Södertörns Högskola
Internationella Ekonomprogrammet
Kandidatuppsats
HT-2004

Spin-off på stockholmsbörsen

– motiv och marknadens förväntningar

Handledare: Curt Scheutz

Författare: Eva Karlsson
Anna Spängs

ABSTRACT

This thesis is a study regarding the spin-off phenomena, whereby a division or subsidiary becomes independent and listed on the stock market. The new shares are distributed free of charge to the shareholders of the parent company. The purpose of this investigation is to examine the motives that Swedish companies mentioned for a spin-off and, by using the market model, calculate the companies' abnormal returns on the days around the announcement of a planned spin-off. Furthermore, an observation of the market reaction at the time of the shareholders' meeting, when the company made the final decision, was carried out. To see if the market's expectations and the companies' motives are related, two regression analyses were carried out. The results of this research show that the companies, on the whole, mention the same motives. This is in accordance with the findings of earlier studies. The announcement of a spin-off showed a cumulative abnormal return of 0,59 % and 2,59 % when event windows of 11 and 2 days respectively were used. This also agreed with earlier observations. No direct relations between motives and abnormal return were found through the regression analysis. Weak relations indicated that less frequently mentioned motives give higher abnormal return compared to more common motives and that few motives give higher abnormal return than many motives. Companies that mentioned focus on core business as a motive had lower abnormal returns than those that didn't. This conclusion contradicts earlier studies. The market reaction to the spin-off decision at the shareholders' meeting was negative. Interviews with analysts suggested that the negative reaction could depend on that the right to shares of the subsidiary often is separated from the parent share soon after the shareholders' meeting.

SAMMANFATTNING

Denna uppsats är en eventstudie av fenomenet spin-off, som innebär att en del av ett bolag eller ett dotterbolag görs självständigt och börsintroduceras. De nya aktierna delas ut gratis till moderbolagets aktieägare. Syftet med uppsatsen är att undersöka de motiv som svenska bolag angivit till en spin-off och att med hjälp av marknadsmodellen undersöka bolagens avvikelseavkastning vid tillkännagivandet av en planerad spin-off. Dessutom studeras marknadens reaktion på det slutgiltiga beslutet vid bolagsstämman. För att se om det fanns ett samband mellan marknadens förväntningar och bolagens motiv genomfördes två regressionsanalyser. Resultaten av undersökningen visar att företagen i princip anger samma motiv som påträffats i tidigare studier. Informationen om en spin-off gav en kumulativ överavkastning på 0,59 % och 2,59 % då eventfönster på 11 respektive 2 dagar användes, även detta stämde överens med tidigare forskning. Inget tydligt samband mellan motiv och avvikelseavkastning upptäcktes med hjälp av regressionsanalyserna. Svaga samband tydde dock på att mindre vanliga motiv ger högre överavkastning än vanligt förekommande motiv och att ett fåtal motiv ger högre överavkastning än många. Företagen som ej angav fokus på kärnverksamheten som motiv hade högre avvikelseavkastning än företagen med detta motiv. Denna slutsats står i strid med tidigare forskningsresultat. Marknadens reaktion på bolagsstämmor med beslut om spin-off var negativ. Intervjuer med aktieanalytiker pekade på att den negativa reaktionen kunde bero på att avstämningsdagen för rätt till erhållande av dotterbolagets aktier ofta ligger i direkt anslutning till bolagsstämman.

INNEHÅLL

1 INLEDNING 7

1.1 Bakgrund 7

1.2 Problemformulering 8

1.3 Syfte 9

1.4 Avgränsningar 9

1.5 Disposition 10

1.6 Definitioner 10

2 METOD 11

2.1 Hypotesen om effektiva marknader 11

2.2 Modeller för beräkning av avvikelseavkastning 11
2.2.1 Medeljusterade modellen 12
2.2.2 Marknadsmodellen 12
2.2.3 Marknadsjusterade modellen 12
2.2.4 Capital Asset Pricing Model (CAPM) 13

2.3 Val av händelsefönster, kontrollgrupp och marknadsindex 13

2.4 Beräkningar 14
2.4.1 Avvikelseavkastning 14
2.4.2 Genomsnittlig avvikelseavkastning 14
2.4.3 Kumulativ avvikelseavkastning 14

2.5 Regression mellan motiv och avvikelseavkastning 15

2.6 Intervjuer 15

3 TEORI 16

3.1 Motiv 16

3.2 Marknadens reaktion vid tillkännagivandet av en spin-off 17

3.3 Forskning om marknadens reaktion på beslut om spin-off 19

4 EMPIRI 20

4.1 Motiv 21

4.2 Marknadens reaktion vid tillkännagivandet 21

4.3 Samband mellan motiv och avvikelseavkastning 23

4.4 Marknadens reaktion på beslutet om spin-off 25

4.5 Triangulering med hjälp av intervjuer 27
4.5.1 Intervju med Torsten Örtengren, chef för notering och bolagsövervakning på Stockholmsbörsen 27
4.5.2 Två aktieanalytikers synpunkter på utfallet 28

5 ANALYS 29

5.1 Denna studies motiv i jämförelse med tidigare forskning 29

5.2 Analys av marknadens reaktion på tillkännagivandet 30

5.3 Samband mellan motiv och avvikelseavkastning 31

5.4 Analys av marknadens reaktion på beslutet 32

6 SLUTSATSER 33

7 DISKUSSION 34

7.1 Kritisk granskning 34

7.2 Förslag till vidare forskning 35

FIGURER

Figur 1. Motiv enligt tidigare forskning 17
Figur 2. Avvikelseavkastning vid tillkännagivandet av en spin-off enligt tidigare forskning 19
Figur 3. Typ av motiv och antal bolag med detta motiv 20
Figur 4. AR vid tillkännagivandet om framtida spin-off 21
Figur 5. CAR för tillkännagivandet av framtida spin-off 22
Figur 6. Avvikelseavkastning beroende på hur vanligt ett motiv är 23
Figur 7. Avvikelseavkastning beroende på antal angivna motiv 24
Figur 8. Avvikelseavkastning för de bolag som angivit fokus på kärnverksamheten respektive de bolag som ej angivit detta motiv 24
Figur 9. AR för bolagsstämmor med beslut om spin-off och bolagsstämmor utan beslut om spin-off 25
Figur 10. CAR för bolagsstämmor med beslut om spin-off respektive bolagsstämmor utan beslut om spin-off 26

BILAGOR

BILAGA 1. Studerade bolag med datum för tillkännagivandet och bolagsstämman inklusive avvikelseavkastning dessa tillfällen 40
BILAGA 2. Avvikelseavkastning för kontrollgruppen bestående av bolag med bolagsstämmor utan beslut om spin-off 41
BILAGA 3. De studerade bolagens motiv som angivits i respektive prospekt 42
BILAGA 4. Intervju med Torsten Örtengren, chef för notering och bolagsövervakning på Stockholmsbörsen, 10 december, 2004, Stockholm 45
BILAGA 5. Sammanställning av intervjuenkäter till praktiker 47

1 INLEDNING

1.1 Bakgrund

Sammanslagningar och uppdelningar av företag är strukturella förändringar som syftar till en ökad ekonomisk tillväxt. I Sverige var det under främst 1960-talet vanligt att genomföra offensiva fusioner och förvärv i syfte att förbättra tillväxten så mycket som möjligt. På 1970-talet var defensiva fusioner ett sätt för företagen att skydda sig mot den stagnerande ekonomin och genom att vara verksam inom flera branscher spred storföretagen sina risker. Sedan början av 1980-talet har trenden gått från diversifiering till att åter fokusera på kärnverksamheten genom att företagen frigör sig från vissa delar av verksamheten. Den största anledningen till denna återfokusering är att företagen på så vis skapar effektivitetsvinster och därmed ett ökat värde för aktieägarna. Att skapa värde för aktieägarna är idag ett drivande mål för bolagen och deras affärsområden måste ständigt utvärderas för att se om det är lönsammare att driva olika verksamheter tillsammans eller var för sig.

Om målet för ett bolag är att renodla verksamheten genom avskiljning kan detta ske genom en av tre följande metoder: sell-off, equity carve-out eller spin-off. Sell-off innebär en utförsäljning av en företagsenhet till ett annat företag, vid equity carve-out säljs aktier i dotterbolaget ut via en IPO[1] och vid spin-off distribueras nyemitterade aktier av ett dotterbolag ut till moderbolagets aktieägare. Både sell-off och equity carve-out genererar ett inflöde av kapital till moderbolaget, men är också svårare att organisera. Vid equity carve-out kan moderbolaget bibehålla en del av kontrollen över dotterbolaget genom att välja att endast sälja ut en del av aktierna.

Denna rapport behandlar spin-off metoden som betyder att en del av ett företag till exempel ett dotterbolag blir självständigt och noteras för sig självt på en marknadsplats. De nyemitterade dotterbolagsaktierna delas ut till de gamla aktieägarna och dotterbolaget blir administrativt och finansiellt oberoende av moderbolaget. Uppsats studerar motiven bakom en spin-off och marknadens reaktion på tillkännagivandet respektive beslutet om att en spin-off ska ske. Varje situation är unik men det finns flera allmängiltiga skäl till varför ett företag väljer att göra en spin-off. Förutom fokus på kärnverksamheten nämns ofta intresset av att skapa fördelar för den avknoppade divisionen, som till exempel att en börsintroduktion leder till en ökad motivation hos dotterbolagsledningen och en ökad kännedom om den avknoppade

[1] Nyemission (Inicial Public Offering)

verksamheten. Normalt sett genomförs en spin-off på grund av att den avknoppade delen anses vara mer vinstgivande på egen hand, vilket gynnar aktieägarna. Forskning visar att en spin-off på kort sikt frigör värde eftersom moderbolagets aktier har en tendens att stiga vid tiden för tillkännagivandet. I genomsnitt ligger avkastningen vid annonseringen av en spin-off på tre procent[2] över marknaden i övrigt.

För att få en bild av hur vanligt det är med spin-offer i Sverige idag kan det nämnas att det årligen har genomförts tre spin-offer till Stockholmsbörsen under perioden 2002-2004. I början av 1990-talet skedde ungefär samma antal spin-offer som nu, medan det däremellan (1997-2001) genomfördes cirka nio spin-offer om året.

1.2 Problemformulering

Det finns tre tillfällen som är av intresse när marknadens reaktion på en spin-off ska undersökas. Största reaktionen ses när informationen för första gången når marknaden. Detta sker när styrelsen offentliggör att en spin-off ska föreslås vid nästa bolagsstämma. Studier visar att effekten på moderbolagets aktiekurs dagarna omkring tillkännagivandet vanligtvis är positiv. Det andra tillfället är dagarna runt bolagsstämman när beslutet fattas. På bolagsstämman fattas även andra beslut som kan påverka aktiekursen, vilket bör beaktas i tolkningen av resultaten. Tredje tillfället som aktiekursen speglar marknadens förväntningar på avknoppningen är dagen då rätten till dotterbolagsaktierna avskiljs från moderbolagsaktierna. Vid detta tillfälle vet ingen vad moderbolagsaktien och rätten kommer att bli värda. Det ser man först när aktien i moderbolaget handlas exklusive rätt till aktier i dotterbolaget. Blir rättens värde högre än den minskade aktiekursen betyder det att avknoppningen var ett riktigt beslut. Vad som också är intressant att studera är motiven som ligger bakom en spin-off, om dessa stämmer överens med teorin och om marknaden reagerar olika beroende på vilket/vilka motiv som angivits av moderbolagen.

[2] Hite and Owers (1983), Schipper and Smith (1983), Miles and Rosenfeld (1983)

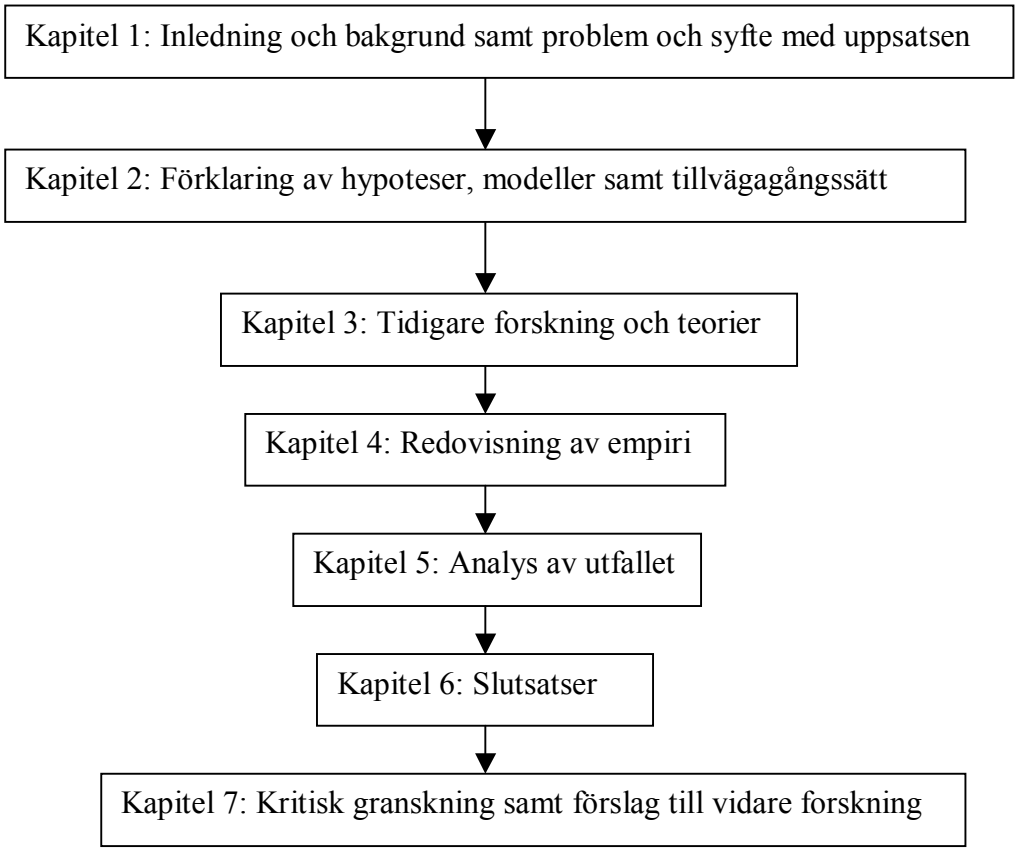
1.3 Syfte

Syftet är att jämföra vedertagna teoriers motiv för en spin-off, med de motiv som svenska moderbolag anger i sina noteringsprospekt inför en börsavknoppning. Genom en jämförelse med marknadsindex, undersöks hur tillkännagivandet om en spin-off påverkar moderbolagets aktiekurs. Vidare är syftet att undersöka om det går att finna ett samband mellan eventuell avvikelseavkastning och de angivna motiven. För att se hur marknaden reagerar på beslutet om spin-off görs en jämförelse mellan bolagsstämmor som inkluderar ett beslut om spin-off med marknadens reaktion på bolagsstämmor utan ett sådant beslut.

1.4 Avgränsningar

I studien undersöks avknoppningar från moderbolag noterade på Stockholmsbörsen genomförda under åren 1996-2004. I de fall noteringsprospekt, aktiekurser eller index inte går att finna utesluts dessa avknoppningar ur undersökningen. Endast moderbolagens aktiekurser och endast motiv som angivits i bolagens noteringsprospekt analyseras. I första hand väljs moderbolagens b-aktie, i de fall b-aktiekursen inte hittas används c- aktien och i sista hand a-aktien.

1.5 Disposition



1.6 Definitioner

Prospekt: tryckt broschyr som presenterar och gör reklam för planerad verksamhet, i detta fall en spin-off.

Avknoppning: ge upphov till nya förekomster genom att avskilja en del av verksamheten från moderbolaget och göra den självständig.

Spin-off: genomföra en avknoppning genom att utan kostnad dela ut de nyemitterade aktierna i den avskiljda verksamheten till aktieägarna i moderbolaget.

Synergieffekt: vinster som uppstår genom att två verksamheter samarbetar eller styrs tillsammans.

Avvikelseavkastning (AR): aktiens kursuppgång/nedgång minus marknadens genomsnittliga avkastning.

Kumulativ avvikelseavkastning (CAR): genomsnittlig avvikelseavkastning för alla bolags aktier tillsammans.

2 METOD

Denna studie är huvudsakligen kvantitativ, beräkningar av eventuell avvikelseavkastning genomfördes för dagarna runt tillkännagivandet och dagarna runt bolagsstämman då beslutet om spin-off togs. Nedan följer en presentation av grundantagandet om en effektivmarknad, de metoder som användes vid beräkningarna av avvikelseavkastningen och hur arbetet slutligen följdes upp med hjälp av intervjuer.

2.1 Hypotesen om effektiva marknader

Utgångspunkten för att undersöka hur tillkännagivandet av en spin-off påverkar moderbolagets aktiekurs är hypotesen om effektiva marknader. Hypotesen skapades av Fama (1970) och förklarar ett antal villkor som måste vara uppfyllda för att marknaden ska anses effektiv. Ett av villkoren är att aktörerna har tillgång till samma information och tolkar den på samma sätt. På en effektiv marknad reflekterar aktiepriserna all information som finns tillgänglig på marknaden och de anpassas snabbt till ett nytt jämviktspris vid ny information. Patell och Wolfson (1984) visade i en empirisk studie att priserna för aktier justeras inom 5 till 10 minuter efter det att ny information presenterats.

Marknadseffektiviteten delas in i svag, halvstark och stark form beroende på hur stor del av tillgänglig information som speglas i aktiepriset. I denna studie antas en effektiv marknad i halvstark form, det vill säga att aktiekursen dels speglar historiska kurser, dels innefattar all offentliggjord information om ett företag såsom företagsrapporter och analytikers rekommendationer (Copeland & Weston, 1988).

2.2 Modeller för beräkning av avvikelseavkastning

När viktig information gällande ett specifikt företag offentliggörs reagerar aktiekursen och den avvikelseavkastning som uppstår speglar marknadens värdering av informationen. För att kunna identifiera den onormala avkastningen uppskattas först aktiens normala eller förväntade avkastning. Därefter beräknas avvikelseavkastningen, som är skillnaden mellan det verkliga utfallet och den förväntade avkastningen. De vanligaste metoderna för beräkning av den förväntade avkastningen är medeljusterade modellen, marknadsmodellen, den marknadsjusterade modellen samt capital asset pricing modell (CAPM). Tidigare forskning baseras oftast på marknadsmodellen. Problemet med marknadsmodellen är dock att det är svårt att fastställa korrekta värden på modellens konstanter alfa och beta, vilka mäter företags-

respektive marknadsrisken. Därför bygger denna rapport på den marknadsjusterade modellen som är en förenkling av marknadsmodellen genom antagandet att alfa är noll och beta är ett.

2.2.1 Medeljusterade modellen

I den medeljusterade modellen, som används i viss tidigare forskning, erhålls den förväntade avkastningen för observationsperioden genom att beräkna medelvärdet av aktiens/aktieportföljens avkastning över ett specifikt tidsintervall innan undersökningsperioden. Den genomsnittliga förväntade avkastningen erhålles genom att dela den totala summan av medelvärden med antalet moderbolag.

2.2.2 Marknadsmodellen

$$\mathbf{E\ (R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}}$$

där
$E\ (R_{it})$ = Förväntad avkastning för aktie i vid tidpunkt t
β_i = Marknadsrisk för aktie i
α_i = Företagsspecifik risk för aktie i
$R_{m,t}$ = Marknadsavkastning vid tidpunkt t
$\varepsilon_{i,t}$ = statistisk felterm för aktie i vid tidpunkt t

Marknadsmodellen antar att en akties förväntade avkastning kan approximeras linjärt mot marknadsavkastningen. Marknadens påverkan på aktien speglas av betavärdet. Alfavärdet mäter aktiens genomsnittliga avkastning över perioden som inte förklaras av marknaden. Marknadsrisken (β) samt den företagsspecifika risken (α) för respektive aktie skattas med en enkel linjär regression enligt minsta kvadrat metoden för en period på cirka 200 dagar. Sista dagen i perioden bör ligga några dagar före annonseringsdatum med tanke på att information kan ha läckt ut. Ett marknadsindex används som skattning för marknadsavkastningen. Residualen, $\epsilon_{i,t}$ är en statistisk felterm där $\Sigma\varepsilon_{i,t}$ är noll samt är okorrelerad med $R_{m,t}$, och har väntevärdet lika med noll. Residualerna antas vara normalfördelade och oberoende samt ha konstant varians.

2.2.3 Marknadsjusterade modellen

Den marknadsjusterade avkastningsmodellen antar att aktiens avkastning följer marknadsportföljens avkastning. Metoden används som en approximation av marknadsmodellen eftersom skattningsperioden kan leda till felaktiga alfa- och betavärden. En approximation är befogad eftersom förekomst av aktier med låg omsättning kan ge för lågt

skattade värden, samt att aktier med hög omsättning kan ge för höga värden. Den marknadsjusterade modellen är riskneutral, beta och alfa skattas till 1 respektive 0. Approximering görs enligt:

$$\mathbf{E\ (R_{i,t}) = R_{m,t}}$$

2.2.4 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$\mathbf{E(R_i) = R_f + \beta_i\ E(R_m - R_f)}$$

där
R_i = aktiens avkastning
R_f = riskfria räntan
β_i = marknadens riskpremie
R_m = marknadens avkastning

Den förväntade avkastningen räknas ut enligt ovan. Variablerna i modellen är den riskfria räntan (R_f), den förväntade avkastningen på marknadsportföljen (R_m) och varje enskilt företags kovarians med marknaden dividerad med marknadsportföljens totala varians, β_i. Svårigheterna ligger även här i att skatta modellparametrarna, som är föränderliga över tiden.

2.3 Val av händelsefönster, kontrollgrupp och marknadsindex

För att se hur marknaden reagerade på informationen och beslutet om en spin-off valdes ett händelsefönster på elva dagar, fem dagar före och fem dagar efter tillkännagivandet/beslutet. Anledningen till att även dagarna före studerades beror på att information kan ha läckt ut och orsakat en ökad handel dessa dagar.

Beslutstillfället sammanföll med den ordinarie bolagsstämman varför en kontrollgrupp bestående av företag med bolagsstämmor utan beslut om spin-off valdes ut. Detta för att se om bolagsstämman i sig också påverkade aktiekursen. Tidpunkterna för kontrollgruppens bolagsstämmor har i möjligaste mån matchats med tidpunkterna för bolagsstämmorna i den ursprungliga undersökningsgruppen. Antalet företag är också de samma i de bägge grupperna.

För att se om det förekom en avvikelseavkastning jämfördes moderbolagens aktiekurser med SAX-index[3], som representerar marknadens genomsnittliga utveckling. SAX-index baseras, till skillnad från till exempel Affärsvärldens generalindex, på betalkurserna och passade därför bra eftersom det var betalkurserna som undersöktes för moderbolagens aktier.

2.4 Beräkningar

2.4.1 Avvikelseavkastning

För varje dag (t) i händelsefönstret beräknades avvikelseavkastningen för respektive aktie (i) enligt:

$$\mathbf{AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}}$$

2.4.2 Genomsnittlig avvikelseavkastning

En genomsnittlig avvikelseavkastning för händelseperiodernas dagar beräknades för respektive aktie enligt:

$$\mathbf{\overline{A}R_i = \frac{1}{T}\sum_{t=1}^{T} AR_{i,t}}$$

2.4.3 Kumulativ avvikelseavkastning

Kumulativ avvikelseavkastning (CAR) är den genomsnittliga avvikelseavkastningen för samtliga aktier, och representerar den genomsnittliga sammanlagda effekten av tillkännagivandet eller beslutet för samtliga moderbolagsaktier. CAR lämpar sig bäst för undersökningar över korta tidsperioder eftersom det vid längre tidsperioder blir stor felmarginal. Genom denna beräkning åskådliggörs tydligt den ackumulerade marknadseffekten av en specifik händelse.

[3] All-Share index består av alla aktier noterade på Stockholmsbörsen. All-Share indexet inkluderar alla aktier på A-listan och O-listan. Målsättningen med indexet är att det ska återspegla ekonomin i stort och dess förändringar. Detta index ersätter fr o m maj 2001 gamla "Generalindex". Basdatum för Stockholmbörsen All-Share index är 1995-12-31 med basvärde 100.

$$CAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^{n} AR_{i,t}$$ **CAR för dag t**

$$\overline{C}AR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^{n} \overline{A}R_i$$ **CAR för eventfönstret**

2.5 Regression mellan motiv och avvikelseavkastning

En regressionsanalys undersöker sambandet mellan en beroende variabel och en eller flera oberoende variabler. Syftet med analysen kan variera, ibland kan man vilja beskriva hur sambandet ser ut, ofta för att kunna förutsäga värden i den beroende variabeln med hjälp av värden på den eller de oberoende variablerna. Analysen åskådliggörs i ett punktdiagram.

Med hjälp av enkel linjär regression, vars kännetecken är att den endast har en oberoende variabel, söktes samband mellan angivna motiv och avvikelseavkastning. Två analyser genomfördes. Den ena undersökte avvikelseavkastningen beroende på om motivet till avknoppningen var särpräglat eller allmängiltigt för flera av bolagen. Den andra regressionen såg huruvida avvikelseavkastningen var beroende av antalet motiv som ett bolag angav.

2.6 Intervjuer

Slutligen genomfördes tre intervjuer med personer som har god inblick i hur marknaden fungerar, detta för att få synpunkter på uppsatsen och öka validiteten genom triangulering. I empirikapitlet presenteras utvalda data från intervjuerna, medan hela materialet finns som bilagor i slutet av uppsatsen[4].

[4] Se bilaga 4 och 5

3 TEORI

I detta kapitel presenteras internationell forskning om motiven till spin-offer samt tillkännagivandets inverkan på moderbolagets aktiekurs. Eftersom USA är den världsledande ekonomin härrör mycket forskning därifrån och många av studierna i kapitlet baseras på spin-offer från moderbolag noterade på the New York Stock Exchange och the American Stock Exchange. Forskningen sammanfattas i två tabeller, båda i slutet av de avsnitt som bygger upp kapitlet.

3.1 Motiv

Schipper & Smith (1983) hävdade att största motivet för att frigöra tillgångar från moderbolaget torde vara regel- och skattefördelar eller förbättring av effektiviteten hos ledningen, eller båda. Daley, Mehrotra och Sivakumar (1997) ansåg att spin-offer resulterar i en minskning av fokuseringsproblem hos företagsledningen. John & Ofek (1995) och Comment & Jarrell (1995) menade att spin-offer resulterar i skapande av värde på grund av de effektivitetsförbättringar som associeras med en mer fokuserad affärsstyrning. Mycket forskning visar alltså på att några av de främsta anledningarna till de vinster som uppstår i och med en spin-off är förbättring av fokus, eliminering av negativa synergieffekter samt regel- och skattefördelar. Praktiker, forskare och press förordar ofta att motiven för en spin-off är informationsrelaterade. Till exempel hävdar ofta vice direktören i de bolag som genomför en avknoppning att marknadsvärdet ökar eftersom investerare har lättare att uppfatta värdet på verksamheterna efter en avknoppning. Andra motiv till en spin-off är grundläggande av en styrstrategi för verksamheten, förbättrad tillgång till kapitalmarknaden och underlättande för uppköp (Krishnaswami och Subramaniam, 1999).

I en artikel från 1998 publicerad i Journal of Business Strategy beskriver Michael Pearson vilka anledningarna är till varför företag genomför spin-offer. Han skriver att det dominerande målet i globala affärer nu för tiden är att skapa värde för aktieägarna och att de flesta företag regelbundet måste utvärdera sina aktieportföljer. Företagen bedömer synergieffekterna som finns mellan olika affärsområden för att uppskatta värdet på enskilda verksamheter för dem själva och för andra potentiella ägare, i den process som syftar till att frigöra värde. Avknoppning av en del av verksamheten kan vara ett sätt att frigöra detta värde.

Pearson skriver vidare att varje situation är unik, men att de mest vanliga strategiska och logiska grunderna för att beakta en spin-off inkluderar svar på följande: ökande konkurrens i

kärnverksamheten, vilket kräver bättre fokusering från företagsledningen; med tiden minskande synergieffekter mellan olika verksamheter; restriktioner för ett dotterbolags tillväxtmöjligheter på grund av dess relation till moderföretaget; behovet att utgå från affärsområden med lägre tillväxt för att öka den långsiktiga tillväxtpotentialen hos portföljen; en övertygelse om att marknaden inte kan värdera företagets delar korrekt, vilket drar ner företagets totala värde; samt medgivande att verksamheten som avskiljs är mer värd för andra.

	År	**Vanligaste motiven**
Schipper & Smith	**(1983)**	▪ **Regel- och skattefördelar** ▪ **Förbättring av effektivitet hos ledningen**
John & Ofek och Comment & Jarrell	**(1995)**	**Mer fokuserad affärsstyrning**
Daley, Mehrotra och Sivakumar	**(1997)**	**Minska fokuseringsproblem hos företagsledningen**
Michael Pearson	**(1998)**	▪ **ökande konkurrens i kärnverksamheten, vilket kräver bättre fokusering från företagsledningen** ▪ **med tiden minskande synergieffekter mellan olika verksamheter** ▪ **restriktioner för ett dotterbolags tillväxtmöjligheter på grund av dess relation till moderföretaget** ▪ **behovet att utgå från affärsområden med lägre tillväxt för att öka den långsiktiga tillväxtpotentialen hos portföljen** ▪ **en övertygelse om att marknaden inte kan värdera företagets delar korrekt, vilket drar ner företagets totala värde** ▪ **medgivande att verksamheten som avskiljs är mer värd för andra**
Sudha Krishnaswami & Venkat Subramaniam	**(1999)**	▪ **styrstrategi för verksamheten** ▪ **förbättrad tillgång till kapitalmarknaden** ▪ **underlättande för uppköp** ▪ **Minskar informationsasymmetriproblem**

Källa: Egen
Figur 1. Motiv enligt tidigare forskning

3.2 Marknadens reaktion vid tillkännagivandet av en spin-off

Tidigare forskning (Daley, Mehrotra, and Sivakumar, 1997; Schipper and Smith, 1983) visar att spin-offer vanligtvis ökar moderbolagets värde. Empiriska resultat konstaterar att

aktiekursens reaktion vid tillkännagivandet av en spin-off normalt sett är positiv. Tidigare studier av spin-offer har genomförts av Schipper and Smith (1983), Hite & Owers (1983), Miles & Rosenfeld (1983), Rosenfeld (1984), Copeland, Lemgruber & Mayers (1987), Kudla & McInish (1988), Cusatis, Miles & Woolridge (1993), Seward & Walsh (1996) och Krishnaswami & Subramaniam (1999). Fallstudierna visar att tillkännagivandet av en framtida spin-off ger ett positivt gensvar från aktieägarna. Överavkastningen dagarna runt tillkännagivandet ligger på 2,1 till 5,5 procent beroende på vilket index och eventfönster som använts (se Hite och Owers, 1983; Miles och Rosenfeld, 1983; Schipper och Smith, 1983; Rosenfeld, 1984).

Elimineringen av negativa synergieffekter är den vanligaste anförda anledningen för den positiva reaktionen på aktiekursen vid en spin-off. Desai & Jain (1999), Rosenfeld (1984), Hite & Owers (1983), noterar att spin-offer förbättrar ledningseffektiviteten genom att potentialen för missallokering av kapital reduceras, ”korssubventioner” (cross subsidies) elimineras och förbättrade investeringsbeslut möjliggörs. Krishnaswami & Subramaniam (1999) föreslår att många spin-offer motiveras av en önskan att mildra informationsasymmetriproblemet som innebär att marknaden tvingas värdera ett företags aktiestock som i verkligheten mer liknar en aktieportfölj av flera olika affärsinriktingar. I *Diversification, Refocusing and Economic Performance* (MIT Press 1995), fann Constantinos Markides att tillkännagivandet av återfokusering på kärnverksamheten i allmänhet associerades med signifikanta ökningar i företagens aktiepriser relativt till marknaden vid tidpunkten för annonseringen. Ju större diversifiering och ju mindre lönsamhet hos det återfokuserande företaget desto högre blev prisökningen. Upptäckter av Daley et al. (1997) och Desai & Jain (1999) säger att överavkastningarna för tillkännagivande för en spin-off där ökad fokusering är ett motiv är signifikant högre än de spin-offer som inte har ökad fokusering som mål.

Studie	År	Undersöknings period	Metod	Sample size	CAR	Eventfönster
Schipper and Smith	**(1983)**	**1963-1981**	**Marknadsmodellen**	**93**	**2,8**	**dagar (-1,0)**
Hite & Owers	**(1983)**	**1963-1981**	**Marknadsmodellen**	**123**	**3,3**	**dagar (-1,0)**
Miles & Rosenfeld	**(1983)**	**1963-1980**	**Medeljusterade**	**55**	**3,3**	**dagar (0,1)**
Rosenfeld	**(1984)**	**1963-1981**	**Medeljusterade**	**35**	**5,5**	**dagar (-1,0)**
Copeland, Lemgruber & Mayers	**(1987)**	**1962-1981**	**Marknadsmodellen och medeljusterade**	**188**	**3,0**	**dagar (-1,0)**
Kudla & McInish	**(1988)**	**1972-1981**	**Marknadsmodellen**	**39**	**3,3**	**veckor (-1,0)**
Cusatis, Miles & Woolridge	**(1993)**	**1965-1988**	**Matched-firms och marknadsjusterade**	**146**	**2,1**	**dagar (-1,0)**
Seward & Walsh	**(1996)**	**1972-1987**	**Marknadsmodellen**	**78**	**2,6**	**dagar (-1,0)**
Krishnaswami & Subramaniam	**(1999)**	**1978-1993**	**Marknadsmodellen**	**118**	**3,2**	**dagar (-1,0)**

Källa: Janssens de Vroom, van Frederikslust
Figur 2. Avvikelseavkastning vid tillkännagivandet av en spin-off enligt tidigare forskning

3.3 Forskning om marknadens reaktion på beslut om spin-off

Nästan alla forskare använder informationsdagen för att avläsa marknadens förväntningar på avknoppningen, och därför har det ej gått att finna tidigare forskning om beslutets inverkan på aktiekursen. Beslutet tas oftast på den ordinarie bolagsstämman, men då bolagsstämman offentliggör mycket information samtidigt är det svårt att isolera avknoppningens inverkan på aktiekursen.

4 EMPIRI

Kapitlet inleds med en översikt av de motiv som utlästes ur prospekten och därefter förklaras de mest förekommande motiven. Marknadens reaktion på tillkännagivandet och om det går att finna ett samband mellan angivna motiv och avvikelseavkastning visas och förklaras i diagram. Slutligen förklaras marknadens reaktion på bolagsstämmor med beslut om spin-off kontra bolagsstämmor utan beslut om spin-off.

Nr	TYP AV MOTIV	Antal företag
1.	Fokusera på kärnverksamheten/Renodla verksamheten	14
2.	Direkt tillgång till svenska kapitalmarknaden	11
3.	På lång sikt ökar det sammanlagda värdet för aktieägarna	8
4.	Ökad exponering mot marknaden/ökad publicitet/Kännedomen om den avknoppade delen och dess verksamhet ökar	7
5.	Bättre möjligheter att stärka sina positioner genom strukturaffärer	5
6.	Bankrörelsens regler begränsar fastighetsverksamheten	3
7.	Aktieägarna får frihet att anpassa sina aktieinnehav	3
8.	Förändrade förutsättningar för företaget	3
9.	Ökad jämförbarhet då profileringen tydliggörs	3
10.	De berörda parterna har uppnått sådan storlek och lönsamhet att de bedöms ha bättre förutsättningar för ytterligare tillväxt som fristående och börsnoterade enheter	3
11.	Syfte att synliggöra olika kompetenser och profilera de nya koncernerna var för sig	2
12.	Respektive bolags affärsidé och strategi tydliggörs för aktiemarknaden. Kapitalstruktur och finansiering anpassas för respektive bolag.	2
13.	Vikten att skapa god tillväxt och lönsamhet blir mer konkret som börsbolag vilket blir mer motiverande för ledning och övriga medarbetare.	2
14.	Avknoppningen är ett villkor i samband med erbjudande om förvärv av moderföretaget.	2
15.	Minska kapitalbindningen i fastigheter	1
16.	Avsikten är att lämna gruvbranschen	1
17.	Prioritera lönsamhet framför volym	1
18.	Ökad genomlysning av företaget tydliggör tillväxt- och resultatpotentialen	1
19.	Avknoppningen stärker företagsprofilen och ökar exponeringen av varumärkena	1
20.	En tydligare uppdelning av det strategiska aktieägandet och en bättre balans i moderbolagets kvarvarande portfölj	1
21.	Intresset stärks för den avknoppade delen vid nyrekryteringar	1
22.	Stordriftsfördelar finns men synergieffekterna är begränsade	1
23.	En utdelning ger större värde för aktieägarna än en försäljning, då dotterbolaget anses undervärderat	1

Källa: Egen

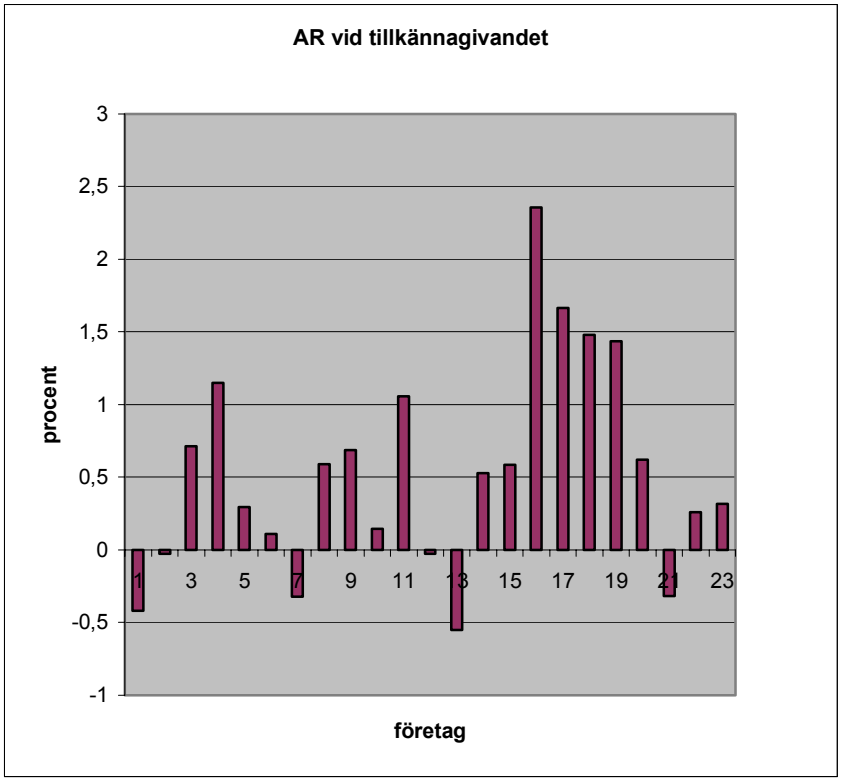
Figur 3. Typ av motiv och antal bolag med detta motiv

4.1 Motiv

Figur 3 visar en sammanställning av tjugotre olika motiv som angivits i bolagens prospekt. Tjugosex prospekt beträffande tjugotre avknoppningstillfällen (tre bolag genomförde två avknoppningar samtidigt) studerades. Det vanligaste motivet, som angavs av fjorton bolag, var fokus på kärnverksamheten. Elva bolag motiverade avknoppningen med att den gav dotterbolaget direkt tillgång till kapitalmarknaden, det näst vanligaste motivet. Åtta bolag sa att de genom avknoppningen på lång sikt ökade det sammanlagda värdet för aktieägarna, motiv nummer tre. Sju bolag hade motivet att vilja öka kännedomen om den avknoppade verksamheten, motiv nummer fyra. Fem bolag angav det femte största motivet som var bättre möjligheter att stärka sina positioner genom strukturaffärer. Därefter, i tabellen, följer mindre vanliga motiv som endast fanns med i tre eller färre prospekt.

4.2 Marknadens reaktion vid tillkännagivandet

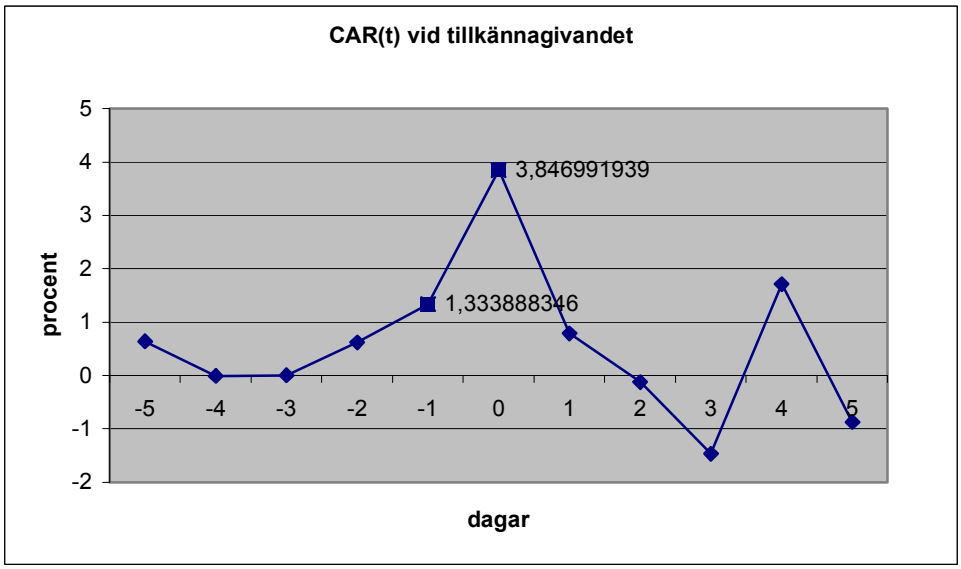
Bolag	AR i %
1. SEB	-0,418
2. Hufvudstaden	-0,028
3. Investment AB Latour	0,713
4. Bylock & Nordsjöfrakt	1,149
5.Electrolux	0,295
6. Midway Holding	0,108
7. Getinge Industrier	-0,325
8. FöreningsSparbanken	0,588
9. Handelsbanken	0,686
10. NCC (Hufvudstaden)	0,142
11. Trelleborg	1,058
12. Perstorp (PerBio)	-0,029
13. Active Biotech	-0,552
14. G & L Beijer	0,528
15. HQ.SE Holding	0,584
16. Atle	2,355
17. Teleca	1,665
18. Perstorp (Pergo)	1,478
19. Lundin Oil	1,436
20. Bergman & Beving	0,622
21. NCC (Altima)	-0,320
22. Peab	0,257
23. Drott (idag Fabege)	0,315



Källa: Egen

Figur 4. AR vid tillkännagivandet om framtida spin-off

17 positiva och 6 negativa avvikelseavkastningar registrerades som reaktioner på informationen om spin-off. Den kumulativa avvikelseavkastningen för alla företag var 0,59 procent, det vill säga den sammanlagda effekten av informationen var positiv.

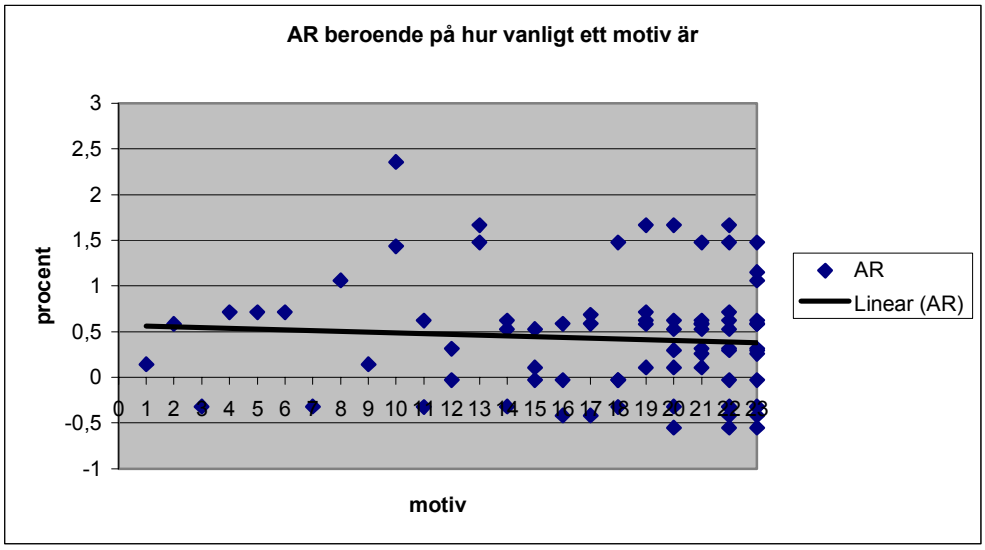


Källa: Egen
Figur 5. CAR för tillkännagivandet av framtida spin-off

Figur 5 visar den kumulativa avvikelseavkastningen för eventfönstret. Dagen för tillkännagivandet betecknas dag 0. Avvikelseavkastningen fem dagar innan tillkännagivandet är 0,64 procent. På dag minus fyra och dag minus tre följer moderbolagens avkastning den övriga marknadens utveckling, avvikelseavkastningen är i princip noll. Två dagar innan informationen offentliggörs börjar avvikelseavkastningen att stiga, för att sedan på informationsdagen öka markant. Dag ett, två och tre sjunker avvikelseavkastningen och blir negativ, medan den på dag fyra åter går uppåt och blir positiv. Slutligen dag fem blir avvikelseavkastningen negativ.

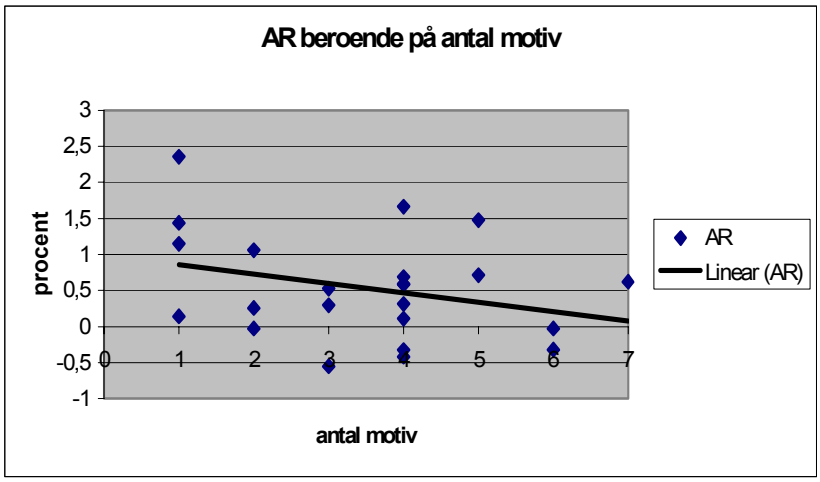
I teorin presenteras studier med ett eventfönster på två dagar, dag –1 och dag 0.
CAR för dessa dagar var enligt figur 5 ovan 2,59 procent ((1,33 + 3,85)/2).

4.3 Samband mellan motiv och avvikelseavkastning



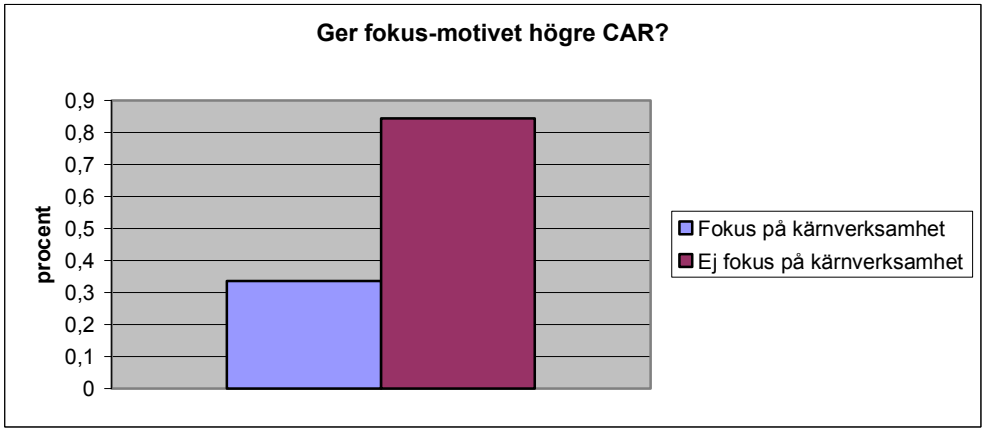
Källa: Egen
Figur 6. Avvikelseavkastning beroende på hur vanligt ett motiv är

Ovan ses en enkel linjär regressionsanalys där den oberoende variabeln (x) är motiv och den beroende variabeln (y) är avvikelseavkastningen i procent. Motiven längs x-axeln börjar med de minst vanliga, de som angetts av endast ett företag, och fortsätter med de motiv som angivits av flera företag. På detta vis undersöks om det mest förekommande motivet också är det som ger högst avvikelseavkastning. I diagrammet syns inget tydligt samband eftersom punkterna är mycket utspridda. Den trendlinje som införts visar dock ett svagt negativt samband, det vill säga avvikelseavkastningen minskar desto vanligare motiven blir.



Källa: Egen
Figur 7. Avvikelseavkastning beroende på antal angivna motiv

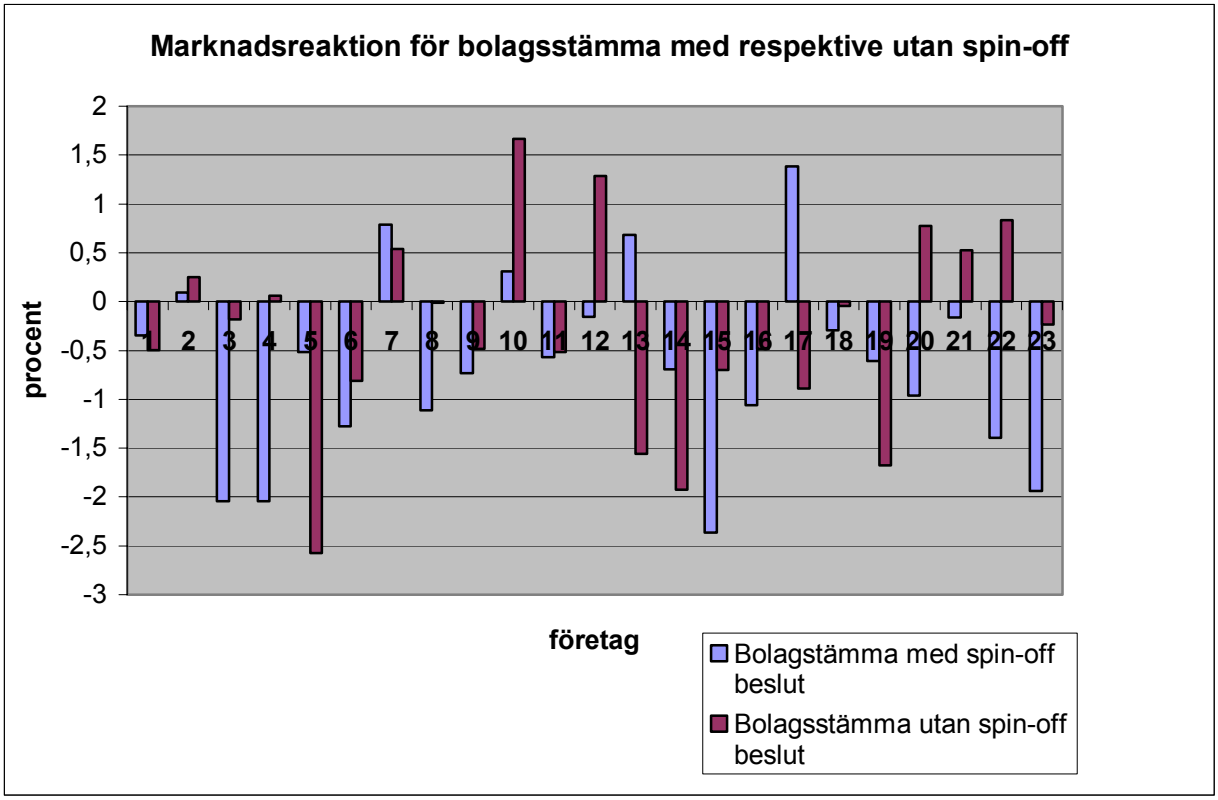
Figur 7 visar ett företags avvikelseavkastning (y) beroende på hur många motiv (x) som angivits i prospektet. Analysen syftar till att visa om fler motiv är positivt eller negativt för avvikelseavkastningen. Regressionslinjen visar på ett negativt samband. Avvikelseavkastningen minskar desto fler motiv som anges.



Källa: Egen
Figur 8. Avvikelseavkastning för de bolag som angivit fokus på kärnverksamheten respektive de bolag som ej angivit detta motiv

I stapeldiagrammet jämförs CAR för de företag som nämnt fokus på kärnverksamheten som ett motiv med CAR för den grupp som ej nämnt fokus i sina prospekt. Gruppen med fokus som motiv (fjorton bolag) hade en kumulativ avvikelseavkastning på drygt 0,3 procent och gruppen som inte nämnde fokus som motiv (nio bolag) hade en kumulativ avvikelseavkastning på drygt 0,8 procent.

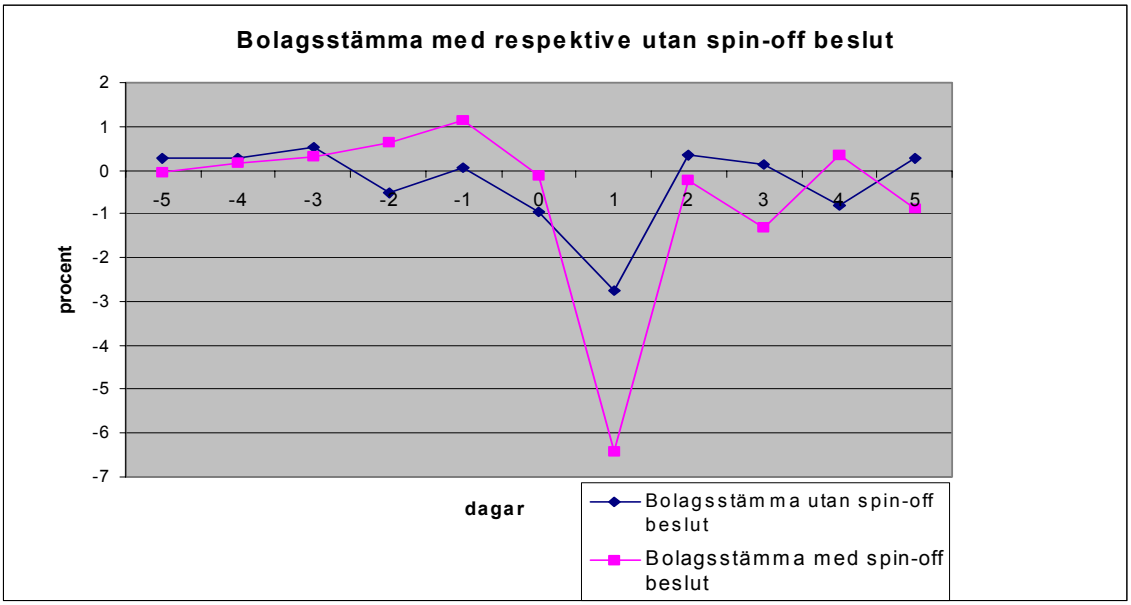
4.4 Marknadens reaktion på beslutet om spin-off



Källa: Egen

Figur 9. AR för bolagsstämmor med beslut om spin-off och bolagsstämmor utan beslut om spin-off

Fem positiva och arton negativa avvikelseavkastningar blev resultatet från undersökningen av marknadens reaktion på bolagsstämmor med beslut om spin-off. Jämförelsegruppen med bolagsstämmor utan spin-off innehöll åtta aktier med en positiv och femton aktier med en negativ avvikelseavkastning. I bägge grupperna hade de flesta företagen en negativ avvikelseavkastning i samband med bolagsstämman, och spin-off gruppen hade tre fler negativa reaktioner än jämförelsegruppen. Siffrorna i diagrammet syftar på företagen i bilaga 1 och 2.



Källa: Egen

Figur 10. CAR för bolagsstämmor med beslut om spin-off respektive bolagsstämmor utan beslut om spin-off

I diagrammet ses två linjer, den ena visar CAR för bolagsstämmor med spin-off och den andra visar CAR för bolagsstämmor utan spin-off. Bolagsstämmor med spin-off beslut har en stigande överavkastning fram till dag 0, dag –1 är överavkastningen 1,1 %. På dagen för beslutet är avvikelseavkastningen 0,1 % för att dagen efter sjunka till –6,4 %. Dag 2 och 3 är avvikelseavkastningen fortfarande negativ, -0,2 respektive –1,3 %. Dag 4 visar moderbolagens aktier en överavkastning på 0,3 %, men dag 5 är avvikelseavkastningen återigen negativ, -0,9 %. Den kumulativa avvikelseavkastningen för händelsefönstret är -0,6 %, det vill säga den ackumulerade marknadseffekten av bolagsstämman och beslutet om spin-off är något negativ.

Detta kan jämföras med CAR för bolagsstämmor utan beslut om spin-off. Den största reaktionen ses även här dag 1 (-2,8 %). Dag –5, -4 och -3 stiger CAR för kontrollgruppen precis som för bolagsstämmorna med spin-off, men blir sedan negativ dag –2. Nedgången börjar alltså innan och inte efter bolagsstämman i detta fall. CAR går inte ned lika djupt för kontrollgruppen och dag 2 och 3 är CAR positiv igen. Först dag fyra blev CAR för bolagsstämmorna med spin-off positiv. Å andra sidan svänger CAR för kontrollgruppen och blir negativ denna dag. Dag fem korsar linjerna återigen varandra. Den kumulativa avvikelseavkastningen för bolagsstämmor utan spin-off var –0,29 procent, hälften så negativ som för bolagsstämmor med spin-off.

4.5 Triangulering med hjälp av intervjuer

4.5.1 Intervju med Torsten Örtengren, chef för notering och bolagsövervakning på Stockholmsbörsen

Enligt Torsten Örtengren finns det tre kurspåverkande tillfällen inför en spin-off, som är intressanta att studera om man vill avläsa marknadens förväntningar.

1. Första gången avknoppningen offentliggörs, det vill säga då styrelsen föreslår bolagsstämman att besluta om spin-off.
2. Bolagsstämman är en bekräftelse på att avknoppningen kommer att ske och då kan aktiekursen möjligen reagera något.
3. Dagen då rätten till dotterbolagsaktierna avskiljs från moderbolagsaktierna. Vid detta tillfälle vet ingen vad moderbolagsaktien och rätten kommer att bli värda. Det ser man först när aktien i moderbolaget handlas exklusive rätt till aktier i dotterbolaget. Blir rättens värde högre än den minskade aktiekursen betyder det att avknoppningen var ett riktigt beslut.

Den intervjuade gav del av sina kunskaper om bolagsstämmor och om problematiken att studera marknadens reaktion på beslutet om spin-off.

- Att aktiekursen går upp dagarna innan en bolagsstämma speglar marknadens förväntningar på att intressant information ska presenteras. Företagen brukar ofta försöka samla information till bolagsstämman och det vet marknaden om.
- En nedgång dagen efter bolagsstämman kan bero på att det har tagits ett beslut om utdelning på bolagsstämman. Köper man en aktie efter avstämningsdagen har man inte rätt till utdelning och då brukar aktiekursen sjunka, men det finns många faktorer som kan påverka aktiekursen i samband med bolagsstämman. VDn, som inte får säga något kurspåverkande, kanske håller handen i höger byxficka under sitt anförande på bolagsstämman, vilket en del kan tolka som ett dåligt tecken.
- Det är svårt att isolera spin-off beslutets effekt på aktiekursen, om inte bolagen fattat beslut om en avknoppning på en extra bolagsstämma där inget annat behandlats. En jämförelse med en kontrollgrupp bestående av bolag utan beslut om avknoppning på sina bolagsstämmor kan visa om beslutet om spin-off ger en särskild inverkan på aktiekursen.

4.5.2 Två aktieanalytikers synpunkter på utfallet

Respondenterna nämnde flera av de motiv som angivits i bolagens prospekt, vilket bekräftar undersökningens resultat. Även en del andra motiv, som till exempel att företaget ej lyckas avyttra verksamheten genom en vanlig försäljning, togs upp av respondenterna.

Respondenterna varken bekräftade eller förkastade avvikelseavkastningen på 0,59 procent för tillkännagivandet. Båda var dock överens om att marknadens reaktion på offentliggörandet vanligtvis är positiv. Rapportens resultat i detta avseende är med andra ord inte orimligt.

Kommentarerna angående avvikelseavkastningen som beroende av motiven talar för att det kan finnas ett samband, eftersom motiven enligt analytikerna skapar förväntningar om framtida avkastning, vilket speglas i aktiekurserna. En av respondenterna kommenterade att avvikelseavkastningen beror på informationsutgivning och syfte (motiv). Det bör alltså gå att finna på samband mellan motiv och avvikelseavkastning.

Ingen av respondenterna hade någon uppfattning om rimligheten i avvikelseavkastningen på –0,6 procent vid bolagsstämman. En av respondenterna menade att bolagsstämman i sig inte torde ha någon kurspåverkan. Enligt denne respondent vore det mer intressant att studera avstämningsdagen för rätt till erhållande dotterbolagsaktier. Avstämningsdagen brukar ligga i direkt anslutning till bolagsstämman och kan påverka aktiekursen.

5 ANALYS

5.1 Denna studies motiv i jämförelse med tidigare forskning

Motiven i undersökningen stämde bra överens med motiven enligt teorin. Prospekten innehöll inte några direkta överraskningar, utan företagen beskrev redan etablerade anledningar till spin-off. *”Fokus på kärnverksamheten”* var det motiv som flest företag hade, vilket även noterats i tidigare studier, till exempel Pearson 1998. Tidigare forskning innehåller även en del andra liknande formuleringar, till exempel ”minska fokuseringsproblem hos företagsledningen” (Daley, Mehrotra och Sivakumar, 1997). Detta uttryck har dock inte återfunnits i prospekten, förmodligen eftersom denna formulering kan ge en negativ bild av företagsledningen, vilket i sin tur skulle kunna skada företagets marknadsvärde.

Direkt tillgång till kapitalmarknaden, det näst vanligaste motivet i undersökningen, nämndes endast i studien från 1999 av Sudha Krishnaswami & Venkat Subramaniam. Detta kan vara ett tecken på att tillgång till kapitalmarknaden har blivit ett vanligare motiv på senare år. Dotterbolagen omtalades överlag mycket lite av bolagen i tidigare forskning, dessa inriktade sig främst på fördelarna som skapades åt moderbolaget. En tydlig skillnad är därför att de studerade motiven behandlar dotterbolagen i större utsträckning än tidigare.

Ökat värde för aktieägarna var det tredje största motivet och nämndes i åtta av tjugosex prospekt. Enligt Pearson (1998) är värdeskapande för aktieägarna det dominerande målet för företagen idag. Aktieägarna informeras i prospekten om att avknoppningen är bra för dem eftersom företagets prestationer ständigt värderas på aktiemarknaden. Motivet låter som om avknoppningen endast skedde för aktieägarnas, men i grunden kanske spin-offen genomfördes för verksamhetens skull. Vad som är bäst för företaget på lång sikt är inte alltid förenligt med aktieägarnas intresse av snabba vinster. Börsnoterade företag måste dock alltid ta hänsyn till sina aktieägare och det är förmodligen därför motivet om ökat värde för aktieägarna förekommer ofta i prospekten.

Enligt Schipper och Smith, pionjärerna inom motivforskningen, var det största motivet till en spin-off regel- och skattefördelar. Men så är inte fallet i Sverige idag. Inget företag i undersökningen nämnde skattefördelar som ett motiv, däremot omfattades utdelningarna av Lex Asea som innebär en skattebefrielse fram tills dess att aktierna säljs. Regelfördelar låg endast bakom avknoppningarna av de tre bankernas fastighetsbolag som begränsades av

bankrörelselagens restriktioner. Det verkar alltså som att det har skett en utveckling av motiven som anges inför en spin-off.

En stor del av de studerade motiven gällde informationsproblem, till exempel ”det blir lättare att värdera moderbolag och dotterbolag var för sig”. Detta överensstämmer med Sudha Krishnaswami & Venkat Subramaniams (1999) förslag om att många spin-offer motiveras av en önskan att mildra informationsasymmetriproblemet. Det innebär att marknaden tvingas värdera ett företags aktiestock som i verkligheten mer påminner om en aktieportfölj med flera olika affärsinriktningar. Vid osäkerhet väljer marknaden att hellre undervärdera än övervärdera moderbolagets aktier och därför kan en uppdelning höja det sammanlagda marknadsvärdet av de fristående enheterna.

Pearsons två motiv ”med tiden minskade synergieffekter mellan olika verksamheter” och ”behovet att lämna affärsområden med lägre tillväxt” fanns inte med i prospekten, med undantag från ett motiv som sa att synergieffekterna var begränsade. Att minskade synergieffekter och affärsområden med lägre tillväxt inte gick att finna i klartext beror förmodligen på att moderbolagen undviker negativa beskrivningar av dotterbolagen inför börsnoteringen. Bolagen talar hellre om möjligheterna efter avknoppningen för att på så vis skapa förväntningar hos marknaden och positiva reaktioner hos aktiekursen inför den framtida introduceringen på börsen.

Sammanfattningsvis kan sägas att inga nya motiv har upptäcktes, däremot har en utveckling av motiven noterats. Regel- och skattefördelar som var största motiven enligt Schipper och Smith är inte vanliga längre, dock innefattas utdelningarna som tidigare nämnts av Lex Asea. Trenden tycks vara att företagen meddelar att de ska fokusera på kärnverksamheten samt att en direkt tillgång till kapitalmarknaden skapar fördelar för dotterbolagen. Det märks även att företagen vill skapa förväntningar hos aktieägarna och att negativa formuleringar undviks.

5.2 Analys av marknadens reaktion på tillkännagivandet

Sammantaget blev effekten av informationen om spin-off en positiv reaktion hos moderbolagens aktier. CAR för eventfönstret på 11 dagar blev 0,59 procent och CAR för dag -1 och 0 blev 2,59 procent. Den senare siffran räknades ut för att möjliggöra en jämförelse med tidigare forsknings CAR för dessa dagar. 2,59 procent ligger inom ramen för de tidigare

resultaten på 2,1 till 5,5 procent. Då Cusatis, Miles & Woolridge (1993), precis som denna studie, använde den marknadsjusterade modellen blev den kumulativa avvikelseavkastningen 2,1 procent. Detta kan tyda på att man i den marknadsjusterade modellen presenterar mer försiktiga avvikelseavkastningar än till exempel marknadsmodellen.

Att det större eventfönstret på 11 dagar gav en lägre kumulativ avvikelseavkastning beror på att den största reaktionen ses dag 0. Alla extra dagar i eventfönstret bidrar till att minska genomsnittet. Den snabba reaktionen samma dag som informationen offentliggörs visar på att marknaden är effektiv.

Diagrammet (figur 5) för eventfönstrets elva dagar visade en positiv överavkastning redan dag -2. Detta kan tyda på att information läckt ut till insiders, vilket i sin tur lett till ökad handel. Om börsen uppfattar att det förekommer insiderverksamhet med ett företags aktier stoppas handeln tills den nya informationen offentliggörs. Den tidiga reaktionen visar att det är viktigt att ta med dagarna innan informationsdagen, vilket även har gjorts när CAR räknats ut för endast två dagar. Dagarna efter informationens tillkännagivande har inte beaktats i de tidigare undersökningarna, vilket torde tyda på att dessa dagar är mindre intressanta för avläsandet av en reaktion. Mycket riktigt sågs en nedgång av överavkastningen dag 1 och dagen efter var avvikelseavkastningen noll, det vill säga lika med marknaden i övrigt.

5.3 Samband mellan motiv och avvikelseavkastning

Ger de vanligaste motiven högst avkastning eller är det bättre för företagen att ange mer särpräglade motiv? Något tydligt svar på den frågan framkom inte med hjälp av den regressionsanalys som genomfördes. Trendlinjen gav dock en viss antydan om att det fanns ett svagt negativt samband, det vill säga avvikelseavkastningen minskade desto vanligare motiven blev. En anledning till att avvikelseavkastningen minskade kan vara att det uppfattades mer precist att ange ett ovanligt motiv, istället för att enformigt upprepa en mängd allmänt accepterade motiv, som inte i någon större utsträckning tar hänsyn till den egna verksamhetens speciella förutsättningar. Samtidigt kan det vara praktiskt att nämna de motiv som redan tidigare accepterats och givit positiva resultat. Det måste även påpekas att många motiv av naturliga skäl är desamma för många bolag, till exempel fokusera på kärnverksamheten eller få tillgång till kapitalmarknaden härrör ju inte från någon speciell verksamhet utan är allmängiltiga för flertalet bolag.

Den andra regressionsanalysen, som syftade till att ta reda på om avvikelseavkastningen påverkades av att få eller åtskilliga motiv angavs, visade ett något tydligare samband. Ju färre motiv desto högre avvikelseavkastning visade analysen. Fler motiv behöver alltså inte betyda att en spin-off uppfattas mer positivt. Tvärtom kan alltför många motiv förvirra aktieägarna istället för att klargöra anledningen till varför avknoppningen sker.

Slutligen undersöktes hur sambandet mellan motiv och avvikelseavkastning såg ut för det mest frekventa motivet: fokus på kärnverksamheten. Tidigare forskning har visat att överavkastningarna för tillkännagivande för en spin-off där ökad fokusering är ett motiv är signifikant högre än de spin-offer som inte har ökad fokusering som mål (Daley et al. (1997) och Desai & Jain (1999)). I denna undersökning visade sig sambandet var tvärtom, det vill säga gruppen *utan* fokusering som motiv hade högre överavkastning än gruppen *med* fokusering som motiv. Detta visar att fokus på kärnverksamheten som motiv inte alltid ger högre avvikelseavkastning. Det är inte endast motiven som styr avvikelseavkastningen. Marknadens reaktion beror även på vad som föregått spin-offen, skicket på kvarvarande verksamhet, storlek etc.

5.4 Analys av marknadens reaktion på beslutet

Beslutet om spin-off gav en negativ avvikelseavkastning i arton fall av tjugotre, tvärtemot den positiva reaktionen hos sjutton företag av tjugotre vid informationstillfället. Skillnaden mellan de bägge tillfällena är att informationen ges ut av styrelsen när som helst under året, medan beslutet vanligtvis fattas på den ordinarie bolagsstämman. Därför finns det andra faktorer, förutom beslutet om avknoppning, som påverkar aktiekursen vid bolagsstämman. Om bolagsstämman beslutar om utdelning av vinsten brukar aktiekursen gå ned, eftersom de som köper aktien efter avstämningsdagen inte har rätt till utdelning. Vid jämförelsen med kontrollgruppen ses att även den domineras av negativa avvikelseavkastningar dagarna runt bolagsstämman. Detta tyder på att det snarare är bolagsstämman i sig och inte beslutet om spin-off som påverkar aktiekursen negativt.

En jämförelse med kontrollgruppen visar att CAR-kurvan för bolagsstämmorna med spin-off följde samma mönster som CAR-kurvan för bolagsstämmorna utan spin-off. Dagarna fram till bolagsstämman stiger kurvorna, ett tecken på de förväntningar som byggs upp inför en bolagsstämma, och dag 1 sjunker bägge kurvorna till sina lägsta nivåer i eventfönstret. Den

kumulativa avvikelseavkastningen för bolagsstämmor utan beslut om avknoppning sjunker dock inte lika mycket denna dag. Skillnaden mellan kurvorna skulle kunna motsvara avknoppningsbeslutets inverkan på aktiekursen. I det här fallet inverkar avknoppningarna negativt på avvikelseavkastningen. Detta kan liksom beslut om utdelning av vinst bero på att moderbolagsaktien i vissa fall från och med dag 1 handlas exklusive rätt till aktier i dotterbolaget. Eftersom marknadens reaktion på informationen om spin-off var positiv värderades rätten till dotterbolagsaktierna högt. Efter avskiljandet av rätten, bör enligt detta resonemang, kursen för moderbolagsaktien sjunka.

6 SLUTSATSER

- Företagen i undersökningen angav samma motiv som påträffats i tidigare studier. En viss utveckling har dock skett, varför motiven från senare års forskning överensstämde bättre med prospekten.

- Informationen om spin-off gav en kumulativ avvikelseavkastning på 0,59 procent när ett eventfönster på 11 dagar användes och 2,59 procent för dag –1 och 0, det senare resultatet låg inom ramen för liknande studier med detta eventfönster. Överhuvudtaget var en positiv CAR att vänta med tanke på tidigare resultat.

- Inget tydligt samband mellan motiv och avvikelseavkastning upptäcktes med hjälp av genomförda regressionsanalyser. Svaga samband tydde dock på att mindre vanliga motiv ger högre överavkastning än vanligt förekommande motiv och att ett fåtal motiv ger högre överavkastning än många.

- Företagen som ej angav fokus på kärnverksamheten som motiv hade högre avvikelseavkastning än företagen med detta motiv. Denna slutsats står i strid med tidigare forskningsresultat som visar på ett motsatt förhållande.

- Marknadens reaktion på bolagsstämmor med beslut om spin-off visade en klart mer negativ reaktion än kontrollgruppen. Aktieanalytikerna påpekade dock att den negativa reaktionen förmodligen berodde på att avstämningsdagen för rätt till erhållande av dotterbolagets aktier ofta ligger i direkt anslutning till bolagsstämman.

7 DISKUSSION

7.1 Kritisk granskning

Denna rapports resultat bekräftar vad som framkommit i tidigare forskning, till exempel att avvikelseavkastningen vid informationstillfället är positiv. Beräkningarna genomfördes med hjälp av den marknadsjusterade modellen, som använts och accepterats i många studier. Därför bör de uträknade avvikelseavkastningarna för tillkännagivandet anses som tillförlitliga och jämförbara med tidigare resultat.

Författarna har lärt sig mer än vad som framkommer i rapporten, till exempel att det är viktigt att försäkra sig om att rätt tidpunkt undersöks innan faktainsamlandet påbörjas. Denna lärdom kom av att bolagsstämman länge antogs vara dagen för tillkännagivandet. Under intervjun med Torsten Örtengren på Stockholmsbörsen framkom det att tillkännagivandet i verkligheten syftar på styrelsens offentliggörande av att de tänker föreslå en avknoppning på bolagsstämman.

Av ovan nämnda anledning fick uppsatsens syfte breddas för att omfatta både tillkännagivandet och beslutet, samtidigt kvarstod avsikten att genomföra en regressionsanalys mellan motiv och avvikelseavkastningen vid dagen för tillkännagivandet. Vad som inte närmare begrundades var att vid dagen för tillkännagivandet hade noteringsprospekten med motiven ännu ej publicerats. Avvikelseavkastningen vid informationstillfället kunde med andra ord inte ha påverkats av några motiv. Regressionsanalysen fick trots allt vara med i uppsatsen då det antogs att marknaden till viss del redan kände till varför ett specifikt bolag valde att genomföra en spin-off. Huvudmotivet bakom spin-offen nämns till exempel vanligen i det pressmeddelande som kommer ut i och med tillkännagivandet. Bolagsstämman däremot inträffar efter publiceringen av noteringsprospekten varför en regressionsanalys i detta fall hade varit möjlig.

Vid studien av bolagsstämmornas reaktion användes en kontrollgrupp för att se ifall utfallet skiljde sig åt för bolagsstämmor med respektive utan beslut om spin-off. Slutresultatet visade att nedgången dagen efter bolagsstämma med spin-off beslut var större än kontrollgruppens nedgång. Det är flera faktorer som kan vara kurspåverkande vid en bolagsstämma eftersom det normalt sett fattas åtskilliga beslut och en mängd ny information offentliggörs. För att se om beslutet om en spin-off verkligen påverkar aktiekursen skulle det ha underlättat att istället ha sett på de bolag som beslutat om spin-off vid en extra bolagsstämma. På så vis hade det

varit enklare att isolera händelsen. Ett annat sätt kunde ha varit att ta reda på vilka beslut som fattades på bolagsstämmorna och utifrån detta försöka se om ett spin-off beslut påverkar marknaden.

Målet var att använda minst trettio bolag i studien, men det slutgiltiga antalet i undersökningen blev endast tjugotre. Detta antal är för litet för att utifrån resultaten kunna dra några generella slutsatser. Enligt teorin[5] bör åtminstone trettio fall studeras för att något så när allmängiltiga slutsatser ska kunna dras.

Tack vare den första intervjun angående utfallen förbättrades rapportens kvalitet avsevärt, fel datum hade annars legat till grund för undersökningen. De nya resultaten kommenterades senare av två praktiker från olika investmentbankers corporate finance avdelningar. Dessa personer uppgav samma motiv till spin-offer som hittats i prospekten. Beträffande avvikelseavkastningen för tillkännagivandet höll de med om att den vanligtvis är positiv, men eftersom de själva inte var insatta i våra beräkningar kunde de inte styrka resultaten. Mycket tyder på att en undersökning av bolagsstämmor inte är relevant, och avvikelseavkastningen vid bolagsstämman och beslutet har därför inget förklaringsvärde. Däremot bör det gå att koppla motiven till avvikelseavkastningen vid ett annat tillfälle, både enligt tidigare studier och enligt praktikerna.

7.2 Förslag till vidare forskning

1. För att se om motiven har någon inverkan på marknadens reaktion skulle det vara intressant att koppla dem till avvikelseavkastningen vid en senare mätpunkt än tillkännagivandet, eftersom prospekten med motiven ännu ej publicerats på informationsdagen.

2. En studie av moderbolagets aktie dagen för avskiljandet av rätten till dotterbolagsaktien, och en jämförelse med introduktionen av dotterbolagsaktien. Blir kursfallet för moderbolaget mindre än värdet på rätten var avknoppningen ett riktigt beslut.

[5] Denscombe, Martyn (1998), Forskningshandboken; För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna, s 34

KÄLLFÖRTECKNING:

Böcker

Denscombe, Martyn (1998), *Forskningshandboken; För småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, s 34

Scheutz, Curt (1988), *Företagsfissioner: Avknoppningar till Stockholms Fondbörs och OTC-marknaden*, Akademitryck AB

Tidskrifter

Alli, Kasim; Ramirez, Gabriel G; Yung, Kenneth K (2001), "Withdrawn spin-offs: An empirical analysis", *Journal of Financial Research 24(4), p603, 14p, 6 charts*

Comment, Robert; Jarrell, Gregg (1995), *"Corporate focus and stock returns"*, Journal of Financial Economics 37, 67-88.

Copeland, Thomas E; Lemgruber, Eduardo F; Mayers, David (1987), *"Corporate spin-offs: Multiple announcement and ex-date abnormal performance, in Copeland"*, ed.: Modern Finance and Industrial Economics, Chapter 7, Basil Blackwell, New York, 114-137.

Cusatis, P.J; Miles, J.A.; Woolridge, R. J. (1993), *"Restructuring through Spin-offs"*, Journal of Financial Economics 33, 293-311.

Daley, Lane; Mehrotra, Vikas; Sivakumar, Ranjini (1997), *"Corporate Focus and Value Creation, Evidence from Spinoffs"*, Journal of Financial Economics 45, 257-281.

Desai, Hemang; Jain, Prem (1999), *"Firm Performance and Focus: Long-run Stock Market Performance Following Spinoffs"*, Journal of Financial Economics 54, 75-101.

Elder, John and Westra, Peter (spring 2000), "*The Reaction of Security Prices to Tracking Stock Announcements"*, Journal of Economics and Finance 24(1), 36-55

Fama E (1970), *"Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work"*, Journal of Finance, p 383-417

Hite, Gailen L; Owers, James E (1983), *"Security Price Reactions Around Corporate Spinoff*

Announcements", Journal of Financial Economics 12, 409-436.

Hite, Gailen L; Owers, James E; and Rogers, Ronald C (1987), *"The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Selloffs and Total Liquidations"*, Journal of Financial Economics 18, 229-252.

Janssens de Vroom, Harald; van Frederikslust, Ruud *"Shareholder Wealth Effects of Corporate Spinoffs; The Worldwide Experience 1990-1998"*, Rotterdam School of Management, Erasmus University Rotterdam

Kose, John; Ofek, Eli, (1995), *"Asset Sales and Increase in Focus"*, Journal of Financial Economics 37, 105-126

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

Kudla, R.J; McInish, T.H (1988), *"Divergence of Opinion and Corporate Spin-Offs"*, Quarterly Review of Economics and Business, p.20-29

Markides, Constantinos (1995), *"Diversification, Refocusing and Economic Performance",* MIT Press 1995

Michaely, Roni; Shaw, Wayne H. (1995), "The choice of going public: Spin-offs vs. carve-outs" Financial Management, *3: 5-21*,

Miles, James and James Rosenfeld (1983), "An Empirical Analysis of the Effects of Voluntary Spinoff Announcements on Shareholder Wealth", Journal of Finance 38, 1597-1606

Myron B. Slovin, Marie E. Sushka and Steven R. Ferraro (January 1995), *"A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs "*, Journal of Financial Economics 37(1), 89-104

Patell, J; Wolfson, M (1984), *"The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements"*, Journal of Financial Economics, June, 223-252.

Pearson, Michael (1998), *"Spin-offs: breaking up is hard to do"* Journal of Business Strategy, 4: 31-35.

Peterson, Dr. Mark; Mahar, Dr. James (October 2000), *"The Carve-out Decision: More on the choice of how to go public"*, Working Paper, Southern Illinois University, St. Bonaventure University

Powers, Eric A. (September 2001) *"Spinoffs, Selloffs and Equity Carveouts: An Analysis of Divestiture Method Choice"*, The Moore School of Business, University of South Carolina

Rosenfeld, James D, (1984), *"Additional Evidence on the Relation between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth"*, Journal of Finance 39, 1437-1448

Schipper, Katherine; Smith, Abbie (1983), *"Effects of Recontracting on Shareholder Wealth: the Case of Voluntary Spinoffs"*, Journal of Financial Economics 15, 153-186.

Schipper, Katherine; Smith, Abbie (1986), *"A Comparison of Equity Carveouts and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring"*, Journal of Financial Economics 15, 153-186

Seward, J; Walsh, J (1996), *" The governance and control of voluntary corporate spinoffs"* Strategic Management Journal 17, 25-39

Noteringsprospekt

Active Biotech - Wilh. Sonesson

Atle - Studsvik

Bergman & Beving - Addtech

Bergman & Beving - Lagercrantz Group

Bylock & Nordsjöfrakt - Gorthon Lines

Drott AB (Fabege) - Bostadsaktiebolaget Drott

Electrolux - Gränges A

FöreningsSparbanken - Mandamus Fastigh.

Getinge Industrier - Lifco AB

G&L Beijer Beijer - Electronics AB

Handelsbanken - Fastighets AB Balder

HQ.SE Holding (Hagströmer & Qviberg) - HQ.SE Fonder

Hufvudstaden-koncernen - Fastighetsaktiebolaget Hufvudstaden, Hufvudstaden International

Investment AB Latour - Fagerhult

Investment AB Latour - Säkl

Lundin Oil - Lundin Petroleum

Midway Holding - Liljeholmens Stearinfabriks

NCC - Altima

NCC - Hufvudstaden

Peab - Brinova Fastigheter

Perstorp - PerBio Science

Perstorp - Pergo

SEB- Diligentia

Teleca - Epsilon

Teleca - Sigma

Trelleborg - Boliden Limited

Internetadresser

Sax index: http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/slutkurser/index.aspx

www.stockholmsborsen.se

Databas

Six Trust

BILAGA 1. Studerade bolag med datum för tillkännagivandet och bolagsstämman inklusive avvikelseavkastning dessa tillfällen

	Information från Styrelse	AR	Beslut av bolagsstämma	AR	Moderbolag	Dotterbolag
1.	13/2 1996	-0,418	29/4 1996	-0,346	**SEB**	Diligentia
2.	18/2 1997	-0,0281	23/4 1997	0,0914	**Hufvudstaden-koncernen**	Fastighetsaktiebolaget Hufvudstaden, Hufvudstaden International AB
3.	6/12 1996	0,713	24/4 1997	-2,044	**Investment AB Latour**	AB Fagerhult
4.	6/12 1996	0,713	24/4 1997	-2,044	**Investment AB Latour**	Säkl AB
5.	17/2 1997	1,149	28/4 1997	-0,530	**Bylock & Nordsjöfrakt AB**	Gorthon Lines AB
6.	24/1 1997	0,295	29/4 1997	-0,517	**AB Electrolux**	Gränges AB
7.	3/3 1997	0,108	13/5 1997	-1,276	**Midway Holding AB**	Liljeholmens Stearinfabriks AB
8.	29/1 1998	-0,325	23/4 1998	0,788	**Getinge Industrier AB**	Lifco AB
9.	12/4 1998	0,588	23/4 1998	-1,113	**FöreningsSparbanken AB**	Mandamus Fastigh. AB
10.	17/2 1998	0,686	28/4 1998	-0,732	**Svenska Handelsbanken AB**	Fastighets AB Balder
11.	16/3 1999	0,142	15/4 1999	0,308	**NCC AB**	Hufvudstaden AB
12.	25/1 1999	1,0581	22/4 1999	-0,572	**Trelleborg AB**	Boliden Limited AB
13.	22/3 1999	-0,0291	24/4 1999	-0,154	**Perstorp AB**	PerBio Science AB
14.	25/2 1999	-0,552	10/5 1999	0,681	**Active Biotech AB**	Wilh. Sonesson AB
15.	31/1 2000	0,528	12/4 2000	-0,695	**G&L Beijer**	Beijer Electronics AB
16.	8/2 2001	0,584	4/4 2001	-2,36759	**HQ.SE Holding AB (Hagströmer & Qviberg AB)**	HQ.SE Fonder AB
17.	19/2 2001	2,355	19/4 2001	-1,057	**Atle AB**	Studsvik AB
18.	20/10 2000	1,665	3/5 2001	1,383	**Teleca AB**	Epsilon AB
19.	20/10 2000	1,665	3/5 2001	1,383	**Teleca AB**	Sigma AB
20.	21/3 2001	1,478	12/6 2001	-0,297	**Perstorp AB**	Pergo AB
21.	21/6 2001	1,436	9/8 2001	-0,609	**Lundin Oil AB**	Lundin Petroleum AB
22.	5/2 2001	0,622	22/8 2001	-0,962	**Bergman & Beving AB**	Addtech AB
23.	5/2 2001	0,622	22/8 2001	-0,962	**Bergman & Beving AB**	Lagercrantz Group AB
24.	11/2 2003	-0,320	10/4 2003	-0,162	**NCC AB**	Altima AB
25.	13/2 2003	0,257	15/5 2003	-1,395	**Peab AB**	Brinova Fastigheter AB
26.	4/6 2003	0,315	30/3 2004	-1,938	**Drott AB (Fabege)**	Bostadsaktiebolaget Drott

BILAGA 2. Avvikelseavkastning för kontrollgruppen bestående av bolag med bolagsstämmor utan beslut om spin-off

	Bolagsstämma utan beslut om spin-off	Moderbolag	AR
1.	29/4 1996	**FöreningsSparbanken a-aktie**	-0,49948
2.	25/4 1997	**Ericsson**	0,251354
3.	25/4 1997	**Trelleborg**	-0,18211
4.	25/4 1997	**Trelleborg**	-0,18211
5.	29/4 1997	**SEB c-aktie**	0,059615
6.	30/4 1997	**Errce (byter namn till Bulten)**	-2,57259
7.	7/5 1997	**Wihlborgs fastigheter**	-0,81015
8.	23/4 1998	**Lindab**	0,541768
9.	21/4 1998	**Skanska**	-0,01118
10.	29/4 1998	**Swedish Match**	-0,4844
11.	14/4 1999	**H&M**	1,66502
12.	21/4 1999	**Esselte**	-0,51889
13.	22/4 1999	**SKF**	1,288343
14.	5/5 1999	**Celsius**	-1,56125
15.	12/4 2000	**WM-data**	-1,92844
16.	29/3 2001	**Active Biotech**	-0,70288
17.	10/4 2001	**Nordea**	-0,48074
18.	10/5 2001	**Telia**	-0,88851
19.	10/5 2001	**Telia**	-0,88851
20.	29/6 2001	**Sectra AB**	-0,0436
21.	8/8 2001	**SAS**	-1,6765
22.	9/10 2001	**AssaAbloy**	0,775034
23.	9/10 2001	**AssaAbloy**	0,775034
24.	8/4 2003	**Securitas**	0,523577
25.	15/5 2003	**Tele2**	0,834078
26.	31/3 2004	**Ledstierna**	-0,232

BILAGA 3. De studerade bolagens motiv som angivits i respektive prospekt

1.	**Fokusera på kärnverksamheten/Renodla verksamheten**
	SEB-Diligentia
	B&N – Gorthon Lines
	Electrolux – Gränges
	Getinge – Lifco
	FöreningsSparbanken – Mandamus
	Trelleborg – Boliden
	Peab – Brinova
	Drott – Bostadsaktiebolaget Drott
	Perstorp – Perbio Science, Pergo
	Active Biotech – Wilh. Sonesson
	HQ.SE Aktiespar – HQ.SE Fonder
	Bergman & Beving – Addtech
	NCC - Altima
2.	**Direkt tillgång till svenska/utländska kapitalmarknaden/Direkt tillgång till riskkapitalmarknaden/Finansiell flexibilitet/Möjlighet att finansiera expansion genom emission av aktier/Återköp av aktier**
	Latour – Fagerhult
	Getinge – Lifco
	Drott – Bostadsaktiebolaget Drott
	SEB-Diligentia
	Teleca - Epsilon, Sigma
	Perstorp – Perbio Science, Pergo
	Active Biotech - Wilh. Sonesson
	Bergman & Beving – Addtech
	NCC – Altima
	Electrolux - Gränges
	G&L Beijer – Beijer Electronics
3.	**På lång sikt ökar det sammanlagda värdet för aktieägarna/ Dotterbolaget väntas få ett högre värde som ett fristående bolag**
	FöreningsSparbanken – Mandamus
	Peab – Brinova
	HQ.SE Aktiespar – HQ.SE Fonder
	Perstorp - Pergo
	Bergman & Beving – Addtech
	Drott – Bostadsaktiebolaget Drott
	Midway Holding – Liljeholmen
	G&L Beijer – Beijer Electronics
4.	**Ökad exponering mot marknaden/ökad publicitet/Kännedomen om den avknoppade delen och dess verksamhet ökar**
	Active Biotech – Wihl. Sonesson
	NCC – Altima
	Electrolux – Gränges
	Midway Holding – Liljeholmen
	Teleca - Epsilon, Sigma
	Bergman & Beving – Addtech

	G&L Beijer – Beijer Electronics
5.	**Bättre möjligheter att stärka sina positioner genom strukturaffärer/En notering av dotterbolaget ökar förutsättningarna för strategiska förvärv och/eller allianser**
	HQ.SE Aktiespar – HQ.SE Fonder
	Teleca - Epsilon, Sigma
	Bergman & Beving – Addtech
	Latour – Fagerhult
	Midway Holding – Liljeholmen
6.	**Bankrörelsens regler begränsar fastighetsverksamheten**
	SEB-Diligentia
	FöreningsSparbanken – Mandamus
	Handelsbanken - Balder
7.	**Aktieägarna får frihet att anpassa sina aktieinnehav**
	SEB-Diligentia
	Hufvudstaden
	FöreningsSparbanken - Mandamus
8.	**Förändrade förutsättningar för företaget**
	Hufvudstaden
	Midway Holding – Liljeholmen
	G&L Beijer – Beijer Electronics
9.	**Ökad jämförbarhet då profileringen tydliggörs/Marknadens värdering av de olika företagen tydliggörs**
	Hufvudstaden
	Getinge – Lifco
	Perstorp – Perbio Science, Pergo
10.	**De berörda parterna har uppnått sådan storlek och lönsamhet att de bedöms ha bättre förutsättningar för ytterligare tillväxt som fristående och börsnoterade enheter/bedöms ha större möjligheter att utvecklas och expandera verksamheten som självständigt bolag**
	Bergman & Beving – Addtech
	NCC – Altima
	G&L Beijer – Beijer Electronics
11.	**Syfte att synliggöra olika kompetenser och profilera de nya koncernerna var för sig**
	Teleca – Epsilon, Sigma
	Perstorp - Pergo
12.	**Respektive bolags affärsidé och strategi tydliggörs för aktiemarknaden. Kapitalstruktur och finansiering anpassas för respektive bolag.**
	Hufvudstaden
	Drott – Bostadsaktiebolaget Drott
13.	**Vikten att skapa god tillväxt och lönsamhet blir mer konkret som börsbolag vilket blir mer motiverande för ledning och övriga medarbetare.**
	Bergman & Beving – Addtech
	Getinge – Lifco
14.	**Avknoppningen är ett villkor i samband med erbjudande om förvärv av moderföretaget.**

	Atle - Studsvik
	Lundin Oil – Lundin Petroleum
15.	**Minska kapitalbindningen i fastigheter**
	NCC – Hufvudstaden
16.	**Avsikten är att lämna gruvbranschen**
	Trelleborg – Boliden
17.	**Prioritera lönsamhet framför volym**
	NCC – Altima
18.	**Ökad genomlysning av företaget tydliggör tillväxt- och resultatpotentialen**
	Latour – Fagerhult
19.	**Avknoppningen stärker företagsprofilen och ökar exponeringen av varumärkena**
	Latour – Fagerhult
20.	**En tydligare uppdelning av det strategiska aktieägandet och en bättre balans i moderbolagets kvarvarande portfölj**
	Latour – Säkl
21.	**Intresset stärks för den avknoppade delen vid nyrekryteringar**
	NCC - Altima
22.	**Stordriftsfördelar finns men synergieffekterna är begränsade**
	HQ.SE Aktiespar – HQ.SE Fonder
23.	**En utdelning ger större värde för aktieägarna än en försäljning, då dotterbolaget anses undervärderat**
	NCC – Hufvudstaden

BILAGA 4. Intervju med Torsten Örtengren, chef för notering och bolagsövervakning på Stockholmsbörsen, 10 december, 2004, Stockholm

Vilken anknytning har du till ämnet för vår uppsats, det vill säga avknoppningar?
– Jag har jobbat ett flertal år inom investment banking, corporate finance, varit med och säljt av och köpt in bolag. Sedan 2002 jobbar jag på Stockholmsbörsen som ansvarig för notering och bolagsövervakning. Till noteringen får vi nya bolag som är avknoppade från noterade bolag.

Hur uppmärksammas avknoppningar på börsen?
– Vi känner till avknoppningen i god tid innan den offentliggörs och när något är kurspåverkande, som kan vara fallet vid avknoppningar, gör vi en specialbevakning. Skulle det läcka ut information tvingas vi göra ett handelsstopp tills informationen offentliggörs.

Men vid tillkännagivandet vet ju marknaden om att det ska vara en bolagsstämma som ska besluta om Spin-off…
– Först kommer det ett styrelsebeslut om att föreslå bolagsstämman en utdelning av dotterbolaget. Det är väl det ni tittar på?

Jaha, så det är inte när beslutet tas som är tillkännagivandet… hm, ja då får vi skriva om vår rapport!
– Ja, för vid bolagsstämman tror jag inte att det är så mycket som händer…

När är det då mest intressant att undersöka aktiekursen, är det när styrelsen lägger fram förslaget, när bolagsstämman tar beslutet eller när själva introduktionen görs?
– Alla tillfällen är nog intressanta. Hyfsat kurspåverkande är första gången företaget offentliggör att de kommer att göra en avknoppning, då styrelsen säger att de tänker föreslå bolagsstämman en avknoppning. Det mest intressanta tillfället är den dagen som man avskiljer rätten till dotterbolagsaktierna, för då vet ju ingen exakt vad moderbolagsaktien och rätten till dotterbolagsaktien kommer att vara värda. Fungerar det bra kommer rätten att få ett värde som är högre än den minskade aktiekursen för moderbolaget. Då syns det att avknoppningen var ett riktigt beslut. Bolagsstämman är en bekräftelse på att avknoppningen kommer att ske och då kan aktiekursen möjligen reagera något också. Men det gör aktiekursen vid alla de här tre tillfällena.

I diagrammet över den genomsnittliga avvikelseavkastningen (aktiekurs minus marknadsindex) för moderbolagen går kurvan ned mycket dagen efter bolagsstämman. Vad kan nedgången bero på?
– Det vore intressant att veta om det fattats några andra beslut på bolagsstämman, till exempel om utdelning. Köper man en aktie efter avstämningsdagen har man inte rätt att få utdelning och då brukar aktiekursen sjunka. Det kan också finnas andra saker som påverkar aktiekursen vid en bolagsstämma. VDn, som inte får säga något kurspåverkande, kanske håller handen i höger byxficka under sitt anförande på bolagsstämman, vilket en del kanske tolkar som ett dåligt tecken. Det är svårt att isolera bara just den här händelsen, om inte en del av bolagen fattat beslut om en avknoppning på en extra bolagsstämma där inget annat behandlats.

Generellt sett i Sverige, reagerar kursen positivt eller negativt vid information om en avknoppning?
– Det har jag ingen statistik på, men enligt teorin ska den ju gå upp.

Spelar det någon roll vilket index man använder sig av vid beräkning av avvikelseavkastningen, till exempel SAX-index eller Affärsvärldens generalindex?
– Det tror jag inte, båda är ganska breda index.

Ger olika motiv till avknoppning olika avvikelseavkastning?
– Ingen aning.

Avvikelseavkastningen går upp dagarna fram till bolagsstämman, och sedan ner på bolagstämmedagen, vad kan det bero på?
– Jag tror att det kan finnas flera orsaker till att aktiekursen går upp, alltså inte bara avknoppningen. Man kanske tror att det kommer komma ut ytterligare information. Det ligger ju mycket framtida förhoppningar i kurserna, någonting spännande brukar ju sägas på bolagsstämman. Man försöker samla information till bolagsstämman.

Är det vanligt att kursen växlar mycket dagarna kring bolagsstämman?
– Ni skulle kunna ta en kontrollgrupp och jämföra med för att se om kurserna följer samma mönster eller om det skiljer sig mycket. Jämför bolag som inte har fattat beslut om avknoppning på bolagsstämman med sådana som har det. Det kan ju hända att deras avvikelseavkastning också går ned, men inte lika mycket.

Ja, det är smart. Tack så mycket!

BILAGA 5. Sammanställning av intervjuenkäter till praktiker

Respondentens namn, företag och position	Johan Örengård, Öhman Fondkommission, Projektledare Corporate Finance.	Johan Rosenberg, Handelsbanken Corporate Finance, Vice President
Erfarenhet av avknoppningar	Projektledare corporate finance transaktioner. Har varit delaktig vid avknoppningarna av Lundin Petroleum och Vostok Energo.	Kundansvarig/projektledare inom corporate finance (10 år). Begränsad erfarenhet av börsavknoppningar förutom sedvanliga diskussioner.
Motiv till en spin-off	- synliggöra övervärden i tillgångar (underlätta för aktiemarknaden att värdera bolaget) - öka möjligheter till offensiv strategi i dotterbolag (t.ex. förvärvsstrategi) - Olika uppfattningar bland huvudaktieägare om en koncerns framtida inriktning - Svårigheter för mindre bolag att genomföra börsnotering kan ge noteringsplats ett betydande värde för mindre bolag. Detta innebär att det kan vara rationellt för bolag att spinna av verksamhet (omvänt förvärv) - utköp där vissa tillgångar är undantagna	- renodling av verksamheten - ta fram dolda värden - lyckas ej avyttra verksamheten i en vanlig försäljning
Marknadens reaktion på offentliggörande av en spin-off	*Vanligtvis positiv*. Förmodligen mer positiv för spekulationsaktier/ mindre bolag.	Beror på informationsgivning och syfte. *Vanligtvis positivt* eftersom det uppfattas som värdeskapande. Positiv kurspåverkan p.g.a. signaleringseffekt.
Är marknadens reaktion beroende av vilka/hur många motiv som anges?	Reaktionen är beroende av förväntningar om framtida avkastning.	Reaktionen beror på vad som föregåtts spin-offen, skicket på kvarvarande verksamhet, storlek, m.m.
Hur brukar aktiekursen förändras dagarna runt en bolagsstämma? Tror du att det ser annorlunda ut om	Bolagsstämman torde i sig inte ha någon kurspåverkan i endera riktning förutsatt att det inte råder osäkerhet om ett beslut. *Avstämningsdag* för rätt till erhållande av eventuella aktier kan	Vet ej – har ej tittat på detta.

bolagsstämman också fattar beslut om spin-off?	dock påverka, framförallt drivet av flöden (högre omsättning i aktien) där det antingen finns fler köpare eller säljare. *Denna brukar ligga i direkt anslutning till bolagsstämman.*	
Tillkännagivandet gav avvikelseavkastningen 0,59 %, är det rimligt?	Ingen uppfattning om resultat skulle kunna tänka mig motsatt resultat också.	Vet ej – har ej tittat på detta.
Bolagsstämman gav avvikelseavkastningen –0,6 %, är det rimligt?	Ingen uppfattning om resultat skulle kunna tänka mig motsatt resultat också. Avstämningsdag mer intressant än bolagsstämma.	Svarade ej…