

Södertörns högskola
Institutionen för Ekonomi och företagande
Kandidatuppsats i Företagsekonomi Ht 2008

Företagsförvärv

– Eventstudie om onormal avkastning vid
offentliggörandet av förvärv.

Av: Maija Koskela, Eryk Kudlinski
Handledare: Curt Scheutz

Sammanfattning

Uppsatsens Titel: Företagsförvärv - Eventstudie om onormal avkastning vid offentliggörandet av förvärv.

Författare: Maija Koskela, Eryk Kudlinski

Handledare: Curt Scheutz

Syftet med uppsatsen är att undersöka om onormal avkastning genereras vid offentliggörandet av bud angående företagsförvärv för det förvärvande företags aktieägare. Vidare jämför vi om avkastningen blir annorlunda beroende på företagets storlek, vilken bransch de tillhör samt vilken typ av företag som förvärvas.

Studien utförs genom ett kvantitativt angreppssätt med hjälp av en eventstudie. Data består av aktiekurser från 34 bolag som jämförs med index. Eventfönstret som studeras är tio dagar, fyra dagar innan budet offentliggörs, buddagen samt fem dagar efter buddatumet. Studien baseras på bolag noterade på Stockholmsbörsen. Buden på förvärv har ägt rum mellan 1999 och 2008.

Till undersökningen tillämpas teorin om effektiva marknadshypotesen och en klassificering av målföretaget.

Resultat: Dagen för offentliggörandet av budet samt för hela eventfönstret ges det förvärvande företags aktieägare en negativ onormal avkastning. Uppdelningen av förvärven efter bransch visade att hälsovårds, Finans- och IT-branschen ger en positiv onormal avkastning medan Industribranschen ger en negativ onormal avkastning. Horisontella förvärv ger en positiv onormal avkastning medan vertikala förvärv ger en negativ onormal avkastning. Small Cap-bolag ger en positiv onormal avkastning, Mid Cap-bolag ger en negativ onormal avkastning och Large Cap-bolag ger en marginell negativ onormal avkastning. Samtliga onormala avkastningar är marginella. För att se om den onormala avkastningen är signifikant tillämpades en hypotesprövning som visade att det empiriska resultatet inte kan säkerställas statistiskt.

Innehållsförteckning

1 Inledning	3
1.1 Bakgrund.....	3
1.2 Problemdiskussion	4
1.3 Frågeställning.....	5
1.4 Syfte	5
1.5 Målgrupp.....	6
1.6 Ordförklaring	6
1.7 Disposition	6
2 Teori	7
2.1 Tidigare studier och motiv	7
2.2 Effektiv marknadshypotes.....	9
2.3 Förvärvstyper	10
3 Metod	12
3.1 Kvantitativ metod.....	12
3.2 Databesamling	12
3.3 Eventstudie.....	12
3.3.1 Händelse och händelsefönster definieras	13
3.3.2 Urvalsram.....	13
3.3.3 Estimeringsfönster definieras.....	14
3.3.4 Val av index.....	14
3.3.5 Onormal avkastning	15
3.3.6 Hypotesprövning.....	16
3.4 Bortfall	19
3.5 Metodkritik	19
4 Empiri.....	21
4.1 Resultat och analys.....	21
4.1.1 Onormal avkastning	21
4.1.2 Påverkande faktorer	25
5 Slutsats	34
6 Förslag på vidare forskning	35
7 Källförteckning	36
Elektroniska källor	36
Litteratur.....	36
Vetenskapliga artiklar.....	37
Bilaga 1	40
Bilaga 2	41
Bilaga 3	42
Bilaga 4.....	43
Bilaga 5	44
Bilaga 6	45
Bilaga 7	46
Bilaga 8.....	47
Bilaga 9	48
Bilaga 10	49
Bilaga 11	50
Bilaga 12	51

1 Inledning

I detta inledande kapitel introduceras ämnet för uppsatsen. En bakgrund ges som följs av problemdiskussion som mynnar ut i frågeställningen och syftet med studien. I slutet av kapitlet presenteras målgrupp för uppsatsen samt disposition över de resterande kapitlen i uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Sparandet i aktier har ökat bland allmänheten, antingen direkt i aktier och obligationer eller indirekt via pensionssystemet. De senaste 30 åren har antalet personer som äger aktier ökat snabbt i Sverige tack vare högre avkastning. Hushållen föredrar att placera sina finansiella tillgångar i aktier i allt högre utsträckning eftersom bankinlåning inte ger lika hög avkastning.

Att spara i aktier är en inte lika stabil sparandeform som banksparande. Aktiebörsens svängningar skapar risker för ett långsiktigt sparande. För att behärska riskerna krävs att man följer med i aktiekursens fluktuationer.

Riskerna som kan uppstå beror på förhållanden som är kopplade till själva företaget eller ekonomin i stort, något som påverkar hela aktiemarknaden. Det som är kopplat till företagen och påverkar aktiemarknaden kan bestå av händelser som byte av VD, förflyttning av tillverkningen till annat land, personalreduktion, återköp av aktier eller fusioner och förvärv.

Människor agerar efter vad som uppmärksammas. Psykologiska studier visar att människor riktar sin uppmärksamhet på det som andra människor uppmärksammar. Därför har media en stor roll när det ger olika fenomen uppmärksamhet. Människor agerar efter ett flockbeteende på aktiemarknaden. Antingen sker det åt det optimistiska hållet som driver upp kursen eller åt det pessimistiska hållet som drar ner kursen.¹ När media presenterar en affärshändelse som rör ett bolag tenderar aktiekursen att röra på sig antingen uppåt eller neråt. Som aktieägare kan det vara till fördel att följa med i bolagens händelser och att känna till vad som händer med aktiekursen vid offentliggörandet av en händelse.

¹ Bäckström, U, Riksbanken, 2002

Ökningen av unga och oerfarna aktiesparare har uppmärksammats i en studie gjord i USA.² Oerfarna sparare kan göra dåliga affärer och hamna i finansiella svårigheter. Felinvesteringar kan då drabba hela samhällsekonomin med lågkonjunktur och aktiemarknadens fall som följd. När en stor skara enskilda aktieägare gör dåliga affärer på börsen påverkar det den stora massan aktieägare. Därför är det av vikt att de oerfarna aktiespararna skaffar sig kunskap om börsens svängningar som påverkas av företagens affärshändelser.

1.2 Problemdiskussion

Ovanstående beskrivning om aktiehandel leder fram till att författarna till studien vill undersöka en specifik företagshändelse och undersöka hur händelsen påverkar aktiekursen. Med en eventstudie undersöks vad som händer med aktiekursen vid offentliggörandet av ett bud på ett annat företag eller dotterbolag, och ifall det genererar onormala avkastningar. Händelsen som studien avser undersöka är företagsförvärv men mer specifikt undersöks vad som sker med aktiekursen när ett företag lämnar ett offentligt bud om planen att förvärva ett annat företag.

För aktörer på aktiemarknaden är det av intresse att prognostisera hur marknaden reagerar vid olika händelser. Offentliggörandet av förvärv som är en företagshändelse ska avspeglas i aktiepriset. Enligt den effektiva marknadshypotesen skall all ny information avspegla aktiepriset. Oerfarna investerare kan skapa övervärden, d.v.s. positiva avkastningar som är högre än vad en effektiv marknad ger. Studien avser därför att koppla resultatet med den effektiva marknadshypotesen.

Den ständigt pågående globaliseringen och avvecklingen av handelshinder har bidragit till en tillväxt av uppköp och förvärv. Förvärv är ett snabbare sätt för företagen att växa än att göra det internt. Mitchell och Mulherin anför dragen till förvärv genom att det sker i vågor och dessa vågor är branschspecifika. En bransch förvärvar inom koncentrerade tidsperioder som en reaktion på oförutsedda chocker. Förvärv gör det möjligt att omorganisera och konsolidera företaget. Förutom avvecklingen av handelshinder har avregleringarna under 1980- och 1990-talet gett en ökning av förvärv inom branscher.³

² D'Avolio, G., Gildor, E, Shleifer, A, 2001

³ Andrade G, Mitchell, M, Stafford, E, 2001

Studien avser att undersöka hur på Stockholmsbörsen noterade bolag, som gör ett företagsförvärv, påverkas under kort sikt. Detta genomförs genom att undersöka aktiekursutvecklingen fyra dagar före budet, under buddagen samt fem dagar efter budet och jämföra avkastningen med ett jämförelseindex.

Tidigare studier som undersökt aktiekursutvecklingen har gjorts på både målföretaget och det uppköpande företaget. Resultatet har inte visat på en positiv aktieutveckling för det köpande företaget. Många av de studierna kring ämnet vi läst före studiens början är gjorda i USA där regler och lagar ser annorlunda ut än i Sverige, vilket gjorde oss nyfikna på hur resultatet blir för svenska företag som gör förvärv.

Trots att studierna vi tagit del av har kommit fram till en liten negativ aktieutveckling eller en nollutveckling sker företagsförvärv. Även om företag förespråkar att förvärv görs med aktieägarnas intresse i första hand finns det andra motiv som synergieffekter, skattemotiv, att komma in på nya marknader eller att avsätta målföretagets ledning som är drivkrafter till förvärv.

1.3 Frågeställning

Ovanstående leder till frågeställningen uppsatsen ämnar besvara:

Genererar offentliggörandet av ett bud avseende ett uppköp av ett företag onormala avkastningar? Finns det skillnader i onormal avkastning beroende på uppköpande företagets storlek, i vilken bransch det uppköpande företaget verkar samt beroende på vilken typ förvärvet är; horisontellt, vertikalt eller konglomerat.

1.4 Syfte

Syftet med studien är att undersöka om företagsförvärv genererar onormal avkastning på kort sikt. Är den onormala avkastningen positiv eller negativ för det uppköpande företaget vid offentliggörandet av förvärvet? Därtill undersöks om det finns skillnader beroende på variablerna som presenterades vid problemdiskussionen.

1.5 Målgrupp

Undersökningen är tänkt att vända sig till investerare och personer som har ett intresse i hur aktiemarknaden rör sig. Ämnet är intressant för den som vill fördjupa sig inom ämnet förvärv och aktiemarknadens beteende. Även ekonomistudenter kan ha nytta av att läsa studien.

1.6 Ordförklaring

I uppsatsen betecknas företaget som gör förvärvet för förvärvare, köpande företaget eller uppköpare. Företaget som blir förvärvat betecknas som målföretag.

1.7 Disposition

Kapitel 2 I kapitel två presenteras tidigare studier och teorier kring ämnet.

Kapitel 3 I kapitel tre presenteras tillvägagångssätt och metoder som används i studien. En förklaring av modellerna som använts förklaras för läsaren.

Kapitel 4 I kapitel fyra presenteras empiri och analys av resultatet som integreras med teorierna som beskrivs i kapitel två.

Kapitel 5 I kapitel fem presenteras slutsatserna utifrån analysen.

2 Teori

I detta kapitel ges läsaren en insikt i förvärv samt teorier som lämpar sig till studien. Därefter presenteras tidigare forskningsresultat.

2.1 Tidigare studier och motiv

Flera tidigare undersökningar kring företagsförvärv undersöker sambandet mellan motiven till förvärvet och aktiekursens utveckling. Därför undersöks inte sambandet i den här studien men det kan vara av intresse för läsaren att förstå orsakerna till att förvärv sker.

Tidigare studier med kort eventfönster som undersökt företagsförvärv har visat att aktieägarna i målföretaget fått positiva onormala avkastningar. För det köpande företags aktieägare är den onormala avkastningen mer otydlig att dra några generaliserade slutsatser om. Det man dock har sett är att inga signifikanta onormala avkastningar har framkommit, varken positiva eller negativa. Trots att köpföretaget får knappa eller inga positiva avkastningar anser Scherer att förvärv skapar en värdeökning. Scherer anser även att effektiviteten ökar genom att förvärv möjliggör förflyttning av ineffektiva ledare, en omorganisering av företags strategi eller att företaget tjänar på skalfördelar.⁴ Dessa effektivitetsfördelar anses enligt flera andra undersökningar vara relevanta motiv till varför förvärv sker.

Enligt Weston kan orsakerna till förvärv delas upp i tre kategorier. Den första är synergi och effektivitet. Med synergi menas att det totala värdet efter ett förvärv är större än summan av företagens värde för sig om de skulle operera självständigt. Den andra är hybris vilket betyder att budföretaget är överoptimistiskt och ger ett överpris för förvärvet. Den tredje är agentproblemet enligt vilken det totala värdet minskar genom ett misstag av ledningen som har satt självintresset före företags välmående. Med synergi eller effektivitet kan det totala värdet ökas tillräckligt för att ge vinster till det uppköpande företaget. Med hybris ökas inte det totala värdet och det uppköpande företaget förlorar på förvärvet. Med agentproblem minskar det totala värdet men det uppköpande

⁴ Scherer F.M, 1988

företaget tjänar på förvärvet. Enligt författarna är vinsterna för målföretaget alltid positiva vid ett förvärv eftersom de mottar ett premium vid uppköpet oavsett vilket motiv som ligger bakom förvärvet.⁵

I tidigare studier som undersökt aktieutvecklingen vid offentliggörandet av bud har använts både långsiktiga eventfönster som kan sträcka sig till flera år och kortsiktiga som kan bestå från tre dagar till några veckor. Scherer beskriver att ju längre tidsperiod som undersöks desto mer visar de på negativ onormal avkastning för förvärvande företaget. I en sjuårsstudie gjord av Jensen och Ruback (1983) var den negativa onormala avkastningen -5,5 %. Megneheim och Mueller (1987) fann att onormala avkastningen var -16 % under en tre år lång tidsperiod som undersöktes. Scherer menar även att undersökningar som testar en tidsperiod på några år visar på onormala avkastningar som är statistiskt osignifikanta. Variansen ökar ju längre tid som studeras.⁶

Även andra författare ställer sig bakom Scherers teori att förvärv leder i det stora taget till lönsamhet och positiva vinster.⁷ Att förvärv sker kan bero på att det köpande företaget ser det som en investering. Principen är att förvärv bör ske om ett positivt nettonuvärde kan genereras för det förvärvande företagens aktieägare. Flera undersökningar har även kommit fram till samma slutsats att det är målföretagens aktieägare som tjänar på förvärvet och att det uppköpande företagens aktieägare inte får några signifikanta onormala avkastningar.⁸ Nyare studier visar än dock att den onormala avkastningen för både målföretaget och det köpande företaget är minimal.⁹ Aktieägarna i målföretaget får ett pris som ligger över marknadsvärdet. Det som företaget får är premien som är priset minus marknadsvärdet. Aktieägarna i det köpande företaget får en ökning av nettovärdet tack vare synergivinsterna. Nettonuvärdet på målföretaget fås genom skillnaden mellan synergin och premien som förvärvande bolaget betalar för målföretaget. Synergierna kan bestå av intäktsökning, kostnadsminskning, lägre skattekostnader eller lägre kapitalkostnader.

Roll menar att förvärvsvinsterna är överdrivna. Han upptäckte att det förvärvande företaget ofta betalar för mycket för förvärvet till målföretaget. Detta är hybristeorin som även tas upp av Weston som en av orsakerna till varför förvärv sker. Företaget betalar ett överpris, det vill säga ett pris som är över marknadspriset. Om förvärvet trots detta genomförs handlar motivet om hybrid. Black

⁵ Weston, J Fred, Mergers and acquisitions, 2001, s.83

⁶ Scherer, F:M, 1988

⁷ Schranz

⁸ Jensen, Ruback

⁹ Leeth, John D,

menar att överpriserna inte påverkar fallet av förvärvande företags aktiepris då överpriser förväntas av investerarna.¹⁰

De som är skeptiska till förvärvets fördelar förklarar det med att aktiekursens beteende sker genom en s.k. Random walk. Med det menas att aktiepriser rör på sig över tid och att marknaden beter sig efter ett slumpmässigt beteende.

Harris förklaring till att förvärv sker trots att förvärvsföretaget inte tjänar på förvärvet är att VD: n i företaget ser möjligheten att skapa synergi med målföretaget och förvärvar företaget av rädsla att målföretaget kan komma att ge ett bud på förvärv. Det förvärvande företags VD kan genom förvärvet säkra sitt jobb då det är målföretagets ledning som försvinner vid ett avslutat förvärv. Detta kan innebära att VD: n i förvärvande företag inte är lika kompetenta eftersom de är rädda för att bli av med sin position som VD för alltid. Andra studier har andra förklaringar till ledningens motiv till att förvärva. Amihud och Lev (1981) menar att ledningen väljer att förvärva ett annat företag för att inte riskera att bli av med sitt humankapital. Jensen (1986) menar att förvärvet sker för att öka företagets storlek vilket medför högre compensation och mer makt för ledningen.¹¹

2.2 Effektiv marknadshypotes

Fama beskriver kapitalmarknadens roll genom att det möjliggör en fördelning av ägandet av aktiekapital. Den ideala marknaden ska förmedla rätt signaler för resursallokering. I en sådan marknad ska företag kunna fatta produktions- och investeringsbeslut och investerare ska kunna välja bland aktier som representerar ägandet av företagets aktiviteter, antaget att aktiepriserna till fullo reflekterar all tillgänglig information vid alla tidpunkter. Då är marknaden effektiv.

Effektiv marknadshypotes (EMH) är teorin som förklarar prissättningen av aktier. I en effektiv marknad ska aktiepriserna alltid fullt reflektera all tillgänglig information. Varje ny händelse som inträffar kommer genast att korrigera priset enligt den effektiva marknaden. Priset justeras så snabbt att investerarna inte hinner handla. Nyheten speglas genast i priset och investerare kan inte göra vinster utan får normal avkastning. En effektiv marknad karakteriseras av att det inte existerar transaktionskostnader, all tillgänglig information kan fås gratis av alla aktörer på marknaden, alla

¹⁰ Black, B.S, 1989

¹¹ Harris, E,G, 1994

samtycker angående innebörden av nuvarande information om det nuvarande aktiepriset och utdelningen av varje säkerhet vid framtida aktiepriser.¹²

Kursrörelser i framtiden går inte att förutspå. Nyheterna är slumpmässiga och marknaden känner inte till dem i förväg. Svårigheten med att upptäcka påverkan på aktiekursen vid offentliggörandet av budet är att urskilja den oförutsedda delen av händelsen då den kan ha varit väntad. Enligt EMH ska aktiekursen endast reagera på den oförutsedda delen av tillkännagivandet (det som är en verklig nyhet) då den förväntade delen redan ska vara inräknad i aktiepriset.¹³

Marknadseffektiviteten delas in i tre former efter informationen som återspeglas i aktiepriset.

1. Svag marknadseffektivitet

Den aktuella aktiekursen baseras på historisk information rörande en tillgång utan inslag av framtida händelser.

2. Halvstark marknadseffektivitet

Den halvstarka formen kan testas med en eventstudie. Den testar om priset, förutom de historiska aktiekurserna, är effektivt anpassade efter annan publik information som finns tillgänglig.

3. Stark marknadseffektivitet

Aktiekursen baseras på all information, såväl offentlig som privat. Här inkluderas insiderinformation.¹⁴

2.3 Förvärvstyper

Ekonomisk teori klassificerar förvärv i tre olika kategorier beroende på inom vilket område det förvärvade företag verkar:

1. Horisontellt
2. Vertikalt
3. Konglomerat

¹² Fama, E.F, 1970

¹³ Pearce, Roley, 1985

¹⁴ Ross et al, 2002

1. Horisontellt förvärv

Förvärvet sker inom samma bransch eller inom samma verksamhetsområde där företagen konkurrerar om kunderna. Företagen går samman i förhoppning om att skapa synergieffekter. Genom sammanslagningen minskar konkurrensen och företaget kan öka sina marknadsandelar.

2. Vertikalt förvärv

Företagen som ingår i förvärvet har en köp- och säljrelation till varandra. De är i samma verksamhetsområde men befinner sig i olika faser i produktionskedjan. I denna kategori är det vanligt att ett företag köper en leverantör eller en kund. Ett exempel är flygföretag som förvärvar resebolag. Fördelarna med att förvärva en leverantör eller kund är att sökkostnaderna minskar.

3. Konglomerat förvärv

Det förvärvande företaget och målföretaget har ingen företagsrelation till varandra och är därmed inte konkurrenter. De befinner sig inte heller inom samma verksamhetsområde. Syftet med förvärvet är att komma in på nya marknader. Ett exempel på konglomerat förvärv är livsmedelsföretag som förvärvar datorföretag.¹⁵

¹⁵ Ross et al, 2002, s.818

3 Metod

I detta kapitel leder vi läsaren till hur undersökningen har genomförts, hur data har samlats och hur det har bearbetats.

3.1 Kvantitativ metod

För att mäta effekten av bud på företagsförvärv på aktiemarknaden behövs en stor mängd data som bygger på siffror. Resultaten lägger vi fram i diagram och tabeller.

Utifrån problemformuleringen och analysen utförs undersökningen därför lämpligast med ett kvantitativt angreppssätt för att bearbeta insamlad information. Med ett kvantitativt angreppssätt förknippas forskningen med neutralitet från forskarens sida. Data existerar oberoende av forskaren och resultatet innehåller inte otillbörlig inverkan från forskarens sida.¹⁶

3.2 Datainsamling

Historiska aktiekurser och index som använts i studien har hämtats från OMX, vilket vi anser vara en pålitlig källa. För att finna företag som har gett bud på förvärv och för att ta reda på vilka som är målföretagen samt datum på buden har OMX:s budlista från Corporate actions använts.

Den teoretiska ramen som används i studien insamlades från tidningsartiklar och läroböcker.

Kunskap om tidigare forskning skaffades genom artikelsamlingen J Stor som är en databas över ekonomiska artiklar. Man bör ha i åtanke att de flesta ekonomiska artiklar vi hänvisar till är skrivna efter amerikanska undersökningar. Från J Stor fick vi även tillgång till artiklar om teorier som var relevanta för studiens syfte. Företagens pressreleaser och prospekter lästes igenom för att kontrollera buddatumet samt för att få kännedom om företagets motiv bakom förvärvet.

Stockholms stadsbiblioteks e-library kom till användning för att läsa om ämnet företagsförvärv.

3.3 Eventstudie

Studien utförs som en eventstudie som är en empirisk undersökning för att mäta effekten på

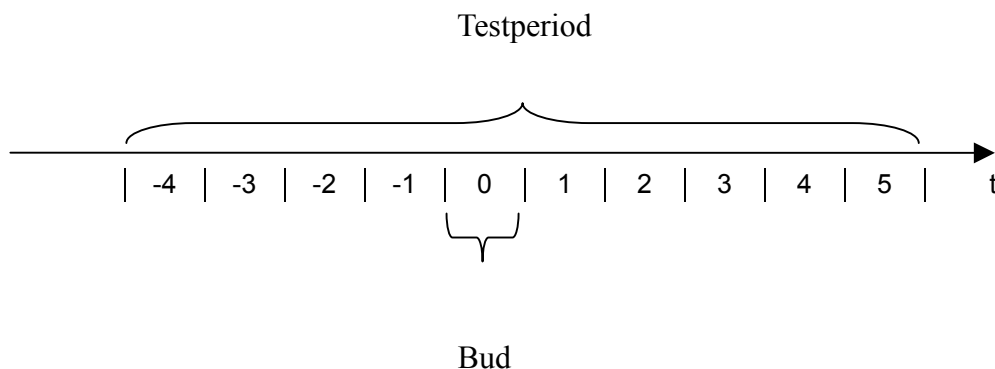
¹⁶ Denscombe, M, 2000

företagets värde genom en affärshändelse. I den här studien är händelsen offentliggörandet av ett bud om förvärv. Det centrala för eventstudier är mätningen av onormal avkastning med hjälp av aktiekurser som observeras under en tidsperiod. Denna metod publicerades för första gången 1933 men har blivit modifierad sedan dess och metoden som används idag härstammar från sextiotalet. I den här studien har MacKinlays artikel samt Varnas artikel om eventstudier fått stå som mall för utförandet av studien.¹⁷

3.3.1 Händelse och händelsefönster definieras

Händelsen definieras i denna studie som tidpunkten då offentliggörandet av budet sker. Händelsefönstret i studien är dagen för offentliggörandet av budet samt några dagar runt händelsen. En kortare tidsperiod för händelseperioden har valts för att minimera risken att andra händelser stör resultatet. Händelsefönstret består av sammanlagt tio dagar; fyra dagar innan offentliggörandet av budet, dagen för offentliggörandet av budet samt fem dagar efter offentliggörandet av budet. Eventstudien avser undersöka den dagliga utvecklingen under hela eventfönstret.

Studiens händelsefönster



3.3.2 Urvalsram

Det andra steget i eventstudien är att identifiera företagen som ingår i studien. Till att börja med väljs en population som är representativ för undersökningen. Populationen i studien är på Stockholmsbörsen noterade bolag som gett bud på företag. Av dessa görs ett urval då det inte är möjligt att samla in data från alla företag som ingår i undersökningskategorin. Vi gör ett

¹⁷ MacKinlay, A.C, 1997, Varnas, A, 2006

sannolikhetsurval, d.v.s. ett slumpmässigt urval ur populationen.¹⁸

Enbart företag som är noterade på Stockholmsbörsen inkluderas i undersökningen när det gäller det köpande företaget. Målföretaget behöver inte vara noterat på Stockholmsbörsen. En budlista från kategorin Corporate actions på OMX:s hemsida har använts för urvalet. Där listar OMX upp olika slags bud, d.v.s. både sammanslagningar och förvärv. Vi har även inkluderat bud på ett företags aktier. Eftersom det är själva budet som är intressant, behöver inte uppköpet vara avslutat. Från Corporate actions på OMX:s hemsida fick vi även fram information om buddatumet samt vilka målföretagen var för förvärven. Från budlistan valdes slumpmässigt 40 bolag ut. Av dessa 40 bolag kunde vi inte få fram historiska kurser på samtliga, vilket medförde ett bortfall på sex bolag. Ett av bolagen (Cloetta Fazer) som föll bort var inte längre noterat på Stockholmsbörsen när studien utfördes. Att bolagen är noterade på Stockholmsbörsen under tiden studien genomförs var ett krav för att finna historiska aktiekurser. Budlistan från OMX:s hemsida inkluderar bud gjorda mellan åren 1999 och 2008. Därför valdes urvalet ur samtliga dessa år för att få en spridning av bud som skett under en tioårsperiod. Det valet gjordes för att minimera risken att ett konjunkturellt läge skulle påverka resultatet. Genom att inkludera bud gjorda mellan 1999 och 2008 får vi en spridning av både lågkonjunktur och högkonjunktur.

Undersökningen avgränsas till att observationen sker under en kortsiktig tidsperiod. För de historiska aktiekurserna har vi valt stängningskursen för varje dag som undersöks.

3.3.3 Estimeringsfönster definieras

Ett estimeringsfönster väljs för att räkna fram normal avkastning. Eventfönstret inkluderas inte i estimeringsfönstret. Estimeringsfönstret ska vara en tidsperiod före eventfönstret och de får inte överlappa varandra för att händelsen inte ska påverka den normala avkastningen. Här har vi valt ett estimeringsfönster på 67 dagar som sträcker sig fram till dagen innan händelsefönstret börjar gälla. De 67 dagarna motsvarar dag -71 till -5 i tidsskalan.

3.3.4 Val av index

Undersökningens genomförande kräver ett index för beräkning av den onormala avkastningen.

¹⁸ Denscombe M, 2000, s. 18- 25

Eftersom index är ett mått av det totala börsvärdet av alla bolag noterade på Stockholmsbörsen som utgår från 100 % var det rationellt att ta ett index som representerar urvalet över företag som undersöks. Som index valdes därför Omx:s All-share-index.

Då index innehöll uteblivna dagar har de ersatts med föregående dags kurs. På detta sätt undviker vi onormala indexrörelser. Vid fler än tre uteblivna dagar korrigerar vi det med att ta föregående dags kurs.

3.3.5 Onormal avkastning

För att värdera om händelsen har en påverkan på aktiepriset räknar vi fram onormal avkastning genom:

Faktisk avkastning – normal avkastning = onormal avkastning

Normal avkastning definieras som faktisk avkastning som genereras om inte händelsen äger rum.

Enligt MacKinlay kan två olika modeller användas för att räkna fram den onormala avkastningen. Vi väljer att använda marknadsmodellen. Marknadsmodellen ger ett mer tillförlitligt resultat än andra modeller då varianser i onormal avkastning kan minskas.¹⁹ Perioden över aktiekursen har antagits från -4 till +5 för att beräkna (AR) den onormala avkastningen för en specifik aktie. Vi skriver denna formel som:

$$AR = R - R_M$$

$$AR = R - (\alpha + \beta R_M)$$

Där AR är onormal avkastning, R är faktisk avkastning och R_M är marknadsavkastning.

För att räkna fram (AR) krävs att vi har aktiens procentuella förändring (R) under testperiodens alla dagar och (R_M) avkastning i procent för OMX:s All-share-index. Vi har antagit alfa till 0 och beta till 1.

Beräkning av den procentuella förändringen räknas fram av:

$$\frac{P_{t-1} - P_t}{P_t}$$

¹⁹ MacKinley, A.C, 1997, s.18

Där (P) står för aktiens pris och (t) för tiden.

Intervall för den procentuella tillväxten är mellan -4 till +5. För att finna AAR adderar vi alla AR för samtliga företag under testperioden. Sedan divideras det med antalet företag i undersökningen. För att räkna fram genomsnittliga onormala avkastningen (AAR) används formeln:

$$AAR = \frac{\sum_{t=-4}^{t=+5} AR}{N}$$

En effekt av nyheten om förvärv över testperioden -4 till +5 kommer att synas med CAAR som är kumulativ genomsnittlig onormal avkastning.

$$CAAR = \sum_{-4}^{+5} AAR$$

3.3.6 Hypotesprövning

Slutligen testas om avvikelseavkastningen är statistiskt signifikant. Vi använder oss av ett dubbelsidigt test, där förändringen kan vara större eller mindre än noll. Den statistiska hypotesen som testas kallas för nollhypotes. Om nollhypotesen förkastas accepteras mothypotesen.

Hypoteserna är som följer:

1.

H₀: Offentliggörandet av ett bud påverkar inte aktien.

En nollhypotes innebär att det inte förekommer någon förändring.

Detta skrivs som H₀: AAR = 0

H₁: Offentliggörandet av ett bud påverkar aktien.

En mothypotes måste anges om nollhypotesen förkastas måste mothypotesen accepteras.

Detta skrivs som H₁: AAR ≠ 0

2.

H₀: Offentliggörandet av ett bud påverkar inte aktien.

En nollhypotes innebär att det inte förekommer någon förändring.

Detta skrivs som H₀: CAAR = 0

H₁: Offentliggörandet av ett bud påverkar aktien.

En mothypotes måste anges om nollhypotesen förkastas måste mothypotesen accepteras.

Detta skrivs som H₁: CAAR ≠ 0

Fyra steg är nödvändiga för att genomföra testet:

Formulering av hypoteser

Valet av signifikansnivå

Beräkning av testestimat

Datainsamling och beräkning av t-värde och jämförelse med vald signifikansnivå

Nollhypotesen accepteras eller förkastas

Formulering av hypoteser

När man gör hypotesprövningen tas fram en nollhypotes som betecknas H₀ och en mothypotes H₁ som är den alternativa hypotesen. Syftet är att antingen acceptera nollhypotesen eller förkasta den.

Val av signifikansnivå

Den kritiska gränsen är den gräns där vi förkastar nollhypotesen. Med andra ord kallas den för signifikansnivån. Denna risk för att förkasta nollhypotesen brukar betecknas med grekiska bokstaven α . Vi har valt en signifikansnivå på 5 % för att testa hypotesen.

Beräkning av testestimat

Till sist beräknas t-värdet för att bedöma om nollhypotesen skall förkastas eller ej. Om t-värdet är större än t-värdet enligt tabell finns det en avvikelseavkastning och nollhypotesen förkastas.

Det första steget för att beräkna ett t-värde kräver en beräkning av standardavvikelsen:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (X - \bar{X})^2}{n-1}}$$

I det andra steget räknar vi ut ett t-värde ur följande formel:

$$t = \frac{\bar{X} - \mu}{\sigma/\sqrt{n}} \approx \frac{\overline{AAR} - AAR}{\sigma/\sqrt{n}} \approx \frac{\overline{CAAR} - CAAR}{\sigma/\sqrt{n}}$$

σ = Standardavvikelsen för AR

X = Genomsnittliga onormala avkastningen

μ = Hypotesvärdet

n = Urvalsstorlek

\overline{AAR} = Genomsnittliga onormala avkastningen, summan av alla AR under perioden för varje dag dividerat med antalet företag.

AAR = Genomsnittlig onormal avkastning för varje dag enligt nollhypotesen.

\overline{CAAR} = Kumulativ genomsnittlig onormal avkastning, summan av alla CAR under händelsefönstret dividerat med urvalet för varje dag.

$CAAR$ = Kumulativ genomsnittlig onormal avkastning för varje dag enligt nollhypotesen.

3.4 Bortfall

Följande företag faller ur undersökningen. Bortfallet beror på att handeln har stoppats, uteblivit eller att tillgänglig data saknas för företagen som undersöks.

De företag som inte inkluderats i urvalet är:

18. Ratos

20. TietoEnator

29. Sweco AB

17. Lundin mining

4. Meda AB

40. Cloetta Fazer

3.5 Metodkritik

Kritik kan riktas mot valet av estimeringsfönster. Den kan vara något för kort med 67 dagar för att kunna ge en tillförlitlig normal avkastning. Att bara 67 dagar togs som estimeringsfönster beror på svårigheter med att finna kurserna för en längre tid bakåt.

Eftersom vi tog stängningskursen för varje dag för beräkningarna kan det vara svårt att avgöra hur tillförlitligt det är att nyheten hunnit påverka buddagens kurs. Nyheten kan ha släppts efter stängning och då påverkas inte buddagens kurs utan den påföljande dagens kurs.

Istället kunde vi beräknat avkastningen med hjälp av lägsta och högsta kurs för varje dag och sedan ta genomsnittet.

I beräkningen med marknadsmodellen har vi antagit alfa till 0 och beta till 1. Om vi hade räknat ut alfa och beta för varje företag hade resultatet kunnat skilja sig från det vi fick genom antagandet om alfa och beta. Tanken var att inkludera bud gjorda under olika konjunkturen för att en av dem inte skulle påverka resultatet. Vi kan inte vara säkra på att den ena eller andra konjunkturen ändå påverkar resultatet då de flesta buden i undersökningen är gjorda i slutet av intervallet mellan 1999 och 2008.

Reliabilitet

Med hög reliabilitet menas att studien ska kunna genomföras av en annan part och att det ska generera samma resultat genom att parten använder sig av samma data i undersökningen.

Vid inmatning av data kan det uppstå fel. Vi har i största möjliga mån försökt förhindra dessa fel genom att noggrant ha granskat inmatningarna och korrigerat felen som har uppstått.

Tillförlitligheten i studien är beroende av att det inte inträffar andra händelser under mätperioden.

Genom att mätperioden är begränsad till en kort tidsperiod minskas andra händelsers påverkan.

Validitet

Validitet betyder att vi mäter det vi avser mäta. Vald metod i undersökningen ska mäta hur aktiekursen utvecklas för det förvärvande företaget vid offentliggörandet av budet. I

undersökningen har vi ökat validiteten genom att använda beprövade metoder som eventstudie.

Validiteten i undersökningen kunde ha ökats genom att testa den onormala avkastningen med ytterligare metoder för att jämföra om det skulle ha gett samma resultat som den som användes i undersökningen.

4 Empiri

I detta kapitel presenteras behandlad data samt analys av den.

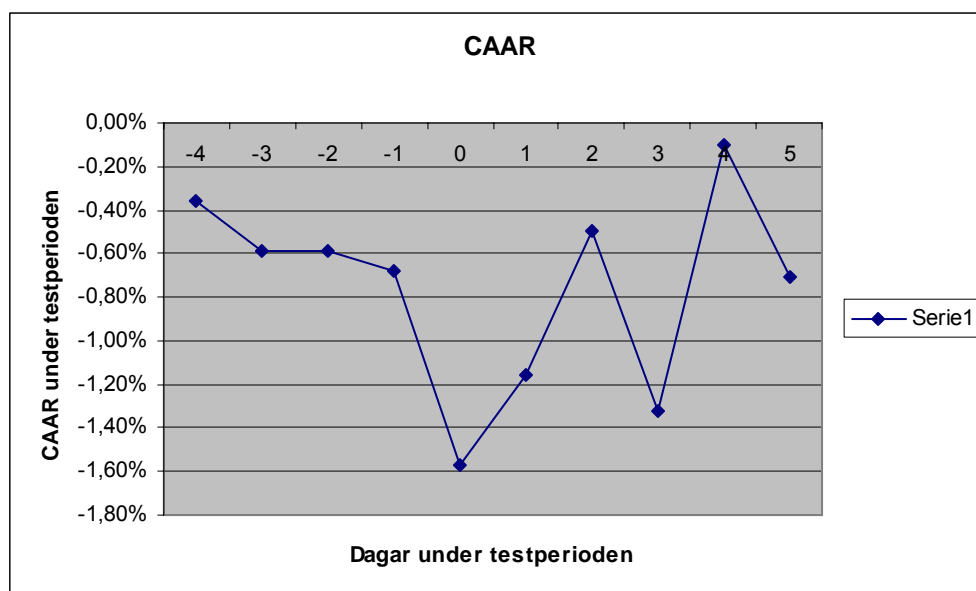
4.1 Resultat och analys

Urvalet bestod av 40 planerade förvärv med ett bortfall på sex planerade förvärv. Det resulterade i att 34 planerade förvärv inkluderades i undersökningen. De flesta bolagen i undersökningen ingår i klassificeringen horisontella förvärv, vilket innebär att de flesta förvärven sker inom samma verksamhetsområde och bransch. De horisontella förvärven var 30 stycken till antalet.

4.1.1 Onormal avkastning

Primära syftet med studien är att undersöka om det genereras onormal avkastning för det förvärvande företags aktieägare dagarna runt budets offentliggörande.

Nedan presenteras en graf och en tabell för den kumulativa onormala avkastningen för samtliga 34 förvärv.



Diagrammet ovanför visar att den kumulativa genomsnittliga onormala avkastningen är negativ under hela eventfönstret. Dagen för offentliggörandet av förvärvet ger en synlig nedgång i

avvikelseavkastning. Dag 1 och dag 2 efter budets offentliggörande minskar den negativa onormala avkastningen. Mellan dag 3 och dag 5 är den kumulativa onormala avkastningen instabil och varierar mycket.

TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	34						
-4		14	20	-0,36%	-0,36%	-12,32%	-12,32%
-3		17	17	-0,22%	-0,59%	-7,61%	-19,93%
-2		12	22	0,00%	-0,59%	-0,02%	-19,95%
-1		17	17	-0,09%	-0,68%	-3,22%	-23,15%
0		16	18	-0,89%	-1,57%	-30,32%	-53,50%
1		14	20	0,41%	-1,16%	14,09%	-39,41%
2		22	12	0,66%	-0,50%	22,52%	-16,88%
3		15	19	-0,83%	-1,32%	-28,10%	-44,98%
4		21	13	1,22%	-0,10%	41,49%	-3,49%
5		12	22	-0,60%	-0,70%	-20,41%	-23,90%

Tabellen visar den genomsnittliga onormala avkastningen (AAR) och den kumulativa genomsnittliga onormala avkastningen (CAAR) för varje dag i eventfönstret. Tabellen visar även hur många förvärv som gav en positiv eller negativ onormal avkastning i eventfönstret.

Dagen för offentliggörandet av förvärvet är den genomsnittliga negativa onormala avkastningen högst på -0,89 %. Precis som CAAR, visar AAR att den negativa onormala avkastningen ökar dagen då budet offentliggörs. CAAR för perioden efter offentliggörandet av budet ger en negativ onormal avkastning på -0,12 %.

Ett statistiskt test gjordes på AAR och CAAR för att testa om värdena för onormal avkastning kan säkerställas. För de två hypotesprövningar som förklarades i metoddelen använder vi en tvåsidig mothypotes med signifikansnivån 5 %. Vi accepterar nollhypotesen för värden som befinner sig inom t-intervallet $-1,96 < t < 1,96$.

H₀: Offentliggörandet av ett bud påverkar inte aktien.

Nollhypotesen innebär att det inte förekommer någon förändring.

Detta skrivs som H₀: AAR = 0

H₁: Offentliggörandet av ett bud påverkar aktien.

Om nollhypotesen förkastas accepteras mothypotesen.

Detta skrivs som H₁: AAR ≠ 0

H₀: Offentliggörandet av ett bud påverkar inte aktien.

Nollhypotesen innebär att det inte förekommer någon förändring.

Detta skrivs som H₀: CAAR = 0

H₁: Offentliggörandet av ett bud påverkar aktien.

Om nollhypotesen förkastas accepteras mothypotesen.

Detta skrivs som H₁: CAAR ≠ 0

Resultatet av hypotesprövningen visas i tabellerna nedanför. Den första tabellen visar den genomsnittliga onormala avkastningen, standardavvikelsen, t-värdet samt signifikansnivån för varje dag i eventfönstret. För en 5-procentig signifikansnivå där t-värdet är i intervallet $-1,96 < t < 1,96$ kan inte nollhypotesen förkastas. För alla dagar förutom dag 4 hamnar t-värdet innanför intervallet och kan inte förkastas. Därmed accepterar vi nollhypotesen att offentliggörandet av budet inte påverkar aktiepriset. T-värdet för dag 4 blev 2,3633 vilket hamnar utanför intervallet för att nollhypotesen skall kunna accepteras. Därmed accepterar vi mothypotesen att offentliggörandet av budet påverkar aktiepriset för dag 4.

				Nollhypotes
				5% nivå
obs.nr	AAR	stdav	t-värde	1,96
-4	-0,0036	0,0231	-0,9087	förkasta ej
-3	-0,0022	0,0227	-0,5651	förkasta ej
-2	-0,0000065	0,0349	-0,0010	förkasta ej
-1	-0,0009	0,0251	-0,2090	förkasta ej
0	-0,0089	0,0460	-1,1281	förkasta ej
1	0,0041	0,0380	0,6291	förkasta ej
2	0,0066	0,0232	1,6588	förkasta ej
3	-0,0083	0,0305	-1,5867	förkasta ej
4	0,0122	0,0301	2,3633	förkasta
5	-0,0060	0,0287	-1,2190	förkasta ej

Vidare använde vi CAAR för att statistiskt säkerställa resultatet. Resultatet i nedanstående tabell visar att t-värdet för alla dagar hamnar innanför intervallet för en 5-procentig signifikansnivå.

Därmed kan inte nollhypotesen förkastas, det vill säga, det går inte att statistiskt säkerställa att offentliggörandet av budet påverkar aktiepriset.

				Nollhypotes
				5% nivå
obs.nr	CAAR	stdav	t-värde	1,96
-4	-0,0036	0,0231	-0,9087	förkasta ej
-3	-0,0059	0,0344	-1	förkasta ej
-2	-0,0059	0,0416	-0,8269	förkasta ej
-1	-0,0068	0,0368	-1,0774	förkasta ej
0	-0,0157	0,0555	-1,6494	förkasta ej
1	-0,0116	0,0641	-1,0552	förkasta ej
2	-0,0050	0,0716	-0,4071	förkasta ej
3	-0,0132	0,0731	-1,0529	förkasta ej
4	-0,0010	0,0739	-0,0789	förkasta ej
5	-0,0070	0,0772	-0,5287	förkasta ej

Analys av onormal avkastning

Enligt den halvstarka formen av effektiva marknadshypotesen ska aktiepriset genast korrigeras när budet offentliggörs. Grafen ovanför för samtliga förvärv visar ingen fördröjd verkan utan marknaden reagerar direkt på nyheten. Initialt reagerar marknaden negativt på nyheten. Att grafen går upp och ner dagarna efter budet kan bero på att informationen når investerare vid olika dagar. Det kan även bero på att enskilda investerare tolkar förvärvet på olika sätt. Priset reflekterar inte informationen enligt en effektiv marknad utan marknaden beter sig osäkert. Vid jämförandet av våra resultat med tidigare studier fick vi liknande resultat. Det förvärvande företaget får en negativ onormal avkastning under testperioden då den kumulativa onormala avkastningen blev -0,70 % för hela eventfönstret och -0,12 % för dagarna efter budets offentliggörande. Dock handlar det inte om några stora onormala negativa avkastningar precis som flera tidigare forskningar pekat på. Det statistiska testet visade att nollhypotesen accepteras, d.v.s. att nyheten inte påverkar aktiepriset. Detta innebär att vi kan statistiskt säkerställa att ingen onormal avkastning genereras. De negativa onormala avkastningarna under en kortsiktig period innebär att förvärv är negativt för ägarna. Dock är de negativa onormala avkastningarna marginella och statistiskt kan vi inte säkerställa att onormal avkastning genereras.

4.1.2 Påverkande faktorer

För att se om olika faktorer påverkar den onormala avkastningen annorlunda vid offentliggörandet av bud på förvärv har vi delat upp bolagen efter bransch och storlek samt vad det är för typ av förvärv.

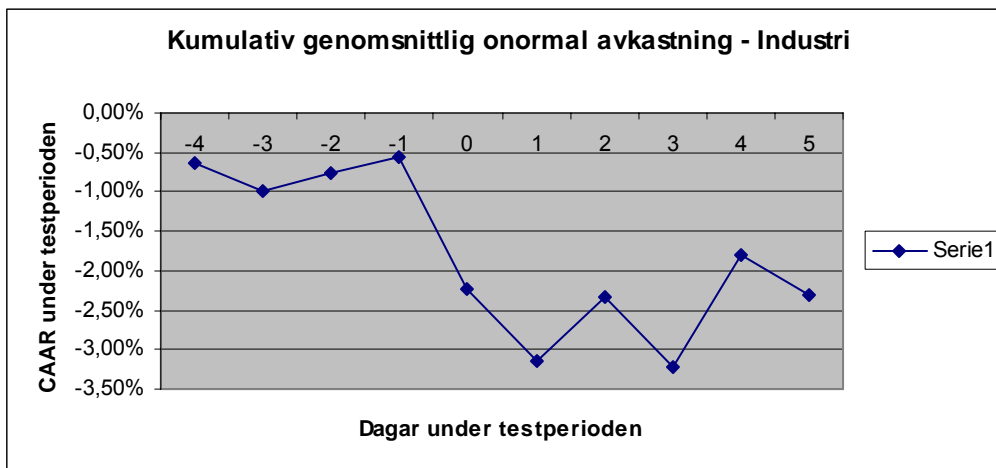
Bransch

Bolagen har delats upp efter vilken bransch de verkar inom. De branscher som inkluderas i undersökningen är industri, IT, hälsovård och finans. Några bolag verkar inom andra branscher såsom material, sällanköpsvaror och teleoperatör men dessa presenteras inte i branschundersökningen eftersom de var för få till antalet för att kunna dra generaliseringar om.

Industribranschen

För industribranschen är grafen snarlik för samtliga förvärv. Detta kan bero på att majoriteten av bolagen som ingår i studien verkar inom industribranschen och därför sätter ramen för hur grafen blir för samtliga förvärv gemensamt. Skillnaden är att för industribolagen som gör ett förvärv är den kumulativa genomsnittliga onormala avkastningen mer negativ. Vi kan i jämförelse av graferna se att grafen för industribolag håller sig längre ner från index. För hela eventfönstret är avkastningen negativ, precis som för samtliga förvärv.

Före offentliggörandet av budet är den onormala avkastningen stabil. Dagen då budet offentliggörs samt dagen efter faller den kumulativa genomsnittliga onormala avkastningen. Mellan dag 2 och 5 varierar den negativa avkastningen med knappt en procent.



AAR %	CAAR %
-0,62%	-0,62%
-0,36%	-0,98%
0,23%	-0,75%
0,19%	-0,56%
-1,68%	-2,24%
-0,91%	-3,15%
0,83%	-2,32%
-0,89%	-3,21%
1,42%	-1,79%
-0,51%	-2,31%

Analys av Industribranschen

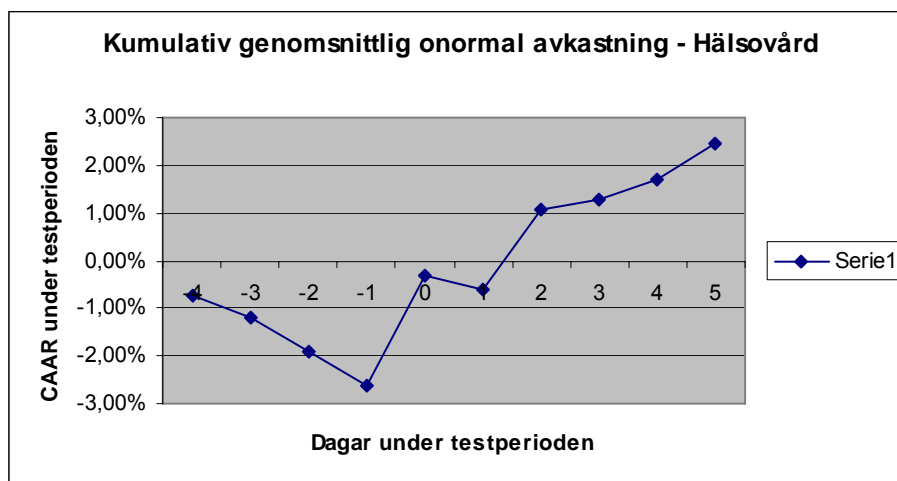
Industrieföretag som gör förvärv ger en negativ onormal avkastning under testperioden. På buddagen reagerar marknaden direkt på informationen och vi kan se en tydlig nedgång i grafen. Dagarna efter budet är inte marknaden lika effektivt och vi ser att grafen är instabil.

Industribranschen är kopplad till den cykliska utvecklingen. Företagen inom industribranschen blir påverkade av externa faktorer som råvarupriser. Högt oljepris ökar företagets driftskostnader och försämrar vinstchanserna. Förvärven kan ha skett vid sådana tillfällen då råvarupriserna varit höga och ett förvärv skulle inte öka vinstchanserna. I överlag skapar snabba prisändringar på råvarupriser en osäkerhet på aktiemarknaden. Detta kan vara en orsak till att förvärven har gett en negativ onormal avkastning.

Den kumulativa genomsnittliga avkastningen för industribranschen blev -2,31 % för hela eventfönstret samt -1,55 % för dagarna efter budets offentliggörande, vilket kan ses som en negativ nyhet att ett industrieföretag avser förvärva ett företag.

Hälsovårdsbranschen

Inom hälsovårdsbranschen ser vi en annorlunda utveckling efter offentliggörandet av budet. Före buddagen är avkastningen negativ och sjunker mer ju närmare buddagen vi kommer. Under buddagen reagerar marknaden positivt på nyheten. Den negativa onormala avkastningen minskar men håller sig dock kvar på ett negativt värde. Mellan dag 2 och 5 genereras en positiv onormal avkastning som stiger en bit varje dag.



AAR %	CAAR %
-0,72%	-0,72%
-0,46%	-1,18%
-0,73%	-1,90%
-0,72%	-2,63%
2,30%	-0,33%
-0,27%	-0,60%
1,67%	1,07%
0,22%	1,29%
0,41%	1,70%
0,73%	2,44%

Analys av Hälsovårdsbranschen

Hälsovårdsbranschen som innefattar läkemedelsföretag reagerade tvärtemot industribranschen. Under buddagen gavs hälsovårdsbranschen en positiv genomsnittlig onormal avkastning (AAR) som var väldigt hög på 2,30 % i jämförelse vad våra andra resultat har visat. Nyheten kan ses som positiv då CAAR för hela testperioden blev 2,44 %. CAAR för dagarna efter budets offentliggörande blev 4,34 %. Även inom hälsovårdsbranschen ser vi en omedelbar reaktion dagen då budet offentliggörs.

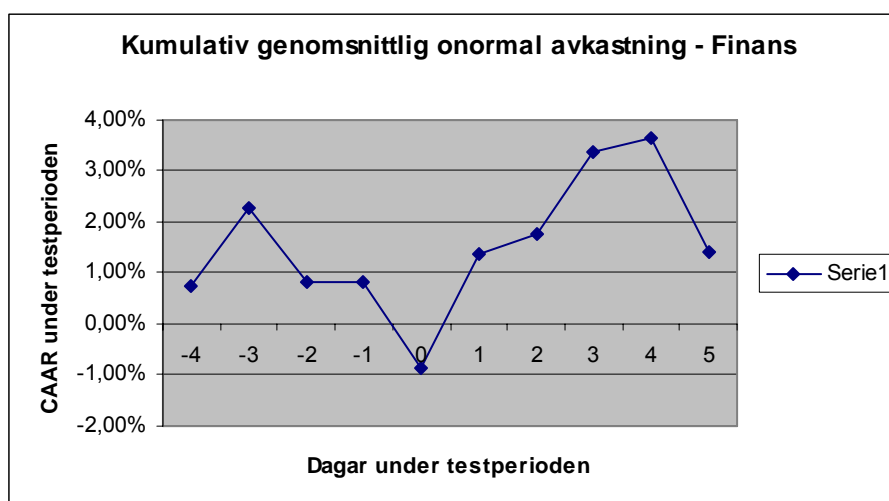
Vissa branscher klassas som framgångsrika. Dit hör hälsovården som brukar ge en hög avkastning. De företag som ingick i undersökning förvärvade företag som hade utvecklat bättre produkter för

hälsovården. Detta kan investerarna uppfatta som att synergivinster finns att vänta.

Finansbranschen

Finansbranschen har en annorlunda utveckling gentemot de andra branscherna. Resultatet kan bero på att vi har en outlier i form av Swedbank som gav en onormal avkastning på -13,15 % på buddagen. Budet skedde i september 2008 då företaget var i kris. Det bör tilläggas att Swedbanks bud på Banco Fonder sågs som en positiv nyhet dagarna efter buddatumet.

Den onormala avkastningen för finansbranschen skiljer sig från resultatet för samtliga förvärv i undersökningen. Förvärv gjorda av företag inom finansbranschen genererar en kumulativ genomsnittlig positiv onormal avkastning under hela eventfönstret förutom under buddagen då negativa onormala avkastningar genereras. Under buddagen ges en negativ avkastning. Dagen efter budets offentliggörande stiger grafen för varje dag för att ge högre positiva avkastningar än vad som gavs innan budet. Dag 5 börjar den positiva avkastningen minska.



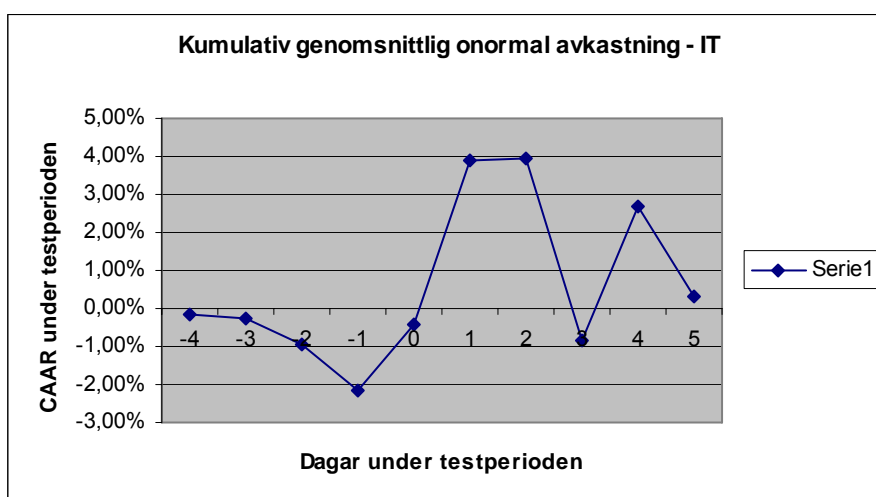
AAR %	CAAR %
0,74%	0,74%
1,55%	2,29%
-1,47%	0,82%
-0,01%	0,81%
-1,66%	-0,85%
2,22%	1,37%
0,39%	1,76%
1,62%	3,38%
0,25%	3,63%
-2,20%	1,43%

Analys av Finansbranschen

Finansbranschens utveckling betar sig annorlunda jämfört med de andra branscherna då vi ser stora förändringar dagarna innan budet. Sammantaget ses förvärvet som en positiv nyhet under testperioden då CAAR blev 1,43 %. CAAR för dagarna efter budets offentliggörande blev 0,61 %. Att nyheten ses som positiv beror på att två finansföretag som gör en sammanslagning kan minska på sina fasta kostnader. I stora drag håller sig branschen på positiva onormala avkastningar vilket tyder på att värdet på företaget ökar. Även i grafen för finansbranschen ser vi att marknaden reagerar direkt på nyheten. Dagarna efter budet kan det handla om en överreaktion eftersom den positiva avkastningen faller på den femte dagen. Om den visar sig ha fallit mer dagarna efter den sista dagen i testperioden kan det handla om att investerarna var överoptimistiska.

IT-branschen

Inom IT-branschen ökar den genomsnittliga onormala avkastningen (AAR) under buddagen från negativt till positivt. Den genomsnittliga onormala avkastningen har varit negativ dagarna innan budet för att sedan bli positivt mellan dag 0 och dag 2. Dag 3 ger en genomsnittlig negativ onormal avkastning som sedan dag 4 stiger till ett positivt värde. Dag 5 ger åter en negativ onormal avkastning. CAAR för IT-branschen blev 0,29 %. CAAR för dagarna efter budets offentliggörande blev 1,23 %



AAR %	CAAR %
-0,17%	-0,17%
-0,11%	-0,28%
-0,66%	-0,95%
-1,20%	-2,14%
1,71%	-0,43%
4,32%	3,89%
0,04%	3,93%
-4,75%	-0,82%
3,49%	2,68%
-2,38%	0,29%

Analys av IT-branschen

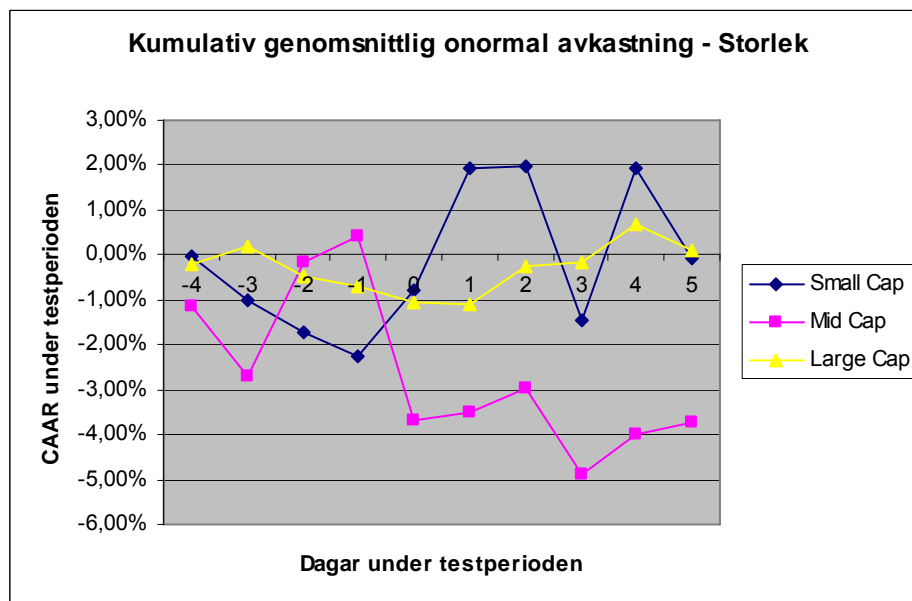
För IT-branschen varierar CAAR mellan ett negativt- och positivt värde. Nyheten ses som positiv under buddagen och två dagar efter. Vi kan även se en direkt reaktion under buddagen. Men precis som graferna ovanför verkar marknaden inte kunna bestämma sig. Vi kan se en överreaktion som sedan faller den tredje dagen för att sedan öka igen. IT-branschen är osäker i lågkonjunkturer.

Branschen är känslig för index och har ofta en oförutsägbar framtid när de handlar om den tekniska utvecklingen.

Storlek

Nästa uppdelning är efter förvärvsbolagens storlek. Vi har delat upp bolagen efter vilken lista företagen är noterade på. Dessa är Small Cap, Mid Cap och Large Cap. I grafen nedanför kan man se att Large Cap-bolagens kumulativa avkastning varierar mellan positivt och negativt under testperioden. Förändringarna är endast marginella då grafen rör sig nära index. Large Cap-bolagen ger en knapp ökning av negativ kumulativ onormal avkastning under buddagen men det är ingen kraftig rörelse. Dag -2 och dag 4 ger en positiv onormal avkastning.

Small Cap-bolagen har gett negativ onormal avkastning dagarna innan budet. Under buddagen sker en optimism då den negativa avkastningen minskar. Dag 1, dag 2 och dag 4 genererar en positiv avkastning som är den allra högsta i grafen. Mid Cap-bolagen reagerar negativt under buddagen och ger den lägsta negativa avkastningen av de tre storleksuppdelningarna.



Analys efter storlek

Large Cap-bolagens avkastning verkar inte bli nämnvärt berört av ett förvärv då de onormala avkastningarna är marginella. Författarna till uppsatsen antog att Large Cap-företagen skulle uppvisa de största positiva avkastningarna då de redan har en organisatorisk struktur och kultur där förvärvet lätt integreras i det nya bolaget. Därmed antog författarna att en redan befintlig stark organisatorisk struktur och kultur skulle medföra att förvärvet ses som en positiv nyhet som skulle skapa positiva onormala avkastningar. I stället är det Small Cap-bolagen som uppvisar positiva avkastningar efter budet. Förvärvet kan ses positivt tack vare att synergivinster väntas när ett litet bolag gör ett förvärv. Mid Cap-bolagen reagerar tvärtemot Small Cap-bolagen under buddagen. Investerarna ser förvärvet som en negativ nyhet.

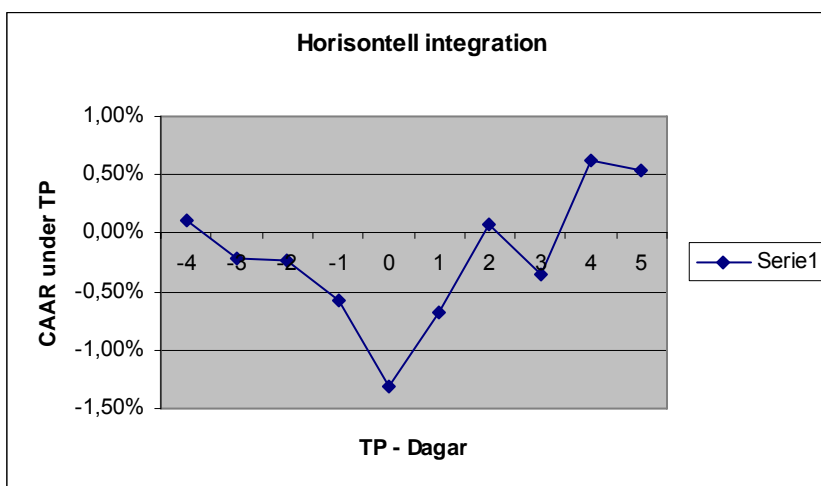
För Small Cap- och Mid Cap-bolagen ser vi att marknaden reagerar genast på nyheten om förvärv och korrigerar priset. För Mid Cap-bolagen fortsätter avkastningen vara ganska stabil, vilket tyder på att marknaden är ganska effektiv. För Small Cap-bolagen kan vi se en överreaktion som drivs ner efter några dagar. För Large Cap-bolagen kan vi inte avgöra om det är nyheten om budet som drar ner den negativa avkastningen eftersom vi ser en ökning av den negativa onormala avkastningen redan två dagar innan. Nyheten kan ha varit väntad.

Förvärvstyper

Klassificeringen av förvärven ledde till att det fanns endast ett förvärv som är konglomerat, därför presenteras inte diagrammet för den kategorin här. Vi hänvisar läsaren till bilagorna.

Horisontellt förvärv

Företag som har gjort ett horisontellt förvärv förvärvar ofta ett företag inom samma verksamhetsområde. Resultatet för horisontella förvärv visar på en nedgång i kumulativ genomsnittlig negativ onormal avkastning redan dagen innan. Dagen för offentliggörandet av budet ökar den negativa avkastningen. Påföljande dag börjar den negativa onormala avkastningen minska för att nå en ett positivt värde dag 2. Dag 3 ger återigen en negativ onormal avkastning som sedan stiger till ett positivt värde dag 4 och dag 5. Dag 4 ger den högsta positiva onormala avkastningen för horisontella förvärv under testperioden.



AAR %	CAAR %
0,12%	0,12%
-0,33%	-0,21%
-0,02%	-0,23%
-0,34%	-0,58%
-0,74%	-1,31%
0,64%	-0,67%
0,75%	0,08%
-0,42%	-0,34%
0,97%	0,62%
-0,08%	0,54%

Analys av horisontella förvärv

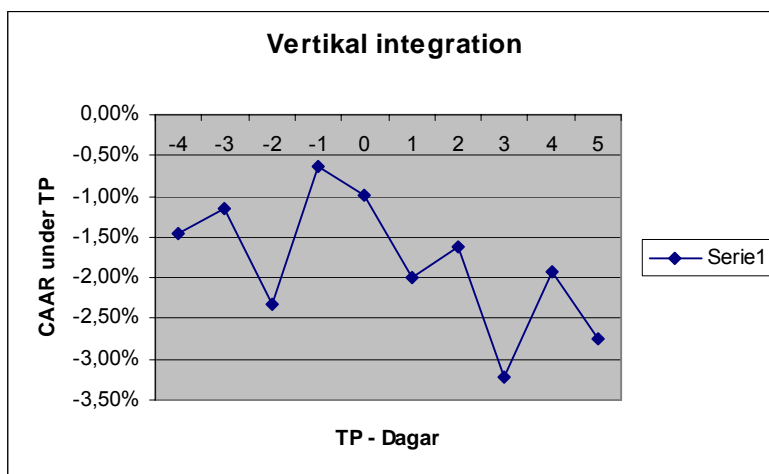
Horisontella förvärv ger en negativ onormal avkastning på buddagen. I grafen kan vi se att dagen innan offentliggörandet börjar den onormala avkastningen sjunka. Nyheten kan ha varit väntad eller

det har skett ett läckage. Dagen efter budet sker en överreaktion då grafen börjar stiga. Dag 2, 3 och 5 ger positiva onormala avkastningar. Inte heller i den här uppdelningen verkar marknaden kunna bestämma sig då grafen skiftar mellan positiv till negativ onormal avkastning. För hela eventfönstret är den kumulativa genomsnittliga onormala avkastningen positiv 0,54%. CAAR för dagarna efter budets offentliggörande blev 0,78 %.

Horisontella förvärv som innebär att ett företag förvärvar ett annat företag inom samma verksamhetsområde ses som positivt av investerarna. 30 bolag gjorde ett horisontellt förvärv vilket innebär att det är den vanligaste förvärvstypen. De positiva effekterna beror på att synergivinster kan väntas samt att företaget kan öka sina marknadsandelar.

Vertikalt förvärv

Vertikala förvärv består av företag som förvärvar en leverantör eller kund. På buddagen finner vi en ökning av negativ onormal avkastning som sedan ökar ytterligare påföljande dag. Mellan dag 2 och dag 5 varierar den negativa kumulativa onormala avkastningen. Sammantaget ökar den negativa avkastningen dagarna efter budets offentliggörande. CAAR för hela eventfönstret blir -2,74 %. CAAR för dagarna efter budets offentliggörande blir -0,41 %.



AAR %	CAAR %
-1,44%	-1,44%
0,28%	-1,16%
-1,17%	-2,33%
1,71%	-0,62%
-0,35%	-0,98%
-1,02%	-2,00%
0,38%	-1,62%
-1,60%	-3,22%
1,28%	-1,94%
-0,81%	-2,74%

Analys av vertikala förvärv

Vertikala förvärv ger en negativ kumulativ onormal avkastning under hela eventfönstret. Under buddagen ökar den negativa onormala avkastningen men dagen innan offentliggörandet av budet har den negativa avkastningen minskat. Detta kan bero på att nyheten har läckt dagen innan. Eftersom endast tre av 34 förvärv i undersökningen var vertikala är det inte så vanligt att förvärva leverantörer eller kunder. Om företaget är ute efter att öka marknadsandelarna genom ett förvärv görs detta hellre genom ett horisontellt förvärv. De vertikala förvärven i denna undersökning görs för att minska sökkostnaderna.

5 Slutsats

Syftet med studien var att undersöka om företagsförvärv genererar onormal avkastning. Vidare undersöktes om olika variabler påverkar kursen olika.

40 förvärv med företag som är noterade på Stockholmsbörsen inkluderades i studien med ett bortfall av sex förvärv. Dessa företag har gett bud på ett annat företag under perioden 1999-2008.

Resultatet visar på en kumulativ genomsnittlig negativ onormal avkastning för samtliga bolag i undersökningen. Den genomsnittliga onormala avkastningen för varje dag är inte markant då den håller sig i intervallet $-0.57\% - +0,98\%$. Resultatet testades med ett hypotestest vilket visade att den onormala avkastningen inte var statistiskt signifikant och därför accepterades hypotesen att det inte förekommer någon avvikelseavkastning. Vi kan konstatera att marknaden inte är effektiv eftersom rörelserna varierade mycket efter budets offentliggörande. Vi kunde ändå se en reaktion på buddagen då grafen skiljer sig från föregående dag markant.

Vidare har vi undersökt vad som händer med den onormala avkastningen efter variablerna vi har studerat. Uppdelning efter bransch visade att förvärv inom industribranschen gav en negativ onormal avkastning under testperioden. Finansbranschen reagerade negativt vid offentliggörandet av nyheten men gav ändå en positiv onormal avkastning under testperioden precis som hälsovårdsbranschen och IT-branschen.

Resultatet efter en uppdelning av storleksordning gav Small Cap-bolagen en knapp negativ onormal

avkastning trots att nyheten var positiv under buddagen. Även Mid Cap-bolagen fick en negativ onormal avkastning. Large Cap-bolagen vars utveckling inte rörde sig märkvärdigt fick en positiv onormal avkastning.

Horisontella förvärv gav en positiv onormal avkastning medan vertikala förvärv gav en negativ onormal avkastning. Flest horisontella förvärv förekom i undersökningen vilket kan betyda att det är vanligast att förvärva ett annat företag för att öka marknadsandelar eller skapa synergieffekter. Att vertikala förvärv inte förekommer lika ofta kan bero på att det inte är fördelaktigt då de påvisade negativa onormala avkastningar.

6 Förslag på vidare forskning

Under arbetets gång har vi kommit fram till alternativa aspekter kring ämnet.

Det hade varit intressant att ta med en längre period än elva dagar som eventfönster eftersom den onormala avkastningen varierade dagarna efter budet. Det hade varit intressant att se hur den onormala avkastningen utvecklades efter den femte dagen. Det skulle även vara intressant att studera volymen som handlas från dag till dag under eventfönstret. Detta för att studera om det förekommer stora köp under säljdagarna före buddagen respektive efter buddagen. Volymen kan fungera som en indikator om man vill se förekomst av informationsläckage.

En ytterligare variabel som är intressant att studera är betalningssättet för förvärvet. Eftersom det är premien till målföretaget som gör att målföretaget får positiva avkastningar är det intressant att se om det förekommer skillnader beroende på om företaget betalar med aktier eller med kontanter.

Ett annat förslag på vidare forskning är att studera skillnader på vänliga och ickevänliga förvärv.

Enligt Jensen gynnar ovänliga förvärv aktieägarna i förvärvande företaget mer än vad vänliga gör.

7 Källförteckning

Elektroniska källor

<http://www.omxnordicexchange.com/nyheterochstatistik/foretagsmeddelanden/>

http://www.omxnordicexchange.com/priceinformation/historical_prices/search?InstrumentId=SSE1074

<http://www.privataaffarer.se/aktier/borshandelser/>

<http://www.infovoice.se/fou/bok/statmet/10000095.htm>

<http://www.statsoft.com/textbook/sttable.html#z>

<http://www.isixsigma.com/library/content/zdistribution.asp>

<http://www.riksbank.se/templates/speech.aspx?id=6133>

Lyroudi, K *Issues in Investment Analysis*, Bradford, UK: Emerald Group Publishing Limited, 2006, s. 10.

<http://site.ebrary.com.ezproxy.ssb.stockholm.se/lib/stockholmstads/Doc?id=10132671&ppg=6>

Romeu, R *Technical Analysis for Direct Access Trading: A Guide to Charts, Indicators and Other Indispensable Market Analysis Tools*, Blacklick, OH, USA: McGraw-Hill Professional Book Group, 2001. p 35.

<http://site.ebrary.com.ezproxy.ssb.stockholm.se/lib/stockholmstads/Doc?id=5004473&ppg=48>

Litteratur

Denscombe, M, *Forskningshandboken*, Studentlitteratur, 2000

Körner, S, Wahlgren, L, *Statistisk Dataanalys*, tredje upplagan: Studentlitteratur, Lund, 2000

Rienecker, L, Jørgensen, P. S, *Att skriva en bra uppsats*, Studentlitteratur, Lund.

Ross, S.A, Westerfield, R.W, Jaffe, J.F, *Corporate Finance*, New York, McGraw- Hill, 2002, 6th edition

Varnas, A, *The Valuation effects of stock splits in Nasdaq*, Managerial finance, 2006

Weston J. Fred, *Mergers and Aquisitions*, USA: McGraw-Hill Professional Book Group, 2001

Vetenskapliga artiklar

Andrade G, Mitchell, M, Stafford, E, *New evidence and perspectives on mergers*, 2001

Asquith, P, Han Kim, E, *The Impact of Merger Bids on the Participating Firms' Security Holders*, The Journal of Finance, 1982

Bagnoli, M, Lipman, B.L, *Stock price manipulation through takeover bids*, Rand Journal of Economics, 1996

Black, B.S, *Bidder Overpayment in Takeovers*, Stanford Law Review, 1989

Capron, L, Pistre, N, *When do acquirers earn abnormal returns?* Strategic Management Journal, 2002

Chatterjee, S, *Sources of Value in Takeovers: Synergy or Restructuring-Implications for Target and Bidder*, Strategic Management Journal, 1992

D'Avolio, G, Gildor, E., Shleifer, A, *Technology, Information Production and Market Efficiency*, 2001

Fama, E.F, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The journal of finance, 1970

Firth, M, *Corporate Takeovers, Stockholder Returns and Executive Rewards*, Managerial and

Decision Economics, 1991

Firth, M, *Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm*, The Quarterly Journal of Economics, 1980

Firth, M, *The Profitability of Takeovers and Mergers*, The Economic Journal, 1979

Harris, E.G, *Why one firm is the target and the other the bidder in single -bidder, synergistic takeovers*, The journal of business, 1994

Jensen, H.J, *Takeovers: Their Causes and Consequences*, The Journal of Economic Perspectives, 1988

Leeth, J.D, *The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the 1920s merger Wave*, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2000

MacKinlay, A.C, *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, Journal of Economic Literature, 1997

Pearce, Douglas K, Roley V Vance, *Stockprices and Economic News*, The Journal of Business, 1985

Roll, R, *Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth*, Modern Finance & Industrial Economics, 1987.

Roll, R, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, The Journal of Business, 1986

Scherer, F.M, *Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments*, The Journal of Economic Perspectives, 1988

Shleifer, S, Vishny, R.W, *Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications*, Strategic Management Journal, 1991

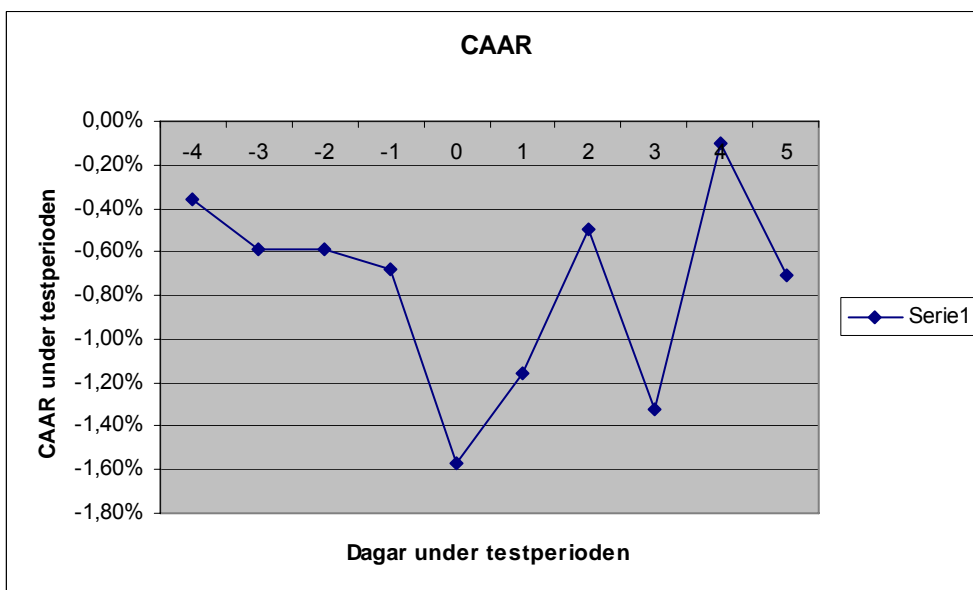
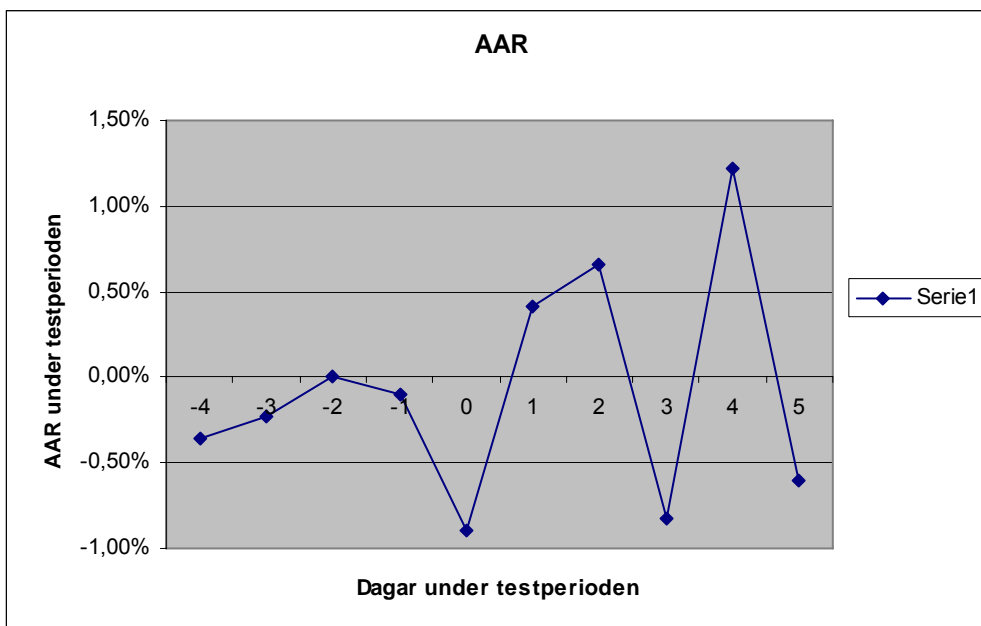
Varaiya, N. P, *Determinants of Premiums in Acquisition Transactions*, Managerial and Decision Economics, 1987

Bilaga 1**Företagslistan över bud inklusive datum**

	Köpande Företaget	Mål Företaget	Datum
1	Peab AB	Peab Industri	2008-10-15
2	SCANIA B	Ainax	2004-11-19
3	Tele2	Song Networks	2004-09-29
4	Meda AB	MediTeam	2001-12-28
5	Castellum AB	Diligentia	2000-01-18
6	Saab AB	Celsius Consultants	2000-11-16
7	B&B Tools	GLVAB	2008-10-29
8	Alfa laval	Alfa Laval India	2008-10-23
9	Securitas	EI Guardian	2008-09-22
10	Alfa Laval	Hutchison Hayes Separation	2008-08-18
11	Atlas copco	Dynapac	2007-02-05
12	Getinge AB	Datascope	2008-09-15
13	JM AB	Byggrätter i Täby	2007-05-25
14	Hexagon AB	Serein Metrology	2008-07-24
15	Elekta AB	3D LINE MEDICAL SYSTEMS	2007-03-23
16	Bure Equity AB	AcadeMedia AB	2007-10-22
17	Lundin Mining	North Atlantic Natural Resources	2005-01-21
18	Ratos B	Fastighets AB Tornet	2003-10-20
19	Eniro AB	SOL	2001-11-20
20	Tietoenator AB	Entra	2000-05-15
21	Xano	MIKROVERKTYG	2008-11-06
22	Munters AB	Belgienbaserade Toussaint Nyssenne	2008-10-30
23	Assa Abloy	ShenFei	2008-10-16
24	ABB	Kuhlman Electric Corporation	2008-07-16
25	Alfa Laval	Pressko AG	2008-07-31
26	Acando B	Resco AB	2006-01-09
27	Proact IT Group	Dimension	2003-11-24
28	Teleca	AU-Systems	2001-12-10
29	Sweco AB	Ångpanneföreningen	2001-09-24
30	Volvo AB	Scania	1999-08-06
31	SKF AB	Cirval S.A	2008-11-05
32	Gunnebo AB	Grand Entrance Control Pty Ltd	2008-11-03
33	Swedbank	Banco Fonder	2008-09-29
34	ABB	Vectek Electronics	2008-05-05
35	Astra Zeneca	Medimmune	2007-06-19
36	Elekta AB	Impac Medical Systems	2005-01-18
37	Investor AB	Lindorff Group AB	2008-06-11
38	RNB RETAIL...	JC AB	2006-05-09
39	Sigma B	RKS AB	2004-05-06
40	Cloetta	Fennobon Oy	2007-11-30

Bilaga 2

TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	34						
-4		14	20	-0,36%	-0,36%	-12,32%	-12,32%
-3		17	17	-0,22%	-0,59%	-7,61%	-19,93%
-2		12	22	0,00%	-0,59%	-0,02%	-19,95%
-1		17	17	-0,09%	-0,68%	-3,22%	-23,15%
0		16	18	-0,89%	-1,57%	-30,32%	-53,50%
1		14	20	0,41%	-1,16%	14,09%	-39,41%
2		22	12	0,66%	-0,50%	22,52%	-16,88%
3		15	19	-0,83%	-1,32%	-28,10%	-44,98%
4		21	13	1,22%	-0,10%	41,49%	-3,49%
5		12	22	-0,60%	-0,70%	-20,41%	-23,90%



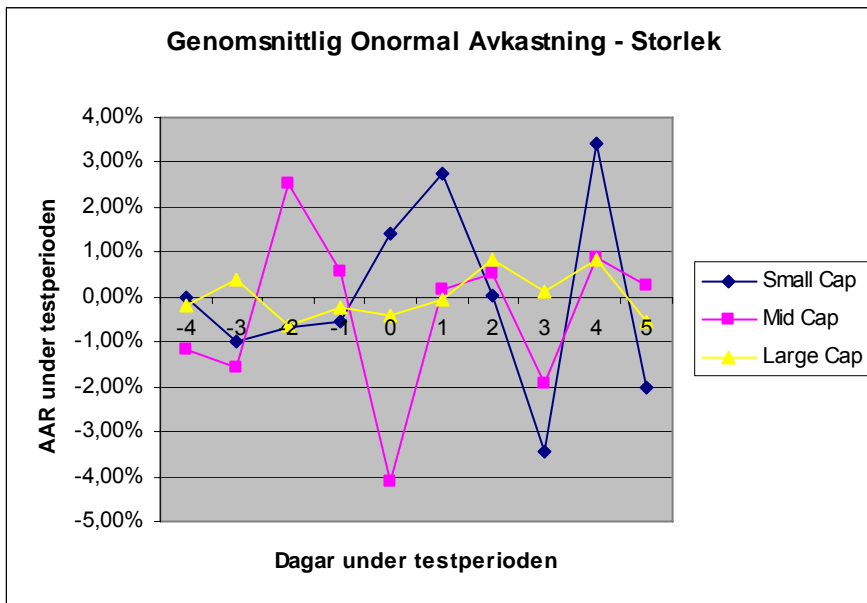
Bilaga 3

Small Cap							
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	5						
-4		3	2	-0,03%	-0,03%	-0,13%	-0,13%
-3		2	3	-1,00%	-1,02%	-4,98%	-5,11%
-2		1	4	-0,69%	-1,71%	-3,43%	-8,53%
-1		3	2	-0,53%	-2,24%	-2,65%	-11,19%
0		3	2	1,43%	-0,81%	7,15%	-4,04%
1		2	3	2,76%	1,95%	13,78%	9,74%
2		1	4	0,02%	1,97%	0,09%	9,84%
3		1	4	-3,43%	-1,46%	-17,13%	-7,30%
4		4	1	3,41%	1,95%	17,04%	9,74%
5		0	5	-2,03%	-0,08%	-10,15%	-0,40%

Mid Cap							
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	7						
-4		2	5	-1,16%	-1,16%	-8,09%	-8,09%
-3		3	4	-1,56%	-2,72%	-10,95%	-19,04%
-2		4	3	2,54%	-0,18%	17,78%	-1,26%
-1		5	2	0,59%	0,41%	4,14%	2,88%
0		3	4	-4,11%	-3,70%	-28,76%	-25,87%
1		4	3	0,19%	-3,51%	1,32%	-24,56%
2		5	2	0,52%	-2,99%	3,65%	-20,91%
3		3	4	-1,91%	-4,89%	-13,34%	-34,24%
4		4	3	0,89%	-4,00%	6,25%	-28,00%
5		3	4	0,25%	-3,75%	1,77%	-26,23%

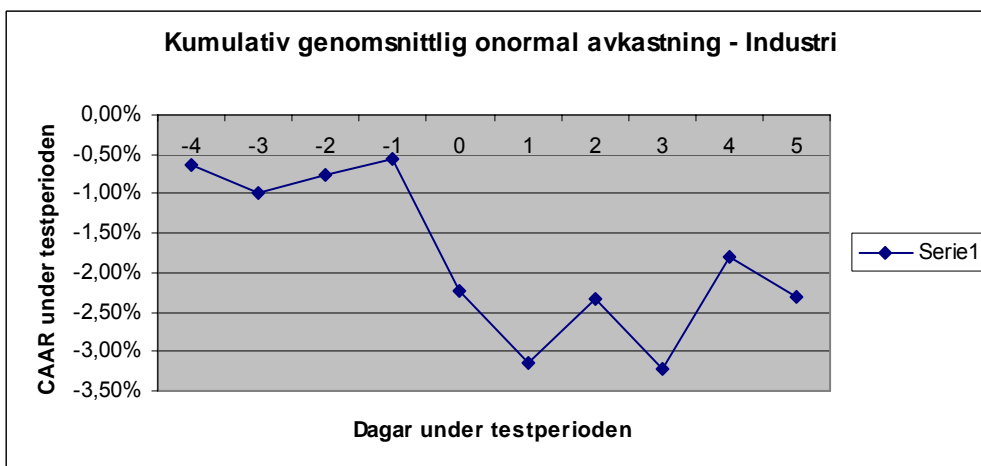
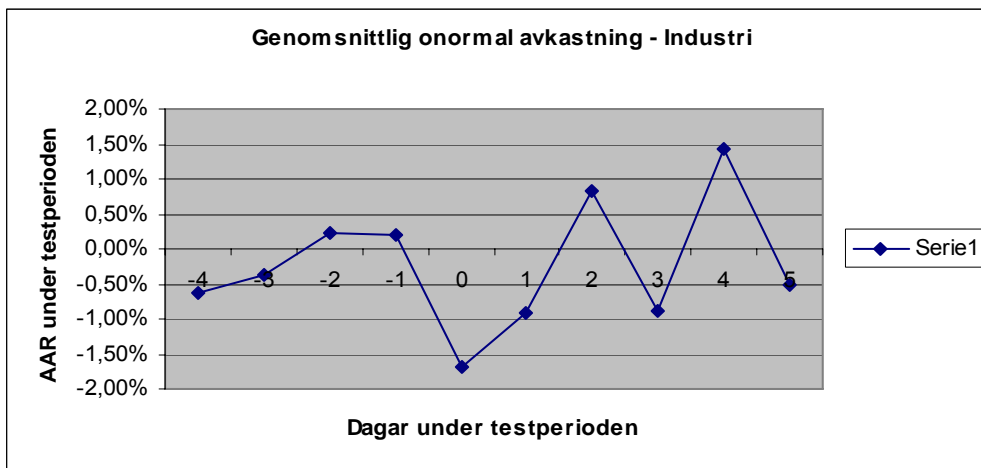
Large Cap							
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	22						
-4		9	13	-0,19%	-0,19%	-4,10%	-4,10%
-3		13	9	0,38%	0,19%	8,32%	4,22%
-2		7	15	-0,65%	-0,46%	-14,38%	-10,16%
-1		9	13	-0,21%	-0,68%	-4,71%	-14,87%
0		11	11	-0,40%	-1,07%	-8,72%	-23,59%
1		9	13	-0,05%	-1,12%	-1,01%	-24,59%
2		17	5	0,85%	-0,26%	18,78%	-5,82%
3		11	11	0,11%	-0,16%	2,37%	-3,44%
4		14	8	0,83%	0,67%	18,21%	14,76%
5		10	12	-0,55%	0,12%	-12,04%	2,73%

Bilaga 4



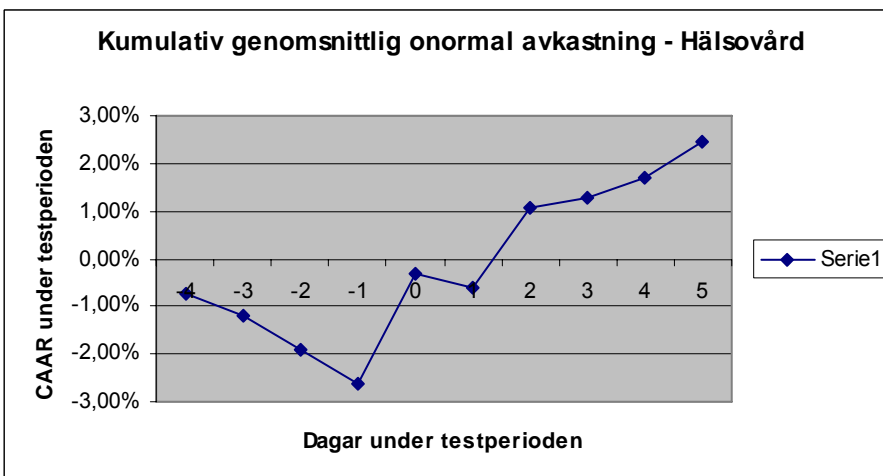
Bilaga 5

Industri							
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	18						
-4		7	11	-0,62%	-0,62%	-11,19%	-11,19%
-3		10	8	-0,36%	-0,98%	-6,52%	-17,71%
-2		7	11	0,23%	-0,75%	4,14%	-13,56%
-1		11	7	0,19%	-0,56%	3,41%	-10,15%
0		8	10	-1,68%	-2,24%	-30,24%	-40,40%
1		6	12	-0,91%	-3,15%	-16,32%	-56,72%
2		12	6	0,83%	-2,32%	14,88%	-41,84%
3		7	11	-0,89%	-3,21%	-15,95%	-57,79%
4		13	5	1,42%	-1,79%	25,51%	-32,28%
5		7	11	-0,51%	-2,31%	-9,25%	-41,53%



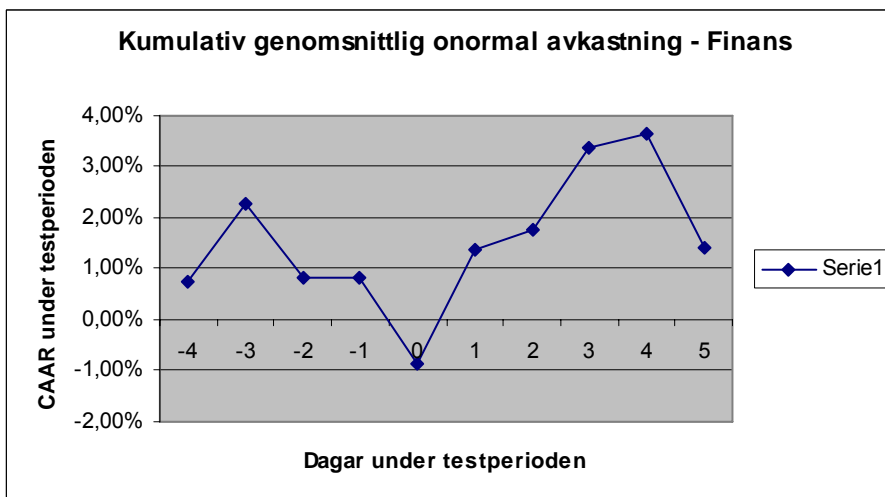
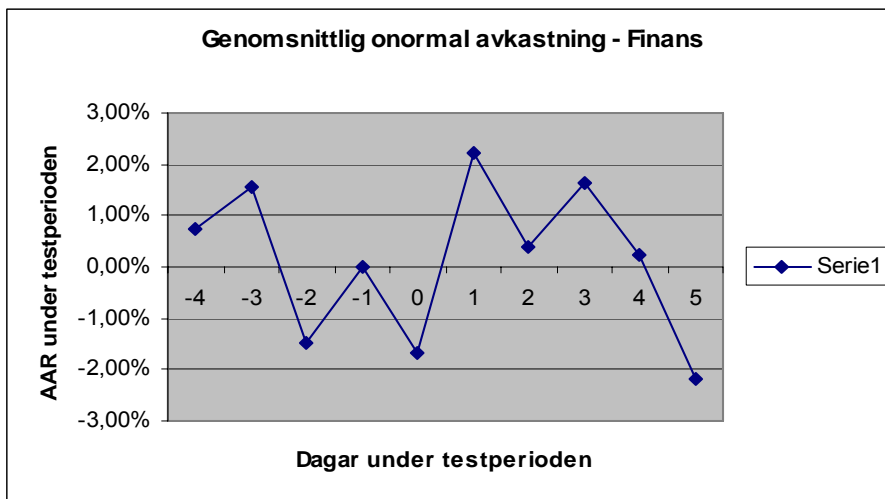
Bilaga 6

Hälsovård							
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	4						
-4		1	3	-0,72%	-0,72%	-2,87%	-2,87%
-3		2	2	-0,46%	-1,18%	-1,84%	-4,71%
-2		1	3	-0,73%	-1,90%	-2,90%	-7,61%
-1		0	4	-0,72%	-2,63%	-2,89%	-10,50%
0		3	1	2,30%	-0,33%	9,18%	-1,32%
1		1	3	-0,27%	-0,60%	-1,07%	-2,39%
2		4	0	1,67%	1,07%	6,67%	4,28%
3		3	1	0,22%	1,29%	0,86%	5,15%
4		3	1	0,41%	1,70%	1,66%	6,81%
5		3	1	0,73%	2,44%	2,94%	9,74%



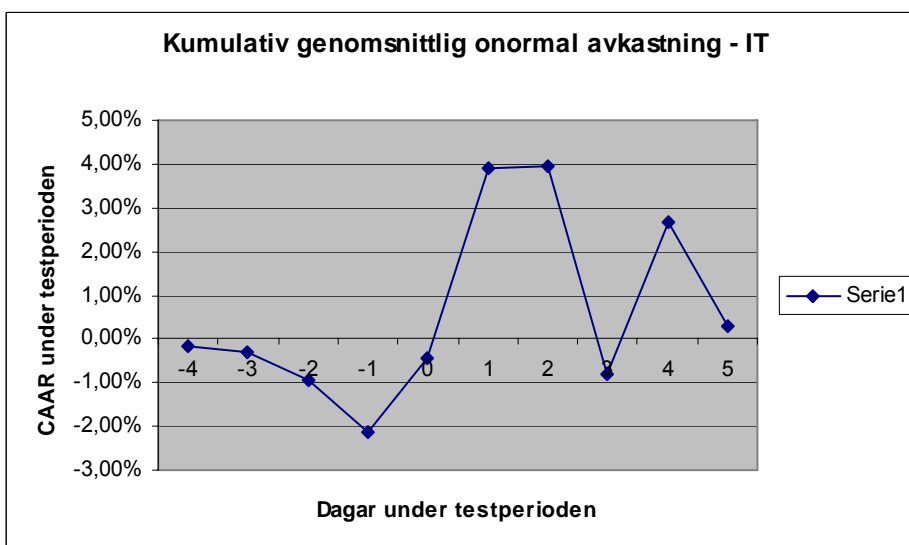
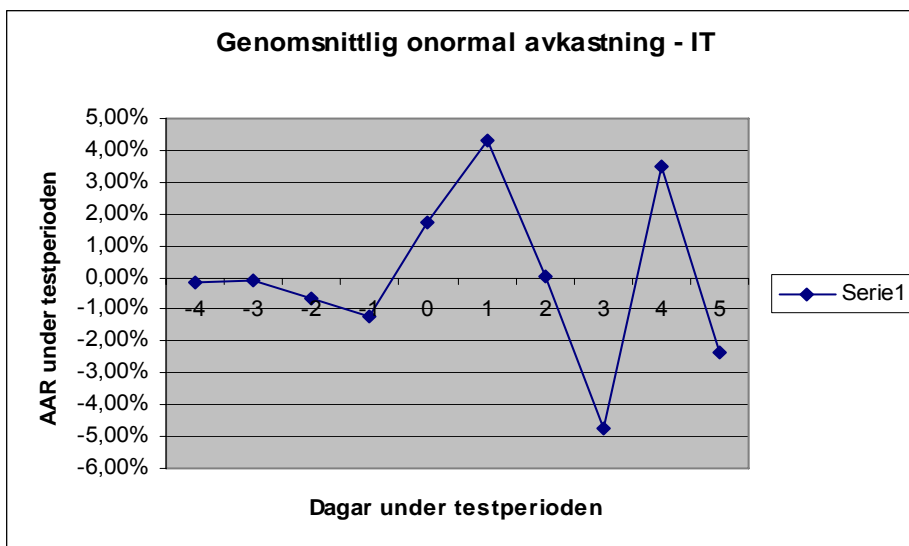
Bilaga 7

Finans							
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	5						
-4		3	2	0,74%	0,74%	3,69%	3,69%
-3		3	2	1,55%	2,29%	7,76%	11,46%
-2		2	3	-1,47%	0,82%	-7,36%	4,10%
-1		2	3	-0,01%	0,81%	-0,06%	4,03%
0		2	3	-1,66%	-0,85%	-8,29%	-4,26%
1		4	1	2,22%	1,37%	11,10%	6,84%
2		3	2	0,39%	1,76%	1,95%	8,79%
3		4	1	1,62%	3,38%	8,09%	16,88%
4		2	3	0,25%	3,63%	1,26%	18,14%
5		1	4	-2,20%	1,43%	-11,00%	7,14%



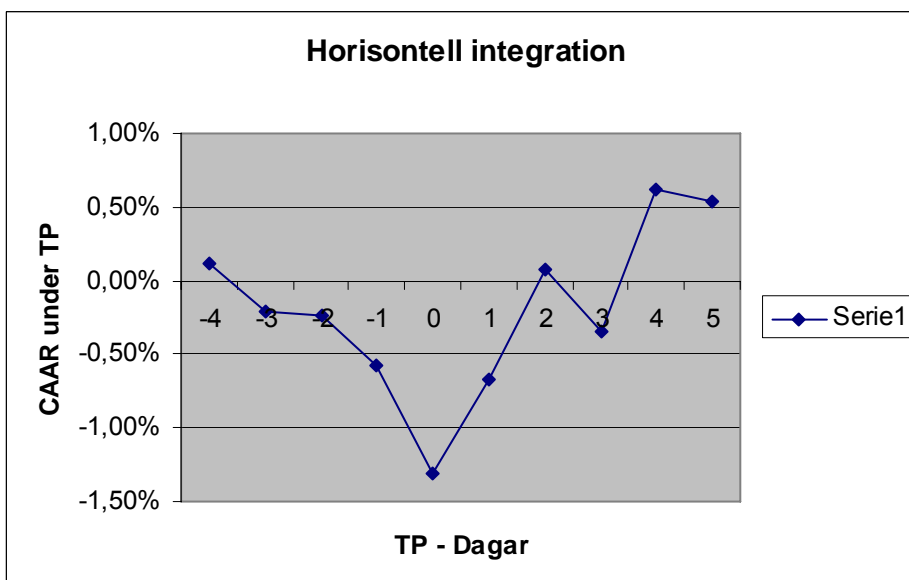
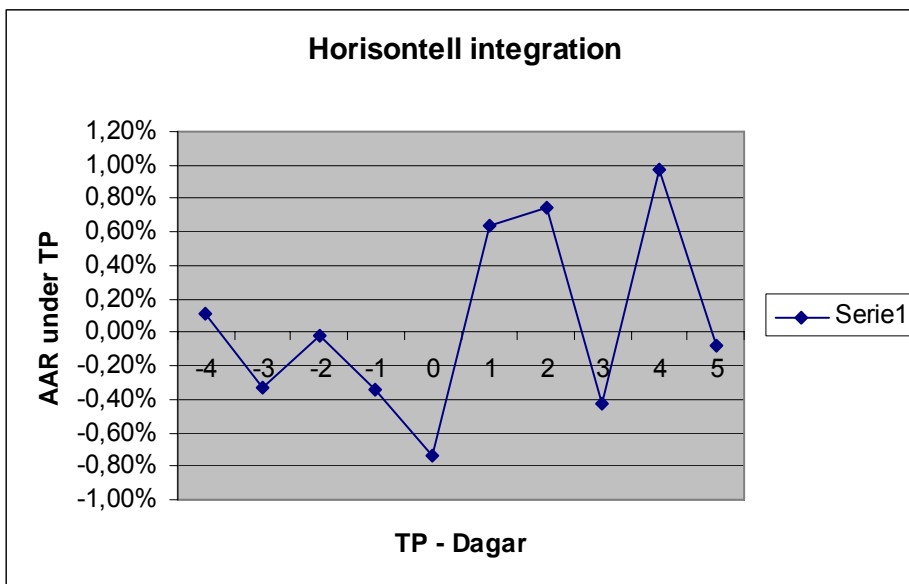
Bilaga 8

IT							
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	AR	CAR
	4						
-4		2	2	-0,17%	-0,17%	-0,70%	-0,70%
-3		2	2	-0,11%	-0,28%	-0,43%	-1,13%
-2		1	3	-0,66%	-0,95%	-2,65%	-3,78%
-1		2	2	-1,20%	-2,14%	-4,78%	-8,56%
0		2	2	1,71%	-0,43%	6,83%	-1,73%
1		2	2	4,32%	3,89%	17,29%	15,56%
2		1	3	0,04%	3,93%	0,16%	15,72%
3		0	4	-4,75%	-0,82%	-18,99%	-3,27%
4		3	1	3,49%	2,68%	13,98%	10,71%
5		0	4	-2,38%	0,29%	-9,54%	1,17%



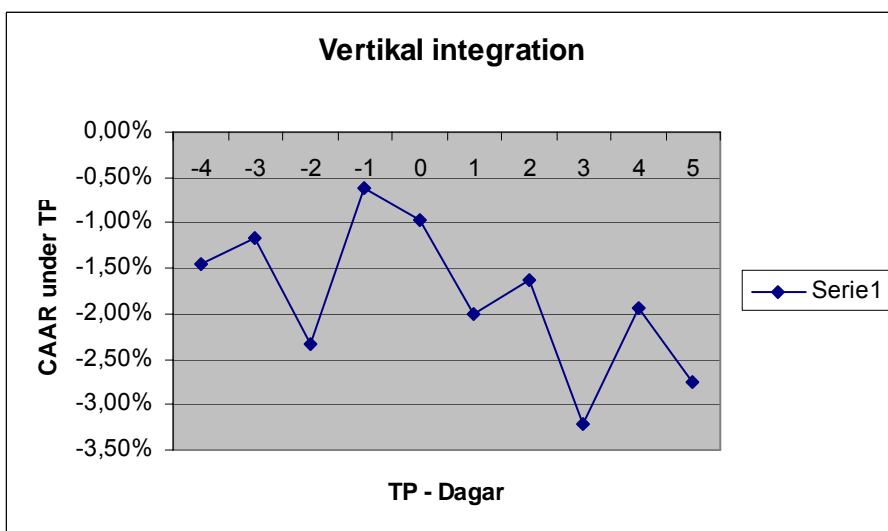
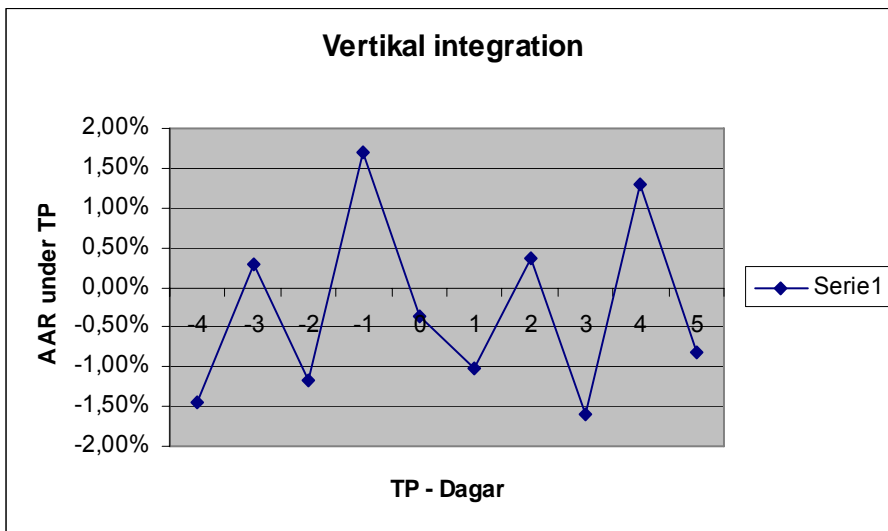
Bilaga 9

Horisontell						
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	
	31					
-4		15	16	0,12%	0,12%	
-3		15	16	-0,33%	-0,21%	
-2		11	20	-0,02%	-0,23%	
-1		13	18	-0,34%	-0,58%	
0		15	16	-0,74%	-1,31%	
1		15	16	0,64%	-0,67%	
2		22	9	0,75%	0,08%	
3		15	16	-0,42%	-0,34%	
4		19	12	0,97%	0,62%	
5		14	17	-0,08%	0,54%	



Bilaga 10

Vertikalt						
TP	N	Positiv	Negativ	AAR %	CAAR %	
	7					
-4			2	5	-1,44%	-1,44%
-3			5	2	0,28%	-1,16%
-2			2	5	-1,17%	-2,33%
-1			6	1	1,71%	-0,62%
0			3	4	-0,35%	-0,98%
1			2	5	-1,02%	-2,00%
2			4	3	0,38%	-1,62%
3			2	5	-1,60%	-3,22%
4			5	2	1,28%	-1,94%
5			2	5	-0,81%	-2,74%



Bilaga 11

AR – Onormal avkastning framräknad enligt Marknadsmodellen

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	Peab AB	SCANIA B	Tele2	Meda AB	Castellum AB	Saab AB	B&B Tools	Alfa laval	Securitas	Alfa Laval
-4	-0,63%	0,80%	-1,94%	-0,03%	1,29%	2,29%	-2,01%	-5,43%	-0,41%	-0,19%
-3	-4,18%	0,20%	-1,18%	1,42%	2,60%	3,37%	-1,96%	-2,49%	1,85%	1,84%
-2	10,19%	-0,08%	-0,77%	-1,78%	-2,65%	-2,64%	-1,21%	5,82%	0,09%	-0,01%
-1	1,55%	-2,07%	1,78%	-6,64%	-3,56%	-3,12%	1,31%	-5,03%	-0,85%	0,64%
0	-12,04%	0,86%	2,32%	8,71%	3,30%	1,90%	-7,27%	-1,68%	1,11%	0,99%
1	-4,56%	-0,12%	-2,45%	-2,47%	1,89%	0,64%	0,51%	0,74%	-0,28%	-0,63%
2	-1,32%	-0,62%	0,94%	-5,40%	0,16%	1,11%	4,57%	0,55%	2,06%	2,87%
3	-7,30%	-1,58%	-0,52%	4,74%	-1,49%	-2,49%	4,32%	1,06%	-1,45%	-2,00%
4	3,63%	-0,39%	-0,04%	0,42%	-4,36%	3,25%	-1,04%	7,17%	0,86%	0,62%
5	-4,58%	-1,08%	-1,03%	-1,11%	0,67%	-1,08%	-1,12%	-1,88%	1,19%	-0,94%

	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
	Atlas copco	Getinge AB	JM AB	Hexagon AB	Elekta AB	Bure Equity AB	Lundin Mining	Ratos B	Eniro AB	Tietoenvator AB
	3,05%	-0,11%	2,18%	-0,81%	-1,94%	2,60%	2,42%	1,29%	-0,11%	0,98%
	1,09%	2,09%	4,59%	3,21%	-2,96%	-0,62%	0,17%	1,26%	-2,60%	-4,09%
	-4,36%	0,53%	1,07%	0,83%	-2,84%	2,03%	-0,51%	0,82%	11,13%	1,36%
	2,80%	-0,38%	-0,33%	-0,58%	-0,50%	-1,89%	2,34%	-0,19%	-4,56%	3,34%
	-1,09%	0,34%	-0,03%	-1,50%	-0,28%	1,81%	5,28%	0,03%	-3,75%	-7,24%
	2,10%	-1,60%	1,08%	-3,37%	-1,44%	-0,95%	0,48%	-0,83%	-0,01%	-5,69%
	0,24%	2,91%	-0,61%	2,07%	2,09%	1,13%	0,09%	1,57%	-2,28%	2,07%
	0,49%	-2,00%	2,00%	-0,30%	0,59%	0,25%	1,09%	-1,14%	-3,54%	-3,69%
	0,38%	-2,23%	-0,43%	4,03%	0,54%	0,55%	1,08%	-1,10%	-3,06%	0,65%
	-1,75%	1,28%	-2,83%	-3,93%	-1,53%	-1,10%	1,09%	-0,28%	9,50%	0,43%

Bilaga 12

	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Xano	Munters AB	Assa Abloy	ABB	Alfa Laval	Acando B	Proact IT Group	Teleca	Sweco AB	Volvo AB	
	0,57%	-4,15%	4,68%	-1,44%	-4,00%	-0,92%	2,72%	-2,54%	1,77%	-1,81%
	-4,55%	0,44%	-1,54%	0,64%	-0,84%	0,30%	-0,49%	1,16%	1,55%	-0,77%
	-0,77%	-5,49%	-0,75%	2,40%	-1,14%	-0,56%	-2,02%	-1,13%	-8,05%	-0,16%
	2,13%	0,82%	-3,49%	-0,24%	3,12%	0,48%	-3,84%	2,17%	-2,08%	1,04%
	0,31%	-1,86%	-1,29%	1,65%	-0,07%	6,49%	-1,58%	-3,18%	5,27%	-9,67%
	-3,51%	1,32%	-2,34%	-1,84%	-2,49%	12,02%	11,21%	-2,79%	4,96%	2,33%
	-0,06%	1,36%	0,73%	-0,52%	-3,83%	7,09%	-1,51%	-5,41%	1,61%	1,77%
	1,85%	-4,15%	1,38%	-1,64%	-2,24%	-7,61%	-4,25%	-3,53%	-0,45%	-1,27%
	3,06%	-0,79%	0,66%	3,39%	-3,07%	0,02%	-0,92%	8,66%	-2,52%	-1,38%
	-0,61%	-3,46%	1,78%	1,45%	0,47%	-0,69%	-6,37%	-2,10%	5,35%	0,21%

	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
SKF AB	Gunnebo AB	Swedbank	ABB	Astra Zeneca	Elektta AB	Investor AB	RNB RETAIL...	Sigma B	Cloetta	
	1,09%	-4,59%	-2,05%	1,80%	-1,89%	1,07%	-0,33%	0,80%	0,04%	0,24%
	-4,53%	0,79%	2,04%	0,91%	-1,35%	0,38%	-0,83%	-2,81%	-1,40%	-0,09%
	-1,33%	2,74%	-5,32%	0,01%	-0,21%	-0,38%	-2,49%	-1,60%	1,06%	-0,55%
	1,51%	3,04%	4,82%	0,84%	-0,34%	-1,67%	0,90%	3,88%	-3,59%	-1,21%
	-1,82%	0,73%	-13,15%	0,49%	0,18%	8,94%	-0,22%	-6,38%	5,11%	-0,64%
	-1,90%	-0,54%	7,08%	-2,36%	-1,24%	3,21%	2,00%	5,55%	-3,15%	1,76%
	3,17%	-0,01%	3,34%	0,74%	0,85%	0,82%	-2,07%	0,21%	-0,01%	4,65%
	3,16%	-4,86%	6,49%	1,06%	0,24%	2,03%	0,85%	1,94%	-3,59%	1,58%
	0,32%	4,76%	6,16%	0,04%	0,85%	2,50%	-0,65%	2,19%	6,22%	-0,70%
	1,68%	4,56%	-3,99%	-0,15%	2,98%	0,21%	-3,75%	-2,04%	-0,38%	2,22%