

Institutionen för ekonomi och företagande
Företagsekonomi
Magisteruppsats
Handledare: Curt Scheutz
Vårterminen 2006



Fissionsreaktion på Stockholmsbörsen

*En eventstudie av priseffekterna i samband med kungörelser av
börsavknoppningar enligt Lex Asea*

Marika Eriksson 800619

David Ho 771216

Förord

Idag den 9 juni färdigställdes vår magisteruppsats som påbörjades i januari. Under denna period har vi stött på både fram- och motgångar. Vi vill rikta ett stort tack till de som har hjälpt oss under uppsatsens gång. Först vill vi tacka våra handledare Curt Scheutz, som har försett oss med material samt delgivit sin sakkunskap inom vårt uppsatsområde. Sedan också våra medstudenter som har bidragit med sina synpunkter och uppmuntran. Följande personer förtjänar en stor del av vår tacksamhet, eftersom de har utgjort ett enormt stöd under de perioder där motgångarna har varit som värst:

Mathilde Almekinders

Jan Ho

Tage Sarland


Sol Vikström

Slutligen vill vi även visa vår uppskattning för våra intervjurespondenter Björn Enarson från Carnegie Investment Bank AB och Andreas Joelsson från Skandinaviska Enskilda Bank. Tack för att ni avsatte er tid för att besvara våra frågor.

Stockholm den 9 juni 2006



Marika Eriksson



David Ho

Abstract

This master thesis studies the Stockholm Exchange's reaction towards the company announcements for spin-offs, complying with Lex Asea. For this purpose an event study has been conducted, which included all the companies that made announcements regarding their spin-off plans for the period between years 2000 and 2005. The sample for this study consisted of 23 companies and 25 spin-off events. The market model was used to compute the abnormal returns on a number of selected securities. The findings of this study suggest that announcements have positive impacts on companies' securities. These positive effects are shown as early as 6 days before the announcement day, and it tends to stabilize over the days after the announcement. Furthermore any relations between the companies' abnormal returns and their line of businesses or their listings to a certain stock exchange cannot be identified in this study. There is no further evidence in this study that indicates any relations between a company's abnormal returns and specific motives. The conclusions for this study are as follows:

- The spin-off announcements during the period 2000-2005 have in general contributed positive effects to the companies' securities.
- There is no evidence whatsoever that indicates there is any correlation between a company's abnormal returns and its line of business, spin-off listings in a certain stock exchange or specific motives.

Sammanfattning

Syftet med denna magisteruppsats är att undersöka Stockholmsbörsens reaktion i samband med företagens kungörelser av börsavknoppningar enligt Lex Asea. För detta ändamål genomfördes en eventstudie för alla företag som har kungjort deras avknoppningsplaner mellan åren 2000 och 2005. Undersökningspopulationen för denna studie uppgick till 23 företag som sammantaget gjort 25 kungörelser under den studerade perioden. För beräkning av eventuella abnormala avkastningar användes marknadsmodellen, med uppskattningar baserade på den historiska utvecklingen hos OMX SPI –indexet och hos de berörda aktierna. Resultatet från studien visade att det förelåg en positiv abnormal avkastningsutveckling under det studerade eventfönstret. Den positiva utvecklingen inträdde redan 6 dagar innan själva kungörelsen för att sedan jämnas ut dagarna efter tillkännagivandet. En vidare utredning om eventuella samband mellan en viss positiv abnormal avkastning och ett specifikt motiv kunde inte identifieras. Det fanns heller inget annat som tydde på att branschtillhörighet eller att företagen knoppat av till en viss börs skulle medföra en specifik positiv abnormal avkastning. Slutsatserna för denna studie blir således:

- Kungörelser av avknoppningar mellan åren 2000 och 2005 har generellt medfört positiva priseffekter, som innebär att större delen av dessa företag har fått positiva abnormala avkastningar.
- Det finns ingenting som tyder på att branschtillhörigheten, avknoppning till en viss börs eller angivande av ett visst motiv skulle medföra en viss abnormal avkastning.

Innehållsförteckning

1. Inledning	7
1.1 Bakgrund	7
1.1.1 Problemdiskussion	8
1.1.2 Problemformulering	8
1.2 Syfte	9
1.3 Avgränsningar	9
1.4 Disposition	9
2. Teoretisk referensram	10
2.1 Bakgrund	10
2.1.1 Stockholmsbörsen och Nya marknaden	10
2.1.2 Lex Asea	11
2.1.3 Fissioner	11
2.2 Tidigare forskning	13
2.2.1 Amerikansk forskning	13
2.2.2 Europeisk forskning	16
2.3 Teori	17
2.3.1 Motiv till fission	17
2.3.2 Hypotesen om den effektiva marknaden	18
2.3.3 Signalteori	19
2.3.4 Agentteori	20
3. Metod	21
3.1 Eventstudie	21
3.1.1 Val av företag med ett specifikt event	21
3.1.2 Definiera och identifiera datum för kungörelse	22
3.1.3 Definiera eventfönstret	22
3.1.4 Beräkna den faktiska avkastningen för eventfönstret	22
3.1.5 Beräkna den abnormala avkastningen för eventfönstret	23
3.1.6 Beräkna genomsnittlig abnormal avkastning per dag	25
3.1.7 Beräkna kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning	25
3.1.8 Analysera och diskutera resultaten	25
4. Empiriskt resultat	28
4.1 Utfallen av AAR och CAAR	28
4.2 Företagens motiv	31
5. Analys & Diskussion	33
5.1 AAR och CAAR	33
5.2 Branschtillhörighet	35
5.3 Stockholmsbörsen eller Nya marknaden	36

5.4 Motivens betydelse	38
5.5 Resultatet från eventstudien	40
6. Slutsats	43
6.1 Sammanfattande slutsatser	43
6.2 Framtida forskning	43
7. Kritisk granskning	44
7.1 Marknadsmodellens lämplighet	44
7.2 Validitet	45
7.3 Reliabilitet	45
8. Avslutande diskussion	46
9. Källförtäckning	50
BILAGA 1	53
BILAGA 2	57
BILAGA 3	58
BILAGA 4	59
BILAGA 5	60
BILAGA 6	61
BILAGA 7	62
BILAGA 8	63
BILAGA 9	64
BILAGA 10	68
BILAGA 11	69

Figurförteckning

<i>Figur 2.1 EMH:s olika former</i>	19
<i>Figur 3.1 Dagar som ingår i respektive fönster</i>	24
<i>Figur 4.1 Utvecklingen av indexet och aktiernas avkastning under eventfönstret</i>	28
<i>Figur 4.2 Genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för företagen</i>	29
<i>Figur 4.3 En kumulativ framställning av den abnormala avkastningen</i>	29
<i>Figur 4.4 Genomsnittlig abnormal avkastning för Diversified financials och Capital goods</i>	30
<i>Figur 4.5 Genomsnittlig abnormal avkastning för Software & services och Real estate</i>	30
<i>Figur 4.6 Sammanställning av fyra branschers kumulativa abnormala avkastning</i>	31
<i>Figur 5.1 Kumulativ avkastning vid halvstark marknadsform</i>	34
<i>Figur 5.2 En översikt på branschernas genomsnittliga abnormala avkastning</i>	35
<i>Figur 5.3 Spridningen över den abnormala avkastning inom respektive bransch</i>	36
<i>Figur 5.4 Medelvärde av abnormal avkastning i relation till börs</i>	36
<i>Figur 5.5 Spridningen över den abnormala avkastning i respektive börs</i>	37
<i>Figur 5.6 Spridningen över genomsnittlig abnormal avkastning i relation motiv</i>	38
<i>Figur 5.7 En grafisk framställning av en linjär regression mellan en aktie och index</i>	40
<i>Figur 5.8 Kumulativ abnormal avkastning med median</i>	42

1. Inledning

I detta inledande avsnitt redogörs bakgrunden till det valda problemområdet samt studiens syfte och avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Genom åren har företagen kämpat hårt för att stå emot det hårda konkurrensklimatet som råder i företagsvärlden. Många företag har tagit till olika strategier, för att antingen öka eller behålla sina marknadsandelar. En av de strategier som använts är sammanslagningar mellan företag, för att försöka utnyttja möjligheter till stordriftsfördelar. Detta förfarande som även kallas för fusion har periodvis tillämpats flitigt inom företagsvärlden. Det kan bland annat ses utifrån den totala summan av de internationella företagsförvärven och fusionerna, vilken enligt FN mer än tiodubblades mellan åren 1991 och 1999 (Berggren 2002, s. 250). Nu på senare tid har det dock varit en del spekulationer i både fackpress och nyheterna, om att det växer fram en ny trend i den svenska företagsvärlden. Det påpekades att fusioner var något som dog med 1990-talet, medan nu under 2000-talet är det fissioner¹ som gäller (Blecher 2006a). Enligt affärsvärldens börsredaktör Simon Blecher har nu storleken eller att vara global ringa betydelse. Han menar att det finns få exempel som tyder på att fusioner har gett framgång. Istället hänvisade han till ett antal företag som framgångsrikt har fissionerats (Blecher 2006c).

Till synes är den svenska aktiemarknaden positivt inställd till förfarandet, då kurserna påverkas i en positiv riktning. Ett exempel på detta är fallet med Securitas, vilket den senaste tiden uppmärksammats i medierna. Marknadens reaktion märktes tydligt då värdet på Securitasaktien steg efter företagets offentliggörande om deras framtida fissioner. När fissionen genomförs förväntas aktievärdet vara högre än dagens aktie kurs. (Blecher 2006b)

¹ Definitioner av begreppet återfinns i avsnitt 2.1.3

1.1.1 Problemdiskussion

En företagslednings huvudsakliga uppgift är att fatta beslut åt aktieägarna som äger och kontrollerar företaget. Det primära målet är att de ska maximera aktieägarvärdet genom sitt beslutsfattande och agerande. (Ross, Westerfield & Jaffe 2002, s. 15) Därmed är det viktigt att ledningen vidtar rätt strategier, då alla deras prestationer bedöms av marknaden. Goda prestationer uppmärksammas och belönas av marknaden genom att företagets marknadsvärde ökar, vilket i sin tur innebär ökat aktieägarvärde. På motsvarande sätt kommer företaget bestraffas om de uppvisar negativa resultat. För då minskar aktieägarvärdet som en följd av sänkt aktiekurs. (Koller, Goedhart & Wessels 2005, ss. 76-81) Nu har det visat sig att alltför många företag har valt att fissionera i syfte att öka aktieägarvärdet (Blecher 2005). Det finns som tidigare nämnts hänvisningar till företag som har lyckats framgångsrikt med sina fissioner. Dock bör det påpekas att det även finns en del fissioner som inte har lyckats av olika skäl (Isacson 2004). Oavsett om det gäller fissioner eller fusioner handlar det i princip om samma sak, det vill säga strategier som är tänkta att leda till ökat aktieägarvärde (Koller, Goedhart & Wessels 2005, ss. 466-471, ss. 437-445). Resultatet från dessa åtgärder kommer att bedömas av marknaden och dess reaktion kommer att reflekteras i aktiepriset. Enligt Famas marknadshypotes ska aktiepriset omedelbart anpassas till den information som företaget offentliggör. Om det gör det anses marknaden effektiv, annars betraktas den mindre effektiv.²

1.1.2 Problemformulering

Med ledning av ovanstående diskussion har följande problemformuleringar antagits:

- Vilka priseffekter får företagets aktier i samband med deras offentliggöranden av fissioner?
- Agerar marknaden effektivt?
- Finns det incitament för företag att genomföra fissioner?
- Vilka motiv anger företagen till beslut om fissioner?
- Finns det något samband mellan dessa priseffekter och företagets motiv till fission, branschtilhörighet samt att deras avskiljda verksamhet hamnar på Stockholmsbörsen eller på Nya marknaden?

² En redogörelse av Famas marknadshypotes återfinns i avsnitt 2.3.2

1.2 Syfte

Huvudsyftet är att undersöka reaktionen på Stockholmsbörsen i samband med företagens kungörelser om fissioner under perioden 2000 till 2005. Detta syfte indelas i följande delsyften:

- Genomföra en eventstudie, för att kartlägga priseffekterna på de berörda företagens aktier.
- Skapa en sammanställning av de motiv företagen anger för deras beslut till fission.
- Undersöka om det föreligger något samband mellan priseffekterna och företagens motiv, branschtillhörighet samt deras avskiljda verksamhet till respektive marknad genom tillämpning av regressionsanalyser och plotterdiagram.

1.3 Avgränsningar

I denna studie avses att ta med endast de fissioner vilka sker i form av börsavknoppningar enligt Lex Asea. Populationen avser även endast de börsavknoppningar enligt Lex Asea där efterföljande börsintroduktionen sker på Stockholmsbörsen (OMX) eller Nya Marknaden (NM).

1.4 Disposition

Uppsatsen inleds med ett avsnitt där bakgrunden till ämnesområdet redogörs. Vidare redogörs uppsatsens problemområde, syfte och avgränsningar under samma avsnitt. I kapitel 2 finns en genomgång av information om viktiga begrepp, där framför allt förfarandet fission redogörs. Detta följs av en insyn i en del av de redan existerande forskningarna inom detta område, för att sedan gå in på de teorier och modeller vilka kommer utnyttjas i analysfasen. Kapitel 3 redogör för vilka metoder som har valts gällande urvalet, insamlandet av data och genomförandet av studien. I kapitel 4 visas det empiriska resultatet vilket sedan analyseras i kapitel 5. Uppsatsen avslutas därefter med en diskussion kring resultatet, med kritisk granskning av den egna studien samt med förslag till vidare forskning inom problemområdet.

2. Teoretisk referensram

Här nedan följer en genomgång av den teoretiska bakgrund och kunskap vilken kommande analys lutar på. Den första delen av detta stycke ägnas åt börsvärlden och framför allt begreppet fission, medan nästföljande har huvudtyngd mot teorin om den effektiva marknadshypotesen.

2.1 Bakgrund

2.1.1 Stockholmsbörsen och Nya marknaden

Stockholmsbörsen ägs och drivs av OMX, vilka genom sina börslistor ger tillgång till 80 procent av nordens börshandel. Utöver Stockholmsbörsen ingår i dagsläget även Köpenhamn-, Helsingfors-, Tallinn-, Riga- och Vilniusbörsen i OMX:s ägor, vilket enligt OMX själva bildar norra Europas största värdepappersmarknad. De arbetar i dagsläget med en omstrukturering av de nordiska börserna som till hösten resulterar i en gemensam nordisk börslista. Översyn pågår även över möjligheten att i framtiden omstrukturera de baltiska börslistorna. (www.omx.se)

I dagsläget finns fortfarande Stockholmsbörsen som en enskild börslista, där de ingående företagen i eventstudien finns noterade. Det är även här som vissa av de fissionerade bolagen noterats efter emissionerna. Antalet noterade bolag på Stockholmsbörsen var i slutet av 2005 272 stycken, ett år då dess omsättning uppgick till 3 763,5 miljarder kronor. (www.stockholmsborsen.se)

De fissioner i denna undersökning som inte medför notering på Stockholmsbörsen kommer istället att leda till notering på Nya Marknaden. Detta är en form av inofficiell marknad för icke-börsnoterade bolag, vars aktier kan handlas genom Stockholmsbörsens handelssystem. Här sköter inte Stockholmsbörsen om kontrollen av företagen på samma sätt som de gör för de noterade bolagen på Stockholmsbörsens egna listor. Utan här har varje enskilt bolag en sponsor som ansvarar för att till exempel informations- och aktiespridning sker på rätt sätt. Detta är en förhållandevis liten lista. Under 2005 var det endast 37 företag listade, och den totala aktieomsättningen under det året uppgick endast till 15,2 miljarder kronor (www.nyamarknaden.se).

2.1.2 Lex Asea

Lex Asea är en uppsättning av regler vid utdelning av aktier i dotterbolag, för att undvika direkta inkomstskatteeffekter. Istället sker beskattningen på den mottagna utdelningen vid försäljningen av de förvärvade andelarna. Dessa regler infördes 1991, och har fått sin benämning på grund av att de vid skapandet inrättades för att underlätta en delning av Asea. För att dessa regler ska gälla vid en fission behöver specifika villkor³ vara uppfyllda. (Skatteverket 2005, s. 489)

2.1.3 Fissioner

Enligt nedan råder det olika uppfattningar om vad begreppet fission och dess former innebär. Därav bestämdes följande definition för den fissionsform som gäller för denna studie:

Börsavknoppningar enligt Lex Asea:

Moderbolag vilka avskiljer ett dotterbolag eller en enhet till att bli ett självständigt bolag. I samband med detta delas aktierna i det nya bolaget ut till moderbolagets aktieägare enligt reglerna i Lex Asea, och introduceras därefter på en börs.

Begreppet fission har som nämnts fått flera olika definitioner, varav ett mindre antal sammanställs här nedan. Detta då det för denna studie ses som en omöjlig uppgift att sammanställa ett större antal definitioner på ett överskådligt vis, även om en viss insikt kan förtydliga det påtalade förfarandet.

I en svensk studie vilken Joachimsson och Thorell (1988, del.1: s. 23) genomförde under regi av SNS⁴ forskningsprogram, har begreppet fission till en början inte tilldelats någon precis definition. Enligt de har då alla förfaranden som i någon mening inneburit delning av företag kunnat sorteras in under detta begrepp. Senare har de däremot tilldelat begreppet fission en snävare innebörd och menar på att en fission föreligger endast om följande tre kriterierna uppfylls (Joachimsson & Thorell 1988, del 1: s. 30):

³ Se vidare bilaga 1

⁴ Studieförbundet Näringsliv & Samhälle

1. Moderföretagets tillgångar och skulder ska delas mellan två eller flera bolag.
2. De nytillkomna bolagen som är ett resultat av delningen ska vara operativt och ägarmässigt självständiga.
3. Moderföretagets nettoförmögenhet ska minskas med värdet av de tillgångar minus skulder som överförts till de nytillkomna bolagen.

Med ledning av dessa kriterier hävdar de att denna delningsform inte verkar ha skett i svenskt näringsliv under den tid då deras undersökning bedrevs (Joachimsson & Thorell 1988, del 1: s. 7). Det skedde snarare andra typer av företagsdelningar vilka ligger nära fissioner, och leder till olika grader av ägar- och operativmässiga uppdelningar. Ett urval av Joachimssons och Thorells (1988, del 1: ss. 27-28) delningsformer redogörs här nedan:

- **Introduktion till börsen** är en delningsform som innebar börsintroduktion av ett dotterbolag. Ägarinflytandet minskar i det här fallet och den drivs även successivt självständigt.
- **Management buy-out** resulteras när ledningen för en division eller ett dotterbolag köper företaget och förenar ägar- och ledningsfunktionerna. Motivet till denna delningsform uttrycks oftast genom att ledningen finner att en viss del av företaget inte ingår i ledningens strategi och därför vill göra sig av med den.

I en amerikansk studie däremot, vilken bedrevs i början av 1980-talet, har bland annat följande definitioner av olika avknoppningar istället redogjorts (Garvin 1983, s. 5):

- **Voluntary Divestiture** är när ett etablerat företag skapar ett dotterbolag eller ny division, och sedan frigör sig själv från denna nya del av organisationen och tillåter den att bli självstyrd. En viss del av vinsten kommer dock att tillfalla moderbolaget.
- **Spin-off** innebär att en eller flera personer driver igenom skapandet av ett nytt företag inom samma näringsgren de tidigare jobbat inom.

Utifrån en europeisk studie om framgångsfaktorer för fissioner som bedrevs i början av 2000-talet, kan ytterligare en sammanställning av existerande definitioner kring begreppet ses (Tübke 2004, ss. 4-5):

- **Equity Spin-off** innebär en transaktion där moderbolaget genomför en proportionell utdelning till sina aktieägare, av aktier i ett dotterbolag. Detta sker ofta som en konsekvens av omorganisering eller omfokusering. Det är här moderbolaget som beslutar om skeendet och driver igenom processen. Det är med andra ord frågan om ett "top-down" förfarande.

- **Divestiture** innebär försäljning av ett företag, eller en del av ett företag, till en tredje part. I de fall det leder till ett privat ägande i ett fristående företag kallas detta förfarande buy-out, till exempel management buy-out. Det är här vanligt att moderbolaget behåller en minoritetsandel av aktierna. Det är även här frågan om ett "top-down" skeende i likhet med equity spin-off.

Ytterligare definitioner finns hos andra forskningar. Ett par av dessa är:

- **Sell-off** kommer till stånd vid ett avyttrande av en enhet eller ett dotterbolag genom överlåtande av ägandeskapet till ett tredje bolag. Detta vanligen för en ersättning i antingen pengar eller aktier. (Kaiser & Stouraitis 1994, s. 2)
- **Börsavknoppning** sker däremot genom att en del eller en enhet av ett företag introduceras på börsen, där det nya företagets aktier säljs av moderföretaget till sina aktieägare och/eller till allmänheten. (Scheutz 1988, s. 9)

Utifrån dessa definitioner kan sägas att vår definition för *börsavknoppningar enligt Lex Asea* är en kombination av equity spin-offs, enligt Tübke, börsavknoppningar, enligt Scheutz, och introduktion till börsen, enligt Joachimsson och Thorell. För att hädanefter underlätta för läsaren kommer begreppet avknoppning att användas i samma betydelse som börsavknoppningar enligt Lex Asea.

2.2 Tidigare forskning

I sökningen efter tidigare forskning märks tydligt en intressetrend i mitten av 1980-talet, vilken fortsatte en bit in på 1990-talet, inom området fissioner. Det har däremot varit svårare att finna senare forskning, då vi enbart hittat ett fåtal från 2000-talet. Den större delen av forskningen kommer från USA med artiklar i amerikanska tidskrifter inom finans och ekonomi, varifrån ett mindre antal valts ut för att sammanfattas här nedan. Vi har även valt att ta med ett par av det mindre antal studier vilka genomförts i Europa och Sverige, då vår egen studie enbart berör fissioner på den svenska aktiemarknaden.

2.2.1 Amerikansk forskning

I en amerikansk forskning behandlades voluntary spin-offs inverkan på aktiepriserna kring kungörelsen (Miles & Rosenfeld 1983, s.1597). I den undersökningen utgjordes det empiriska underlaget av 55 företag som har genomfört voluntary spin-offs mellan åren 1963 och 1980. Därav gjordes en eventstudie med en observationsperiod på totalt 181 dagar,

varvid 120 dagar före och 60 dagar efter kungörelsen av företagens spin-off planer. (Miles & Rosenfeld 1983, ss.1598-1599) Resultatet från analysen tyder på att kungörelsen av voluntary spin-offs har en positiv inverkan på aktiepriserna. Mer än hälften av de kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningarna⁵ (CAAR) kan hänföras till dagarna innan kungörelsen. De fluktuationer som förelåg från dag 2 efter kungörelsen tyder vidare på att marknaden är i den halvstarka formen när det gäller detta specifika event. (Miles & Rosenfeld 1983, s. 1605) Forskarna kom också fram till att storleken på spin-offs påverkar aktiepriserna olika starkt. Med stöd från resultatet menar de på att större spin-offs har större positiv inverkan än de mindre (Miles & Rosenfeld 1983, s. 1606). Vad de räknar som en stor respektive liten spin-off avgörs av den avknoppade enhetens storleksförhållande till moderföretaget (Miles & Rosenfeld 1983, s. 1602).

En liknande forskning har bedrivits under samma årtionde, fast med inriktning mot fissionsformen voluntary sell-offs. Forskningen avsåg därmed en undersökning på hur aktiepriserna förändras vid kungörandet av denna fissionsform. (Jain 1985, s. 209) Aktieprisförändringarna från både det säljande och köpande företaget studerades. Dataunderlaget för analysen utgjordes av företag som har kungjort sell-offs mellan åren 1976 och 1978. Ett och samma företag kan ha haft mer än en sell-off under undersökningsperioden och kan därför stå för flera kungörelser. Totalt bestod dataunderlaget för säljande och köpande företag av 1069 respektive 304 kungörelser. Baserat på det genomfördes en eventstudie på 241 dagar, 120 dagar före och 120 dagar efter kungörandet av kommande sell-offs. (Jain 1985, ss. 213, 216, 218) Med ledning av resultatet konstaterade forskaren att kungörandet av sell-offs påverkar aktiekurserna i positiv riktning både för det säljande och det köpande företaget. Resultatet har även med en viss signifikans visat negativa abnormala avkastningar från dagarna innan kungörandet. Det kan, enligt forskaren, förklaras med att företagen har presterat dåligt under den perioden. (Jain 1985, ss. 209, 222)

Rosenfeld, som nämndes tidigare har också genomfört en annan forskning där voluntary divestitures studerades. En voluntary divestiture kan ske antingen genom spin-offs eller genom sell-offs. Han avsåg då att undersöka förfarandets påverkan på moderföretagens aktiepriser vid kungörandet av dessa fissionsformer. (Rosenfeld 1984, s 1437) Detta skedde genom en eventstudie med ett empiriskt underlag på 35 företag för spin-offs och 62 företag för sell-offs. Antal dagar som ingår i observationsperioden för båda formerna uppgick till 61

⁵ För närmare förklaring av abnormal avkastning, se avsnitt 3.1.5

dagar, 30 dagar före och 30 dagar efter kungörelsedagen. (Rosenfeld 1984, ss. 1439-1441) Resultatet ledde fram till slutsatsen att båda formerna har en positiv inverkan på aktiepriserna, men jämförelsevis har spin-offs större påverkan än sell-offs (Rosenfeld 1984, ss. 1437,1447).

Pashley och Philippatos har bedrivit forskning över voluntary divestiture och relationen till företagets livscykel. Faserna som identifierats i livscyklerna är pionjär, expansion, mognad och avtagande. Forskarna genomförde först en studie där de såg till bland annat hur företagets vinster och skulder påverkas av en voluntary divestiture i de olika faserna. (Pashley & Philippatos 1990, s. 1181) Denna studie har sedan använts till grund för en fördjupande eventstudie på 106 amerikanska företag, för att se hur aktievärdet påverkades utifrån vilken fas i livscykeln företag befann sig i när de genomförde en voluntary divestiture (Pashley & Phillipatos 1993, ss. 39-40). De har där kommit fram till att ett genomförande av en voluntary divestiture i en senare fas oftare leder till lägre aktievärden för ägarna, än hos de företag som befinner sig i de tidigare faserna. Men trots detta säger Pashley och Phillipatos (1993, s. 48) även att, i motsats till många andra studier, visade deras resultat på att sambandet mellan en abnormal avkastning för aktieägarna och genomförandet av en voluntary divestiture är väldigt vagt. Utifrån detta menade forskarna att en investerare som investerar i voluntary divestitures oavsett fas, inte nödvändigtvis behöver uppnå signifikant bättre avkastning av sina investeringar än någon som investerar i ett för övrigt jämförbart företag.

Under senare delen av 1990-talet bedrevs en forskning kring ämnesområdet verksamhetsfokus. Forskningen avsåg att studera företag vilka genomför spin-off av divisioner inom samma industri, kontra de som genomför spin-off av divisioner aktiva inom andra industrier. Syftet var att utreda respektive forms påverkan på aktiepriserna vid tillkännagivandet av dessa. (Daley, Mehrotra & Sivakumar 1997, s. 257) Dataunderlaget utgjordes totalt av 85 företag som har genomfört spin-offs mellan åren 1975 och 1994. Utav dessa 85 företag var 25 spin-offs från delar som hör till samma industri som moderföretaget. Forskarna valde vidare att ha en observationsperiod på fem år, två år före och två år efter spin-off året. (Daley, Mehrotra & Sivakumar 1997, ss. 261, 263) Resultatet från forskningen visade att positiva abnormala avkastningar kring kungörelsedagen gäller endast spin-offs som leder till renodling av ett moderföretags verksamhet. Slutsatsen från den forskningen blev att företag som gör sig av med icke-relaterade delar till kärnverksamheten genom spin-offs skapar värde. De menade därpå att deras resultat stödjer de hypoteser som drivs i litteraturer om hur fokusering på kärnverksamheten genom spin-offs leder till värdeskapande. (Daley, Mehrotra & Sivakumar 1997, s. 280)

2.2.2 Europeisk forskning

I Frankrike har Kaiser och Stouraitis (1994, ss. 1-2) genomfört en europeisk studie över hur marknaden i Storbritannien, Frankrike, Tyskland och Sverige reagerar vid annonsering av en kommande fission. Därav genomförde Kaiser och Stouraitis (1994 ss. 7-9) en eventstudie över 189 Sell-offs, där de utgick från kungörelsedagen och sedan tittade på 60 dagar före och 60 dagar efter denna händelse. De har utifrån en analys av denna studie kommit fram till att det säljande företaget visar på en positiv avkastning under de 60 dagar vilka följer efter kungörelsedagen. Forskarna har även dragit slutsatsen att det sker ett visst läckage vilket leder till insiderhandel i Frankrike, Tyskland och Sverige. Det stämmer däremot inte på Storbritannien i samma utsträckning. De såg även att det verkade finnas en skillnad mellan olika länders reaktion vid avyttring av inhemska dotterbolag i jämförelse med utländska. Den kumulativa abnormala avkastningen hade en påtaglig skillnad mellan dessa fall i både Frankrike och Tyskland, vilket inte påvisades i Storbritannien eller Sverige (Kaiser & Stouraitis 1994, s. 14).

De slutsatser Kaiser och Stouraitis kommit fram till i sin studie kan jämföras med tidigare studier i Sverige. Scheutz (1988 ss. 155-159) genomförde i sin doktorsavhandling åtta fallstudier och en totalundersökning för åren 1983-84 över den delningstyp han benämner som börsavknoppningar i Sverige. Även där var en del av slutsatserna att moderbolagets aktieägare i genomsnitt fick en abnormal avkastning vid fission. Men dessa resultat var inte helt entydiga, då fallen av positiva och negativa abnormala avkastningar var förhållandevis spridda. Av denna anledning ansåg inte forskaren att en fission per automatik leder till positiva effekter för moderbolagets aktieägare. Vidare ansåg han även utifrån sin studie att de positiva effekterna för moderbolagets aktieägare är större vid en fission i Sverige än i USA.

En senare studie som gjordes under 2000-talet var baserad på 156 spin-offs från 15 europeiska länder mellan åren 1987 och 2000 (Veld & Veld-Merkoulova 2004, s. 1117). Studien avsåg att studera effekten på företagets aktiekurser vid kungörelsen av deras spin-offs. Forskaren ville undersöka effekten både vid kungörelsen och efter genomförd spin-off. Med andra ord avsåg de att studera effekten både utifrån det kortsiktiga och långsiktiga perspektivet. Antalet dagar som valts till att ingå i eventstudien uppgick till 202 dagar, 200 dagar för estimeringsfönstret och 2 dagar för eventfönstret, 1 dag före och 1 dag efter kungörelsen (Veld & Veld-Merkoulova 2004, s. 1120). Med ett resultat på 2,62 % för den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen visar det på att spin-offs har en positiv inverkan på företagets aktiekurs. Efter genomförda spin-offs steg denna siffra till 2,66 % (Veld & Veld-Merkoulova 2004, s. 1111). Analysen tydde även på att företag som har motivet

renodling av verksamheten har en större inverkan på aktiekurserna än de som inte har det (Veld & Veld-Merkoulova 2004, s. 1133).

2.3 Teori

2.3.1 Motiv till fission

Det finns ett antal föreliggande motiv till att företag genomför olika former av fissioner. Stewart och Glassman (1988 s. 86) sammanfattar i en artikel olika motiv för omstrukturering av företag, varav olika typer av fissioner är en form. Dessa motiv anser de vara:

- Stärka motivationen
- Åstadkomma bättre affärsfokusering
- Förbättra managementfokus
- Skapa unika investeringsmöjligheter
- Kapa av en ofruktbar återinvestering av kassaflöde.
- Eliminera dotterbolag för lågpresterande affärer
- Bättre förvaltning av tillgångar
- Skapa ökat kreditvärde
- Skattereduktion

Flertalet av dessa motiv benämns av olika forskare. Enligt Krishnaswami och Subramaniam (1999, s. 75) kan generella motiv till fission vara att eliminera negativa synergier, fokusera verksamheten, eller i avseende av skatter och regleringar. Men de påpekade även att det finns vissa motiv vilka är mer vanliga och specifika för vissa fissionsformer. Krishnaswamis och Subramaniam's egen undersökning såg mer specifikt till fissionsformen spin-off. De beskrev bland annat att även i de fall det inte finns någon direkt negativ synergi mellan ett företags divisioner, kan informationsproblematik mellan divisionerna i sig själv vara ett motiv till en spin-off. Utifrån informationsförhållandena blev dessutom värdet mer synligt efter en spin-off, vilket även kan ge motiv till fission för att sedan ge möjlighet att lyfta externa medel. Bland de företag vilka ingick i dess egen studie förekom även motiv om förbättrat marknadsvärde och tillgång till kapitalmarknaden, ny operationell strategi eller att underlätta uppköp (Krishnaswami & Subramaniam 1999, s. 79, 82). Powers (2001 s. 33) berörde även han motiv, men för equity carve-outs. Han menade att förutom motivet att öppna upp för nya finansiella medel handlar det om att effektivisera organisationen. Dessa två motivområden går till viss del in i varandra, då en typ av effektivisering kan handla om att ge ökad möjlighet till insyn i information för investerare.

2.3.2 Hypotesen om den effektiva marknaden

Enligt Fama (1991, s. 1575) innebär en effektiv marknad att den tillgängliga informationen för marknaden ska reflekteras i priserna. Detta leder fram till den tes som vanligen kallas effektiva marknadshypotesen (EMH) vilken ger vissa följder för både investerare och bolag. Dessa är enligt Ross, Westerfield och Jaffe, (2002, s. 342) att en investerare aldrig kan förvänta sig mer än normal avkastning, då priser hinner justeras innan investeraren hinner dra nytta av ny information. Medan bolagen å andra sidan inte kan räkna med att sälja aktier eller dylikt för några överpriser utan enbart få ut nuvärdet av dem. Många anser att en fullständigt effektiv marknad inte existerar. Därav finns det en indelning på tre former av marknadseffektivitet, den svaga, halvstarka och starka.

Den svaga marknadsformen enligt EMH infinner sig när marknaden endast tillgodogör sig historisk prisinformation. Men om det varit möjligt att göra abnormalt vinster endast utifrån historisk data skulle alla göra detta. Dessa försök till abnormalt avkastningar skulle i sig leda till att vinstmöjligheterna självdör, då konkurrensen om avkastningen skulle leda till att de cykliska rörelserna i aktiekurserna minskar tills de eliminerats. Sett utifrån det leder denna marknadsform till att inga vinster kan förväntas (Ross, Westerfield & Jaffe 2002, ss. 343-345). Till skillnad från den svaga formen reflekterar aktiepriserna i den halvstarka formen inte enbart historisk prisinformation, utan även all övrig publik information. Det kan till exempel handla om budgetar eller årsredovisningar (Ross, Westerfield & Jaffe 2002, ss. 346-347). Detta innebär att om marknaden har en halvstark effektivitet justeras aktiepriserna omedelbart i samband med nyannonseringar om någon händelse i ett bolag (Brealey 2003, s. 351).

Den tredje och sista formen som brukar nämnas är den starka marknadseffektiviteten. I denna reflekteras all information som kan vara relevant för en aktie. Denna form av effektivitet leder då till att det kan finnas de investerare som får både bättre eller sämre avkastning än normalavkastningen. Men enligt Brealey (2003, s. 351) bör det trots detta inte finnas någon som lyckas varje gång, i konsten att vinna över marknaden. Då all information i denna marknadsform innebär både publik och privat menar Ross och hans medförfattare (2002, ss. 346-347) att dess strikta anhängare förnekar att någon kan tjäna på insiderinformation. Detta då marknaden upptäcker vad som håller på att hända och anpassar sig direkt till omständigheterna. Det innebär att investerare med insiderinformation inte hinner göra något aktieköp till det förmånliga värdet, då aktiekurserna redan har stigit. Slutsatsen är att det inte finns några hemligheter i den starka effektivitetsformen.



Figur 2.1 EMH:s olika former
Källa: Ross, Westerfield & Jaffe (2002 s. 347)

Figur 2.1 försöker förtydliga det samband som föreligger mellan den information de tre olika formerna av effektivitet enligt EMH består av. Det vill säga att informationen om tidigare priser (svag form) är en del av den publika informationen (halvstark form), vilken i sin tur är en del av all relevant information (stark form) (Ross, Westerfield & Jaffe, 2002 s. 347).

2.3.3 Signalteori

Teorin utgår från antagandet att det råder en informationsasymmetri på marknaden. Asymmetrin kommer till stånd när det finns en grupp människor som har mer eller bättre information om en viss sakfråga än en annan grupp. I detta fall utgörs gruppen som besitter mer information av företagsledningen medan gruppen som har en bråkdel av samma information utgörs av aktieägarna. Det som företagsledningen vet mer om än sina aktieägare är informationen om den nuvarande situationen samt om de framtida utsikterna för företaget. En signal betecknas som en handling där gruppen med mer information delger sin kunskap inom sakfrågan till dem som är mindre upplysta. Signalen kommer därmed till stånd när företagsledningen väljer att släppa ut en viss information, för att avslöja vilka intentioner de har för den nuvarande verksamheten samt dess framtida utveckling. Budskapet som företaget vill förmedla genom signalen kan anta två olika former, den kostsamma och den kostnadsfria signalen. (Copeland, Weston & Shastri 2005, s. 415) Exempel på kostsamma signaler är när företaget offentliggör storleken på investeringar som företaget har gjort eller höjer utdelning på företagets aktier. Genom att göra det vill företagsledningen förmedla deras positiva syn på företagets tillväxtpotentialer. När det gäller kostnadsfria signaler kan det till exempel vara information om aktiesplit. Effekten av det blir att marknaden lockas till att köpa aktien när värdet är halverat. (Copeland, Weston & Shastri 2005, s.416-419, s. 431-438)

2.3.4 Agentteori

Enligt agentteorin är det många aktörer som är involverade i ett modernt företag, såsom företagsledningen, anställda, obligationsinnehavare och aktieägare. Relationen mellan aktieägarna och företagsledningen är det som står under fokus i denna teori. Förhållandet mellan dessa aktörer kan betecknas som principal-agent relation, där aktieägarna (principaler) är uppdragsgivare medan företagsledningen (agenter) är uppdragstagare. (Brealey & Myers 2003, s.997)

Teorin berör två typer av problem, som kan uppkomma i denna typ av relation. Det första problemet kommer till stånd genom att principalernas och agentens intresse eller mål står i konflikt med varandra. Det andra problemet består av principalernas svårighet att kontrollera och verifiera det agenten verkligen gör. (Eisenhardt 1989, s. 58) Agentens avvikande från principalernas mål bidrar till residualförluster, vilket innebär värdeminskningar av principalernas aktieägarvärden. Detta kan motverkas genom att principalerna erbjuder en lämplig typ av incitament till agenterna i utbyte mot att de presterar enligt principalernas önskemål. Ett annat sätt är att övervaka deras arbete och försöker säkerställa om deras prestationer är förenliga med principalernas mål. De nämnda lösningarna kommer att innebära höga kostnader för principalerna och brukar benämnas som agentkostnader. Dessa kostnader definieras som summan av övervakningskostnader och kostnader för att implementera övervakningsfunktionerna. (Ross, Westerfield & Jaffe 2005, s. 15) Enligt Joachimsson & Thorell (1988, del 1: s. 42) kan övervakning fungera i små och mindre komplexa organisationer. Medan större organisationers övervakning behöver decentraliseras, och dess övervakare ges incitament till att fullfölja sin uppgift.

Utifrån de ovannämnda agentkostnaderna hävdade Schipper och Smith (Rosenfeld 1984, s. 1439) att spin-offs och sell-offs är något som ger ökat aktieägarvärde samtidigt som det leder till en minskning av dessa kostnader. Detta förklarade de med att den avskiljda enheten som handlas på börsen leder till nya informationskällor, vilket underlättar övervakningen för aktieägarna samtidigt som de får en mer pålitlig företagsinformation.

3. Metod

Detta avsnitt avser att presentera vårt tillvägagångssätt för genomförandet av analysen. Där ingår redogörelser av urval och insamling av data samt bearbetning av dessa.

3.1 Eventstudie

För att kunna bedöma om det förelåg några priseffekter vid de studerade kungörelserna, valde vi ut centrala variabler som kan mäta detta. I detta fall utgjorde avkastningen för aktierna samt avkastningen för index, dessa variabler. Att mäta priseffekter i samband med en specifik händelse är ett vanligt fenomen inom ekonomi. En av de mest använda metoderna för detta ändamål är eventstudier (Mackinlay 1997, s. 13). Därmed har vi valt att genomföra en eventstudie enligt nedanstående åtta grundsteg (Elton et al, ss. 423-424).

3.1.1 Val av företag med ett specifikt event

Här valdes de företag ut som kungjorde en specifik händelse, det vill säga ett event. I denna studie utgjordes eventet av företagets kungörelser om börsavknoppningar enligt Lex Asea mellan åren 2000 till 2005. Utgångspunkten för urvalet togs utifrån skattemyndighetens lista över genomförda aktieutdelningar enligt Lex Asea mellan åren 1991 och 2005 (www.skatteverket.se). Sedan sorterades de avknoppningar ut vilka lett till börsintroduktion på Stockholmsbörsen eller Nya Marknaden. Detta gjordes genom sökning av de avknoppade bolagens namn på börsernas listor över nyintroduktioner under motsvarande tid. Den totala populationen bestod inte av mer än 25 observationer. Detta ledde till att studien genomfördes i form av en totalundersökning, vilket innebar att inga signifikanstester behövde genomföras. De företag vilka bildar studiens underlag blev:⁶

<i>AssiDomän</i>	<i>Fastigheter AB Balder</i>	<i>ITAB Industri</i>	<i>Poolia</i>
<i>AstraZeneca</i>	<i>G&L Beijer</i>	<i>Kinnevik Investment</i>	<i>Pronyx</i>
<i>Bergman & Beving</i>	<i>Gunnebo</i>	<i>Klövern</i>	<i>Sagax</i>
<i>Bure</i>	<i>HQ.SE Holding</i>	<i>Lundin Oil</i>	<i>Teleca</i>
<i>Emitor Holding</i>	<i>Industriförvaltnings AB</i>	<i>Peab</i>	<i>TurnIT</i>
<i>Fabege</i>	<i>Kinnevik</i>	<i>Perstorp</i>	<i>Öresund</i>

⁶ Att det endast visas 23 företag beror på att Fabege och HQ.SE Holding genomförde två fissioner vardera under den aktuella undersökningsperioden.

3.1.2 Definiera och identifiera datum för kungörelse

För denna studie definierade vi datumet för kungörelsen som den dag då informationen om den planerade avknoppningen blev officiell och nådde marknaden. Respektive företags kungörelsedatum⁷ identifierades via sökningar genom elektroniska källor. Detta skedde främst via företagets pressreleaser på deras egna hemsidor och via distributörer av företagsnyheter⁸. För att få fram prospekten, där företagets motiv till avknoppningarna anges, har till största del samma sökmetoder använts. I de fall där prospekten är svårtillgängliga har vi vänt oss till kungliga biblioteket för att komplettera. Insamlingen av prospekten resulterade i att vi fick in 18 stycken utav 25, vilket innebar ett bortfall på 7 prospekt.

3.1.3 Definiera eventfönstret

Undersökningsperioden fastslogs till 13 dagar⁹, vilka går under beteckningen eventfönster (Mackinlay 1997, s. 20). Dessa fördelades med 6 dagar före och 6 dagar efter kungörelsedatumet. Dagarna sorterades därefter utifrån en skala där kungörelsedagen betecknas som 0. Perioden före och efter betecknas därmed som -6, -5, -4, -3, -2, -1 och 1, 2, 3, 4, 5, 6.

Att eventfönstret inte sträcker sig över mer än 13 dagar berodde framför allt på att risken skulle ha blivit större för varje dag som adderats, att andra händelser skulle ha påverkat resultatet utöver just avknoppningarna. Detta då det ständigt rör sig inom företagsvärlden, med pressmeddelanden om nya order, namnbyten, börsnoteringar/liständringar och även avregistreringar. Detta vägdes mot möjligheten att se om det fanns någon varaktig förändring i företagsvärdet och inte enbart en tillfällig fluktuation. Det alternativet valdes att uteslutas från denna studie, för att istället enbart behandla det kortsiktiga perspektivet.

3.1.4 Beräkna den faktiska avkastningen för eventfönstret

För att genomföra dessa beräkningar inhämtades kurshistoriken för respektive företag med ledning av de definierade kungörelsedatumerna, framför allt från Stockholmsbörsens egen databas (www.stockholmsborsen.se). I ett mindre antal fall där Stockholmsbörsens databas inte kunde tillhandahålla kurshistorik inhämtades kurserna istället från databasen SIX Trust.

⁷ Kungörelsedatumerna för respektive företag återfinns i bilaga 2

⁸ Framförallt har Huginonline och Waymaker utnyttjats. Men även tidningarna Dagens Industri och Affärsvärlden.

⁹ I dessa dagar räknas endast handelsdagar på börsen in.

Beräkningen för respektive företags dagliga avkastning gjordes enligt nedanstående formel:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (1)$$

R_{it} = Den faktiska avkastningen hos aktien i vid tidpunkten t

P_{it} = Aktiekursen för aktie i vid tidpunkt t

P_{it-1} = Aktiekursen för aktie i vid tidpunkt $t-1$

3.1.5 Beräkna den abnormala avkastningen för eventfönstret

En abnormal avkastning erhöles genom differensen mellan den faktiska avkastningen och den normala avkastningen på marknadsportföljen, det vill säga den avkastning som skulle ha erhållits om inget speciellt hade inträffat. I en studie har en forskare redogjort olika modeller för detta ändamål samt gjort jämförelser mellan dem. Modeller som nämndes är bland annat index-, genomsnittlig avkastnings-, CAPM- och marknadsmodellen. Av dessa är marknadsmodellen den mest använda inom eventstudier, eftersom den anses ha fått bäst stöd vid undersökningar. (Armitage 1995, ss. 47) Modellens fördelar poängterades också av en annan forskare när han jämförde det med konstanta genomsnittliga avkastningsmodellen (Mackinlay 1997, s.18). Baserat på det valde vi att använda marknadsmodellen, för att beräkna normalavkastningen och följaktligen den abnormala avkastningen.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

AR_{it} = Abnormal avkastning hos aktien i vid tidpunkten t

R_{it} = Den faktiska avkastningen hos aktien i vid tidpunkten t

α & β_i = Regressionskoefficienter för aktien i

R_{mt} = Normalavkastning på marknadsportföljen¹⁰ m vid tidpunkt t

Vid beräkning av regressionskoefficienterna α & β ¹¹ erhöles de genom en linjär regression mellan avkastningen för aktien och avkastningen för index (Mackinlay 1997, s. 15). För denna beräkning användes historiska avkastningar mellan dessa två kategorier. Syftet var att med hjälp av dessa historiska kurser estimeras normalavkastningen för de studerade

¹⁰ Följer samma avkastningsformel som R_{it} , men använder sig av indexkurser för beräkningen.

¹¹ För respektive företags α & β -värden se bilaga 3

dagarna. De historiska kurserna som valdes utgjorde därmed studiens estimeringsfönster¹². (Mackinlay 1997, s. 20) Enligt Armitage (1995, s. 46) räcker det med att ta 100 dagar, för att kunna göra en noggrann uppskattning av α & β . Vid inhämtningen av kurshistoriken fick vi ett litet bortfall hos två av företagen, varav ett kompletterades med kurshistoriken från SIX Trust databas. Estimeringen för α & β beräknades enligt följande formel:¹³

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \mu_i)(R_{mt} - \mu_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{T_2} (R_{mt} - \mu_m)^2} \quad (3)$$

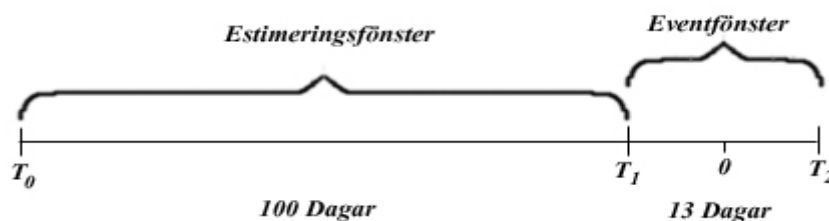
$$\alpha = \mu_i - \beta_i R_{mt} \quad (4)$$

μ_i = Medelvärdet på summan av estimeringsperiodens avkastningar för R_{it}

μ_m = Medelvärdet på summan av estimeringsperiodens avkastningar för R_{mt}

T_0 = Estimeringsfönstrets start T_1 = Eventfönstrets start

$L_1 = T_0 - T_1$, det vill säga från estimeringsperiodens start till periodens slut



Figur 3.1 Dagar som ingår i respektive fönster

Källa: Egen

Val av indexet för beräkningen av R_{mt} gjordes på Stockholmsbörsen, där avsikten var att välja branschspecifika index. Motiveringen till detta var att det skulle ge en mer rättvisande bild över börsutvecklingen inom de branscher som företagen är verksamma inom. Dessutom ansåg vi att dessa index skulle öka tillförlitligheten hos de estimerade normalavkastningarna. Detta kunde dock inte ske, eftersom det inte gick att få en kurshistorik på 100 dagar innan eventfönstret hos många branschspecifika index. Därav har vi valt att basera beräkningen för R_{mt} på Stockholmsbörsens generella index, OMX SPI.

¹² Se figur 3.1

¹³ Regressionen genomfördes i statistikprogrammet SPSS 12.0, för att eliminera risken för räknefel.

3.1.6 Beräkna genomsnittlig abnormal avkastning per dag

Då det är meningslöst att genomföra tester och undersökningar på endast ett enskilt event och företag behövdes ett genomsnitt räknas ut över alla företags abnormala avkastningar för varje studerad dag (Elton et al. 2003, s.423). Detta genomfördes enligt formeln här nedan vilken utgår ifrån AR_{it} , resultatet av formel (2) (Mackinlay 1997, s. 24).

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum AR_{it} \quad (5)$$

AAR_t = Den genomsnittliga abnormala avkastningen vid tidpunkten t

AR_{it} = Abnormala avkastning hos aktien i vid tidpunkten t

n = Antal observationer

3.1.7 Beräkna kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning

I detta steg skedde beräkningen av den kumulativa genomsnittliga avkastningen (CAAR), vilket innebär en form av summering av samtliga AAR inom eventfönstret. Det innebär att CAAR för dag -6 är AAR för dag -6 , medan CAAR för dag -5 är summan av AAR för dag -6 och -5 . Processen fortlöper tills den når till dag 6. Den kumulativa beräkningen är något som anses vara nödvändigt för att kunna dra en slutsats för det specifika eventet (Mackinlay 1997, s. 21). Den grafiska framställningen ska sedan ge en fingervisning på hur effektivt marknaden agerar i samband med eventet (Elton et al. 2003, s. 424). Formel för CAAR är enligt följande (Mackinlay 1997, s. 24):

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (6)$$

t_1 = Eventfönstrets början

t_2 = Eventfönstrets slut

3.1.8 Analysera och diskutera resultaten

Resultatet av eventstudien analyserades utifrån utfallen hos AAR och $CAAR$ beräkningarna samt utifrån den grafiska framställningen av dessa. Resultatet visade på en abnormal avkastningsutveckling, vilket medförde en vidare utredning om denna utveckling berodde på företagets branschtillhörighet, deras avknoppning till respektive börs eller deras angivande av motiv till avknoppningen. En analys av dessa samband innebar en flerstegsprocess.

Vid analys av sambandet med företagens branschtillhörighet delades företagen först in i sina respektive branscher enligt GICS¹⁴ branschindelning. Därefter inhämtades de genomsnittliga abnormala avkastningarna (AAR) för respektive företag och bransch. AAR för företag innebär här ett medelvärde för perioden dag 0 till dag 6. Detta då vi utgick ifrån att informationen inte kommit ut innan kungörelsedagen, och att den verkliga effekten på AAR inte sker förrän vid dag 0 eller någon dag efteråt. Därmed ansåg vi att den valda perioden gav mer värdefull information än om vi hade baserat beräkningen på hela eventfönstret. Därefter gav ett medelvärde på summan av företagens AAR-värden ett medelvärde på branschens AAR-värde. Dessa värden visar på hur varje enskild bransch för sig påverkas av en kungörelse om avknoppning.

För att kunna bedöma om det fanns något samband med att en viss branschtillhörighet medför en viss abnormal avkastningsutveckling gjordes ett plotterdiagram. Detta försåg oss med en bild på om det fanns något tydligt mönster på att en bransch presterar bättre eller sämre än någon annan, då diagrammet visar både på spridningen inom grupperna och mellan grupperna. Samma process återupprepades även vid analys av sambandet med företagens avknoppning till respektive börs.

När det gäller att undersöka om det förelåg något samband mellan motiven och företagens abnormala avkastning tillämpades en annan approach. Till en början listades alla företag upp med de motiv som de har angivit för deras avknoppningar. Därefter utsågs två motiv för varje företag vilka vi tolkade som dess huvudmotiv. De vanligast förekomna grupperades utifrån motivkombinationer vilka redogörs vidare i analysavsnittet 5.4. Utifrån detta användes sedan samma struktur som de tidigare nämnda undersökningarna om branschtillhörighet och börsval.

Utöver detta har ytterligare en approach anammats för att undersöka motiven, då detta är ett mer komplext område än branschtillhörighet och börsval, då varje företag nämnt flertalet motiv. Därför sorterades de företag ut vilka hade de högsta och lägsta medelvärdena och såg därefter till vilka motiv dessa företag har angivit. Syftet är att se om företagen med de högsta respektive lägsta medelvärdena har skilda motiv.

Vidare avsåg vi att undersöka om resultatet från beräkningarna kan ha påverkats av eventuella extremvärden. För att se detta ersatte vi det aritmetiska medelvärdet¹⁵ med medianen, ett centralvärde vilket anses som ett mer robust mått och mindre känsligt för just

¹⁴ Global Industry Classification Standard. Den standard Stockholmsbörsen följer.

¹⁵ Det är den medelvärdesberäkning som används i AAR.

enstaka kraftigt avvikande värden i en fördelning (Eggeby 1999, s. 77). Förutom extremvärden analyserades även hur noggranna uppskattningarna för normalavkastningen blivit. Detta gjordes genom framtagandet av determinationskoefficienten r^2 , som anger till hur stor del variansen i den beroende variabeln (R_{it}) förklaras av den oberoende variabeln (R_{mt}). Värdet på r^2 visar följaktligen även regressionsmodellens förklaringsvärde. I detta fall gäller det marknadsmodellen för uppskattningar av α & β .

Vidare togs det hänsyn till andra faktorer vid analysen av resultatet. Dessa utgjordes av indexvalet, kurskompletteringen och i ett fall avsaknad av kurshistorik samt bortfall av företagens prospekt. Vad gäller indexvalet vill vi se om det verkligen utgjorde någon skillnad med att använda det generella indexet, OMX SPI, framför branschindexen. Detta görs genom en regression¹⁶ mellan OMX SPI och de fyra specifika branschindexen, som större delen av de studerade företagen ingår i. För att denna delanalys inte skulle bli alltför omfattande valdes endast ett företag ut från respektive bransch. Med hjälp av dessa företags estimeringsdatum togs sedan indexkurser ut från både OMX SPI och de berörda branschindexen.

Slutligen avsåg vi att diskutera kring de slutsatser som dragits från analysen i denna studie. Detta gjordes utifrån relevanta teorier och tidigare forskning, där avsikten är att se om slutsatserna är förenliga med de teoretiska antagandena samt tidigare undersökningars resultat. Dessutom diskuterades även slutsatserna utifrån de kommentarer som har erhållits genom intervjuerna med finansanalytikerna. Efter en viss eftersökning bland företag med anställda finansanalytiker fann vi två personer med tid och möjlighet att ställa upp, Andreas Joelsson på Skandinaviska Enskilda Bank (SEB), och Björn Enarson på Carnegie Investment Bank AB. Dessa intervjuer genomfördes med ett semistrukturerat upplägg utifrån intervjuguiden i bilaga 11. Detta då vi hade specifika frågor vi önskade föra fram, men samtidigt ville vi stå öppna för vart svaren kunde leda. Båda intervjuerna genomfördes den 7 juni varvid en av de per mail och en genom personligt möte.

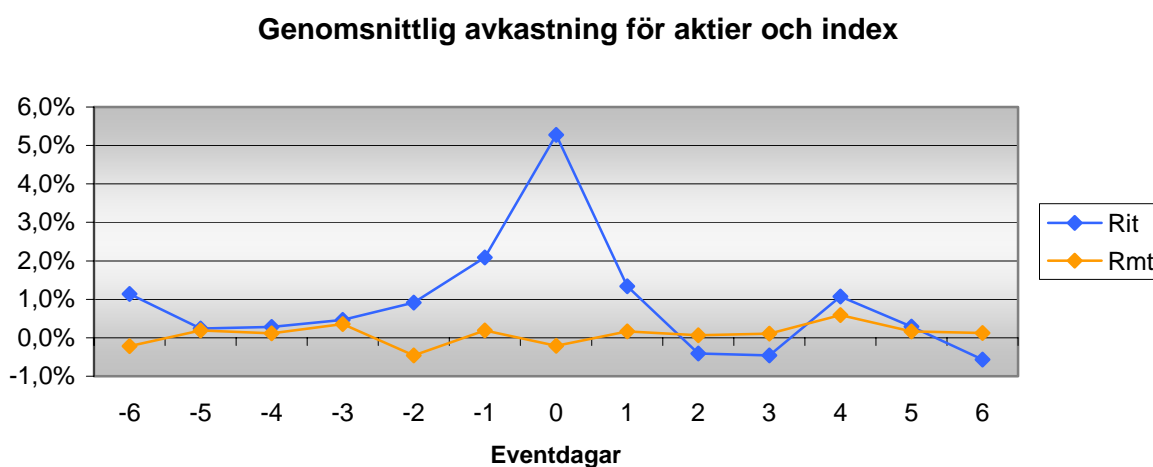
¹⁶ Regressionerna genomfördes i SPSS version 12.0, för att eliminera räknefel.

4. Empiriskt resultat

Resultatet av de olika beräkningarna från eventstudien redovisas här nedan. Redogörelserna kommer vara i form av figurer och tabeller med förklarande texter. Alla figurer och tabeller som visas här är skapade utifrån egna källor.

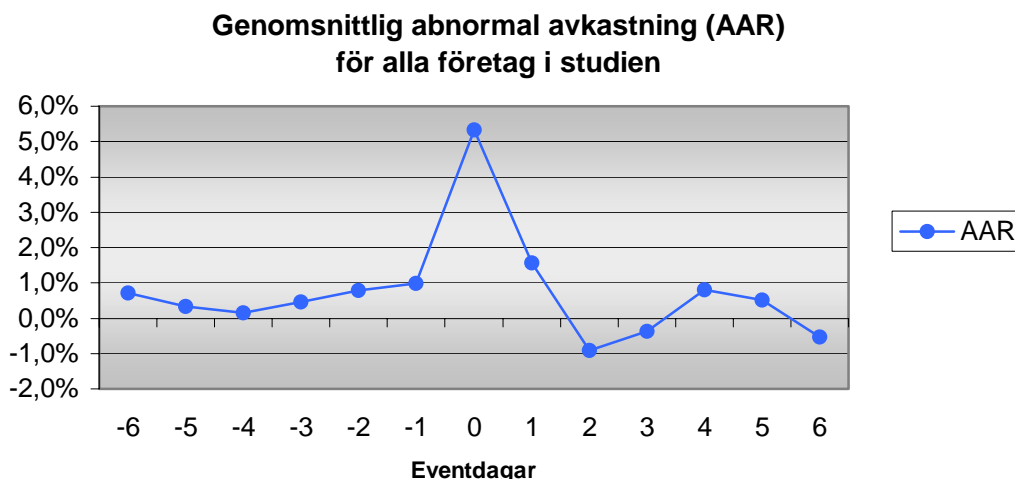
4.1 Utfallen av AAR och CAAR

Efter genomförd eventstudie har resultatet pekat på en viss utveckling i samband med företagets kungörelse av avknoppningar. Innan själva resultatet presenteras kommer en översiktsgraf att ges över hur aktierna (R_{it}) har presterat i förhållande till indexet (R_{mt}) under den studerade perioden. I figur 4.1 visas en tydlig utveckling på hur avkastningarna från aktierna avviker kraftigt från indexets avkastningar vid kungörelsedagen, dag 0.



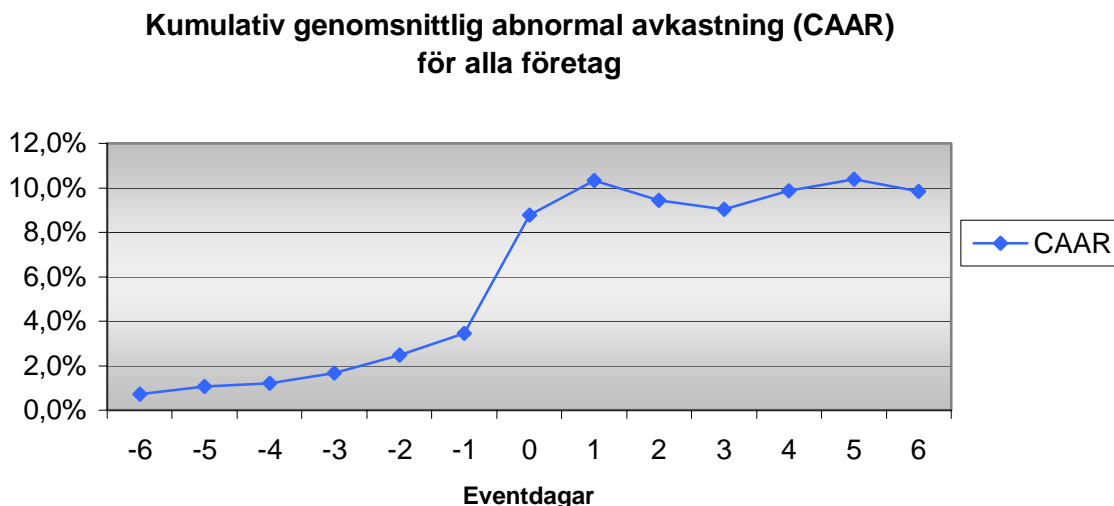
Figur 4.1 Utvecklingen av indexet och aktiernas avkastning under eventfönstret

Ovanstående grafiska framställning indikerar på abnormal aktivitet kring dag 0, det vill säga kungörelsedagen. Detta bekräftades också av resultatet från beräkningarna i eventstudien, som visade på att företagen har fått abnormalt avkastningar inom eventfönstret, se figur 4.2 på efterföljande sida.



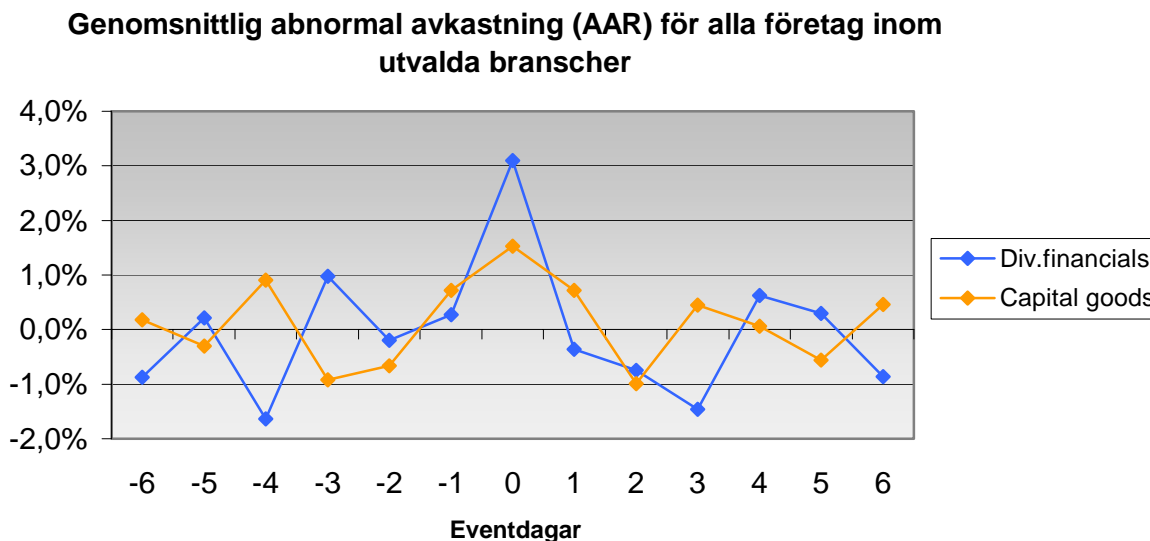
Figur 4.2 Genomsnittlig abnormal avkastning (AAR) för företagen

Det framgår av ovanstående grafiska framställning att företagen till största del har fått en positiv abnormal avkastning inom eventfönstret. De dagar vilka uppvisar negativa abnormala avkastningar är dag 2, 3 och 6. En tydligare framställning av den positiva abnormala avkastningen kan åskådliggöras i nedanstående figur.



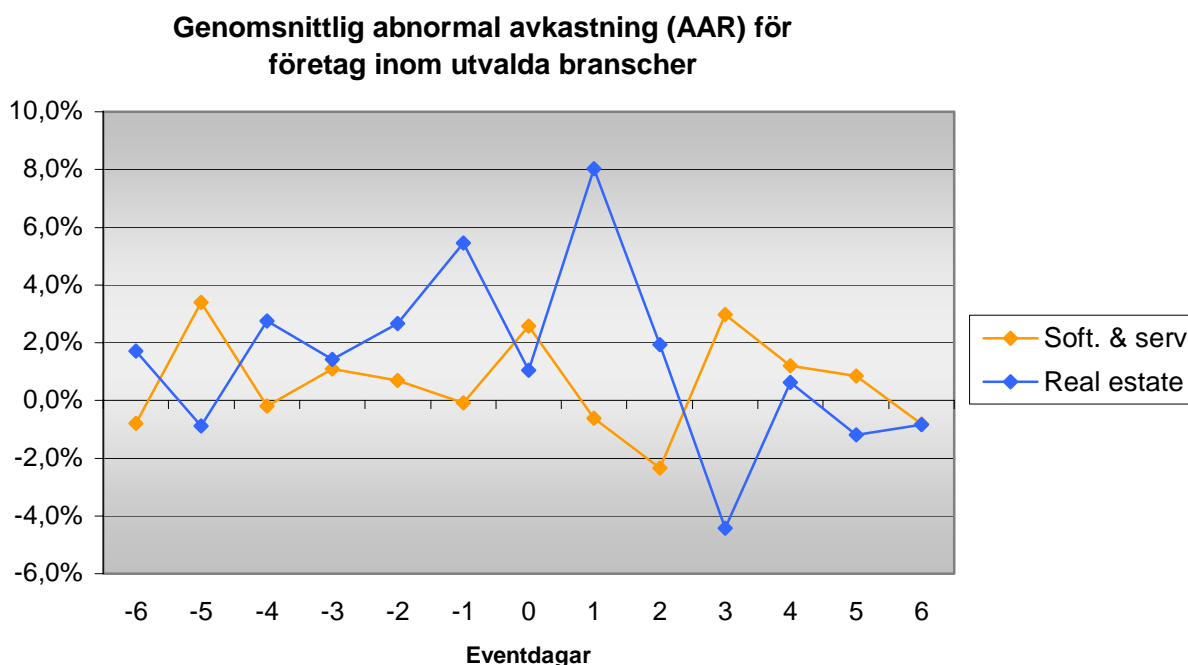
Figur 4.3 En kumulativ framställning av den abnormala avkastningen

I denna studie gjordes även en indelning av branscher för att se vilken abnormal avkastning respektive bransch har. I figur 4.4 på följande sida kan det ses hur utvecklingen har varit för dessa branscher under eventfönstret.



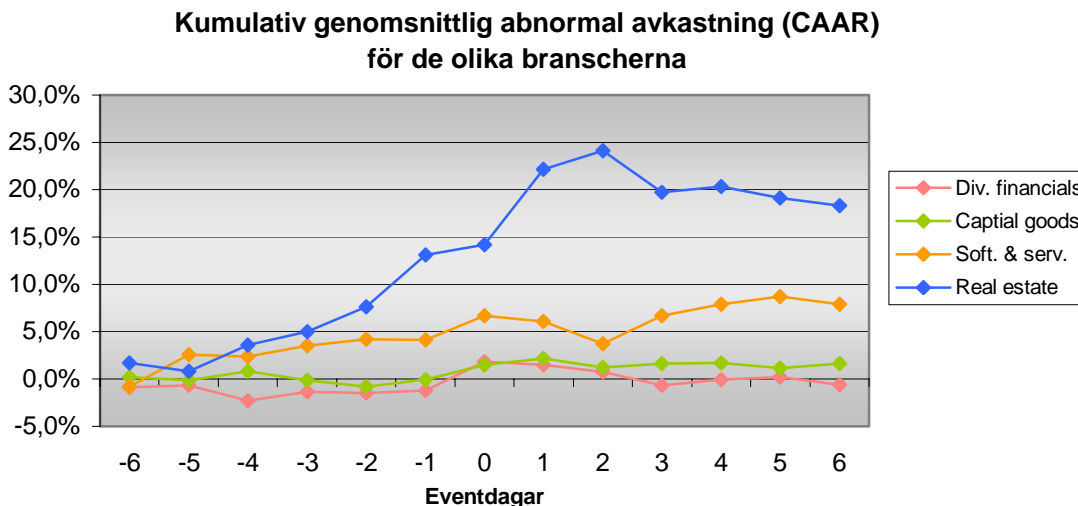
Figur 4.4 Genomsnittlig abnormal avkastning för Diversified financials och Capital goods

Ovanstående figur visar på att det har skett en liknande utveckling på den abnormala avkastningen på branscherna Diversified financials och Capital goods. En tydligare skillnad kunde däremot ses vid jämförelse mellan de två branscherna Real estate och Software and services.



Figur 4.5 Genomsnittlig abnormal avkastning för Software & services och Real estate

I figur 4.6 visas de berörda branschernas abnormala avkastning inom eventfönstret. Utifrån den kan det utläsas att Real estate är den bransch som har haft bäst utveckling på den abnormala avkastningen. Medan de andra branscherna ligger mer nära varandra.



Figur 4.6 Sammanställning av fyra branschers kumulativa abnormala avkastning

4.2 Företagens motiv

Enligt avsnittet 2.3.1 råder det olika uppfattningar om ett företags motiv till beslutet om avknoppning. Inför varje kommande avknoppning går moderbolaget ut med information som förklarar deras agerande. I de prospekt som har insamlats har det visat sig att företag oftast anger mer än ett motiv. Vissa företag berörde ett flertal motiv medan andra bara hade nämnt ett fåtal. Vissa angivna motiv flyter till viss del in i varandra. Här nedan redogörs motiven som har inhämtats från prospektet:

1. *Fokusering* var det mest förekomna motivet enligt de studerade prospektet. De uttrycktes vanligen i tre begrepp, fokusering, renodling och profilering. Det handlade om att få bättre fokus för både moder- och dotterbolag. Det var framför allt verksamhetsmässig, men kunde även handla om geografisk fokusering. De ledde även till ledningsmässig fokusering, då företagsledningen efter utdelning kunde koncentrera sig på bästa styrningen av varje enskilt bolag utan samma hänsyn till varandra. Ett bakomliggande motiv för fokusering kunde vara att synergieffekterna mellan verksamheterna är begränsade, och att de istället trodde på bättre utveckling utifrån att varje verksamhet fokuserade på sin egen kärnverksamhet. Andra motiv kunde vara att moderbolaget gjorde en strukturomvandling, eller följde en redan tidigare utstakad strategi vad gäller dotterbolagen.

2. *Flexibilitet för aktieägarna* var nästan ett lika vanligt motiv som fokusering. Att dela ut dotterbolagets aktier till moderbolagets aktieägare inger aktieägarna en möjlighet att själva avgöra i vilket/vilka av bolagen de vill vara aktieägare. Det ger aktieägarna frihet och flexibilitet i den bemärkelse att de utifrån sina egna preferenser och riskprofiler kan anpassa sitt aktieinnehav.
3. *Synliggörande* är ett motiv som enligt företagens ledningar innebär att renodlade bolag lättare kan förstås, analyseras och jämföras. Men även att både avknoppning och efterföljande börsnotering skapar publicitet och ökade uppmärksamhet runt både moder- och dotterbolag.
4. *Tillgång till kapitalmarknaden* byggde på att dotterbolagen i denna studie en kort tid efter avknoppningarna genomförde en börsnotering. Detta ledde till motivet att även dessa bolag fick en direkt tillgång till kapitalmarknaden genom sina egna aktieägare och inte via moderbolagets som tidigare. Detta sågs som en bra plattform för framtida tillväxt och gav bland annat möjligheter att använda sig av aktier som betalningsmedel vid nya investeringar.
5. *Strukturaffärer* handlar om förändringar som till exempel förvärv, försäljning av enhet eller delningar av olika slag. Ett motiv som ett antal bolag berörde väldigt kortfattat är just att fokuseringen av bolaget förbättrade möjligheterna att aktivt medverka till strukturaffärer.
6. *Tillväxt* är ett motiv som bygger på flera av de tidigare nämnda. Det berördes oftare som en effekt av de övriga motiven. Endast ett mindre antal angav det som ett eget motiv i sig. De påpekade att de såg bättre förutsättningar till fortsatt positiv tillväxt för både moder- och dotterbolagen som självständiga enheter.
7. *Aktieägarvärde* var likt tillväxt ett motiv som var en effekt av andra motiv, till exempel synliggörande. Det nämndes flertalet gånger mer som en summering än som eget motiv. Det mervärde de förväntade sig uttrycktes vanligen som en långsiktig effekt.

Med ledning av ovanstående har en sammanställning gjorts, där varje företag har listats upp med de motiv som har angivits till deras beslut om avknoppningen. Då de nämnda motiven har haft olika tyngd i olika prospekt har ett särskiljande gjorts mellan motiven. De motiv som har fått mest tyngd i prospekten har betecknats som huvudmotiv, medan andra motiv betecknades som övriga motiv. Denna uppdelning och vilka företag som nämnt vilka motiv kan ses i bilaga 4.

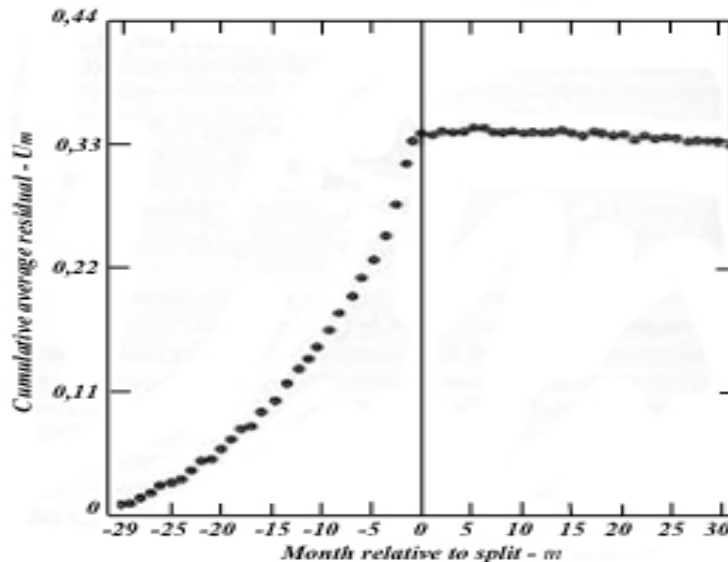
5. Analys & Diskussion

Det empiriska resultatet analyseras och diskuteras här utifrån valda metoder och relevanta teorier. De tabeller och figurer vilka används som förtydligande i denna analys är, då inget annat nämns, skapade utifrån egna källor.

5.1 AAR och CAAR

Det empiriska resultatet indikerade att en positiv abnormal avkastning inträffat i samband med företagens kungörelser av avknoppningar. Utifrån den grafiska framställningen, figur 4.3, kan den positiva utvecklingen ses redan vid dag -6. Från dag -6 fram till dag -1 skedde en jämn ökning av den abnormala avkastningen. Enligt Famas marknadshypotes, som redogjordes i avsnitt 2.3.2, ska det inte förekomma några abnormala avkastningar i en effektiv marknad. Detta då priset ska ha anpassat sig till den nya informationen när den når marknaden. I denna studie har det visat sig att den abnormala avkastningen tog sitt uttryck redan i början av det studerade eventfönstret. Enligt Elton et al. (2003, s. 425) kunde denna utveckling bero på tre orsaker. Den första orsaken som nämndes var att företagen oftast går ut i förväg med information om att en kungörelse kommer ske vid en viss tidpunkt på en specifik plats. Informationen om vilken plats kungörelsen kommer att ske på kan ge en viss indikation om att det är något stort eller viktigt som företaget kommer att kungöra. Detta kunde skapa olika förväntningar som i sin tur kan inverka på företagets aktiepris. Den andra förklaringen till att aktiepriset steg innan en viss kungörelse är skedd kan bero på att företaget i fråga kan ha presterat bra just under den perioden. Efter en sådan stigande trend kan det till exempel leda till att kungörelse sker om förslag på aktiesplit. En återblick på kursutvecklingen kan i de fallen ge ett intryck av att det har skett en abnormal aktivitet innan kungörelsen. Det tredje alternativet som har angivits är att det kan ha skett ett informationsläckage eller insiderhandel. Huruvida den abnormala avkastningen i vår studie kan förklaras utifrån dessa tre orsaker kan vi varken förkasta eller verifiera.

Den högsta abnormala avkastning¹⁷ påträffas vid dag 0, som senare stagnerar under påföljande dagarna. Denna utveckling kunde liknas vid Eltons et.al (s. 242) grafiska framställning över hur en kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning kan se ut vid en halvstark marknadsform enligt EMH.



Figur 5.1 Kumulativ avkastning vid halvstark marknadsform
Källa: Elton et al. (2003 s.424)

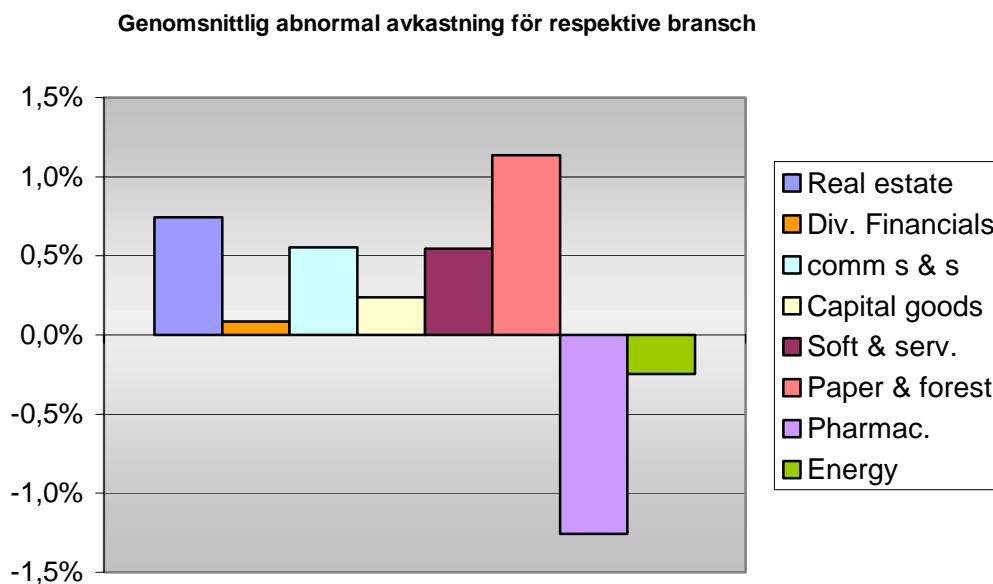
Vid jämförelse mellan ovanstående figur och figur 4.3 kunde vi snabbt se vissa likheter. Precis som ovanstående figur steg den abnormala avkastningen i vår studie några dagar innan kungörelsen, för att sedan nå sin topp vid dag 0 och därefter jämnas ut över de andra dagarna. I figur 5.1 utgjorde dagarna efter dag 0 nästan en rät linje, vilket enligt Elton et al. (2003, ss.242-243) kan bero på att den abnormala avkastningen som uppstod under kungörelsedagen räknades även in under de kommande dagarna. Då marknaden enligt EMH vid en halvstark form anpassar sina priser efter all publik information bör aktiepriserna redan efter första dagen ha anpassat sig efter den nya informationen. Detta ger därmed följden att de kumulerade värdena inte fortsätter stiga efter kungörelsedagen. I figur 4.3 kunde ses att ökningen i denna studie till viss del har fortsatt även efter kungörelsedagen. Att även dag 1 fortsatte stiga kan enligt Elton et al. (2003, s.243) bero på att kungörelsen skedde sent under dag 0, eller till och med efter börsens stängning. Trots att figur 4.3 visar på en positiv abnormal avkastningsutveckling bör det påpekas att denna utveckling inte gäller alla företag som ingår i studien. Detta på grund av att resultatet som erhöles är baserade på medelvärdesberäkningar. I denna studie hade de 25 observationerna en

¹⁷ För mer detaljerad information om företagens abnormala avkastningsnivåer vid dag 0, se bilaga 5

spridning mellan -20 och 90 procent¹⁸ i abnormal avkastning vid dag 0. Därmed visade det också på att det inte är alla kungörelser av avknoppningar som medför en positiv abnormal avkastning. Detta ledde oss vidare i analysen, där vi ville undersöka om företagens abnormala avkastningar berodde på branschtillhörigheten.

5.2 Branschtillhörighet

För att genomföra analys över hur kungörelserna påverkat i de enskilda branscherna, där våra företag ingår i använde vi oss av den approachen som förklarades i avsnitt 3.1.8. De erhållna värdena ger oss en översikt på hur mycket branschernas genomsnittliga abnormala avkastning skiljer sig från varandra, vilket åskådliggörs här nedan.

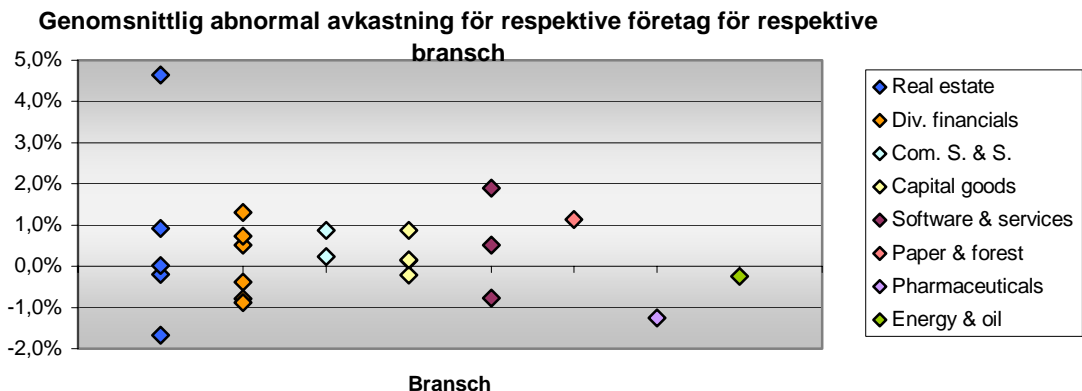


Figur 5.2 En översikt på branschernas genomsnittliga abnormala avkastning

Ovanstående figur visar inte på några stora procentuella skillnader. Rent grafiskt är det två branscher, Pharmaceuticals och Energy, vilka genom negativ AAR skiljer sig från övriga. Det bör påpekas att dessa två branscher, här endast bestod av ett företag vardera, vilket även gäller branschen Paper and Forest¹⁹. Detta bör framför allt tas med i åtanke vid analys av figur 5.2. För att lättare kunna se om det finns tydliga mönster eller skillnader mellan branscherna har även nedanstående plotterdiagram använts.

¹⁸ En sammanställning över företagens abnormala avkastning dag för dag kan återfinnas i bilaga 5

¹⁹ Se bilaga 6 för att se hela företagsindelningen för de olika branscherna

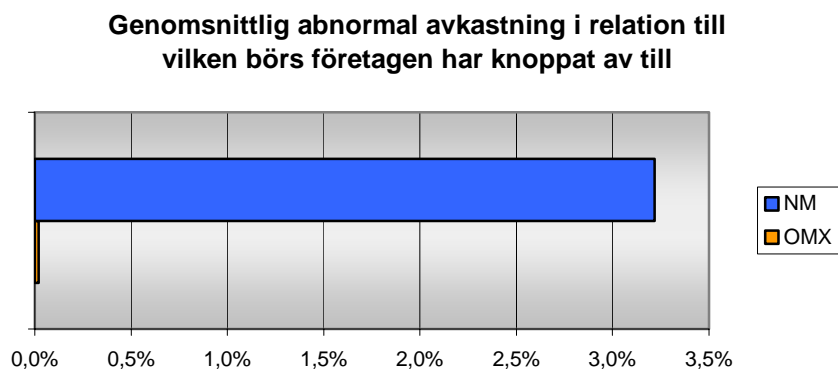


Figur 5.3 Spridningen över den abnormala avkastning inom respektive bransch

Utifrån figur 5.3 kan vi tydligt se att spridningen inom branscherna är olika samt att det inte finns några märkbara skillnader mellan branscherna, bortsett från ett par mer extrema värden inom Real estate. Därmed anser vi att det inte finns något speciellt samband mellan branschtillhörighet och de abnormala avkastningarna som förelåg i studien. Därav valde vi att lämna vidare analys av branscherna för att istället gå vidare till övriga analyser.

5.3 Stockholmsbörsen eller Nya marknaden

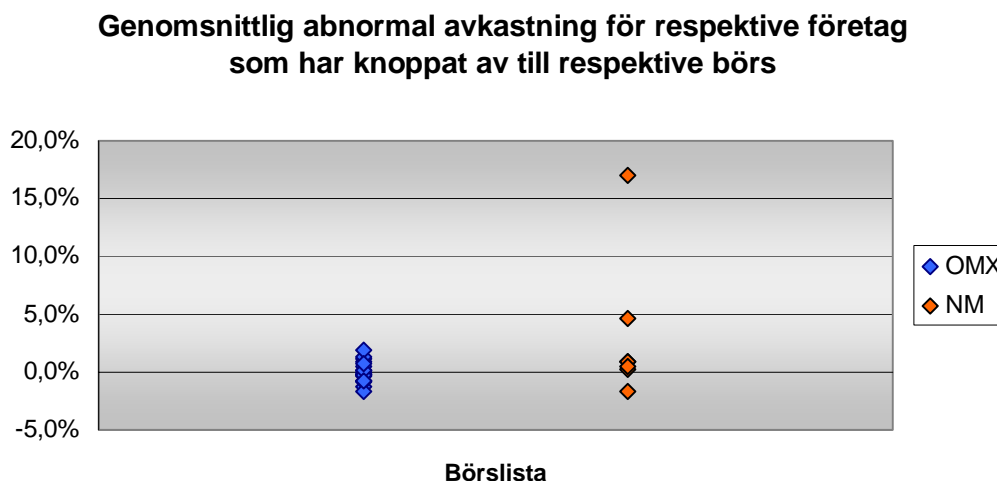
I denna del av analysen har samma arbetsgång använts likt för branscherna här ovan. Resultatet utifrån AAR för respektive börs redovisas grafiskt här nedan.



Figur 5.4 Medelvärde av abnormal avkastning i relation till börs

Figur 5.4 visar en klar bild av att de företag som knoppade av till Nya Marknaden (NM) hade större abnormal avkastning än de som knoppade av till Stockholmsbörsen (OMX). Dock bör

det påpekas att det endast är ett fåtal observationer som har knoppats av till NM²⁰, vilket vi anser leder till risken att denna figur inte är helt rättvisande. För att få en tydligare bild och undersöka jämförbarheten har ett plotterdiagram använts även här.



Figur 5.5 Spridningen över den abnormala avkastning i respektive börs

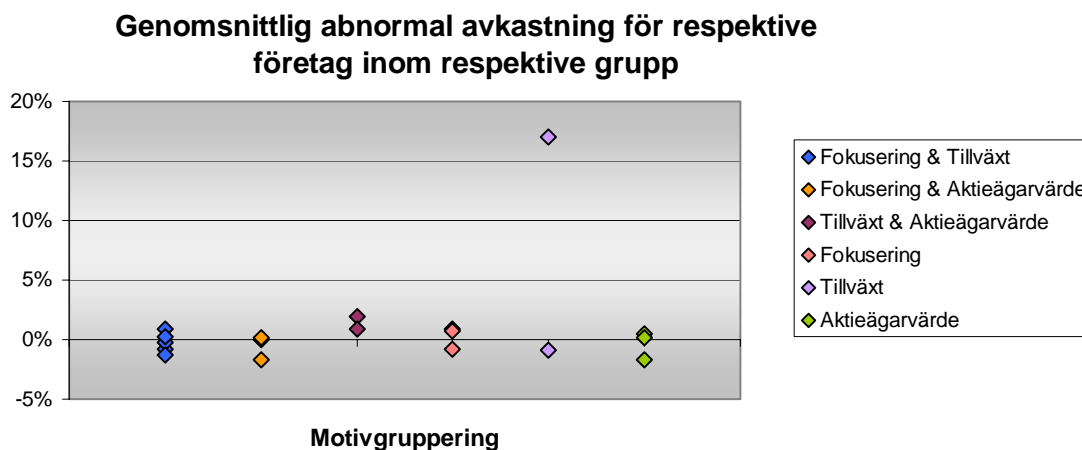
Utifrån figur 5.5 kan här ses den totala spridningen av de abnormala avkastningarna för alla observationer indelat enligt de avknoppade enheternas börstillhörighet. Den visar för OMX ett klart centrerat intervall där alla observationer hamnar, medan spridningen för NM ser något annorlunda ut. NM har även den majoriteten av observationerna inom samma intervall som OMX. Men ett par av bolagen har brutit sig loss från övriga och framför allt i en av dessa observationer har det inträffat ett klart bättre resultat i förhållande till övriga. Bortsett från dessa mer extrema avkastningar är det svårt att urskilja någon specifik skillnad mellan börserna. Det intressanta är att vid sorteringen av respektive börs AAR värde fann vi att 6 av 7 NM hade en positiv abnormal avkastning²¹. Det bör dock påpekas att det är en klart mindre andel av de totala observationerna vilka hör till NM i förhållande till OMX. Detta leder till att vi ej anser att någon vidare slutsats kan dras utifrån denna tabell även om den är intressant att betänka.

²⁰ För fullständig redovisning över vilken börs respektive företag knoppat av till, se bilaga 1.

²¹ Se bilaga 7

5.4 Motivens betydelse

Vi ville även se om motiven kan ha spelat någon roll för den abnormala avkastningen som företagen har erhållit. Detta har till viss del genomförts utifrån en annan arbetsgång än för branscher och börser. Detta då de två första kategorierna innebär att varje företag enbart kan tillhöra en grupp. Medan vad gäller motiv finns varje företag med under minst två av de åtta grupperna, vilket skapar en stor mängd möjliga kombinationer. Därav har vi till en början utgått från grupperingen med huvudmotiv och övriga motiv enligt bilaga 4. Utifrån denna tabell fokuserade vi först på de tre vanligast förekomna huvudmotiven, fokusering, tillväxt och aktieägarvärde, då dessa hade en klar majoritet. Enbart dessa tre motiv skapar det sex olika kombinationer av grupperingar dem emellan²², vilka kunde undersökas utifrån den abnormala avkastningens spridning.



Figur 5.6 Spridningen över genomsnittlig abnormal avkastning i relation motiv

Enligt figur 5.6 framgår tydligt att de flesta observationerna för varje motiv i denna studie befinner sig inom ett förhållandevis litet intervall, och att det inte finns någon märkbar skillnad mellan motivgrupperna²³. Detta innebär att motiven inte verkar ha någon speciell roll i de abnormala avkastningar som förelåg i studien. Dock bör här påminnas om att dessa motiv vilka behandlas i figur 5.6 endast är vissa av de motiv företagen nämner. Detta medför att även om här inte kan ses något direkt samband mellan motiv och abnormal avkastning, kan vi utifrån detta inte helt utesluta detta samband för alla motiv. För att försäkra oss ytterligare använde vi därför en annan approach som innebar en utsortering av de fem företag med de

²² Se bilaga 8 för aktuell gruppindelning.

²³ För att se medelvärden för varje grupp se bilaga 8

högsta abnormala avkastningarna och de fem med de lägsta, för att sedan se till motiven de angivit.

Företag med högst AAR	AAR	Motiv
Emitor Holdning	17,0050%	Tillväxt, Tillgång till kapitalmarknaden
TurnIT	1,9025%	Tillväxt, Aktieägarvärde, Tillgång till kapitalmarknaden, Medverkan till strukturaffärer
Klövern	0,9247%	Fokusering, Medverkan till strukturaffärer
ITAB Industri AB	0,8767%	Fokusering, Tillväxt, Aktieägarvärde, Medverkan till strukturaffärer, Synliggörande, Flexibilitet för aktieägarna
Gunnebo	0,8664%	Fokusering, Tillväxt, Medverkan till strukturaffärer
Företag med lägst AAR		
HQ.SE	-0,7833%	Fokusering, Medverkan till strukturaffärer, Flexibilitet för aktieägarna
Bure	-0,8761%	Tillväxt, Tillgång till kapitalmarknaden
Astra Zeneca	-1,2567%	Fokusering, Tillväxt, Aktieägarvärde
Sagax	-1,6666%	Aktieägarvärde, Synliggörande
Perstorp	-1,7043%	Fokusering, Aktieägarvärde, Synliggörande, Flexibilitet

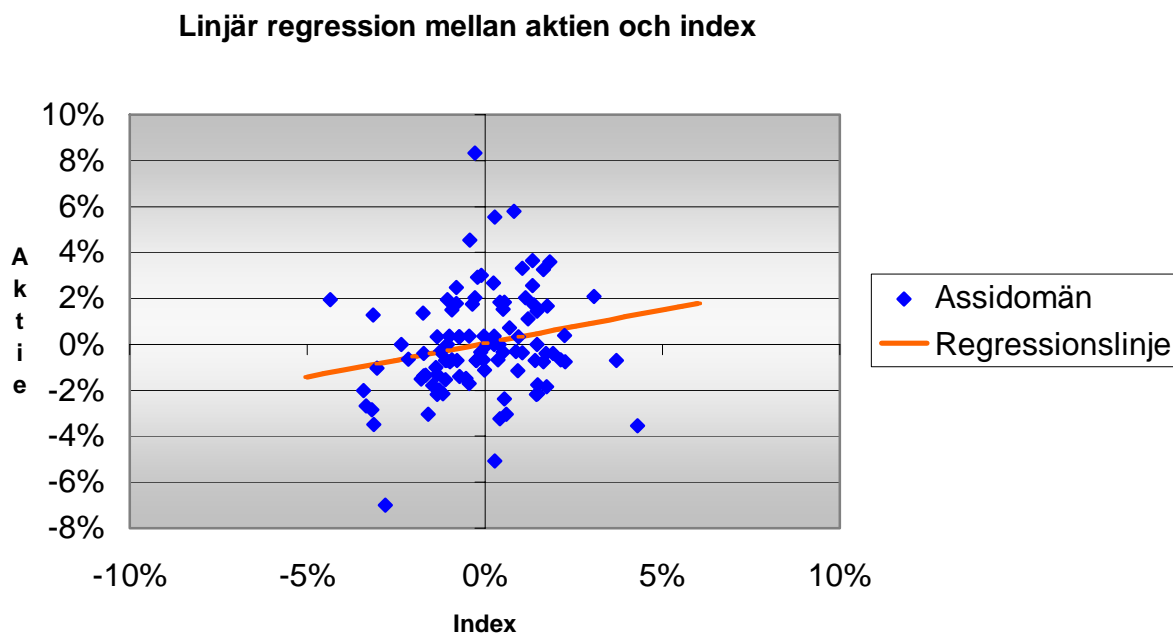
Tabell 5.1 Företagen med högst kontra lägst AAR, och dess motiv

Utifrån detta kan ses att det bolaget med i särklass högst medelavkastning mellan dagarna 0 till 6, enbart nämnt de två motiven tillväxt och tillgång till kapitalmarknaden. Detsamma gäller även för det bolag som placerat sig på fjärde plats nedifrån i avkastningslistan²⁴. Vi kan även se att fyra av de fem bolagen med högst avkastning har nämnt tillväxt som ett av sina motiv. Det är även väldigt många av de övriga observerade företagen som nämnt detta motiv, däribland två av de fem nedre bolagen. Utifrån samma tabell kan även ses liknande resultat för till exempel fokusering och aktieägarvärde, som det tidigare presenterade för motivet tillväxt. Däremot vad gäller motivet medverkan till strukturaffärer är det fyra av de fem övre företagen som nämnt detta, men endast ett av de nedre. Trots det anser vi det vara för vagt för att kunna säga att ett samband finns där, då detta inte stämde in på ett företag i vardera grupp, samt att det inte går att bortse från övriga motiv där inget samband syns. Därav förstärks här bilden, vilken tidigare skapades utifrån figur 5.6, om att det inte verkar föreligga något samband mellan motiven och de abnormala avkastningarna.

²⁴ Det vill säga på plats nummer 15 totalt sett utifrån de 18 observationerna

5.5 Resultatet från eventstudien

Resultatet i empirin kan ifrågasättas utifrån dess tillförlitlighet. AR-värdena erhöles av differensen mellan den faktiska och den uppskattade avkastningen. I och med att det handlar om uppskattningar finns det skäl att ifrågasätta hur rättvisande dessa uppskattningar blev, då det finns risk för missvisande resultat. Om det visade sig att normalavkastningen inte är tillräckligt väl uppskattad kommer det att medföra konsekvenser för AR, AAR och CAAR, vilka alla bygger på denna. Vid närmare granskning av uppskattningen på normalavkastningen tittade vi på marknadsmodellen, eftersom det var den som ledde till erhållandet av α och β . Vi undersökte modellens noggrannhet i uppskattningen genom att titta på r^2 värden för alla uppskattningar som genomfördes för respektive företags normalavkastning²⁵. Resultatet av granskningen visar att marknadsmodellen inte hade höga förklaringsvärden, eftersom värdena befinner sig i ett intervall mellan 0,0308 (30,8 %) och 0 (0 %). Här nedan visas ett exempel med en grafisk framställning av hur α och β har tagits fram genom en linjär regression mellan avkastningen på index och avkastningen på en aktie.



Figur 5.7 En grafisk framställning av en linjär regression mellan en aktie och index

²⁵ Förklaringsvärden för alla företag återfinns i bilaga 3

Det framgår tydligt av figur 5.7 att sambandet mellan avkastningens utveckling för indexet och utveckling för aktien är svaga. Det innebär i sin tur att förklaringsvärdet för α och β från denna regression blev rätt lågt, vilket kan bekräftas utifrån figurexemplens r^2 som låg på 0,042 (4,2 %). Slutsatsen av detta innebär att modellen anses vara bristfällig, vilket leder till att användningen av denna modell kan ha gett missvisande resultat i form av felaktiga uppskattningar av respektive företags normalavkastning.

Förutom α och β kan även val av index inverka på resultatet. Vi ansåg att branschspecifika index skulle ha en mindre risk för missvisande resultat, på grund av att olika branscher har olika utveckling. Därmed innebär tillämpningen av ett generellt index att studien bortser från denna faktor. Olyckligtvis är det inget som står under vår makt, då det inte gick att erhålla en längre kurshistorik hos de olika branschindexen. För att utreda om det verkligen utgjorde någon skillnad med att använda OMX SPI istället för de branschspecifika indexen (Real estate, Diversified financials, Capital goods och Software & services) gjordes en regression mellan avkastningarna för OMX SPI och avkastningarna för de nämnda indexen. Resultatet²⁶ visar på att OMX SPI speglar utvecklingen bra i två av fallen där förklaringsvärden låg på 70,9 % och 84,8 %. I de övriga två fallen låg förklaringsvärden på 31% och 38 %, vilket inte är särskilt högt. Slutsatsen av detta är att OMX SPI speglar utvecklingen bra i vissa branscher och lite sämre i andra. Därmed bör resultatet från de branscher med låga förklaringsvärden tolkas med en viss försiktighet.

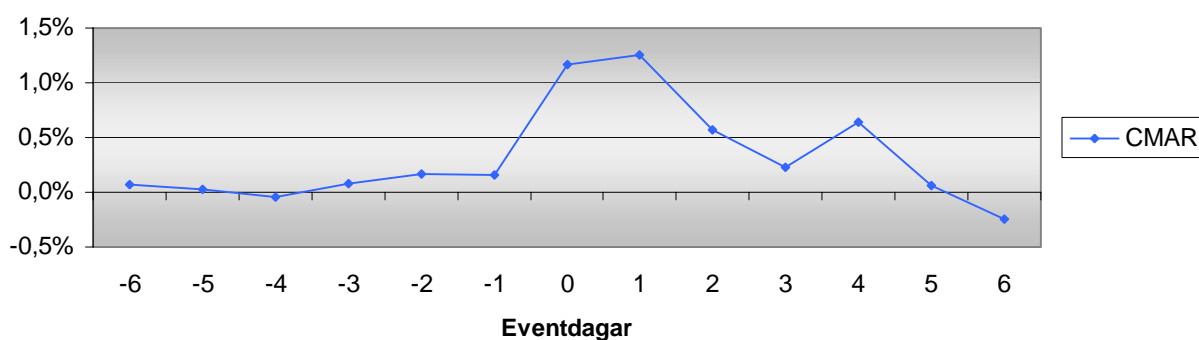
Ytterligare faktorer som vi anser ha kunnat störa förhållandena i beräkningarna är bortfall av kurshistorik samt kompletteringar från databasen SIX trust. Vi hade under arbetets gång ett bortfall på kurshistorik för två aktier. Ett av bortfallen berörde Emitter Holding, där vi endast kunde erhålla 81 dagar till estimeringsberäkningarna. Bortfallet är därav på 19 dagar, vilket kan vara diskutabelt om hur stor risken är att detta kan ha bidragit till missvisande resultat. Det andra bortfallet berörde Pronyx, där OMX endast hade 60 dagar till vår estimering. Detta kunde dock kompletteras via SIX trust. Problematiken med denna komplettering är att vi inte med säkerhet kan säga om dessa värden är justerade på något vis, och i sådana fall skiljer sig från OMX. Utifrån att det endast gjorts en mindre komplettering anser vi att risken är liten för att detta skulle ha bidragit till missvisande resultat. Vi anser dock att det är viktigt att nämna, då en liten risk fortfarande är en risk.

²⁶ Se bilaga 10 för företag som har tagits ut för respektive bransch samt förklaringsvärden från regressionerna.

Vi fick även ett bortfall när det gäller företagens prospekt, då endast 18 av 25 prospekt kunde hittas. Hur detta kan ha påverkat vår genomförda analys om företagens motiv, i förhållande till om vi inhämtat prospekt för samtliga företag, är svårt att kommentera. Utifrån vår analys på dessa 18 prospekt, som motsvarar 72,5 % av det totala prospektantalet, hade vi svårt att tro att slutsatserna kring dessa analyser skulle kunna dras annorlunda.

Utifrån en vidare granskning av eventstudiens övriga delar anser vi även att beräkningarna av AAR till en viss del kan ge en missvisande bild av resultatet. Detta grundar sig i att AAR beräkningarna baseras på aritmetiska medelvärden, vilket gör att de blir väldigt känsliga för extremvärden. I vår granskning har vi kommit fram till att medianvärden skulle vara ett bättre mått. Detta på grund av att det anses vara ett mer robust mått vilket inte är känslig för extremvärden.

Kumulativ abnormal avkastning med median (CMAR) för alla företag



Figur 5.8 Kumulativ abnormal avkastning med median

Illustrationen här ovan visar hur resultatet av de kumulativa beräkningarna förändras vid användning av median istället för aritmetiskt medelvärde. Om ovanstående figur jämförs med figur 4.3 under empirisk resultat kan vi se stora skillnader. Det gäller framför allt vid dag 0. Figur 4.3 visar en kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning på drygt 9 % medan ovanstående figur visar en abnormal avkastning på cirka 1,3 %. Resultatet talar för sig själv, att extremvärden här drivit upp medelvärdet. Det kan därmed ge intrycket att den abnormal avkastningen är högre än vad den egentligen är²⁷.

²⁷ Se bilaga 9 för övriga jämförelser mellan median och medelvärde.

6. Slutsats

I detta kapitel redogörs en kort sammanfattning av den genomförda analysen, som sedan avslutas med slutsatser för den avslutade studien

6.1 Sammanfattande slutsatser

I vår studie har vi funnit stöd till att marknaden reagerar positivt på företagens kungörelse av avknoppningar, vilket har uttryckts av positiva abnormala avkastningar vid kungörelsedagen. Det bör dock påpekas att det inte är alla företag i studien som omfattas av denna positiva utveckling. Vidare har vi inte kunnat finna något samband mellan ett företags abnormala avkastning och angivande av ett visst motiv. Andra faktorer som företagens branschtillhörighet samt vilken börs de har knoppat av sin enhet till kunde inte heller styrkas med något samband av detta slag. Våra sammanfattande slutsatser blir således:

- Kungörelser av avknoppningar mellan åren 2000 och 2005 har generellt medfört positiva priseffekter, som innebär att större delen av dessa företag har fått positiva abnormala avkastningar.
- Det finns ingenting som tyder på att branschtillhörigheten, avknoppning till en viss börs eller angivande av ett visst motiv skulle medföra en viss abnormal avkastning.

6.2 Framtida forskning

Under uppsatsens gång framkom det ett antal funderingar, som vi anser vore intressant att forska vidare på. En av dem är att jämföra mellan de olika ekonomiska modellerna, som används i eventstudier. Det skulle vara intressant att se vilka av dem som utgör det mest lämpliga verktyg för uppskattningar av normalavkastningen. En annan intressant forskning skulle kunna vara att jämföra mellan olika avknoppningar. Det kan i detta fall vara en jämförelse mellan avknoppningar som sker enligt Lex Asea och vanliga avknoppningar. Reagerar marknaden olika beroende på vilken avknoppning det gäller eller har detta ingen betydelse. Slutligen skulle den framtida forskningen kunna vara att studera den långsiktiga marknadseffekten av avknoppningen.

7. Kritisk granskning

Eventuella brister på metod och källor kommer att diskuteras under detta avsnitt.

7.1 Marknadsmodellens lämplighet

Vid analys av marknadsmodellen framkom det att de erhållna regressionskoefficienterna α och β inte utgör tillräckliga bra riktvärden för en noggrann uppskattning av normalavkastningen. Därmed kan den abnormala avkastningen bli högre eller lägre än vad den utger sig vara för respektive företag. Därför bör studiens resultat tolkas med en viss försiktighet. De svaga förklaringsvärdena i marknadsmodellen har även uppmärksamats av en amerikansk forskare vid namnet Seth Armitage. Trots det menade han på att det fortfarande är den bästa modellen för uppskattningar av normalavkastningen, eftersom det inte finns några andra modeller som kan ersätta denna för samma ändamål (Armitage 1995, s. 25). Huruvida om det finns andra modeller som kan bidra till en rättvisare uppskattning av normalavkastning är inget vi kan bekräfta eller har möjlighet att utreda i denna studie. Detta då studien syftar till att studera eventuella priseffekter vid ett företags kungörelse av avknoppning och inte de befintliga modellernas uppskattningsförmågor.

Återigen när det gäller tillämpningen av marknadsmodellen kan det diskuteras om estimeringsfönstrets storlek kan ha någon betydelse för uppskattningarna av normalavkastningen. Vi har antagit ett estimeringsfönster med 100 dagar, vilket har motiverats i avsnitt 3.1.5. Frågan består i om en utökning av eventfönstret skulle medföra högre förklaringsvärden och därmed noggrannare uppskattningar. Istället för att ha 100 dagar kan estimeringsfönstret omfattas av 300 dagar. Vi ställer oss tveksamma till om det verkligen kommer att utgöra någon större skillnad, det vill säga att det leder till bättre förklaringsvärden. Sedan var det tidigare diskussion om att det generella indexet skulle medföra en missvisande bild över börsutvecklingen för respektive bransch. Utifrån den delanalysen kom vi fram till att OMX SPI återspeglar avkastningsutvecklingen bra i två av de fyra studerade branscherna. Därmed bör resultatet från de branscher med sämre återspeglning av OMX SPI tolkas med en viss försiktighet.

7.2 Validitet

För att mäta om det föreligger några priseffekter i samband med kungörelser av avknoppningar har vi använt oss av företagens aktiekurser och kurser från det generella indexet. Vi använder därefter den procentuella förändringen hos respektive och jämför dessa med varandra i syfte att identifiera priseffekterna, som uttrycks i abnormala avkastningar. Enligt vår uppfattning har vi antagit de mest lämpliga variabler för att uppnå det nämnda ändamålet. Vi har svårt att tänka oss att det finns andra bättre mätvariabler som kan bistå oss i att identifiera eventuella priseffekter i det studerade fenomenet. Med ledning av detta anser vi att vår studie har hög validitet, då vi tycker att vi har mätt de saker vi avser att mäta.

7.3 Reliabilitet

Med ledning av tidigare diskussion om marknadsmodellens lämplighet bör resultatet från eventstudien tolkas med en viss försiktighet. Den osäkerhet som råder i resultatet medför till en minskad reliabilitet i studien. Vi anser dock att reliabiliteten är relativt hög i den bemärkelsen att vi har använt oss av en modell som anses vara den bästa för detta ändamål, se avsnitt 3.1.5. Med det som utgångspunkt försöker vi öka reliabiliteten genom att utföra regressionen i statistikprogrammet SPSS, för att ta fram regressionskoefficienterna α och β . Därmed minskar vi risken för eventuella räknefel och ger de erhållna värdena en högre tillförlitlighet. För regressionen har vi valt att följa Armitages²⁸ rekommendation på att använda en estimeringsperiod på 100 dagar, vilket enligt honom är tillräckligt bra för att göra noggranna uppskattningar av regressionskoefficienterna. Vidare har det diskuterats om vårt val av index och om dess påverkan av studiens resultat. Vi kom fram till att användningen av OMX SPI inte kommer att påverka resultatet något nämnvärt i två av de fyra studerade branscherna, eftersom regressionerna mellan denna index och de två branschindexen har fått höga förklaringsvärden. I de övriga två branscherna, där OMX SPI har fått sämre förklaringsvärden, bör resultatet från dessa branscher tolkas med en viss försiktighet. Sammanfattningsvis tycker vi att vi har gjort det mesta som står i vår makt, för att öka reliabiliteten i vår studie. Vi har tagit upp de faktorer som vi anser vara viktiga att ta hänsyn till vid tolkningen av studiens resultat. Med ledning av denna information bör en återupprepning av denna studie medför liknande resultat. Baserat på det anser vi att vår studie har en relativt hög reliabilitet.

²⁸ Se avsnitt 3.1.5.

8. Avslutande diskussion

Ett avslutande avsnitt som redogör diskussioner kring studiens slutsatser utifrån teorier, tidigare forskningar och intervjun med en finansanalytiker från Carnegie fondkommision.

Vår eventstudie visade på att företag som har kungjort börsavknoppningar enligt Lex Asea under perioden 2000 till 2005 har fått positiva abnormala avkastningar kring kungörelsetillfället. Detta sammanfaller med de resultat som erhållits från tidigare forskningar genomförda av Miles, Rosenfeld (1983), Rosenfeld (1984), Daley, Mehrotra & Sivakumar (1997), Kaiser & Stouraitis (1994), Scheutz (1988), Veld & Veld-Merkolouva (2004). Trots resultatet om positiva abnormala avkastningar i denna studie föreligger det en viss spridning mellan de enskilda observationernas resultat. Detta bekräftades även av Scheutz tidigare studie över svenska börsavknoppningar.

Utöver detta har de ovannämnda forskarna även kommit fram till olika slutsatser i deras studier gällande förklaringen till den positiva abnormala utvecklingen i deras studier. I Kaiser och Stouraitis (1994) studie har de bland annat kommit fram till att det har förekommit insiderhandel i Frankrike, Tyskland och Sverige. Detta kan jämföras med vår studie då vårt resultat visade på en positiv abnormal avkastningsutveckling innan kungörelsedagen. Huruvida om denna positiva utveckling i vår studie berodde på föreliggande insiderhandel eller de två övriga orsakerna²⁹ som nämndes av Elton et al (2003, s. 425) kan vi varken förkasta eller verifiera. Vi anser dock dessa orsaker som sannolika och rimliga förklaringar till den abnormala utvecklingen innan kungörelsedagen. En del av denna uppfattning bekräftades av våra intervjurespondenter Björn Enarson från Carnegie Investment Bank AB och Andreas Joelsson från Skandinaviska Enskilda Bank (SEB). Båda uppgav vid intervjutillfället att insiderhandel var en uppenbar orsak till den positiva abnormala utvecklingen, som skedde innan kungörelsedagen i vår studie.

Förutom de tidigare nämnda positiva effekterna kom Scheutz (1988) i sin doktorsavhandling även fram till att de positiva effekterna är större i Sverige än i USA. Anledningen till det tror han är att börsen i USA fungerar effektivare än i Sverige. Huruvida om börsen i Sverige

²⁹ Se avsnitt 5.1.

fungerar mindre effektivt än i USA kan vi inte bekräfta med vår studie. Däremot har vår studie gett indikationer på att stockholmsbörsen (OMX) verkar agera i den, enligt Fama (1991), halvstarka marknadseffektivitetsformen vid kungörelser av avknoppningar. Detta styrktes av jämförelsen mellan vår studies grafiska framställning av den abnormala avkastningsutvecklingen och Eltons et al. grafiska framställning av en abnormal avkastningsutveckling i den halvstarka marknadseffektivitetsformen³⁰. I denna sakfråga har våra intervjurespondenter uttryckt sig lite olika. Enligt Joelsson ska den svenska börsen generellt agera under stark marknadseffektivitet, men han påpekade också att det givetvis finns avvikelser. Han förtydligade med exemplet Ericsson som för några år sedan hade stora problem med läckor innan rapporterna släpptes. Vad gäller Enarsons allmänna uppfattning om börsens effektivitet var han lite fundersam om det fanns börser som agerade under stark marknadseffektivitet. Däremot tyckte han att den svenska börsen fungerar bra i förhållande till andra börser. Med ledning av det ansåg han att den svenska börsen agerar under en halvstark marknadseffektivitet. Trots att Joelsson inte har medgett det uttryckligen anser vi att även hans svar indikerade på att den svenska börsen agerar under en halvstark marknadseffektivitet. Oavsett om vår eventstudie eller finansanalytikernas kommentarer indikerade på att det råder en halvstark marknadseffektivitet på OMX bör det påpekas att det är svårt att dra en sådan slutsats. Det är på grund av att det är svårt att isolera en specifik händelse från andra händelser med påverkande karaktär. Därmed är det nästintill omöjligt att basera avgörandet om OMX agerar på en viss effektivitetsnivå på endast händelsen kungörelser av avknoppningar.

I Daley, Mehrotra & Sivakumars (1997) och Veld & Veld-Merkolouvas (2004) forskningar kunde vi finna andra intressanta slutsatser. De har i sina forskningsstudier kommit fram till att företag som har angett renodling av verksamhet eller verksamhetsfokusering som bakomliggande skäl får högre abnormal avkastning än företag med andra motiv. Detta kan jämföras med vår studie där vi inte har kunnat identifiera något samband mellan ett företags positiva abnormala avkastning och deras angivande av ett visst motiv. Detta styrktes bland annat av vår analys³¹, där vi kunde finna liknande motiv hos företag med både negativa och positiva abnormala avkastningar. Att vår studie inte visat på samma resultat som Daley, Mehrotra och Sivakumars (1997) och Veld & Veld-merkolouvas (2004) forskningar skulle kunna bero på flera olika orsaker. Det kan bero på att vi endast studerar ur et kortsiktigt perspektiv samt att vi bara har inkluderat svenska bolag i vår studie. Till skillnad från våra resultat tror även Enarson att motivet renodling av verksamheten har en betydande roll för

³⁰ Se avsnitt 4.1, figur 4.3 och avsnitt 5.1, figur 5.1.

³¹ Se avsnitt 5.4, tabell 5.1

det positiva utslaget hos företagens aktiepriser. Han tror också att motivet att en "avknoppad enhet underlättar för ett eventuellt lönsamt uppköp" kan ha samma positiva effekt som föregående motiv. Han påpekade vidare i intervjun att det är många företag som har liknande motiv till sina avknoppningar. Att dessa företag sedan får olika utslag på sina aktiepriser kan bero på att marknaden har olika uppfattningar på hur dessa avknoppade enheter kommer att utvecklas. Denna åsikt delades däremot inte av Joelsson, som har svårt att tro att det finns ett samband mellan ett visst motiv och en viss positiv abnormal avkastning. Skulle det finnas ett sådant motiv vore det fel av företagen att inte utnyttja den möjligheten till att öka värdet för aktieägarna vilket borde vara deras slutgiltiga målsättning.

I teoriavsnittet 2.3.1 redogjordes ett antal olika motiv som inte återfinns i vårt empiriska resultat. Exempel på dessa motiv är att kapa av en ofruktbar återinvestering av kassaflöde samt eliminera dotterbolag för lågpresterande affär. Frågan består i om dessa motiv kan ha varit en bidragande del till några av de studerade företagens beslut till avknoppning, men som inte synliggörs i deras prospekt till aktieägarna. Rent spekulativt kan det enligt oss vara möjligt, eftersom ledningen kanske inte vill erkänna öppet att de har gjort en dålig affär för sina aktieägare. Därmed skulle det vara en naturlig förklaring till att just de motiven inte nämns i prospekten, men att de utgör en del av beslutsunderlaget. Denna möjlighet anser Enarson som väldigt liten eftersom genomlysningen är rätt stor hos företagen, i alla fall i de företag som han har tittat på. I och med denna genomlysning är det nog rätt svårt för företagen att dölja någonting, menade han. I denna sakfråga hade inte Joelsson mycket mer att tillägga förutom att ett dolt motiv skulle kunna vara att företagen vill ge en enhet ett värde som inte tyckts återspeglats i aktiekursen.

Utöver det nämnda finns det enligt agent- och signalteorin andra incitament som kan ligga bakom företagens beslut till avknoppning. Inom agentteorin talas det ofta om höga agentkostnader, som i princip orsakas av företagsledningens säregna mål samt övervakning av deras arbete. Vi anser att det finns goda anledningar till att tro att ett beslut till avknoppning skulle gagna företag som har höga agentkostnader. Genom avknoppningen blir moderföretaget av med en ledning som arbetar utifrån egna intressen. Samtidigt kommer övervakningskostnaderna också att försvinna i samband med avknoppningen, då den avskiljda enheten bedrivs i egen regi utan någon inblandning av moderföretaget. Detta resonemang verkar inte få något medhåll från våra intervjurespondenter. Enarson menade som tidigare att den rådande genomlysningen i företagen medför att allt som företagsledningen gör kommer att synas. Därmed anses övervakningen inte vara något som är nödvändigt i detta fall. Baserat på det resonemanget ska det inte föreligga några egentliga övervakningskostnader och en avknoppning skulle enligt hans mening inte lösa det påstådda

problemet eftersom kostnaderna inte existerar. Joelsson håller inte heller med om vårt resonemang. Han anser att även avknoppade enheter behöver företagsledningar. Fanns det behov av att lägga kostnader på att kontrollera ledningen innan avknoppningen är det osannolikt att de skulle släppa kontrollen för den nya företagsledningen i den avknoppade enheten.

Inom signalteorin diskuterades informationsasymmetrin som råder mellan företagsledningen och aktieägarna. Denna asymmetri kan minskas genom att företagsledningen delger en del av sin information till aktieägarna, vilket bland annat kan göras genom olika kungörelser. I vår studie skulle det kunna spekuleras i att företagen kungör sina avknoppningar i syfte att avslöja deras intentioner med dessa verksamheter. Det kan röra sig om att företagsledningen vill förmedla sin positiva syn på den avskiljda verksamhetens framtid eller som tidigare nämnts att företagen vill renodla sina verksamheter och bedriva de var för sig. Oavsett vilka signaler företagen skickar ut till sin omgivning kommer utslaget av bedömningen vara olika. Detta har bland annat styrkts av tidigare resonemang om att det inte verkar finnas något säkert motiv som leder till positiv respons.

Avslutningsvis vill vi tacka våra intervjurespondenter för sina åsikter och värdefulla kommentarer. Vidare vill vi påpeka att all den diskussion som har förts i detta avsnitt är av en spekulativ karaktär, vilket innebär att det inte finns några givna svar på vad som är rätt eller fel. Slutligen vill vi också säga att eventuella misstolkningar eller att vi av misstag har satt in våra respondents kommentarer i fel sammanhang inte ska komma de till belastning. Detta ansvar åligger oss som författare till denna magisteruppsats.

9. Källförtäckning

Litteraturförteckning

Berggren, Christian (2002). Från Fussion till Fission: Om storföretag, fusioner och innovationer. I Ahrne, Göran & Swedberg Richard (red) *Ekonomi i samhället: ekonomisociologiska perspektiv*. Lund: Studentlitteratur, ss. 247-272

Brealey, Myers (2003). *Principles of Corporate Finance*. 7 uppl. New York: Mcgraw-Hill

Copeland, Thomas E, Weston, J Fred & Shastri, Kuldeep. (2005) *Financial Theory and Corporate Policy*. 4 uppl. Boston: Pearson Addison-Wesley

Eggeby, Eva (1999). *Kvantitativa metoder*. 1 uppl. Lund: Studentlitteratur

Elton, Edwin J, Gruber, Martin J, Brown, Stephen J & Goetzmann, William N. (2003) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. 6 uppl. New York: John Wiley & Sons

Joachimsson, Robert & Thorell, Per (1988). *Delning av företag: fissioner i företags –och ägarperspektiv*. 1 uppl. Stockholm: SNS förlag

Koller, Tim, Goedhart, Marc, Wessels, David (2005). *Valuation: measuring and managing the value of the companies*. 4 uppl. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Ross, Stephen, Westerfield, Randolph & Jaffe, Jeffrey (2002). *Corporate Finance*. 6 uppl. New York: Mcgraw-Hill

Doktorsavhandlingar & Uppsatser

Bengtsson, Jimmy & Hårdstedt, K-G (2002). *Aktieägarvärde som funktion av strategier: Avknoppning, fusion samt uppköp*. Opublicerat manuskript. Göteborg: Handelshögskolan

Kaiser, Kevin & Stouraitis, Aris (1994). *Market response to divestiture announcements by european firms*. Diss The European Institute of Business Administration. Fontainebleau: INSEAD

Scheutz, Curt (1988). *Företagsfissioner: avknoppningar till Stockholms Fondbörs och OTC-marknaden: en empirisk undersökning av motiv och konsekvenser*. Diss Stockholms Universitet. Täby: Akademitryck AB

Tübke, Alexander (2004). *Success factors of corporate spin-offs*. Diss. University of Karlsruhe. Boston: Kluwer Academic

Dags- & Fackpress

Blecher, Simon (2005). *Aktiemarknad: dags att släppa loss guldäggen*. *Affärsvärlden*, 14 september.

Blecher, Simon (2006a). *Fissioner ersätter fusioner*. *Dagens Nyheter*, 14 februari.

Blecher, Simon (2006b). *Lär av Securitas och SCA*. *Affärsvärlden*, 9 februari.

Blecher, Simon (2006c). Satsa på avknoppningar. *Affärsvärlden*, 21 mars.

Isacson, Torbjörn (2004). Alla knoppar slår inte ut. *Dagens industri*, 18 september.

Vetenskapliga artiklar

Daley, Lane, Mehrotra, Vikas & Sivakumar, Ranjini (1997). Corporate focus and value creation: Evidence from spin-offs. *Journal of Financial Economics*, vol 45, Issue 2, August, ss. 257-281.

Eisenhardt, Kathleen (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, Vol 14, No. 1, ss. 57-74.

Fama, E. F (1991). Efficient Capital Markets II. *The Journal of Finance*, vol 46 , nr 5 (Dec), ss. 1575 – 1617.

Garvin, David A. (1983). Spin- Offs and the New Firm Formation Process. *California Management Review*, vol. XXV, No.2, January, ss. 3 – 16.

Jain, Prem C. (1985). The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth. *The Journal of Finance*, vol 40, No 1, March, ss. 209-224.

Krishnaswami Sudha & Subramaniam Venkat (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, vol 53, ss. 73-112

Mackinlay, A. Craig (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, ss. 13-39.

Miles, James A. & Rosenfeld, James D. (1983). The effect of voluntary announcements on shareholder wealth. *The Journal of Finance*, vol XXXVIII, No 5, December, ss. 1597 – 1606.

Pashley, Mary, M & Philippatos, George, C (1990). Voluntary Divestitures and Corporate life-cycle: some empirical evidence. *Applied Economics*, vol. 22, ss. 1181-1196.

Pashley, Mary, M & Philippatos, George, C (1993) Have Voluntary Divestitures of US corporations increased shareholder wealth? Empirical evidence from the life cycle. *Applied Financial Economics*, vol. 3, ss. 39-49.

Powers Eric A. (2003). Deciphering the motives for equity carve-outs. *The Journal of Financial Research*, Vol XXVI, No 1, ss. 31-50.

Rosenfeld, James A (1984). Additional evidence on the relation in between divestiture announcements and shareholder wealth. *The Journal of Finance*, vol 39, No 5, December, ss. 1437-1448.

Ross Stephen (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, vol 8, No 1, ss. 23-40.

Stewart G Bennet & Glassman David M (1988). *Journal of Applied Corporate Finance*, vol 1.1, ss. 85-99, Morgan Stanley

Veld, Chris & Veld-Merkoulova, Yulia V (2004). Do spin-offs really create value? : The European case, *Journal of Banking and Finance*, vol 28, Issue 5, May, ss. 1111-1135.

Övriga elektroniska källor

NM, www.nyamarknaden.se (2006-04-23)

OMX, www.omx.se (2006-04-23)

Skatteverket, www.skatteverket.se (2006-04-23)

Skatteverket (2005, feb), *Handledning för beskattning av inkomst och förmögenhet. Del 3: Kap 19.* <http://www.skatteverket.se/download/18.18e1b10334ebe8bc8000114077/kap19.pdf> (2006-04-23)

Stockholmsbörsen, www.stockholmsborsen.se (2006-04-23)

Databaser

SIX Trust

Waymaker

Huginonline

Intervjuer

Enarson, Björn, Finansanalytiker, Carnegie Investment Bank AB, personligt intervju

Joelsson, Andreas, Finansanalytiker, Skandinaviska Enskilda Bank, intervju per mail

BILAGA 1

Utdrag ur skatteverkets "Handledning för beskattning av inkomst och förmögenhet, Del 3"

Utdelning av andelar i dotterbolag, "lex ASEA" 1725

19 Utdelning av andelar i dotterbolag, "lex ASEA"

prop. 1990/91:167, bet. 1990/91:SkU30
prop. 1992/93:108, bet. 1992/93:SkU8
prop. 1998/99:15 s. 241-247, 293 och 299, bet. 1998/99:SkU5 s. 17
SOU 1998:1 s. 255-261 och 312
prop. 2000/01:22 s. 66 – 70 och
108 – 109, bet. 2000/01:SkU24 s. 7

19.1 Allmänt

För att underlätta omstruktureringar inom aktiebolagssektorn infördes 1991 regler enligt vilka en koncerns verksamhet, under vissa förutsättningar, kan delas upp på mindre enheter utan omedelbara inkomstskatteeffekter. Uppdelningen görs genom att ett moderbolag till sina aktieägare delar ut samtliga andelar i ett eller flera dotterbolag. Efter en sådan ombildning ägs dotterbolaget direkt av ägarna till moderbolaget. Reglerna brukar kallas lex ASEA, eftersom de ursprungligen infördes för att underlätta en delning av ASEA.

Reglerna finns numera i 42 kap. 16 – 16 a §§ IL.

Lex ASEA-reglerna innebär följande. Ett svenskt moderbolag, eller i vissa fall ett utländskt bolag, kan under vissa förutsättningar dela ut andelarna i ett svenskt eller utländskt dotterföretag till sina ägare utan någon omedelbar beskattning av utdelningen. I stället beskattas mottagaren av utdelningen när andelarna säljs. För mottagaren utgörs anskaffningsutgiften för de mottagna andelarna av en viss andel av värdet av dennes omkostnadsbelopp för aktierna i moderbolaget.

19.2 Villkor för att kunna ta emot utdelning utan omedelbar beskattning

En utdelning av andelar i ett dotterföretag ska inte tas upp till beskattning om samtliga nedanstående villkor är uppfyllda.

Detta gäller även utdelning till den som inte äger aktier i det utdelande bolaget.

1726 Utdelning av andelar i dotterbolag, "lex ASEA"

Det utdelande aktiebolaget	<p><i>Nationalitetsvillkoret</i></p> <p><i>Moderbolaget</i>, dvs. det utdelande aktiebolaget, ska vara antingen ett svenskt noterat bolag eller, under vissa förutsättningar, ett utländskt bolag.</p> <p>Vid tillämpning av bestämmelserna om moderbolag i 42 kap. 16 § IL ska ett utländskt bolag behandlas som ett svenskt aktiebolag under vissa förutsättningar. Detta gäller om det utländska bolaget hör hemma i en stat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EU-länderna samt Norge, Island och Liechtenstein) eller i en stat med vilken Sverige har ett skatteavtal som innehåller en artikel om ömsesidigt informationsutbyte (42 kap. 16 a § IL, som trätt i kraft den 1 januari 2001, se även prop. 2000/01:22 s. 66 ff.). Vad som avses med utländskt bolag framgår av 6 kap. 9 - 10 §§ IL. Kravet på utländska bolag innebär, om bolaget inte hör hemma i ett avtalsland, bl.a. att beskattningen är likartad med beskattningen av svenska aktiebolag (prop. 2000/01:22 s. 108). Eftersom lex ASEA enbart gäller för aktiebolag omfattar utvidgningen endast utländska bolag som motsvarar svenska aktiebolag.</p> <p>Det uppställs inte något krav på att det utdelade dotterbolaget måste vara ett svenskt aktiebolag. Andelarna i ett utländskt bolag kan därför delas ut. I föregående stycke har angetts vad som avses med utländskt bolag.</p> <p><i>Proportionalitetsvillkoret</i></p> <p>Utdelningen ska lämnas i förhållande till innehavda aktier i moderbolaget. Den får med andra ord inte riktas till en viss aktieägare eller en viss grupp aktieägare. Bakgrunden till nämnda krav är att man vill förhindra riktade utdelningar, som innebär en värdeöverföring på ägarnivån (prop. 1998/99:15 s. 244).</p> <p><i>Noteringsvillkoret</i></p> <p>Aktier i moderbolaget ska vara marknadsnoterade enligt 48 kap. 5 § IL. Moderbolaget behöver således inte, till skillnad mot vad som gällde enligt de tidigare reglerna, vara upptaget på fondbörsens Alista utan även t.ex. O-listenotering är tillräcklig. Även annan kontinuerlig notering kan betraktas som marknadsnotering. RSV har redovisat sin syn på innebörden av begreppet marknadsnotering i en skrivelse den 18 november 1998 (dnr 10145-98/900).</p>
Det utdelade dotterbolaget	<p><i>Innehavarvillkoret</i></p> <p>Det företag vars andelar delas ut ska vara ett dotterbolag till det utdelande aktiebolaget enligt 1 kap. 5 § ABL. Något krav på att dotterbolag ska vara helägt (vilket fanns enligt reglernas tidigare utformning) finns inte. Om det utdelande bolaget är utländskt ska,</p>

Utdelning av andelar i dotterbolag, "lex ASEA" 1727

enligt RSV:s uppfattning, en hypotetisk prövning göras av om det detta skulle ha varit moderbolag enligt 1 kap. 5 § ABL, om det varit ett svenskt företag

Samtlighetsvillkoret

Samtliga moderbolagets andelar i dotterbolaget måste delas ut. Efter utdelningen får andelar i dotterföretaget inte heller innehas av något annat företag i koncernen. Detta kan antas leda till att moderföretaget, i det fall det inte äger samtliga andelar i dotterbolaget som finns i koncernen, låter samla ihop dessa hos sig genom koncerninterna överlåtelser.

RR fastställde genom dom den 3 april 2001 (mål nr 6820-1999) ett överklagat förhandsbesked i vilket SRN funnit att lex ASEAreglerna var tillämpliga trots att koncernbolag varit ägare i bolaget men överlätit rätt till utdelning till utomstående före avstämningsdagen. Överlåtelserna reavinstbeskattades. (Domen har återgetts i RSV:s rättsfallsprotokoll nr 10 2001.)

Verksamhetsvillkoret

Dotterbolagets näringsverksamhet ska till huvudsaklig del bestå av rörelse eller, direkt eller indirekt, innehav av andelar i sådana företag som till huvudsaklig del bedriver rörelse och i vilka dotterbolaget, direkt eller indirekt, innehar andelar med ett röstetal som motsvarar mer än hälften av röstetalet för samtliga andelar i företaget (42 kap. 16 § 6 IL). Med rörelse avses annan näringsverksamhet än innehav av kontanta medel, värdepapper eller liknande tillgångar. Innehav av kontanta medel, värdepapper eller värdepapper liknande tillgångar hänförs dock till rörelsen om de innehas som ett led i denna (2 kap. 24 § IL). Vid bedömningen av huvudsaklighetsvillkoret bör hänsyn främst tas till storleken på intäkterna (prop. 1998/99:15 s. 299).

Lager hos mottagaren

Om de utdelade andelarna blir lagertillgångar hos mottagaren av utdelningen, ska denne beskattas för utdelningen. Anledningen till detta är att värdet på aktierna i det utdelande företaget minskar i motsvarande mån, varigenom mottagaren kan skriva ned värdet på dessa. Genom att mottagaren tar upp värdet på utdelningen som intäkt uppkommer ingen skatteeffekt (prop. 1990/91:167 s. 26 ff.). Utdelningen ska värderas till det lägsta av andelarnas anskaffningsvärde och verkliga värde (24 kap. 3 § IL). Som anskaffningsvärde för de utdelade andelarna ska anses så stor del av anskaffningsvärdet för aktierna i det utdelande bolaget som svarar

1728 Utdelning av andelar i dotterbolag, "lex ASEA"

mot förändringen av marknadsvärdet på dessa andelar till följd av utdelningen. Förändringen av marknadsvärdet ska beräknas enligt samma princip som tillämpas vid fördelning av det genomsnittliga omkostnadsbeloppet för andelar som inte är lagertillgångar (17 kap. 6 § 1 st. IL).

Kvalificerade aktier

Om de innehavda aktierna i det utdelande företaget, dvs. moderbolaget, utgör kvalificerade andelar enligt 57 kap. 4 § IL hos en mottagare av utdelade andelar, blir de utdelade andelarna också kvalificerade (57 kap. 4 § 2 st. IL).

Anskaffningsutgift

Som anskaffningsutgift för andelar som erhållits genom lex ASEA utdelning ska anses så stor del av omkostnadsbeloppet för aktierna i moderbolaget – beräknat vid tidpunkten för utdelningen – som motsvarar den förändring i marknadsvärdet som utdelningen medför för dessa aktier (48 kap. 8 § 1 st. IL). RSV brukar ge ut information om hur anskaffningskostnaden bör proportioneras när det gäller utdelningar från större bolag. Detta görs i formen av meddelanden.

När det senare ska beräknas ett omkostnadsbelopp för aktierna i moderbolaget, ska den genomsnittliga anskaffningsutgiften för aktierna i detta bolag minskas i motsvarande mån (48 kap. 8 § 2 st. IL).

Om den som förvärvar andelar genom utdelning utan att äga aktier i moderbolaget lämnar ersättning för rätten till utdelning, anses ersättningen som anskaffningsutgift. Om någon ersättning inte lämnas är anskaffningsutgiften noll (48 kap. 8 § 3 st. IL).

Skattekonsekvenser för det utdelande bolaget

Det utdelande bolaget uttagsbeskattas inte om marknadsvärdet på andelarna överstiger omkostnadsbeloppet (22 kap. 10 § 1 st. IL). Om marknadsvärdet däremot understiger omkostnadsbeloppet medges avdrag för skillnaden mellan omkostnadsbeloppet och marknadsvärdet (23 kap. 10 § IL). Avdrag medges med andra ord för en förlust om den är verklig (jfr prop. 1998/99:15 s. 293). Om marknadsvärdet och omkostnadsbeloppet är lika uppkommer varken vinst eller förlust.

Ovanstående regel om att uttagsbeskattning ska underlåtas gäller inte sådana andelar i fastighetsförvaltande företag som är lagertillgångar (22 kap. 10 § 2 st. IL). Moderbolaget kommer därför att uttagsbeskattas om marknadsvärdet på sådana andelar överstiger omkostnadsbeloppet.

BILAGA 2

Från företag	Avknoppat företag	Börs	Pressdatum
AssiDomän	Billerud	OMX	2000-10-27
AstraZeneca	Syngenta	OMX	1999-12-02
Bergman & Beving	Addtech / Lagercrantz	OMX	2001-02-05
Bure	Capio	OMX	1999-11-01
Emitor Holding	Formpipe Software	NM	2004-11-24
Fabege	Bostadsaktiebolaget Drott	OMX	2004-03-08
Fabege	Wihlborgs fastigheter	OMX	2004-12-13
Fastigheter AB Blader	Enlight International	NM	2005-06-27
G&L Beijer	Beijer Electronics	OMX	2000-01-31
Gunnebo	Gunnebo Industrier	OMX	2004-12-20
HQ.SE Holding	HQ.SE Fonder	OMX	2001-03-20
HQ.SE Holding	Hagrströmer & Qviberg	OMX	1999-09-01
Industriförvaltnings AB Kinnevik	Transcom	OMX	2001-02-20
ITAB Industri AB	ITAB Shop Concept	NM	2004-03-11
Kinnevik Investment	Invik & CO	OMX	2005-02-03
Klövern	Connecta	NM	2002-05-16
Peab	Brinova fastigheter	OMX	2002-12-12
Perstorp	Pergo	OMX	2000-10-20
Poolia	Uniflex	NM	2004-09-08
Pronyx	PowerIT	NM	1999-10-04
Sagax	Effnet Holding	NM	2004-05-27
Teleca	Epsilon / Sigma	OMX	2001-01-24
TurnIT	IAR Systems	OMX	1999-11-30
Öresund	TMT One	OMX	2000-02-22

BILAGA 3

Företag	Alfa	Beta	R²-värde
AssiDomän	0,0000	0,2920	4,20%
AstraZeneca	0,0010	0,5810	13,30%
Bergman & Beving	0,0010	0,2320	7,70%
Bure	-0,0010	0,7650	17,30%
Emitor Holding	-0,0130	0,5960	1,50%
Fabege	0,0020	0,1170	1,00%
Fabege	0,0030	0,0890	0,40%
Fastigheter AB Balder	0,0000	0,2190	0,30%
G&L Beijer	0,0020	0,0310	0,00%
Gunnebo	-0,0010	-0,6890	8,40%
HQ.SE Holding	0,0010	0,4770	7,80%
HQ.SE Holding	0,0000	0,2970	1,10%
Industriförvaltnings AB Kinnevik	0,0010	0,7290	26,70%
ITAB Industri	-0,0080	-0,8320	0,60%
Kinnevik Investment	0,0000	1,1550	30,80%
Klövern	-0,0020	0,2440	0,50%
Lundin Oil	0,0070	0,6880	12,80%
Peab	0,0010	0,4240	19,30%
Perstorp	-0,0020	0,2040	1,40%
Poolia	0,0010	0,6060	9,10%
Pronyx	-0,0010	0,1510	0,20%
Sagax	-0,0010	1,0730	11,70%
Teleca	0,0040	1,2590	27,50%
TurnIT	0,0020	1,4660	16,40%
Öresund	0,0020	0,2880	6,20%

BILAGA 4

X= Huvudmotiv

X= Övriga motiv

<i>Motiv</i> <i>Företag</i>	Fokusering	Tillväxt	Aktieägar- Värde	Tillgång till Kapital- marknaden	Medverkan till strukturfärer	Synliggörande	Flexibilitet för aktieägarna
Astra Zeneca	X	X	X				
Bergman & Beving	X	X				X	
Bure		X		X			
Emitor Holdning		X		X			
Fabege	X		X	X			
G&L Beijer			X	X			X
Gunnebo	X	X			X		
HQ.SE Holdning	X				X		X
ITAB Industri	X	X	X		X	X	X
Kinnevik invest		X	X	X		X	X
Klövern	X				X		
Peab	X		X				
Perstorp	X		X			X	X
Poolia	X	X			X		X
Sagax			X			X	
Teleca	X	X	X	X	X		X
TurnIT		X	X	X	X		
Öresund	X						X
Totalt antal företag	12	10	10	7	7	5	8
Förekommande som huvudmotiv	11	9	8	3	2	2	1

BILAGA 5

Företag	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
AssiDomän	4,28%	8,13%	0,88%	1,18%	-0,98%	-2,19%	1,88%	0,16%	0,85%	1,18%	3,49%	0,68%	-0,31%
AstraZeneca	-0,10%	-0,65%	0,36%	-2,17%	-1,77%	1,10%	-4,65%	-1,26%	-8,39%	2,97%	2,81%	-0,64%	0,37%
Berg. & Beving	-0,65%	0,67%	1,90%	-1,45%	1,03%	1,90%	4,17%	-1,57%	-2,27%	-0,34%	0,97%	-1,96%	-0,52%
Bure	-4,65%	-0,17%	-1,38%	1,25%	1,29%	-1,12%	0,39%	-0,49%	-0,51%	-1,88%	-2,27%	-1,86%	0,49%
Emitor Holding	11,33%	-2,96%	-1,43%	-3,90%	9,74%	-5,49%	90,34%	-2,32%	-6,87%	8,24%	7,00%	22,95%	-0,31%
Fabege	-0,22%	1,27%	1,22%	0,24%	-1,66%	-0,72%	-0,23%	-0,54%	-0,68%	-0,90%	1,29%	-0,58%	0,28%
Fabege	0,52%	-2,46%	0,00%	0,13%	-0,58%	1,51%	0,78%	1,14%	-0,28%	0,03%	-0,19%	-1,07%	-0,34%
Fast. AB Balder	-1,05%	-3,78%	11,70%	-0,16%	0,84%	18,93%	23,06%	11,16%	13,74%	-15,54%	5,39%	-0,60%	-4,75%
G&L Beijer	-0,18%	-1,74%	1,37%	-0,14%	0,57%	-0,24%	1,31%	1,38%	-0,93%	1,39%	-1,74%	0,62%	-0,94%
Gunnebo	0,15%	-1,06%	0,42%	0,60%	0,31%	-0,44%	2,17%	4,72%	1,20%	-0,14%	-1,67%	-1,58%	1,35%
HQ.SE Holding	-2,94%	-2,02%	-3,03%	-0,93%	0,40%	1,26%	0,86%	-1,47%	-3,32%	-2,63%	3,62%	1,11%	-3,66%
HQ.SE Holding	0,07%	2,78%	-0,07%	0,00%	-0,72%	0,52%	14,57%	-2,32%	-0,60%	-2,02%	1,06%	1,14%	-2,65%
Ind. AB Kinnevik	1,97%	-0,16%	-2,67%	2,35%	-3,71%	0,30%	2,69%	-2,57%	-6,15%	-1,65%	2,96%	3,61%	-1,56%
ITAB Industri	3,00%	-1,02%	0,20%	1,64%	-1,10%	-0,09%	-0,34%	2,72%	-1,46%	1,74%	1,93%	0,64%	0,91%
Kinnevik Invest.	-1,37%	0,61%	-1,21%	3,19%	2,27%	2,10%	-1,11%	1,54%	3,64%	0,47%	0,85%	-3,57%	1,79%
Klöver	7,18%	-0,33%	-2,78%	6,95%	12,87%	11,51%	-20,09%	32,33%	-1,97%	-1,81%	-2,41%	0,17%	0,24%
Lundin Oil	1,84%	0,24%	-1,61%	3,10%	4,95%	2,02%	4,35%	1,37%	-2,03%	-0,80%	-2,23%	-1,41%	-0,97%
Peab AB	-1,47%	0,89%	0,16%	-3,72%	-3,14%	1,30%	0,98%	0,34%	0,71%	-0,98%	-0,91%	-1,55%	2,38%
Perstorp	-1,21%	0,10%	-0,16%	0,47%	-2,69%	-1,87%	1,51%	-2,71%	-1,30%	0,54%	-0,31%	-5,17%	-4,48%
Poolia	0,19%	-1,44%	-1,64%	-0,34%	-1,22%	-0,01%	0,03%	0,00%	-0,46%	-1,34%	0,41%	2,05%	1,01%
Pronyx	3,31%	-0,05%	-3,57%	-1,29%	0,09%	-0,31%	5,95%	0,09%	-0,05%	-0,03%	0,35%	-2,19%	-0,53%
Sagax	2,09%	0,90%	3,65%	-0,03%	1,80%	-3,97%	1,73%	-3,99%	-1,10%	-3,86%	-0,93%	-3,91%	0,40%
Teleca	-2,60%	7,85%	3,62%	3,14%	-0,18%	-0,45%	0,79%	-6,02%	-7,09%	4,43%	4,24%	3,65%	-5,41%
TurnIT	-3,11%	2,36%	-0,64%	1,42%	2,15%	0,53%	1,01%	4,08%	0,09%	4,51%	-0,99%	1,10%	3,52%
Öresund	1,65%	0,28%	-1,43%	-0,02%	-0,68%	-1,44%	1,19%	3,16%	2,46%	-1,03%	-2,48%	1,35%	0,44%
CMAR	0,07%	-0,05%	-0,07%	0,13%	0,09%	-0,01%	1,01%	0,09%	-0,68%	-0,34%	0,41%	-0,58%	-0,31%
AAR	0,72%	0,33%	0,15%	0,46%	0,80%	0,99%	5,33%	1,56%	-0,91%	-0,38%	0,81%	0,52%	-0,53%

BILAGA 6

<i>Real Estate</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
Fabege	-0,0619%	0,0100%
Fabege	-0,0945%	-0,1941%
Fastigheter AB Balder	4,5353%	4,6385%
Klövern	3,2218%	0,9247%
Sagax	-0,5560%	-1,666%
<i>Diversified Financials</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
Bure	-0,8400%	-0,8761%
HQ SE Holding	-0,9806%	-0,7833%
HQ SE Holding	0,9050%	1,3128%
Industriförvaltning AB Kinnevik	-0,3530%	-0,3816%
Kinnevik Investment	0,7093%	0,5183%
Öresund Investment	0,2656%	0,7283%
<i>Commercial Services & Supplies</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
Gunnebo	0,4648%	0,8664%
Poolia	-0,2132%	0,2407%
<i>Capital Goods</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
Bergman & Beving	0,1440%	-0,2187%
G&L Beijer	0,0564%	0,1551%
ITAB Industri	0,6746%	0,8767%
Peab	-0,3855%	0,1384%
<i>Software & Services</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
Pronyx	0,1354%	0,5119%
Teleca	0,4584%	-0,7732%
TurnIT	1,2335%	1,9025%
<i>Paper & forest</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
AssiDomän	1,4795%	1,1350%
<i>Pharmaceuticals & Biomedicin</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
AstraZeneca	-0,9253%	-1,2567%
<i>Energy/ Oil industry</i>	<i>AAR, -6-6</i>	<i>AAR, 0-6</i>
Lundin Oil	0,6786%	-0,2456%

BILAGA 7

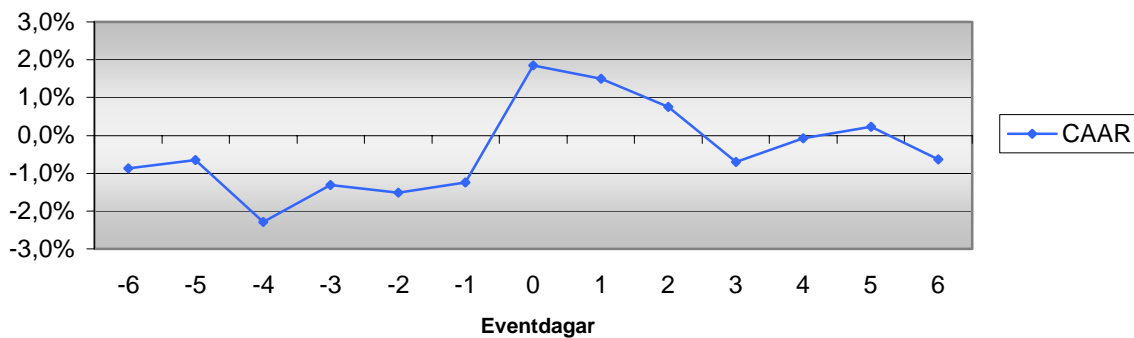
Företag	AAR, -6-6	AAR, 0-6	Börs
Emitor Holding	9,7163%	17,0050%	NM
Fastigheter AB Balder	4,5353%	4,6385%	NM
TurnIT	1,2335%	1,9025%	OMX
HQ.SE Holding	0,9050%	1,328%	OMX
AssiDomän	1,4795%	1,1350%	OMX
Klövern	3,2218%	0,9247%	NM
ITAB Industri	0,6746%	0,8767%	NM
Gunnebo	0,4648%	0,8664%	OMX
Öresund	0,2656%	0,7283%	OMX
Kinnevik Investment	0,7093%	0,5183%	OMX
Pronyx	0,1354%	0,5119%	NM
Poolia	-0,2132%	0,2407%	NM
G&L Beijer	0,0564%	0,1551%	OMX
Peab	-0,3855%	0,1384%	OMX
Fabege	-0,0619%	0,0100%	OMX
Fabege	-0,0945%	-0,1941%	OMX
Bergman & Beving	0,1440%	-0,2187%	OMX
Lundin Oil	0,6786%	-0,2456%	OMX
Industriförvaltnings AB Kinnevik	-0,3530%	-0,3816%	OMX
Teleca	0,4584%	-0,7732%	OMX
HQ.SE Holding	-0,9806%	-0,7833%	OMX
Bure	-0,8400%	-0,8761%	OMX
AstraZeneca	-0,9253%	-1,2567%	OMX
Sagax	-0,5560%	-1,6666%	NM
Perstorp	-1,3300%	-1,7043%	OMX

BILAGA 8

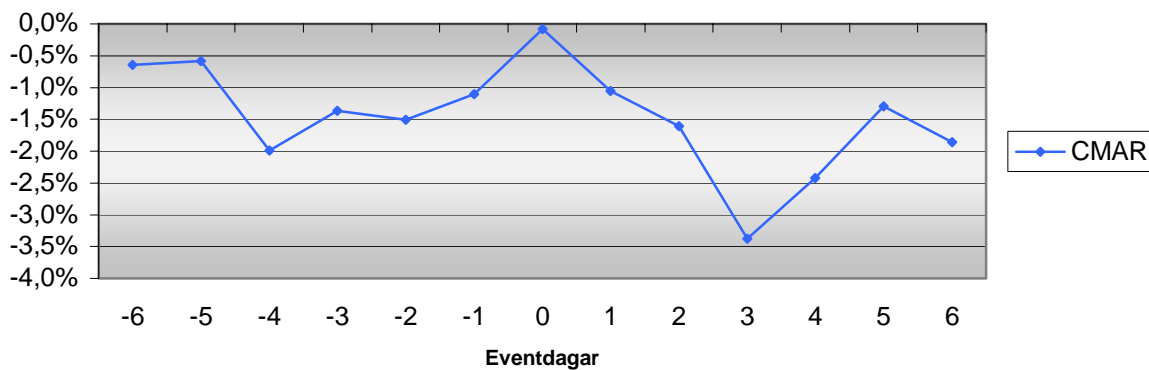
<i>Fokusering & tillväxt</i>	<i>AAR -6-6</i>	<i>AAR 0-6</i>	<i>AAR (gruppen)</i>
AstraZeneca	-0,9253%	-1,2567%	-0,2283%
Bergman & Beving	0,1440%	-0,2187%	
Gunnebo	0,4648%	0,8664%	
Poolia	-0,2132%	0,2407%	
Teleca	0,4584%	-0,7732%	
<i>Fokusering & aktieägarvärde</i>	<i>AAR -6-6</i>	<i>AAR 0-6</i>	<i>AAR (gruppen)</i>
Fabege	-0,0619%	0,0100%	-0,5186%
Peab	-0,3855%	0,1384%	
Perstorp	-1,3300%	-1,7043%	
<i>Tillväxt & aktieägarvärde</i>	<i>AAR -6-6</i>	<i>AAR 0-6</i>	<i>AAR (gruppen)</i>
ITAB industri	0,6746%	0,8767%	1,3896%
TurnIT	1,2335%	1,9025%	
<i>Fokusering</i>	<i>AAR -6-6</i>	<i>AAR 0-6</i>	<i>AAR (gruppen)</i>
HQ.SE Holding	-0,9806%	-0,7833%	0,2899%
Klövern	3,2218%	0,9247%	
Öresund	0,2656%	0,7283%	
<i>Tillväxt</i>	<i>AAR -6-6</i>	<i>AAR 0-6</i>	<i>AAR (gruppen)</i>
Bure	-0,8400%	-0,8761%	8,0644%
Emitor Holding	9,7163%	17,0050%	
<i>Aktieägarvärde</i>	<i>AAR -6-6</i>	<i>AAR 0-6</i>	<i>AAR (gruppen)</i>
G&L Beijer	0,0564%	0,1551%	-0,3310%
Kinnevik investment	0,7093%	0,5183%	
Sagax	-0,5560%	-1,6666%	

BILAGA 9

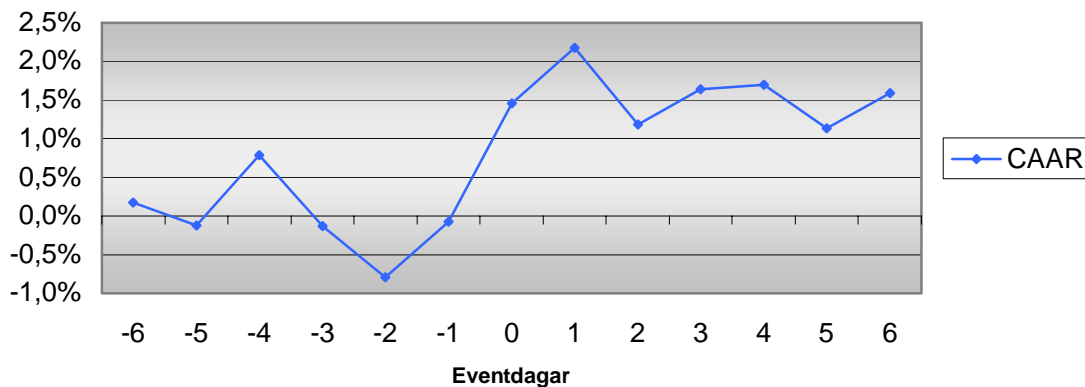
**Kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning (CAAR)
Diversified financials**



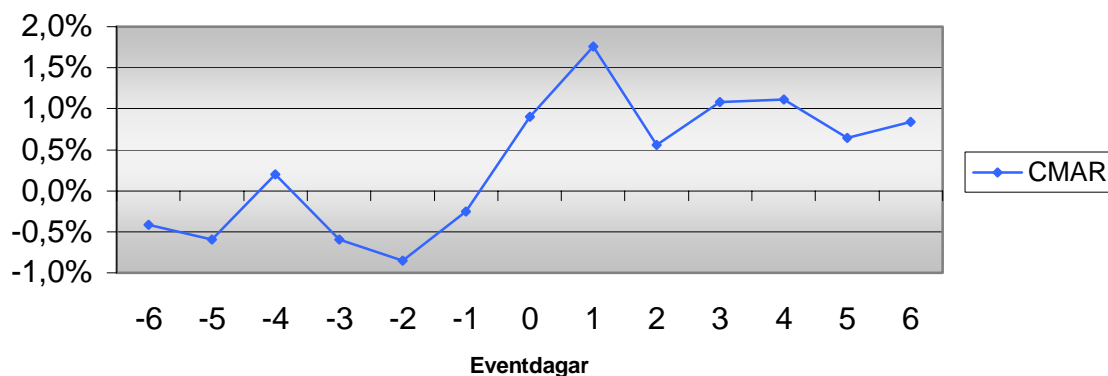
Kumulativ abnormal avkastning enligt median (CMAR) Diversified financials



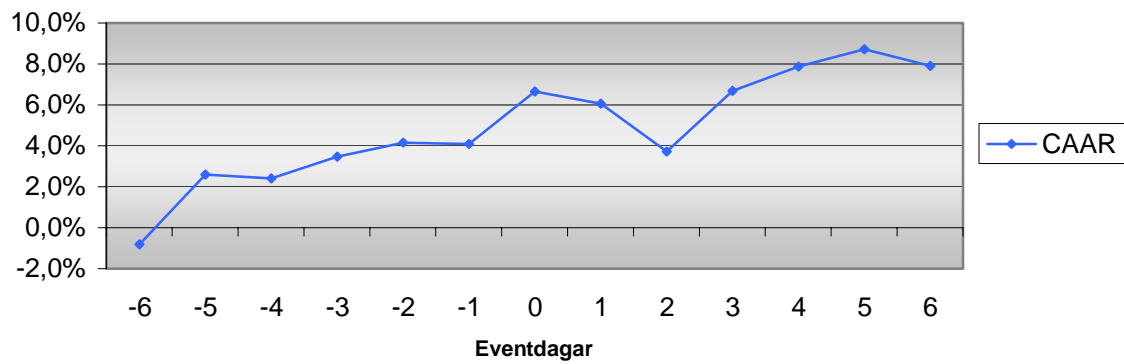
**Kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning(CAAR)
Capital goods**



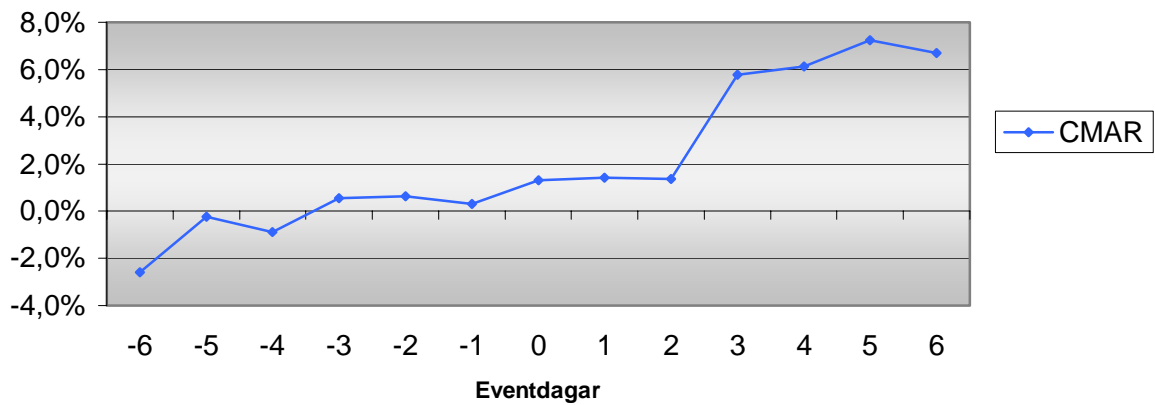
**Kumulativ abnormal avkastning enligt median (CMAR)
Capital goods**



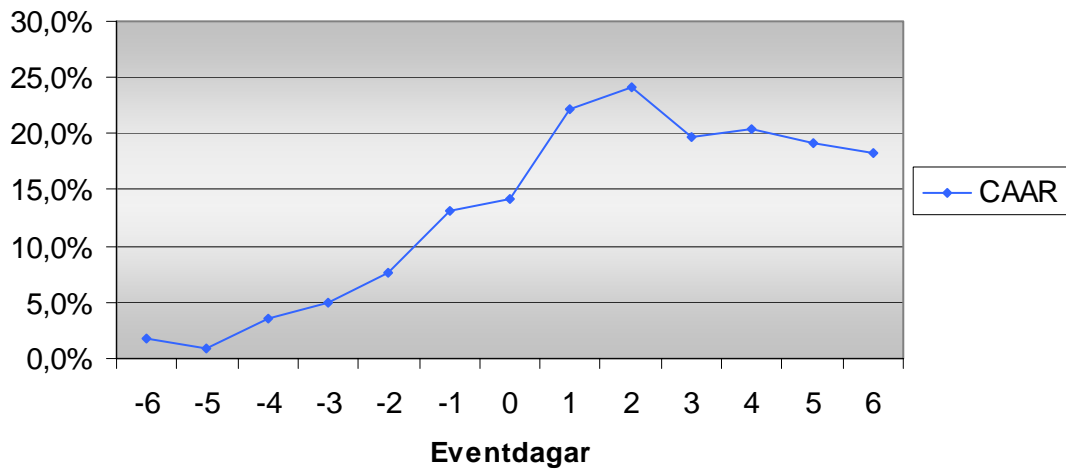
**Kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning (CAAR)
Software & services**



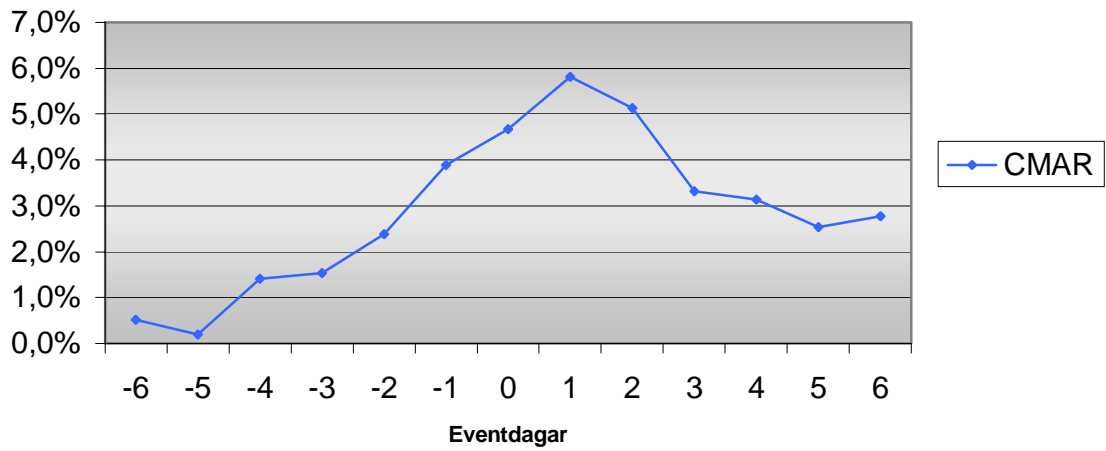
**Kumulativ abnormal avkastning enligt median (CMAR)
Software & services**



**Kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning (CAAR)
Real Estate**



**Kumulativ abnormal avkastning enligt median (CMAR)
Real Estate**



BILAGA 10**Regression mellan OMX SPI och real estate, 100 handelsdagar (04/07/12- 04/12/02)****Fabege****Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,195(a)	,038	,028	,0049363

a Predictors: (Constant), VAR00001

Regression mellan OMX SPI och diversified financials 100 handelsdagar**(04/08/27- 05/01/25) Kinnevik investment****Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,842(a)	,709	,706	,0037125

a Predictors: (Constant), VAR00001

Regression mellan OMX SPI och Capital goods 100 handelsdagar (02/07/16- 02/12/03)**Peab****Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,921(a)	,848	,846	,0090596

a Predictors: (Constant), VAR00001

Regression mellan OMX SPI och software & services 100 handelsdagar**(00/12/27- 01/05/30) Teleca****Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,177(a)	,031	,022	,2171797

a Predictors: (Constant), VAR00001

BILAGA 11

Intervjuguide

1. Vad är din allmänna uppfattning om avknoppningar. Finns det incitament för företag att genomföra avknoppningar?
2. Baseras avknoppningar på kortsiktiga eller långsiktiga beslut?
3. Kan tillkännagivandet medföra några effekter på företagets aktiepriser? Varför dessa effekter?
4. I vår studie har vi ett resultat som bekräftar att det föreligger en positiv effekt på företagets aktiepriser i samband med företagets kungörelse av avknoppningar. Resultatet har även visat på att den positiva effekten inträder redan sex dagar innan själva kungörelsen. Vad anser du om detta?
5. Kan den positiva effekten bero på något speciellt motiv?
6. Finns det dolda motiv som inte nämns i prospekten?
7. Inom agentteorin talas det mycket om höga agentkostnader, som är en följd av att företagsledningen agerar utifrån sina egna intressen samt att det har medfört höga övervakningskostnader i samband med kontroll över deras arbete. Tror du en avknoppning skulle lösa den påstådda problematiken?
8. Vi har som tidigare nämnts kommit fram till i studien att kungörelse av avknoppning enligt Lex Asea medför positiva effekter på aktiepriserna. Vidare har vi försökt utreda om den positiva effekten beror på ett visst nämnt motiv, vilken bransch dessa företag tillhör samt vilken börs de har knoppat av sina verksamheter till. Vi har tyvärr inte kunnat identifiera några sådana samband. Tror du att det kan finnas sådana samband?
9. Tror du det finns andra saker som kan ha påverkat aktieprisernas positiva utveckling?
11. Vilket motiv enligt dig skulle vara det hetaste för företagen att ange i sina prospekt? Någonting som skulle garanterat ha kunnat tolkas positivt av aktieägarna eller av marknaden?

12. En analys som vi genomförde var att vi radade upp 3 företag med högsta positiva abnormala avkastningar och 3 företag med lägsta abnormala avkastningar (OBS! Jag råkade säga fel. Det ska vara fem företag i respektive grupp). Därefter plockades motiven ut för de angivna företagen, för att se om företagsgruppen med högsta positiva abnormala avkastningar har helt andra motiv än jämförelsegruppen med negativa abnormala avkastningar. Det har visat sig att motiven som finns hos gruppen med positiva utslag finns också hos gruppen med negativa utslag. Därmed har vi i denna analys kommit fram till att det inte finns något givet motiv som leder till en viss positiv abnormal avkastning. Är det ett bra sätt att dra en slutsats på, tror du?
13. Marknadsmodellen som har tillämpats i denna studie använder sig av den historiska avkastningsutvecklingen både i den studerade aktien och i det generella indexet. Därefter görs en regression mellan dessa historiska avkastningsutvecklingar för att få fram regressionskoefficienter alfa och beta. Dessa koefficienter används sedan till uppskattningar av normalavkastningen, det vill säga den avkastning som skulle ha erhållits om det inte har hänt något speciellt. Slutligen tas den abnormala avkastningen fram genom differensen mellan den studerade aktiens faktiska avkastning och den uppskattade normalavkastningen. Vad anser du om själva metoden?
14. Det finns ett antal olika modeller vi stött på. Trots svaga förklaringsvärden mellan index- och aktieutvecklingen anser en del forskare att denna modell fortfarande är den bästa. Genom att göra regression försöker vi se hur mycket av förändringen i avkastningsutvecklingen i aktien förklaras av avkastningsutvecklingen i det generella indexet. När vi tar fram förklaringsvärdet för själva modellen har det visat sig att det är relativt lågt. Maxvärdet ligger på 30%, vilket innebär att förändringen i aktieavkastningen endast kan förklaras upp till 30% av förändringen i indexavkastningen. Detta tyder i sin tur på att modellen inte ger så rättvisa uppskattningar. Dock bör det påpekas att modellen fortfarande anses som den bästa. Vad tror du om detta?
15. Enligt din allmänna uppfattning, hur tror du den svenska börsen fungerar. Hur effektiv är den? Det finns tre former av marknadseffektivitet, starkt, halvstarkt, svagt.