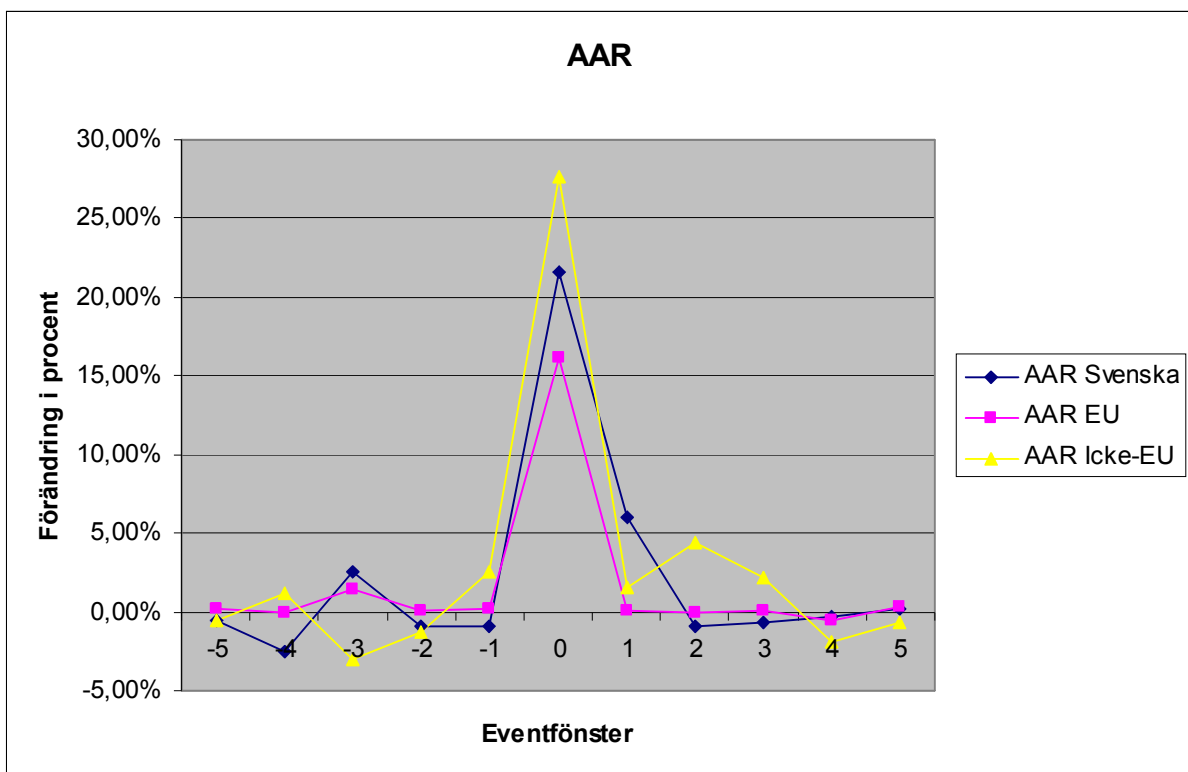


Diagram 1 AAR för de tre grupperna

Diagrammet nedan visar resultatet av den kumulativa aggregerade abnormala avkastningen (CAAR). CAAR visar på hur mycket avkastning en investerare skulle ha erhållit om man ägt aktier dag -5 och framåt i målföretaget. Här precis som i tabellen för AAR är det de företag som kommer ifrån gruppen icke-EU företag som upplever den mest positiva överavkastningen över eventfönstret.

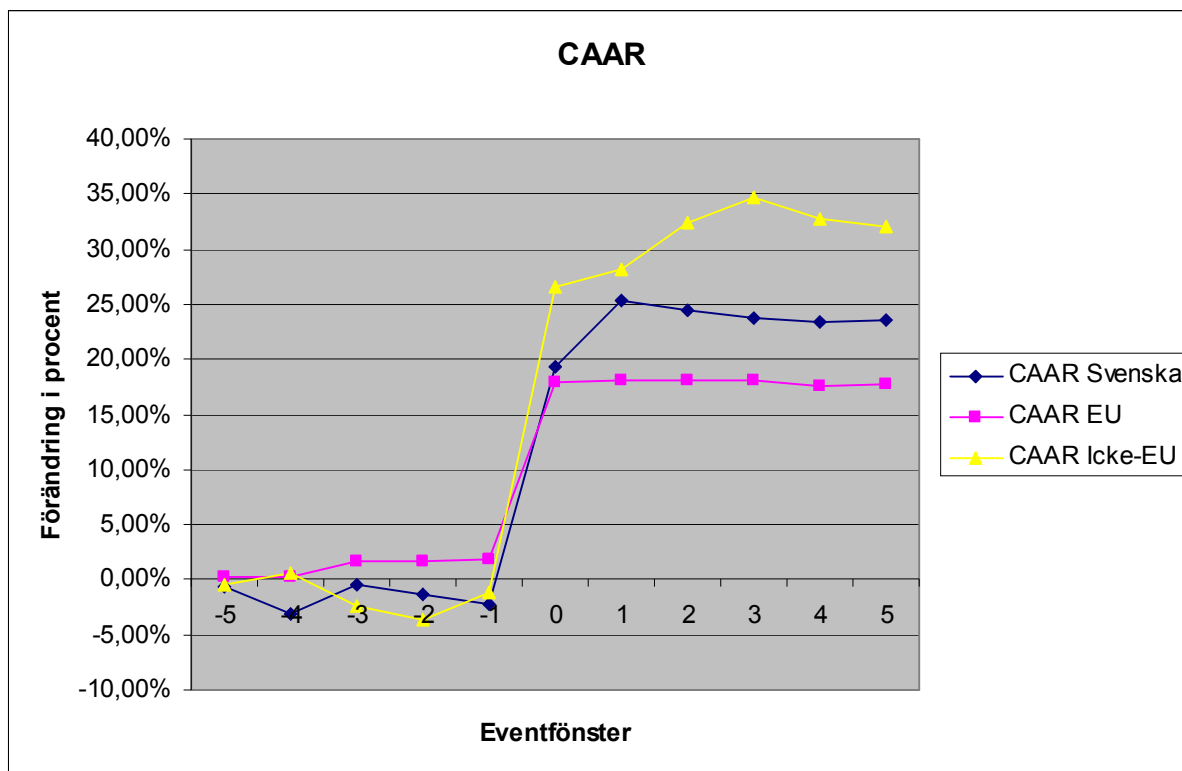


Diagram 2 CAAR för de tre grupperna

4.3 Lönsamhetsundersökning

För urvalsgrupperna har ett genomsnittligt värde på nyckeltalen räknats ut för att se om det går att urskilja någon förändring som kan ha skett på grund av att förvärvet genomförts. Det är det förvärvande företaget som undersöks, då det är det nya gemensamma företaget som påverkats av förändringen.

Året innan förvärvet genomfördes har kategoriserats till år -1, förvärvsåret 0 och så vidare för att kunna räkna ut en genomsnittlig förändring av nyckeltalen.

4.3.1 Icke-EU företag

Det gick endast att finna tillräcklig information från fyra utav företagen i icke-EU gruppen. Detta då alla årsredovisningar inte fanns att tillgå eller då det inte gick att tolka alla dessa. De fyra företagen som slutligen blev urvalsgruppen är Baxter International Inc som förvärvade Althin Medical 1999, Blyth Industries Inc som genomförde ett förvärv av Liljeholmens 1999, Sanmina Corp som förvärvade Segerström & Svensson 2001 och Nobel Biocare AG som köpte upp Nobel Biocare 2002. Nedan följer resultatet.

4.3.1.1 ROE

Diagrammet nedan visar utvecklingen av den genomsnittliga avkastningen på eget kapital för företagen i urvalet.

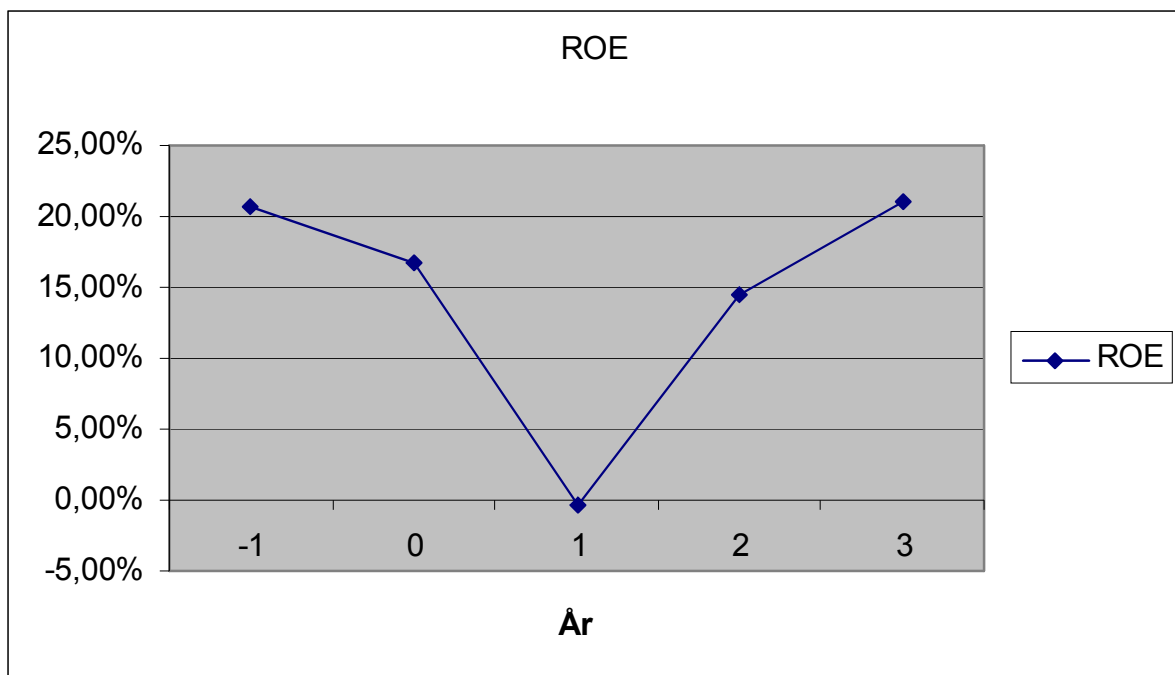


Diagram 3 ROE förändringen för icke-EU företagen

Det kan urskiljas en kraftig nedgång i avkastning på eget kapital (ROE) året efter förvärvet genomförts som genomsnitt i hela populationen. Sedan återhämtar sig ROE: n i de nästföljande perioderna och trenden visar på en fortsatt ökning

4.3.1.2 P/E-talet

Diagrammet nedan visar utvecklingen av det genomsnittliga P/E-talet för företagen i urvalet.

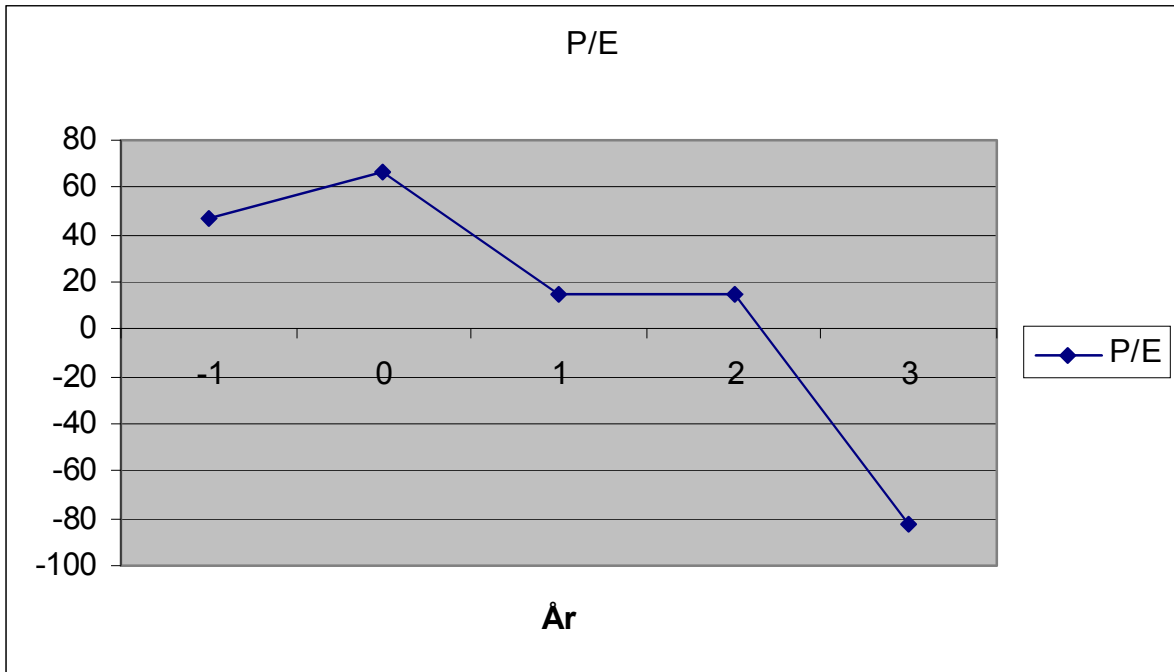


Diagram 4 P/E-tals förändring för icke-EU företagen

Förändringen i P/E-talet visar också den på en nedgång året efter förvärvet, men året då förvärven genomfördes ökade P/E-talet i urvalsgruppen.

4.3.1.3 ROA

Diagrammet nedan visar utvecklingen av den genomsnittliga avkastningen på tillgångar för företagen i urvalet.

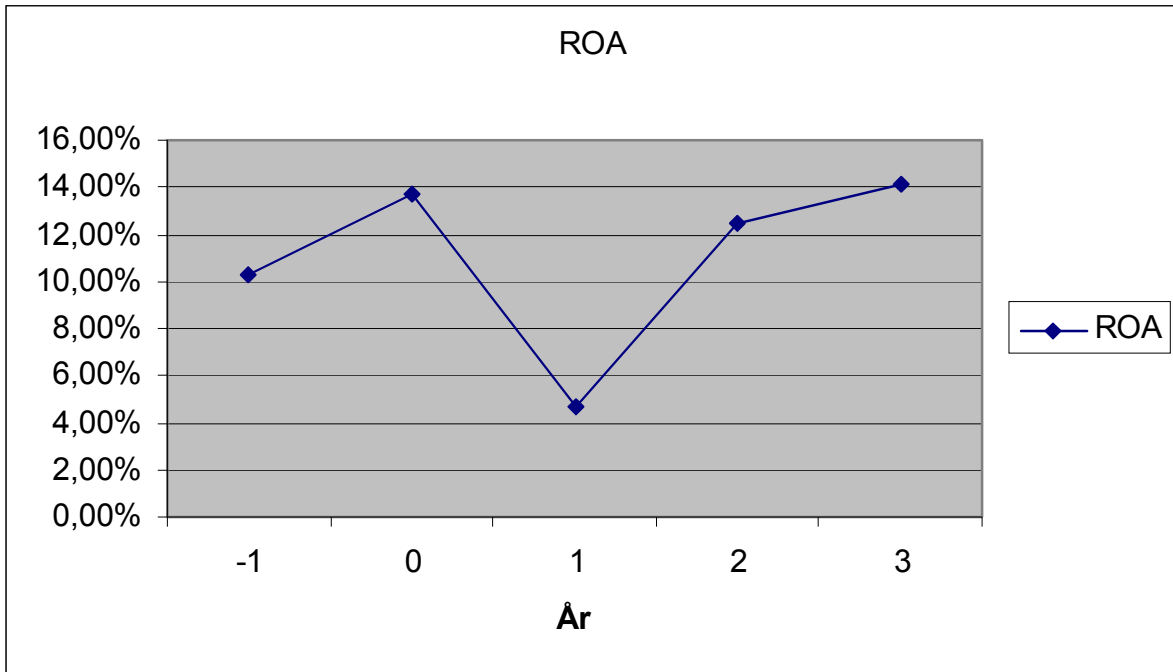


Diagram 5 ROA förändringen för icke-EU företagen

Även den genomsnittliga avkastningen på tillgångar (ROA) följer de övriga nyckeltalen, där trenden är en minskning i ROA året som följde förvärvet för att sedan precis som ROE återhämta sig under nästkommande åren och återgå till den ursprungliga nivån och till och med en ökning i ROA jämförelsevis med året innan förvärvet.

4.3.2 Sammanfattning av resultatet för icke-EU företagsgruppen

Den generella slutsatsen man kan dra genom en tolkning av ovanstående diagram är att alla tre nyckeltalen minskar året efter det genomförda förvärvet, men då urvalet enbart består av fyra företag är det svårt att dra några generella slutsatser som kan ha statistisk signifikans. Vidare kan man inte anta att andra faktorer inte kan ha påverkat företagen, som terrorattentatet den 11 september 2001 eller IT-kraschen i början på 2000-talet. Förutom externa faktorer kan man inte bortse från att företagen kan ha påverkats av egna interna

faktorer. Det kan röra sig om andra förvärv eller en nedgång av lönsamheten på grund av en sviktande försäljning.

Dock är trenden den samma och ska några slutsatser dras av resultatet är det att förvärven leder till en nedgång i nyckeltalen och därmed påverkar företagen negativt. Detta kan vara till följd av den ökade kostnad ett förvärv för med sig. En kostnad som kanske inte kan generera den ökning i värde eller de synergieffekter man hoppats på. Då företagen upplever en återsving i de nästföljande perioderna tyder det ändå på att förvärvet inte påverkat företagen alltför negativt.

4.3.3 EU företag

Precis som med gruppen icke-EU företag var det svårt att finna lämplig information till undersökningen och endast sex företag ingår i undersökningen, då det inte vart möjligt att finna information till uträkningarna av nyckeltalen för alla företagen. Detta beroende på att alla företagen inte valt att lägga ut sina årsredovisningar på sina respektive hemsidor. Andra förklaringar är att de själva blivit mål för ett uppköp eller då de inte går att finna över huvudtaget. De företag som är del i undersökningen är Heidelberg Zement som köpte Scencem 1999, Tieto Enator som förvärvade Entra Data 2000, Metso Oyj som förvärvade Svedala under år 2000, E.on som köpte Sydkraft 2001, Hilton Group som 2001 förvärvade Scandic Hotels och Ratsio som köpte Diffchamb 2003.

4.3.3.1 ROE

Diagrammet nedan visar utvecklingen av den genomsnittliga avkastningen på eget kapital för företagen i urvalet.

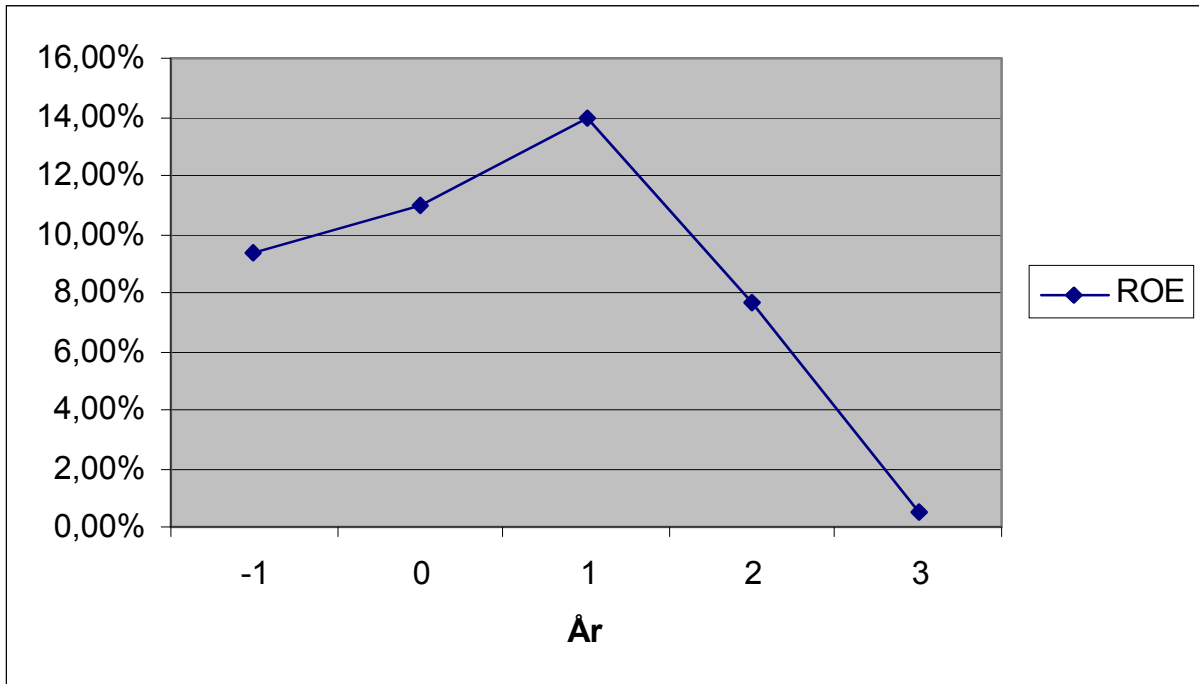


Diagram 6 ROE förändringen för EU företagen

Avkastning på eget kapital ökade genomsnittligen året efter förvärvet genomförts för att sedan kraftigt minska de näst kommande åren.

4.3.3.2 P/E-talet

Diagrammet nedan visar utvecklingen av det genomsnittliga P/E-talet för företagen i urvalet.

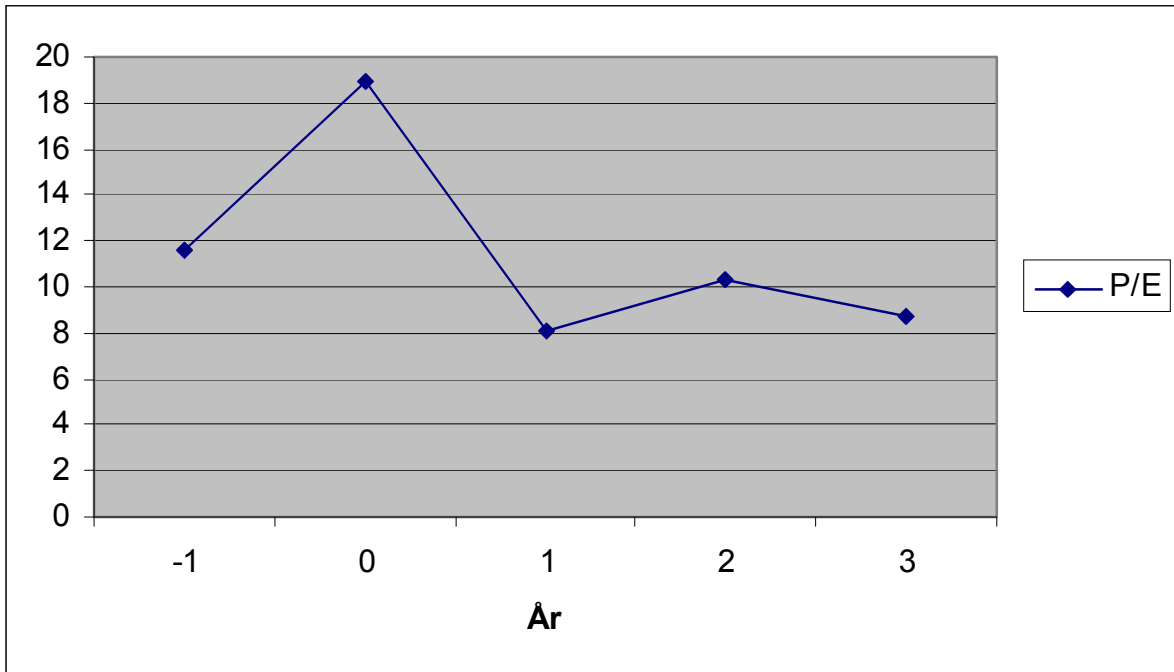


Diagram 7 P/E-tals förändring för EU företagen

Undersökningen av P/E-talets förändring visar att P/E-talet stiger året då förvärvet genomförts för att sedan minska det nästföljande året och för att sedan stabilisera sig något på en något lägre nivå än innan förvärvet genomförts.

4.3.3.3 ROA

Diagrammet nedan visar utvecklingen av den genomsnittliga avkastningen på tillgångar för företagen i urvalet.

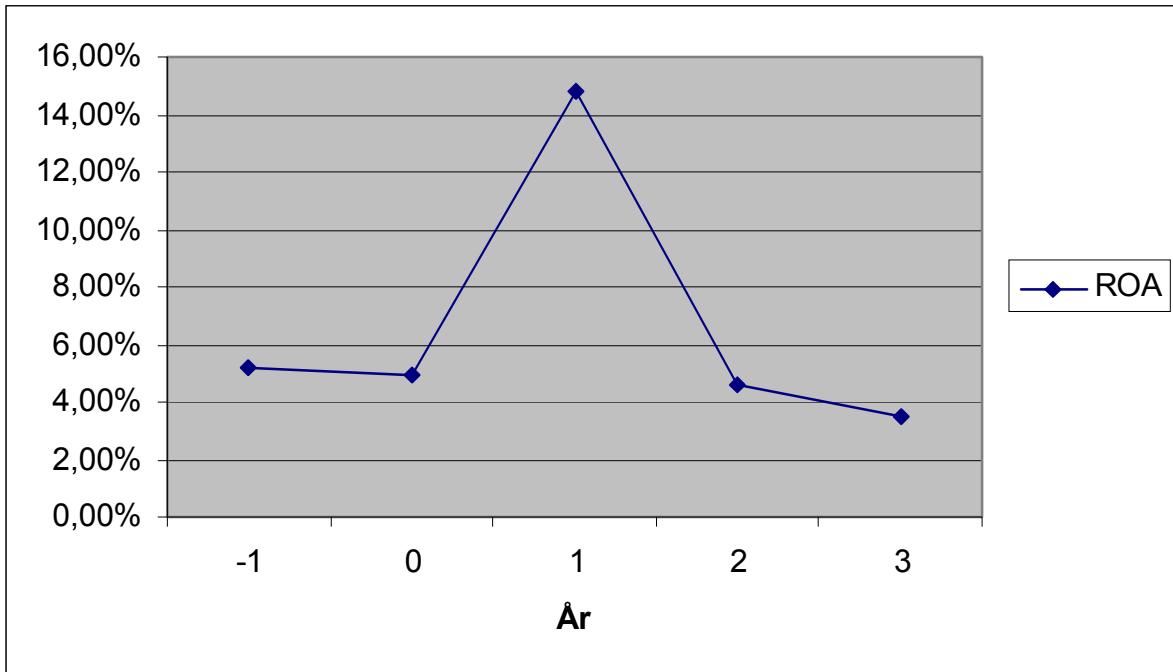


Diagram 8 ROA förändringen för EU företagen

Avkastningen på tillgångar ökar året efter förvärvet genomförts, för att sedan gå ner de nästkommande åren, där trenden är att minskningen i ROA fortsätter.

4.3.4 Sammanfattning av resultatet för EU företagsgruppen

Den slutsats som kan dras av undersökningen av de tre nyckeltalen för gruppen med EU företag är att det under året för förvärvet eller året som följer sker en ökning i nyckeltalet. Sedan minskar värdet för att återgå till samma nivå eller något lägre än tidigare. Något som skulle tyda på att lönsamheten tar skada av förvärvet och att det inte är lönsamt ur det förvärvande företags perspektiv. Speciellt avkastning på eget kapital minskar kraftigt åren efter förvärvet. Då avkastning på eget kapital är ett mått på hur ledningen förvaltar aktieägarnas kapital visar detta på att man misslyckats med att göra lönsamma investeringar för att förvalta kapitalet. Den ökning man kan se i nyckeltalen beror troligtvis på att två företag blir ett varpå eget kapital, tillgångar med mera ökar, när sedan fallet kommer är det ett

tecken på att den förväntade lönsamhetsökningen inte kunde uppnås. Man har inte lyckats skapa de synergieffekter man hoppats på.

Att påpeka är dock att urvalet endast är baserat på sex företag och därav är det svårt att dra generella slutsatser om hur företagen påverkas av uppköpet. Det kan även vara externa faktorer som påverkar både uppgången och nedgången i nyckeltalet som man ej kan bortse ifrån. Den systematiska risken kan inte diversifieras bort och påverkar alla företag i en population lika.

4.3.5 Lönsamhetsundersökning för inhemska uppköp

Det gick tyvärr inte att genomföra en lönsamhetsanalys för det inhemska företagen då det inte gick att finna data för perioden man undersökt. Detta är naturligtvis olyckligt men då tyngden i undersökningen inte ligger i att jämföra med inhemska företag utan att jämföra EU och icke-EU företag kan man bortse från denna undersökning, trots att det hade kunnat vara intressant för vidare studier av resultatet.

4.4 Signifikanstest och hypotesprövning

Nedan följer en sammanställning av signifikanstesten som har utförts för att ta reda på om det skett en signifikant förändring på avkastningen. I de fälten där svarta prickar förekommer, betyder att de dagarna faller utanför intervallet och att det skett en signifikant abnormal avkastning för dessa dagar. Författarna har valt att förkasta nollhypotesen om det är mer än 50 procent av dagarna inom en viss signifikansnivå som det har skett en signifikant förändring på. Ett t-test har använts och därav behövs frihetsgrader vilket motsvarar urvalet, $n-1$. De kritiska värdena har hämtats från Kohler.¹⁵³

¹⁵³ Kohler; *Statistics for business and economics 3rd edition*, 1994:915

4.4.1 EU, icke-EU och Sverige

Den abnormala avkastningen för alla områden har slagits ihop och ett t-test har utförts för var och en dag. Det kan konstateras att det endast har skett en abnormal avkastning för dag 0, det vill säga buddagen, därav bekräftas nollhypotesen på alla signifikansnivåerna.

EU, Icke-EU och Sverige					Kritiska värden tvåsidigt test		
	AAR	aggregerad σ	df (n-1)	t-test	10%	5%	1%
					1,671	2,000	2,660
-5	-0,0025264	0,0457137	60	-0,0553			
-4	-0,0051269	0,0457137	60	-0,1122			
-3	0,0065777	0,0457137	60	0,1439			
-2	-0,0095534	0,0457137	60	-0,2090			
-1	0,0053942	0,0457137	60	0,1180			
0	0,2150852	0,0457137	60	4,7050	•	•	•
1	0,0308126	0,0457137	60	0,6740			
2	0,0101331	0,0457137	60	0,2217			
3	0,0052006	0,0457137	60	0,1138			
4	-0,0083125	0,0457137	60	-0,1818			
5	-0,0004146	0,0457137	60	-0,0091			

Tabell 1 EU, Icke-EU och Sverige, signifikantest

4.4.2 EU och icke-EU

Då populationerna EU och icke-EU slogs ihop fann man även här att nollhypotesen bekräftades på alla givna signifikansnivåerna. Som tydligt kan man se att sker en abnormal överavkastning vid buddagen.

EU och Icke-EU					Kritiska värden tvåsidigt test		
	AAR	aggregerad σ	df (n-1)	t-test	10%	5%	1%
					1,684	2,021	2,704
-5	-0,000925	0,040392637	40	-0,0229			
-4	0,005622	0,040392637	40	0,1392			
-3	-0,003531	0,040392637	40	-0,0874			
-2	-0,009698	0,040392637	40	-0,2401			
-1	0,012661	0,040392637	40	0,3134			
0	0,209339	0,040392637	40	5,1826	•	•	•
1	0,015219	0,040392637	40	0,3768			
2	0,019810	0,040392637	40	0,4904			
3	0,011309	0,040392637	40	0,2800			
4	-0,011243	0,040392637	40	-0,2783			
5	-0,001902	0,040392637	40	-0,0471			

Tabell 2 EU och Icke-EU, signifikantest

4.4.3 Sverige och icke-EU

Här har frihetsgraderna avrundats till närmaste hela tiotal eftersom det inte förekommer 39 stycken frihetsgrader i tabellerna har författarna valt att avrunda uppåt till 40.

I denna grupp bekräftas även nollhypotesen på alla signifikansnivåer, men dag 0 har det skett en signifikant abnormal överavkastning.

Sverige och Icke-EU					Kritiska värden tvåsidigt test		
	AAR	aggregerad σ	df (n-1)	t-test	10%	5%	1%
					1.684	2.021	2.704
-5	-0,0049200	0,056336	40	-0,0873			
-4	-0,0089240	0,056336	40	-0,1584			
-3	0,0019927	0,056336	40	0,0354			
-2	-0,0154920	0,056336	40	-0,2750			
-1	0,0076937	0,056336	40	0,1366			
0	0,2440276	0,056336	40	4,3316	•	•	•
1	0,0381289	0,056336	40	0,6768			
2	0,0157336	0,056336	40	0,2793			
3	0,0067216	0,056336	40	0,1193			
4	-0,0093079	0,056336	40	-0,1652			
5	-0,0017772	0,056336	40	-0,0315			

Tabell 3 Icke-EU och Sverige, signifikanstest

4.4.4 Sverige och EU

I denna population har även här frihetsgraderna fått avrundats till närmsta hela tiotal, vilket blev 40 stycken. Nollhypotesen bekräftas.

Sverige och EU					Kritiska värden tvåsidigt test		
	AAR	aggregerad σ	df (n-1)	t-test	10%	5%	1%
					1.684	2.021	2.704
-5	-0,0017080	0,040906	40	-0,0418			
-4	-0,0116045	0,040906	40	-0,2837			
-3	0,0201753	0,040906	40	0,4932			
-2	-0,0034465	0,040906	40	-0,0843			
-1	-0,0039244	0,040906	40	-0,0959			
0	0,1836376	0,040906	40	4,4893	•	•	•
1	0,0374420	0,040906	40	0,9153			
2	-0,0047749	0,040906	40	-0,1167			
3	-0,0022804	0,040906	40	-0,0557			
4	-0,0042055	0,040906	40	-0,1028			
5	0,0022905	0,040906	40	0,0560			

Tabell 4 EU och Sverige, signifikanstest

4.4.5 Icke-EU

För populationen icke-EU har det heller inte skett någon signifikant abnormal avkastning förutom på dag 0 vid samtliga signifikansnivåer, vilket även här betyder att nollhypotesen bekräftas.

Icke-EU		Kritiska värden tvåsidigt test					
					10%	5%	1%
	AAR	aggregerad σ	df (n-1)	t-test	1,734	2,101	2,878
-5	-0,004250	0,056593	18	-0,0751			
-4	0,009803	0,056593	18	0,1732			
-3	-0,024543	0,056593	18	-0,4337			
-2	-0,022872	0,056593	18	-0,4041			
-1	0,026199	0,056593	18	0,4629			
0	0,274936	0,056593	18	4,8581	•	•	•
1	0,014187	0,056593	18	0,2507			
2	0,043339	0,056593	18	0,7658			
3	0,021858	0,056593	18	0,3862			
4	-0,017170	0,056593	18	-0,3034			
5	-0,006515	0,056593	18	-0,1151			

Tabell 5 Icke-EU, signifikanstest

4.4.6 Sverige

Även de svenska förvärven visar att dag 0 har en abnormal avkastning, men att nollhypotesen bekräftas på alla signifikansnivåer, då det endast är en av dagarna i eventfönstret som avviker.

Sverige		Kritiska värden tvåsidigt test					
					10%	5%	1%
	AAR	aggregerad σ	df (n-1)	t-test	1,725	2,086	2,845
-5	-0,0055330	0,056102	20	-0,0986			
-4	-0,0258676	0,056102	20	-0,4611			
-3	0,0260004	0,056102	20	0,4634			
-2	-0,0088153	0,056102	20	-0,1571			
-1	-0,0090497	0,056102	20	-0,1613			
0	0,2160627	0,056102	20	3,8512	•	•	•
1	0,0597907	0,056102	20	1,0658			
2	-0,0092422	0,056102	20	-0,1647			
3	-0,0069731	0,056102	20	-0,1243			
4	-0,0021951	0,056102	20	-0,0391			
5	0,0025087	0,056102	20	0,0447			

Tabell 6 Sverige, signifikanstest

4.4.7 EU

Populationen EU följer samma mönster som de föregående och nollhypotesen bekräftas. Det kan vara av betydelse att notera att dag 0 på alla signifikansnivåerna hämnar väldigt långt ifrån intervallet, vilket tyder på en mycket stor abnormal avkastning.

	EU				Kritiska värden tvåsidigt test		
	AAR	aggregerad σ	df (n-1)	t-test	10%	5%	1%
-5	0,001943	0,026401	21	0,0736			
-4	0,002010	0,026401	21	0,0762			
-3	0,014615	0,026401	21	0,5536			
-2	0,001678	0,026401	21	0,0636			
-1	0,000968	0,026401	21	0,0367			
0	0,152686	0,026401	21	5,7833	•	•	•
1	0,016109	0,026401	21	0,6102			
2	-0,000511	0,026401	21	-0,0193			
3	0,002199	0,026401	21	0,0833			
4	-0,006125	0,026401	21	-0,2320			
5	0,002082	0,026401	21	0,0789			

Tabell 7 EU, signifikanstest

4.5 Intervju

Intervjun är baserad på frågorna som finns i bilaga 2

4.5.1 Jonas Frycklund, Svenskt Näringsliv

Jonas Frycklund är ekonom på Svenskt Näringsliv.

Svenskt näringsliv är en lobbyorganisation som arbetar för företagen i Sverige. De har cirka 50 000 indirekta medlemmar, men de arbetar främst mot cirka 50 stycken branschorganisationer som representerar alla dessa företag. De arbetar för företagens intressen, med fokus på de gemensamma frågorna för alla branscher. De kan påverka på lokal, nationell och EU-nivå, de arbetar även för en allmän opinionsbildning.

Det finns övervägande mer fördelar än nackdelar med direktinvesteringar. En av de negativa sidorna med gränsöverskridande företagsförvärv är flyttning av huvudkontor från Sverige till andra länder. Även om detta i flera fall har genererat andra positiva effekter finns det ändå anledning till försiktighet. Eftersom Sverige är en liten men öppen ekonomi, måste vi tillåta direktinvesteringar för att vi sedan ska kunna ha möjligheter till att investera i andra länder.

De tänkbara drivkrafterna bakom gränsöverskridande förvärv som respondenten kom fram till var att hitta nya marknader. Genom att bli konkurrenskraftiga krävs det att man befinner sig nära kunden och därför köps befintliga företag upp och sedan byggs de ofta på utifrån den befintliga strukturen.

Globaliseringen är även den en stark drivkraft, då produktionen styckas upp och de som har den bästa tekniken och kunskap om en viss bit i produktionsledet specialiserar sig på sitt område. Detta leder till bättre arbetsfördelning och effektivitet. Flödet och logistiken marknaderna mellan är mycket god och därav är möjligheterna till att stycka upp produktionsledet mycket goda. Företag fokuserar på att köpa flera pusselbitar till sin organisation.

De fördelar som kan ses utifrån ett företags perspektiv av att bli uppköpta av ett EU-företag är att liknande system vad gäller den juridiska uppbyggnaden och även kulturerna är snarlika. Det kan vara svårare för företagen längre bort att helt och hållet kunna sätta sig in i hur det svenska systemet fungerar. Närheten till företagen och marknaderna är en nyckelfaktor.

Tänkbara förklaringar till den låga abnormala avkastningen hos målföretagen, där förvärvaren var ett företag från EU, kan vara att de inte har samma vilja att lägga höga bud. Detta då de enklare kan hitta en annan uppköpskandidat inom EU som kan vara lika kompatibel. Anledningen till att de icke-EU förvärvarna har givit sina målföretag en högre abnormal avkastning är att de kan tendera till att lägga högre bud. Detta för att det tar dem längre tid att strategiskt komma fram till att förvärv behövs göras för att utveckla sitt befintliga företag och nå nya marknader, därmed är de mer måna om att få affären i hamn.

Konkurrenslagstiftningen tros inte ha så stor påverkan, då oavsett om förvärvaren kommer från ett icke-EU, granskas man lika mycket som de andra vid ett tänkbart köp. Det som kan vara till deras fördel är att de inte har så stora befintliga markandsandelar på den europeiska markanden och därför kan ett köp lättare gå igenom.

Euron har sedan dess införsel stimulerat och även lett till en investeringsboom, då valutariskerna eliminerats. Det har skett mycket handel inom närområdena och detta kommer att fortsätta, men man ser en tydlig ökning av att den blir mer långväga. Införandet av euron har stimulerat till att den externa handeln har ökat, då valutarisker inte längre behöver tas hänsyn till. Detta kan då givetvis ses som ett hinder för den svenska marknaden som ännu inte har infört euron och därför kan det anses svårare, då en valutarisk måste kalkyleras. Det är möjligt att man skulle kunna se mer spekulanter på svenska företag om vi hade euro, och detta kan då leda till att priserna på buden pressas upp och en större abnormal avkastning skapas.

5 Analys

Resultatet av undersökningen visar på något intressant. Den kumulativa abnormala avkastningen (CAAR) över eventperioden är 14,32 % högre för gruppen med företag utanför den Europeiska Unionen (icke-EU) jämfört med gruppen från inom unionen (EU). Jämför man dessutom med de inhemska förvärven placerar sig fortfarande EU gruppen lägst, dock är skillnaden inte lika stor mellan dessa två grupper. CAAR:en är då 5,83 % lägre för gruppen från EU jämfört med de inhemska förvärven (Sv-Sv).

Enligt den effektiva marknadshypotesen skall all tillgänglig information återspeglas i priset på aktien, se avsnitt 3.9, i den halvstarka formen av hypotesen. Den starka formen förutsätter att även konfidentiell information skulle reflekteras i priset, vilket då skulle ha resulterat i att marknaden haft kännedom om, i det här fallet, uppköpet innan det annonserades. Då hade troligtvis den abnormala avkastningen inte reagerat lika kraftigt på själva eventdagen utan redan tidigare justerats för den kommande nyheten, innan den officiellt skulle ha nått allmänheten. Om man förutsätter att den effektiva marknadshypotesen håller i den halvstarka formen, skulle det betyda att marknaden förutsätter eller tror att företagen från utanför EU skulle kunna skapa den mest gynnsamma avkastningen över tiden, då de köper ett svenskt företag. Detta då marknaden utvärderar all tillgänglig information och reagerar på denna. Lönsamhetsundersökningen bekräftar detta till viss del, speciellt om man tittar på avkastning på eget kapital och avkastning på totala tillgångar. Gruppen icke-EU visar på en återhämtning och en fortsatt ökning i nyckeltalen åren efter förvärvet genomförts. Företagen från EU har en neråtgående trend i nyckeltalen åren efter förvärvet genomförts. P/E-talet visar dock på ett okonsekvent resultat, vilket troligtvis beror på att speciellt i icke-EU gruppen upplevde ett av företagen en drastisk minskning i P/E-talet troligen till följd av IT-kraschen i början på 2000-talet och då urvalsgruppen inte är speciellt stor påverkas resultatet kraftigt utav detta. De slutsatser som dock kan dras från P/E-talet är att för båda grupperna ökade kvoten året förvärvet genomfördes. Detta skulle kunna tyda på att marknaden upplever att man genom förvärvet uppnått en viss riskreduktion, då en rationell investerare är villig att betala mer för en aktie med lägre risk. En riskreduktion som även Kiyamaz och Mukherjee visade på i sin undersökning, något som speciellt skedde vid gränsöverskridande förvärv, mer om det nedan. Vidare kan även sägas att EU-företagen upplevde en ökning i alla nyckeltalen året efter förvärvet genomfördes och Sleuwaegen visade på att det för företag som det går relativt bättre

för i början tappar i lönsamhet i ett senare skede. Vilket också skedde i denna undersökning och därmed bekräftas dennes resultat.

Det man måste ha i åtanke då man tolkar lönsamhetsutvecklingen är det faktum att man inte kan bortse från yttre faktorer som påverkar då man ska iaktta en viss försiktighet innan man drar generella slutsatser som kan direkt härledas från förvärvet. Resultatet visar dock på en trend där grupperna går i olika riktningar och därmed lyckats olika väl med att generera en tillfredsställande avkastning efter förvärvet. EU-företagens resultat skulle dessutom kunna tolkas som ett bevis på att förvärvet varit olönsamt för dem.

Det som man kan utläsa mycket tydligt från signifikanstesten och hypotesprövningarna är att nollhypotesen i samtliga fall bekräftats och det betyder att det inte har skett någon abnormal avkastning under eventfönstret. Att tillägga är dock att i varje signifikanstest och på nivåerna 10 %, 5 % och 1 % vid dag 0 faller värdet utanför det intervallet som är uppställt för respektive signifikansnivå. Detta betyder att på eventdagen har det skett en abnormal avkastning och detta bekräftar tydligt den effektiva markandshypotesen i den halvstarka formen.

Tänkbara anledningar till skillnaden i den abnormala överavkastningen är många till antalet och både svåra att lokalisera och garantera. Svårigheten ligger i att forskningen dels går isär i frågan och dels inte drar några egentliga slutsatser. Skillnaden skulle kunna tänkas bero på att icke-EU företagen förväntas kunna generera högre lönsamhet än både de inhemska företagen och EU-företagen. Det är naturligt att målföretagen upplever en ökad avkastning vid ett uppköp, vilket forskningen har visat på (se till exempel Cebenoya, Papaioannou och Travlos), men om man kan anta att ju mer vinst/större avkastning budföretaget kan förväntas skapa vid ett uppköp desto mer ”delar man med sig” av denna vid förvärvstillfället. Vinster som skulle kunna skapas av synergieffekterna som förväntas uppstå efter det genomförda förvärvet, vilket skulle leda till att AR skulle öka i relation till dessa förväntningar.

En annan tänkbar anledning, som nämnts tidigare och som även reflekteras i P/E-talet är en riskreduktion som uppstår då man genomför speciellt gränsöverskridande förvärv. Riskreduktionen uppstår då man diversifierar företaget. Diversifiering är dock sällan en bra anledning till att genomföra ett förvärv då ledningen gör något som investerarna själva kan göra bättre. Den osystematiska risken som är företagsspecifik är det dock viktigt att försöka minimera. Kiyamaz och Mukherjee lyckades genom sin undersökning av företagens betavärde före och efter genomförda förvärv visa att man lyckats minska risken då företagens beta

minskade i post-estimeringsfönstret. Detta är dock enbart sant för budföretaget då målföretaget inte upplever någon betariskreduktion.

Om man ser EU som en välintegrerad marknad, skulle den kunna jämföras med den inhemska amerikanska marknaden. Detta skulle då leda till att man antog att de gränsöverskridande förvärven inom unionen skulle förväntas skapa lika stor avkastning som de inhemska. I denna undersökning visade sig detta inte vara sant, då man genomfört en undersökning av inhemska förvärv och denna grupp placerade sig högre än de företag som kom från EU (exklusive svenska företag). Detta resultat är naturligtvis väldigt intressant och kanske till viss del oväntat, då tanken med EU är att skapa en väl fungerande inomunionsmarknad som skall gå att jämföras med till exempel USA. Det skulle dock också vara så att inomunionsförvärven inte skulle skapa en lika stor abnormal avkastning som de gränsöverskridande förvärven utanför unionen, vilket man också kan se i undersökningen. Detta då gränsöverskridande företagsförvärv generellt skapar en högre överavkastning än inhemska.

Maximeringen av aktieägarnas förmögenhet, vid speciellt gränsöverskridande förvärv, kan härledas till ett flertal faktorer som forskarna pekat på; till exempel betyder gränsöverskridande förvärv att fler företag konkurrerar om uppköpskandidaten vilket driver upp budpremien och utländska uppköp görs ofta med kontantbud vilket ger en högre premie. Se till exempel Cebenoya, Papaioannou och Travlos undersökning: *Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders*. I undersökningen genomförd i denna uppsats fann man att buden i de flesta fall gjordes kontant och gäller för alla urvalsgrupper, se Bilaga 3.

En anledning till att EU gruppen placerade sig så lågt i studien skulle kunna vara att Sverige inte ingår i eurosamarbetet, något som även Jonas Frycklund pekade på i den genomförda intervjun. Företag som ingår i valutaunionen kanske i större utsträckning väljer att investera i företag som även de ingår i denna, då man kan eliminera valutarisken som uppstår då två länder har olika valutor. Detta visade sig vara sant för till exempel Spanien där man upplevt en ökning av de gränsöverskridande företagsförvärven till en följd av införandet av euron (se Economist: Buy, buy, buy). Förvärvsaktiviteten ökade i euroområdet, då affärer underlättades då man nu handlar i en gemensam valuta. Olika valutor medför kostnader som inte kan diversifieras bort och risken ökar då kursen kan svänga från dag till dag. Om valutan spelar en stor roll i valet av uppköpskandidat inom unionen skulle då detta leda till en minskad konkurrens om de svenska målföretagen vilket minskar budpremien.

Ett företag utanför unionen som vill köpa ett företag inom EU kommer oavsett att behöva ta hänsyn till valutarisken och valutakursen kan här spela en viss roll. Gonzales, Vasconcellos, Kish & Kramer visade i sin undersökning av brittiska företag att det relativa värdet på dollarn spelade stor roll då de övervägde ett uppköp av ett amerikanskt företag, ju lägre dollarkursen stod jämförelse med pundet i desto större utsträckning köpte man amerikanska företag. Detta skulle då kunna tillämpas även i detta fall, då man gärna köper ett företag som relativt sätt är billigt på grund av en växelkursskillnad. I de fallen kanske företag som värderas i euro är relativt sätt dyrare än svenska företag om kronan står lågt i kurs. Man hoppas kunna genomföra en värdeinvestering där man hoppas på en värdeökning då målföretaget köps upp och blir en del av det nya företaget.

Det är lättare för EU-företagen att utvärdera företag inom unionen och man kan därmed lättare välja och välja bort företag beroende på kompatibiliteten. Detta ger dem större valmöjligheter och konkurrensen om de svenska målföretagen minskar. Här måste man även beakta kulturella skillnader som blir tydliga och man väljer kanske i större utsträckning att köpa upp ett företag från ett land som man är mer kompatibel med. Ett företag utanför unionen är troligtvis i större utsträckning mån om att komma in på EU marknaden och kommer att stöta på kulturella problem oavsett vilket land man än väljer att förvärva företag ifrån, därmed bortser man eventuellt från denna aspekt.

Det är troligen viktigt för ett företag utanför unionen att komma in på marknaden för att komma närmare konsumenterna och därmed är man kanske mer mån om att avsluta en affär och därav betalar man en högre premie för företaget i syfte att försäkra sig om att affären går i hamn.

5.1 Slutsatser

- Buden från företagen utanför den Europeiska Unionen skapade den största abnormala avkastningen, vilket leder till slutsatsen att de förväntas generera högre lönsamhet enligt den effektiva marknadshypotesen.
- På signifikansnivåerna 1, 5 och 10 procent förkastas hypotesen hos samtliga aktier oavsett budföretag under själva buddagen (dag 0) till skillnad från de övriga dagarna i eventfönstret. Detta bekräftar den effektiva marknadshypotesen, då marknaden reagerar på den nya informationen.

- Gruppen med icke-EU företag ”delar med sig” av de förväntade framtida vinsterna i större utsträckning varpå deras budpremie var högre.
- P/E-talets ökning under förvärvsåret leder till en slutsats om att man uppnår en viss riskreduktion vid de gränsöverskridande förvärven, då en rationell investerare är villig att betala mer för en aktie med lägre risk trots att de kanske inte i nuläget har lika hög vinst.
- Vid gränsöverskridande företagsförvärv konkurrerar fler potentiella köpare om företaget vilket driver upp budpremien.
- Att Sverige inte ingår i eurosamarbetet kan vara en anledning till att färre företag inom unionen konkurrerar om att köpa svenska företag varpå premien och därmed överavkastningen i denna grupp är lägre.
- Företagen från inom unionen har en bättre möjlighet att utvärdera företag inom unionen varpå de lättare kan välja bort företag de inte anses vara kompatibla med. Större valmöjligheter leder till mindre konkurrens om svenska företag varpå premien blir lägre.
- Det kan anses vara av stort värde för företag utanför unionen att komma in på marknaden för att komma närmare konsumenterna och därmed är företag utanför unionen mer måna om att slutföra uppköp varpå de betalar ett högre pris för att säkerhetsställa detta.

6 Slutdiskussion

I detta avsnitt kommer författarna att diskutera det som de anser är intressant med resultatet av undersökningen, både vad gäller resultatet som sådant, men även det som skulle kunna vara värt att reflektera över i ett vidare perspektiv. Slutdiskussionen är tänkt att representera författarnas egna tankar.

Man kan anta att de gränsöverskridande förvärven inte kommer minska med tiden, då trenden talar för en konstant ökning på grund av globaliseringens fortgående bör man inte försöka hindra dessa. De gränsöverskridande företagsförvärven sett från ett lands perspektiv anses som något positivt då man diskuterar inhemska företag som köper utländska konkurrenter. Det ses sällan som lika positivt då svenska företag blir uppköpta, då man är rädd för att jobb ska försvinna när företag omstruktureras och till och med läggs ner. När ägandet flyttar utomlands försvinner även vinsterna utomlands, men om antagandet om ökningen av gränsöverskridande förvärv håller bör man göra sitt yttersta för att maximera aktieägarnas vinst vid dessa uppköp. Genom att maximera aktieägarnas vinster maximerar man det kapital som stannar inom Sverige, kapital som kan vara till nytta för landet.

Om den Europeiska Unionen önskar att bli den mest konkurrenskraftiga regionen i världen behöver man agera på ett sätt som kan leda till ett förverkligande av denna tanke. Lissabonstrategin är ett fantastiskt koncept, men det är en lång väg dit och Europa kan snart se sig omkört av andra regioner som är på frammarsch. Tullunioner och samverkan inom diverse regioner ökar, det är en trend som man tydligt har sett vuxit de senaste åren. Unioner och samarbeten har skapats för att skapa konkurrensfördelar för de ingående länderna för att man inser vikten av att tillsammans är man starkare. EU har kommit långt vad gäller unionsarbetet, men det finns en del hinder på vägen.

I denna uppsats har bland annat kapitalmarknadens integration inom EU diskuterats, då meningen är att kapital skall kunna flöda fritt över gränserna. Om kapitalet skall kunna röra sig obehindrat över gränserna betyder detta att investeringar och företagsuppköp bör fungera med lätthet, på samma sätt som det gör på den inhemska marknaden. I undersökningen visade det sig att när företag från unionen köpte svenska företag genererade de inte en lika stor överavkastning som de utanför unionen.

I dagsläget bildas och förespråkas tullunioner som ska verka som olika handelsblock. Denna tydliga trend påvisar att enskilda länder inte klarar sig själva längre, för att inte hamna utanför gemenskaperna bör man ingå i någon form av gemenskap.

Nästa steg för EU är införandet av euron i alla medlemsländer och detta kan komma att stimulera handeln inom unionen ännu mera, då inga kursdifferenser behöver tas hänsyn till. Detta kan även ha effekter som att förvärven inom unionen kommer att öka ytterligare alternativt kommer det att finnas fler spekulanter från andra delar av världen, då det även kommer att bli enklare för dem vid en gemensam valuta. Författarna anser att vid ett införande av euron i Sverige kommer det troligtvis att stimulera den gränsöverskridande handeln av företag, då valutarisikfaktorn är eliminerad.

Protektionismen måste utrotas om EU ska kunna trappa upp sin tillväxt något. I dagsläget springer marknader som Indien och Kina om oss med hästlängder och därmed måste vi utnyttja våra befintliga resurser till max. Man måste bortse från protektionismen och lägga produktion och forskning och utveckling i de länderna där de är mest fördelaktigt, i syfte att utvinna den maximala utvecklingen. Lissabonstrategin kommer vi aldrig att nå upp till, men vi måste försöka för att hänga med i utvecklingen och inte riskera att halka ännu längre efter.

En fråga som inte diskuterats i speciellt stor utsträckning i denna uppsats, då det inte har någon *direkt* påverkan på storleken på överavkastningen, är konkurrenslagstiftningen. Konkurrenslagstiftningen påverkar dock i vilken utsträckning förvärv görs och därmed konkurrensen om de svenska företagen som uppköpskandidater. Om konkurrensen om de svenska företagen ökar skulle det leda till att budpremien ökar i relation till denna ökade konkurrens. Det som författarna kan konstatera är att de företagen som har ingått i undersökningen har gått igenom konkurrensgranskningen och därmed heller inte varit ett hot mot konkurrensen, eftersom alla företagen har genomfört förvärven. Det som kan tilläggas är att dessa gemensamma konkurrensregler som den Europeiska Unionen har stiftat, har i syfte att granska hela marknaden inom EU och därav kan vi med säkerhet fastställa att förvärven har skett på ett tillåtet sätt. Det kan dock förekomma en viss skevhet i jämförelser mellan de nationella marknaderna inom unionen, då flertalet medlemsländer är till storlek mycket varierande. Förvärv på den nationella nivån inom de mindre länderna kan ha stoppats, som inte skulle ha stoppats på den nationella nivån i de större länderna. Med detta menas att marknadens storlek har betydelse i konkurrensfrågor. Det skulle kunna leda till att det i Sverige, som är en liten marknad, är svårare att få igenom ett förvärv då det påverkar konkurrensen i större utsträckning.

I lönsamhetsundersökningen har författarna inte kunnat komma fram till ett tillräckligt tillfredsställande resultat, då bortfallet var alltför stort för att resultatet ska kunna vara

representativt för hela populationen. Detta är givetvis olyckligt, men vissa slutsatser kunde dras utifrån den information som fanns till hands, men detta har redan diskuterats i analysen.

De flesta länder/företag ingår i någon form av gemenskap och lojaliteten mot dessa är i dagsläget kanske inte det mest essentiella. I syfte att skapa sig själv de bästa förutsättningarna tar företagen den vägen som för dem anses vara den mest fördelaktiga. Även om avtal inom regionerna har skapats för att underlätta handeln inom området, betyder inte det att handel med den egna regionen är det första och enda alternativet. Då nya attraktiva marknader upptäcks sluts nya handelsavtal mellan dessa, till dess att efterfrågan är mättad. Protektionismen är alltså inte svaret på framgång, utan snarare kommer det att verka stjälpande. Företagen måste verka på en internationell marknad för att i dagsläget kunna vara konkurrenskraftiga och överleva, de gränsöverskridande företagsförvärven är en bra början till detta.

6.1 Vidare forskning

Det skulle vara intressant att studera ett större urval företag över en längre period. Speciellt för att jämföra vad som hände efter EU: s utvidgning. Det skulle även vara intressant att titta närmare på budföretagen, både inhemska företag som köper utländska konkurrenter och vice versa. Man skulle även kunna göra en betydligt grundligare lönsamhetsundersökning för att kunna utvärdera hur ett förvärv påverkar lönsamheten i det nya företaget. Sverige är dessutom en relativt liten marknad varpå en större europeisk undersökning skulle kunna vara av intresse.

Denna typ av forskning känns allt viktigare i vår globaliserade värld då det visar på effekterna av globaliseringen och europeiseringen. Det finns inte mycket svensk forskning på området och den är även begränsad på EU nivå. Genom att genomföra den typ av jämförande studier kan man skapa sig en bild av hur väl samarbetet inom EU fungerar och hur integrerade de internationella kapitalmarknaderna egentligen är.

7 Kritisk granskning

7.1 Validitet och reliabilitet

Svagheterna med valet av den kvantitativa forskningsansatsen är att kvalitén i data kan vara bristfällig, på det viset att det är beroende av vilket sätt insamlingen har skett.¹⁵⁴ Författarna har för att försöka värja sig mot detta problem, varit strukturerande och konsekventa vid insamlingen av siffrorna. De källorna som har använts vid insamlingen, Six Trust databas och Affärsdata anses vara pålitliga källor och därav resulterar det även i ett pålitligt resultat. Vid insamling av siffror för lönsamhetsundersökningen har de primära källorna varit företagens egna hemsidor och dess årsredovisningar. Dessa källor anses även dem vara pålitliga.

Inom den kvalitativa ansatsen spelar, som i början nämnt, forskarnas åsikter och värderingar in väldigt mycket. Detta betyder även då att resultatet får en stark prägel av personerna bakom forskningen och prägelns bygger på vad som författarna har studerat tidigare och skaffat sig kunskap om. För att undvika allt för stor prägel, ska i den utsträckningen som det är möjligt, en neutralitet bibehållas från författarnas sida.

Validiteten i uppsatsen kan anses hög, då rätt data har använts för att mäta det som författarna ämnat mäta. Ett av skälen till det är att metoden har triangulerats i syfte till att säkerställa resultaten och att rätt saker har mätts. Författarna anser sig ha begrundat ett flertal olika teorier och förklaringar till resultaten och därav anses måttet på hur väl författarna har mätt sin studie hög.

Intervjutekniken anses även den ha hög validitet, då intervjuarna har haft direktkontakt med respondenten och därav har svaren kunnat kontrolleras i frågan om riktighet och relevans. (Mer om intervjutekniken nedan).

Att en studie är tillförlitlig och korrekt är mycket viktigt. Kriteriet för tillförlitlighet innebär huruvida forskningsinstrumenten är neutrala och om de skulle ge samma resultat om studien gjordes vid ett annat tillfälle.¹⁵⁵ Denna studie kan anses ha hög reliabilitet, då den sekundärdata som använts kommer från pålitliga källor som Business Source Elite, JSTOR, Six Trust databas och årsredovisningar. Neutraliteten från författarnas sida är en annan viktig faktor för att skapa en hög reliabilitet. Författarnas egna åsikter ska om möjligt inte blandas in. En medvetenhet finns dock om att det kan vara svårt att inte färga analysen, då mycket av

¹⁵⁴ Denscombe; *Forskningshandboken*; 2006:241

¹⁵⁵ *Ibid.*; 2006:250

författarnas kunskaper troligtvis omedvetet kommer att spela in. Syftet är att analysen ska vara neutral medan slutdiskussionen ska bära fram författarnas åsikter.

Kontrollen av studien och dess resultat är en annan viktig faktor.¹⁵⁶ Kontrollen av att eventstudien är korrekt baseras på tre antaganden, att marknader är effektiva, att händelsen är oförutsedd och att inga andra händelser skett under perioden.¹⁵⁷ Den effektiva markandshypotesen antas fungera, då marknaden reagerar vid tillgång av ny information. Denna behandlas även mer utförligt i teorikapitlet (se avsnitt 3.9). Att händelsen (eventet) är oförutsedd anses uppfylld, men svagheten på denna punkt är att det inom budföretaget givetvis måste ha funnits vetskap om denna händelse, men att den krets som haft den informationen varit relativt liten. Den sista punkten, att inga andra händelser skett under eventperioden, anses även den vara uppfylld.

7.1.1 Eventstudie

En negativ aspekt vad gäller eventstudien är, då Sverige är ett litet land har det heller inte skett ett så stort antal uppköp av svenska företag och därav blir populationen inte alltför stor. Resultatet kan ha påverkats av eventuella extremvärden och därav ge ett snedvridet resultat. Populationen från undersökningen har inte varit märkbart stor och därför har alla företagen som värden kunnat utläsas från tagits med.

I eventstudien har författarna använt sig av hela populationer vad gäller EU- och icke-EU-företagen. Undersökningen för Sverige har däremot ett slumpmässigt urval skett. Det som måste tas hänsyn till är att i helpopulationundersökningarna har det förekommit flera bortfall och därav är orsaken till att det valts att utföra signifikanstest.

7.1.2 Intervjuteknik

Intervjun har skett utifrån ett semistrukturerat frågeformulär, intervjuarna har varit flexibla vad gäller ordningsföljd och låtit respondenten själv utvecklat sina idéer, om sådana funnits. Intervjuarna har även utvecklat sina synpunkter och försökt fått dem bekräftade av respondenten. Detta kan givetvis anses som ledande frågor, men har ansetts vara nödvändigt i vissa situationer för att leda in respondenten på rätt spår. En kritisk aspekt att ha i åtanke vid

¹⁵⁶ Denscombe; *Forskningshandboken*; 2006:251

¹⁵⁷ McWilliams & Siegel; "Event studies in management research: theoretical and empirical issues" 1997:629

personliga intervjuer, är den så kallade intervjuareffekten. Den innebär att intervjuaren kan ha påverkan på hur respondenten svarar på frågorna, det är då framförallt intervjuarens identitet som kan påverka vilka svar respondenten ger.¹⁵⁸ Författarna anser dock att detta inte var ett större problem, då ämnet i sig inte anses vara så känsligt och inget orosmoment kunde avläsas från respondenten.

Det som författarna från början hade tänkt sig var att två till tre intervjuobjekt skulle hittas, i syfte att kunna jämföra svaren. Detta visade sig dock inte möjligt eftersom endast en av de tillfrågade visade intresse. Ett bättre djup hade givetvis åstadkommit om fler personer hade kunnat intervjuas, men då syftet med intervjun var att få resultaten av eventstudien kommenterade och detta erhöles av den svarande respondenten, Jonas Frycklund, anser sig författarna mycket nöjda.

Upptagningen av informationen som erhöles vid intervjun har antecknats av båda intervjuarna och därav anser författarna att all information har lyckats observerats. Behandlingen av intervjumaterialet skedde sedan direkt efter intervjun medans allt fanns färskt i huvudet på intervjuarna.

7.1.3 Källkritik

De artiklar som har använts har hämtats i databaser som Business Source Elite och JSTOR . I dessa databaser publiceras forskningsrapporter och artiklar som anses upprätthålla viss kvalitet och därav vill författarna anse dessa som tillförlitliga.

De hemsidor som har använts i studien för att få fram årsredovisningarna till företagen kan anses pålitliga, då det har varit deras officiella hemsida som representerar företagen. Årsredovisningarna kan heller inte ifrågasättas om de är korrekta, då de har blivit reviderade enligt lag och därav anses de mycket pålitliga.

¹⁵⁸ Denscombe; *Forskningshandboken*; 2006:139

8 Källförteckning

8.1 Tryckta källor

8.1.1 Verk

- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J.; *Investments*; McGraw-Hill; USA, 2008
- Denscombe, Martyn, *Forskningshandboken – För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*; Studentlitteratur, 2006, Lund, Sverige.
- Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan; ; *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2004*; Bulls Tryckeribolag, 2004, Halmstad, Sverige
- Fristedt, Daniel, Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan; *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2003*; Bulls Tryckeribolag, 2003, Halmstad, Sverige
- Kohler, Heinz, *Statistics for Business and Economics*, 3rd edition. New York, USA: Harper Collins College Publishers, 1994.
- Körner, Svante och Wahlgren Lars, *Statistiska metoder*, andra upplagan, Studentlitteratur 2005, Lund, Sverige.
- Palepu, Healy & Bernard; *Business Analysis & Valuation – Using financial statements*; 2004; South-Western
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey; *Corporate Finance*; McGraw-Hill Irwin; USA; 2002
- Seth, Torsten; *WTO och den internationella handelsordningen*; 2004; Studentlitteratur; Lund, Sverige
- Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan; *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2001*; Bulls Tryckeribolag, 2001, Halmstad, Sverige
- Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan; *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 1999*; Bulls Tryckeribolag, 1999, Halmstad, Sverige
- Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan; *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2000*; Bulls Tryckeribolag, 2000, Halmstad, Sverige
- Sundin, Anneli och Sundqvist, Sven-Ivan; *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2002*; Bulls Tryckeribolag, 2002, Halmstad, Sverige
- White I. Gerald, Sondhi C. Ashwinpaul och Fried Dov; *Fianacial Statements 2nd edition*; John Wiley & sons, Inc; 1997, USA

8.1.2 Artiklar

- Bernitz, Ulf, *Företagsförvärv inom EU: Rättsliga problem för stora företag med en liten hemmamarkand*, Svenska institutet för europapolitiska studier, 2003.
- Black, Ervin L.; Carnes, Thomas A.; Jandik Tomas & Henderson, B. Charlene ;
The Relevance of Target Accounting Quality to the Long-Term Success of Cross-Border Mergers; Journal of Business Finance & Accounting; 34 Issue 1-2
Page 139-168, January/March 2007
- Brown, J. Stephen, Warner, B. Jerold, *Using daily stocks returns – the case of event studies*,
Quarterly Journal of Business & Economics, Winter 1990, Vol. 29 Issue 1
- Butler, Kirt C.; *Multinational Finance*; South-Western; USA; 2004
- Buy, buy, buy*; Economist; 2/10/2007, Vol. 382 Issue 8515, p9-10, 2p, 1 chart, 1 map
- Campa & Hernando; *Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border takeover Bids*; European Financial Times; Vol. 10, No 1; 2004
- Cebenoya, Sinan; Papaioannou, Geroge J. & Travlos, Nickolaos G.; *Foreign takeover activity in the U.S. and wealth effects for target firm shareholders*; Financial Management; Vol. 21, No. 3 (Autumn, 1992), pp. 58-68
- Crossing the border*; Mergers & Acquisitions: The Dealermaker's Journal; Oct2007, Vol. 42
Issue 10, p12-14, 2p, 2 graphs
- Dominius, Jimmy, *Lilla konkurrensboken*, Konkurrensverket, 2005.
- Doukas, A John och LHP Lang, "Foreign direct investment, diversification and firm performance", Journal of International Business Studies vol. 34, 2003.
- Goergen & Renneboog; *Shareholder Wealt Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids*; European Financial Times; Vol. 10, No 1; 2004
- Gonzales, Pedro; Vasconcellos, Geraldo; M.; Kish, Richard J. & Kramer, Jonathan K.; *Cross-border and acquisitions: maximizing the value of the firm*; Applied Financial Economics; 1997, nr. 7; 295-305
- Jensen, M.; *Takeovers: Their causes and consequences*; The Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, No. 1. (Winter, 1988), pp. 21-48.
- Kiyamaz, Halil; Mukherjee, Tarun K.; *Parameter shifts when measuring wealth effects in cross-border mergers*; Global Finance Journal, 2001, Vol. 12 Issue 2, p249, 18p,
5 charts

- Kiyamaz, Halil; Mukherjee, Tarun K.; *The Impact of Country Diversification on Wealth Effects in Cross-Border Mergers*; Financial Review, May2000, Vol. 35 Issue 2, p37, 22p
- Kritzman, Mark P.; *What practitioners need to know about event studies*; Financial Analysts Journal, November-December; 1994
- Lee, Tung-Jean och Caves, Richard E.,"*Uncertain outcomes of foreign Investment: Determinants of the dispersion of Profits after large acquisitions*", Journal of international Business studies, vol. 29, 1998.
- Less mania, more merging*; Economist; 05/29/99, Vol. 351 Issue 8121, p16-18, 2p, 1bw
- MacKinley, A. Craig, *Event studies in economics and finance*, Journal of Economic Literature, Mar 1997, Vol. 35 Issue 1
- McWilliams, A. Siegel, D. *Event studies in management research: theoretical and empirical issues*, Academy of Management Journal, Jun97, Vol. 40 Issue 3.
- Markides, Constantinos C. & Ittner, Christopher D.; *Shareholder benefits from corporate international diversification: Evidence from the U.S. International Acquisitions*; Journal of International Business Studies; 1994 2nd Quarter, Vol. 25 Issue 2, p343-366, 24p
- Sleuwaegen, Leo, *Cross-border mergers and EC competition Policy*; World Economy, Nov 1998, Vol. 21 Issue 8.
- To the barricades*; Economist; 3/4/2006, Vol. 378 Issue 8467, p55-56, 2p, 1 chart, 1bw
- Watson, Thomas; *Union blues*; Canadian Business; 3/27/2006, Vol. 79 Issue 7, p11-11, 1/8p, 1c
- Williams, H. W, *A beginner's guide to event studies*, Journal of Insurance Regulation, Summer2004, Vol. 22 Issue 4

8.2 Elektroniska källor

<http://www.sh.se> / bibliotek / sök informationsresurs / trust

Six Trust Database

<http://www.sh.se> / bibliotek / sök informationsresurs / nationalencyklopedin

Nationalencyklopedin

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/nyheterochstatistik/corporateactions/bud/?contentId=12733>

1999

2007-10-12

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/nyheterochstatistik/corporateactions/bud/?contentId=12734>

2000

2007-10-12

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/nyheterochstatistik/corporateactions/bud/?contentId=12735>

2001

2007-10-09

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/nyheterochstatistik/corporateactions/bud/?contentId=12736>

2002

2007-10-09

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/newsandstatistics/corporateactions/tenderoffers/?contentId=12737>

2003

2007-10-09

<http://di.se/Nyheter/?O=Index&page=%2fAvdelningar%2fpresreleaseShow.aspx%3fpresSeqNo%3d514%26pressCp%3d1>

2007-10-12

Autodiagnos och GenRad Inc

<http://www.ad.se/index.php?serv=nyhetsarkiv>

2007-10-12

Iquity systems och Iquity Systems Inc

Gränsöverskridande företagsförvärv
Liza Högosta och Jenny Johansson

<http://www.ad.se/index.php?serv=nyhetsarkiv>

2007-10-12

Intra International och IntraUSA Inc

<http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:liu:diva-8274>

Gunneng, Vibeke, *Kvalitativ metod – vetenskap eller inte?*

<http://bors.affarsvarlden.se/aboutafgx.aspx>

2007-10-31

<http://www.dealogic.com/en/about.htm>

2007-11-15

http://www.heidelbergcement.com/global/en/company/investor_relations/financial_publications/financial_reports.htm

Heidelberg Zement

2007-11-27

<http://phx.corporate-ir.net/phoenix.zhtml?c=88577&p=irol-news>

Hilton group

2007-11-27

<http://www.raisiogroup.com>

Raisio group

2007-11-27

<http://www.tietoenator.com/default.asp?path=1,95,2734>

TietoEnator

2007-11-27

<http://www.metso.com/>

Metso Oyj

2007-11-27

<http://www.eon.com/en/investoren/11648.jsp>

E.ON

2007-11-27

http://www.baxter.com/about_baxter/investor_information/annual_report/sub/archives.html

Baxter

2007-12-12

<http://ir.blyth.com/pages/areport.html>

Blyth Industries Inc

Gränsöverskridande företagsförvärv
Liza Högosta och Jenny Johansson

2007-12-12

<http://www.shareholder.com/sanm/edgar.cfm?DocType=Annual&Year=>

Sanmina Corp

2007-12-12

<http://investor.nobelbiocare.com/phoenix.zhtml?c=139018&p=irol-reports>

Nobel Biocare

2007-12-12

<http://www.europarl.europa.eu/highlights/sv/1001.html>

Europaparlamentet

2008-01-02

Bilaga 1

Urval

Tabellen nedan visar uppköpta företag, respektive uppköparen, dess nationalitet samt vilket datum budet lades för de företag som inte kommer från den Europeiska Unionen.

	Uppköpt	Uppköpare	Nationalitet på uppköparen	Buddatum
1	Spectra-Physics	Thermo Instrument System Inc	USA	1999-01-07
2	ABB (sverige)	ABB Ltd	Schweiz	1999-02-04
3	Liljeholmens	Blyth Industries Inc	USA	1999-04-09
4	Gibeck	Hudson RCI	USA	1999-05-12
5	Sendit	Microsoft Corp	USA	1999-06-01
6	Iquity Systems	Iquity Systems Inc	USA	1999-12-15
7	Althin Medical	Baxter International Inc	USA	1999-12-22
8	Autodiagnos	GenRad Inc	USA	2000-02-22
9	BT Industries	Toyota	Japan	2000-04-04
10	Gylling Optima Batteries AB	Johnson Controls Inc	USA	2000-08-28
11	Intra International	IntraUSA Group Inc	USA	2000-12-01
12	Jobline International	TMP Worldwide Inc	Kanada	2001-01-25
13	Segerström&Svensson	Sanmina Corp	USA	2001-01-26
14	Esselte	JW Childs Equity	USA	2002-05-24
15	Nobel Biocare	Nobel Biocare AG	Schweiz	2002-05-27
16	Biora	Straumann Holding AG	Schweiz	2003-04-07
17	Perbio Science	Fisher Scientific International Inc	USA	2003-06-26
18	Pandox	Eiendomsspar AS och Sundt AS	Norge	2003-11-21
19	LGP Allgon Holding	Powerwave Technologies Inc	USA	2003-12-01

Tabellen nedan visar uppköpta företag, respektive uppköparen, dess nationalitet samt vilket datum budet lades för de företag som kommer från den Europeiska Unionen.

	Uppköpt	Uppköpare	Nationalitet på uppköparen	Buddatum
1	BTL	Stinnes AG	Tyskland	1999-02-01
2	Asticus	IVG Holding AG	Tyskland	1999-03-08
3	Enator	Tieto Oy	Finland	1999-03-30
4	ASG	Danzaz AG (Deutsche Post)	Tyskland	1999-04-26
5	Scancem	Heidelberg Zement AG	Tyskland	1999-07-27
6	AGA	Lind AG	Tyskland	1999-08-16
7	Lundgrens EI	GTIE	Frankrike	1999-12-15
8	Kalmar Industries	Partek Oyj	Finland	1999-12-17
9	Piren	Rodamco Continental Europé	Holland	2000-02-02
10	Zeteco	Partek Oyj Abp	Finland	2000-05-12
11	Entra Data	TietoEnator Oyj	Finland	2000-05-15
12	Svedala	Metso Oyj	Finland	2000-06-21
13	IRO	Van de Wiele NV	Holland	2000-08-21
14	Atle	Ratos och 3i	Sverige och Storbritannien	2001-02-19
15	Sydskraft	E.ON Energie AG	Tyskland	2001-02-21
16	Scandic Hotels	Hilton Group	Storbritannien	2001-04-23
17	J & W	WSP Group Plc	Storbritannien	2001-05-11
18	Munksjö	Smurfit Holdings	Irland	2002-01-29
19	JP Nordiska Holding	Kaupthing Bank	Island	2002-08-29
20	Europolitan Vodafone	Vodafone Plc	Storbritannien	2003-02-05
21	Diffchamb	Raisio Group Plc	Finland	2003-02-12
22	Scandiaconsult	Ramböll A/S	Danmark	2003-02-17

Tabellen nedan visar uppköpta företag, respektive uppköparen samt vilket datum budet lades för de företag som kommer från Sverige.

	Uppköpt	Uppköpare	Nationalitet på uppköparen	Buddatum
1	Prifast	Balder	Sverige	1999-03-01
2	Martinsson	Atle AB	Sverige	1999-09-16
3	Wilkenson Handskmakarn	Wedins Norden AB	Sverige	1999-10-04
4	Humlegården	Länsfastigheter	Sverige	1999-11-01
5	Diligentia	Skandia Liv	Sverige	2000-03-20
6	Provobis	Scandic Hotels AB	Sverige	2000-04-12
7	Lifco	Carl Benett	Sverige	2000-06-15
8	Diös	AP Fastigheter AB	Sverige	2000-09-27
9	Assi-Domän AB	Sveaskog	Sverige	2001-01-10
10	Perstorp AB	Sydsvenska Kemi	Sverige	2001-03-22
11	Matteus AB	NH Nordiska Holding AB	Sverige	2001-04-10
12	Platzer Fastigheter AB	Ernströmgruppen AB	Sverige	2001-05-31
13	Scandinavia Online AB	Eniro AB	Sverige	2001-11-20
14	Kipling Holding AB	Dimension AB	Sverige	2001-12-17
15	IMS Data AB	Martinsson gruppen	Sverige	2002-02-18
16	Realia	Columna	Sverige	2002-04-23
17	Pronyx AB	Teleca AB	Sverige	2002-07-05
18	Epsilon AB	Danir	Sverige	2003-01-09
19	Mandamus Fastigheter AB	LRF Fastigheter	Sverige	2003-03-20
20	Celtica Fastighetsab	Ljungberg Gruppen AB	Sverige	2003-06-13
21	Dimension AB	ProAct IT Group AB	Sverige	2003-11-24

Bilaga 2

Intervjufrågor

Vår uppsats behandlar gränsöverskridande företagsförvärv där fokus ligger på företag från inom den Europeiska Unionen (EU) och företag utanför unionen. Tanken är att undersöka den onormala överavkastningen som skapas då förvärvet annonseras. Målföretaget är svenskt och förvärven är gjorda mellan åren 1999-2003. En testgrupp med nationella förvärv har även undersökts. Vidare skall även en undersökning av lönsamheten att genomföras för att närmare studera effekter som dessa gränsöverskridande förvärv skapar.

I undersökningen visade det sig att den onormala överavkastningen var störst i gruppen med företag från utanför unionen (icke-EU företag) och den gruppen med lägst resultat var den som innehöll företag från inom EU. Den nationella testgruppen placerade sig mellan de två andra grupperna.

1. Vilka skulle kunna vara de tänkbara drivkrafterna bakom gränsöverskridande företagsförvärv?

2. Sett ur företagets perspektiv vad är fördelarna respektive nackdelarna med uppköp från ett EU respektive icke-EU företag?

3. Sett ur det svenska målföretagets perspektiv vad är att föredra?

4. Vad skulle kunna vara tänkbara förklaringar till att förvärven där budföretaget är från EU har den lägsta onormala överavkastningen i undersökningen?

Kan konkurrenslagstiftningen vara en begränsning för gränsöverskridande förvärv inom EU? Eller är det helt enkelt inte sett att vara lika lönsamt? Kan de faktum att Euron inte införts i hela unionen vara en bakomliggande faktor?

5. Om du fick en möjlighet att spå i framtiden hur tror du utvecklingen kommer att se ut? Kommer vi att se mer gränsöverskridande förvärv inom unionen eller kommer man leta sig utanför dess gränser?

6. För att Lissbonstrategin ska bli verklighet (att EU ska bli den mest konkurrenskraftiga regionen i världen) behöver vi då se mer euroföretag, som arbetar över gränserna? Bör vi inom unionen främst värna om varandra och se vad vi tillsammans kan åstadkomma innan vi letar oss utanför unionen, vad gäller uppköp?

7. Vad skulle behöva göras för att man skulle se en ökad överavkastning vid EU företags förvärv?

8. Kan den nya marknaden i framför allt Östeuropa påverka? Då denna undersökning fokuserat på förvärv gjorda 1999-2003 kan det vara möjligt att man skulle se ett annat resultat om man tittat på förvärv gjorda efter utvidgningen 2004?

9. Övriga kommentarer

Bilaga 3

Vidare information om företagen

EU-företag

Målbolag	Köpare	Villkor	Likvid, exkl köparens ägande vid uppköpstillfället i mkr
BTL	Stinnes AG	Kontantbud	3 288
ASG	Danzas AG	Kontantbud	3 328
ASTICUS	IVG Holding AG	Kontantbud	3 668
Enator	Tieto Corp. Oyj	Aktiebyte	--
Scancem	Heidelberger Zement AG	Kontantbud	5 600
AGA	Linde AG	Kontantbud	30 900
Kalmar Industries	Partek Oyj	Kontantbud	780
Emil Lundgren	GTIE S.A.	Kontantbud	120
Piren	Rodamco N.V.	Kontantbud	994
Svedala	Metso Abp	Kontantbud	8 882
Zeteco	Partek Oyj Abp	Kontantbud	306
Entra	TietoEnator AB	Aktiebyte	--
IRO	Van de Wiele	Kontantbud	1 531
ATLE AB	Ratos AB och 3i Group plc	Kontantbud	8 343
Sydskraft AB	E.ON Energie AG	Kontantbud	23 400
Scandic Hotels AB	Hilton Group PLC	Kontantbud/Aktiebyte	8 900
Jacobson & Widmark AB	WSP Group PLC	Kontantbud	1 033
Munksjö AB	Smurfit Holdings	Kontantbud	2 467
JP Nordiska AB	Kaupthing Bank hf.	Aktiebyte	-
Europolitan Vodafone AB	Vodafone Group Plc.	Kontantbud	-
Diffchamb AB	Rasio Group	Kontantbud	158,2
Scandiaconsult AB	Rambøll	Kontantbud	685,6
Song Networks Holding AB	Tele2 AB	Kontantbud	4 950
	Summa:		109 334
	Snitt:		4 754

Kontant: 19 st.
Val mellan aktie och kontant: 1 st.
Aktiebyte: 3 st.
Multipla bud: 1st med 2 budföretag

Icke-EU företag

Målbolag	Köpare	Villkor	Likvid, exkl köparens ägande vid uppköpstillfället i mkr
Spectra-Physics	Thermo Instrument Inc.	Kontantbud	2 819
ABB	ABB Ltd	Aktiebyte	--
Liljeholmens	Blyth Inc.	Kontantbud	232
Gibeck	Hudson RCI Inc.	Kontantbud	428
Althin Medical	Baxter Sweden	Kontantbud	632
BT Industries	Toyoda Automatic Loom Works, Ltd	Kontantbud	7 700
Gylling Optima Batteries AB	Johnson Controls Inc.	Kontantbud	564
Jobline International AB	TMP Worldwide Inc.	Kontantbud	1 123
Segerström & Svensson AB	Sanmina Corp.	Aktiebyte	-
Esselte AB	JWCA	Kontantbud	3 100
Nobel Biocare AB	Nobel Biocare Holding AG	Aktiebyte	-
Biora AB	Straumann Holding AG	Kontantbud	404
Perbio Science AB	Fisher Scientific International Inc.	Kontantbud	5 716
Pandox AB	APES Holding	Kontantbud	-
LGP Allgon Holding AB	Powerwave Technologies Inc.	Kontantbud/Aktiebyte	3 070
Sendit	Microsoft	Kontantbud	
Iquity Systems		Aktier och optioner	
Autodiagnos	GenRad	Kontantbud	233
Intra International	Intra USA	Kontantbud	

Summa: 26 021
Snitt: 1 370

Kontant: 15 st.
Val mellan kontant och aktie: 1 st.
Aktie: 4 st.
Multipla bud: 1 st med 2 budföretag

Sv-Sv

Målbolag	Köpare	Villkor	Likvid, exkl köparens ägande vid uppköpstillfället i mkr
PriFast	Balder AB	Kontantbud	1 500
Humlegården	Länsfastigheter	Kontantbud	604
Martinsson	Atle AB	Kontantbud	165
Wilkenson Handskmakarn	Wedins Norden AB	Aktiebyte	--
Diligentia	Skandia Liv	Kontantbud	5 225
Lifco	Carl Benett	Kontantbud	305
Provobis	Scandic Hotels AB	Kontantbud/Aktiebyte	
Diös	AP Fastigheter AB	Kontantbud	1762
Bulten AB	Finnveden AB	Kontantbud	735
AssiDomän AB	Sveaskog	Kombination	
Perstorp AB	Sydsvenska Kemi	Kombination	8 048
Platzer Fastigheter AB	Ernstströmgruppen AB	Kontantbud	512
Kipling Holding AB	Dimension AB	Kontantbud/Aktiebyte	
Scandinavia Online AB	Eniro AB	Kontantbud	523
Realia AB	Columna	Kontantbud/Aktiebyte	
IMS Data AB	Martinsson Gruppen	Kontantbud	102
Pronyx AB	Teleca AB	Kontantbud/Aktiebyte	
Epsilon AB	Danir	Kontantbud	112
Celtica, Fastighetsab	LjungbergGruppen AB	Kontantbud	136,8
Mandamus Fastigheter AB	LRF Fastigheter	Kontantbud	1 252
Dimension AB	ProAct IT Group AB	Kontantbud/Aktiebyte	
	Summa:		20 982
	Snitt:		999

Kontant bud: 15 st.
Annat: 2 st.
Valfritt kontant eller aktie: 4 st.
Multipla bud: 1 st med 3 budföretag