



FE7000KI Magisteruppsats
HT 02

Aktieägarvärde som funktion av strategier

Avknoppning, fusion samt uppköp

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Avdelningen för Industriell och Finansiell Ekonomi
Höstterminen 2002

Författare:	Födelseår:
Jimmy Bengtsson	780811
K-G Hårdstedt	750223

Handledare: Anders Axvärn



Förord:

Vi vill med dessa ord tacka de som har hjälpt oss att rätta ut några frågetecken som uppkommit under arbetets gång. Vi vill först tacka doktorand Calle Mellström som har hjälpt oss att få kontakt med doktorand Roger Wahlberg samt Lennart Flood, professor inom statistik på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Vidare vill vi även passa på att tacka vår handledare Anders Axvörn vid Handelshögskolan i Göteborg för stöd och hjälp genom uppsatsarbetet.

Stort tack!

Göteborg den 9 januari 2003.

Jimmy Bengtsson

K-G Hårdstedt



Sammanfattning

Examensarbete i företagsekonomi på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, Industriell och Finansiell Ekonomi, Magisteruppsats, Ht-02.

Författare: Jimmy Bengtsson & K-G Hårdstedt

Handledare: Anders Axvärn

Titel: Aktieägarvärde som funktion av strategier – Avknoppning, fusion samt uppköp

Problemformulering: Strategier såsom sammanslagning och fokusering används ofta av företag som befinner sig i en förändringsfas, men frågan är om dessa strategier alltid ett självklart val vad gäller att skapa aktieägarvärde. Är det alltid som dessa används på ett ekonomiskt försvarbart sätt eller är det mest traditionen av användandet av strategierna som föranleder implementering? Diskussionen leder fram till följande problemformulering: Har strategierna avknoppning, fusion samt uppköp varit ekonomiskt försvarbara, för ett antal företag, utifrån perspektivet att aktieägarvärde är det enda av betydelse för ett företag?

Syfte: Syftet med studien är att för ett antal företag analysera hur implementering av strategierna sammanslagning samt fokusering utfallit, med fokus på aktieägarvärde.

Metod: De företags aktier vi undersöker ska jämföras med ett index för att se om aktierna (efter riskjustering) har presterat på ett annat sätt än index. Då resultatet påverkas av hur betavärdet (riskjusteringen) använts, har vi valt att göra två olika beräkningar. Statistiska metoder såsom signifikanstest och Cusum test används tillika. Vårt urval kommer att begränsas till fem företag för varje strategi, i den mån det är möjligt. För att tillfredsställa det informationsbehov som föreligger i vår studie kommer en mängd sekundärdata att användas.

Slutsatser: De olika strategierna förefaller inte skilja sig åt vad gäller utfallen i vår undersökning. I princip handlar det om att hälften av de undersökta företagen uppvisar positiva resultat. Det finns även en del resultat som ej varit samstämmiga ur förklaringsynpunkt. Dessa har varken tolkats som negativa eller positiva utan kan sägas vara osäkra resultat. Vi kan med stöd av vår undersökning säga att användandet av, de av oss belysta, strategierna inte alltid kan ses som ekonomiskt försvarbara ur ett aktieägarperspektiv eftersom de i många fall inte skapar något mervärde för aktieägarna.

Förslag till vidare forskning: Från början hade vi som avsikt att även undersöka företag som har förändrat sin verksamhet från att följa andra företag till att leda utvecklingen med innovation som ledstjärna. Vi insåg relativt snabbt att begreppet innovation var svårdefinierat och att en undersökning av enbart denna strategi utan problem skulle kunna resultera i en helt egen studie.



1. INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	6
1.3 SYFTE	7
1.4 DISPOSITION	8
2. METOD	9
2.1 VETENSKAPLIGT TILLVÄGÅNGSSÄTT	9
2.2 METODDISKUSSION	10
2.2.1 RISKINSTRUMENT	10
2.2.2 TIDSHORISONT	11
2.2.3 INDEX	12
2.2.4 URVAL	12
2.2.5 INFORMATIONSBEHOV	12
2.3 METODVAL	13
2.3.1 RISKINSTRUMENT	13
2.3.2 VAL AV TIDSHORISONT	13
2.3.3 INDEX	14
2.3.4 URVAL	15
2.3.5 INFORMATIONSBEHOV	16
2.3.6 UNDERSÖKNINGENS UTFORMNING	16
2.4 VALIDITET	19
2.5 RELIABILITET	19
2.6 KÄLLKRITIK	20
3. TEORETISK REFERENSRAM	21
3.1 STRATEGIER FÖR ATT SKAPA AKTIEÄGARVÄRDE	21
3.1.1 SAMMANSLAGNING	21
3.1.1.1 Uppköp	22
3.1.1.2 Fusion	23
3.1.2 FOKUSERING	23
3.1.2.1 Avknoppning	23
3.1.3 SYNERGIEFFEKTER	24
3.1.4 DIVERSIFIERING	25
3.2 SIGNALTEORI	25
3.3 EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTEBEN	26
3.3.1 OLIKA TYPER AV MARKNADSEFFEKTIVITET	27
3.3.2 EFFEKT NY INFORMATION HAR VID OLIKA MARKNADSEFFEKTIVITET	28
3.4 TEORIKOPPLINGAR	30
4. ANALYS	31
4.1 AVKNOPPNINGAR	31



4.2 FUSION	33
4.3 UPPKÖP	34
4.4 CUSUM	36
4.5 SIGNIFIKANSTEST	37
4.6 ANALYSENS RESULTAT	37
5. KONKLUSION	40
<hr/>	
5.1 SLUTSATS	40
5.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	40
6. KÄLLFÖRTECKNING	41
<hr/>	
6.1 BÖCKER	41
6.2 VETENSKAPLIGA ARTIKLAR OCH STUDIER	42
6.3 TIDSKRIFTER	42
6.4 ARTIKLAR FRÅN TIDSKRIFTER	42
6.5 MUNTliga KÄLLOR	43
6.6 ELEKTRONISK INFORMATION	44
6.7 ÖVRIG INFORMATION	44

Förteckning över bilagor

<u>Bilaga 1 – Fakta om undersökta företag</u>	45
<u>Bilaga 2 – Presentation av resultat</u>	52
<u>Bilaga 3 – Cusum test på Electrolux</u>	68
<u>Bilaga 4 – Signifikanstest</u>	71
<u>Bilaga 5 – Betavärde</u>	77
<u>Bilaga 6 – Marknadens likviditet</u>	79

Förteckning över figurer

<u>Figur 3.1: Informationsbehov för de olika typerna av marknadseffektivitet</u>	28
<u>Figur 3.2: Effekt ny information har vid effektiva samt ineffektiva marknader</u>	29
<u>Figur 3.3: Teorikopplingar</u>	30
<u>Figur 4.1: Sammanställning av resultat</u>	37



1. INLEDNING

Det första kapitlet avser att ge läsaren förståelse för valet av ämne samt dess karaktär i form av bakgrund och problemformulering. Vidare kommer syftet med uppsatsen att klargöras och slutligen kommer uppsatsens disposition att beskrivas.

1.1 Bakgrund

”The goal of the firm is to maximize its market value”,¹ kan översättas till ”Styrelsens primära mål är att maximera bolagets marknadsvärde”. Ett annat sätt att uttrycka styrelsens mål i ett företag är ”The goal of the firm is the maximization of its shareholders’ wealth”,² vilket kan översättas med ”Styrelsens primära mål är att maximera nyttan för aktieägarna”. Den mediala fokuseringen på aktiemarknaden har de senaste åren ökat lavinartat och det engelska begreppet ”shareholder value” har ständigt återkommit. Översätts begreppet till svenska erhålles uttrycket ”aktieägarvärde”. Vad som ryms i detta begrepp är: ”*det arbete som sker i företagen i avsikt att maximera aktieägarnas långsiktiga avkastning*”³. I början av 90-talet skedde förändringar vad gäller styrelsens och ledningens roll i företaget. Deras uppgift har i större utsträckning kommit att bli ett verktyg för att maximera aktieägarnas långsiktiga avkastning, dvs. att skapa aktieägarvärde.⁴ Beslut som maximerar nyttan av firmans tillgångar skapar värde för företaget. Företag som tar värdemaximerande beslut blir belönade genom att marknaden uppmärksammar dess resultat och marknadsvärdet på företaget ökar. På samma sätt kommer marknaden straffa företaget om styrelsen fattar dåliga beslut, genom sänkt aktiekurs. I och med att större tyngd inom företagen har lagts på att skapa aktieägarvärde har en mängd olika modeller utvecklats under de senaste decennierna som ska fungera som hjälpmedel eller verktyg för att skapa aktieägarvärde. Modeller som SVA (Shareholder Value Added), EVA (Economic Value Added) och CVA (Cash Value Added) är bara ett fåtal av alla de modeller som idag finns på marknaden för såkallad Value Based Management (VBM). Genomgående för samtliga av dessa modeller är att de ofta resulterar i en förändring på ett eller annat sätt hos företaget. I

¹ Sid 8, Pinches GE.: *Essential of Financial Management*, 1996.

² Sid 15, Copeland T. E. & Weston J. F.: *Financial Theory and Corporate Policy*, 1993.

³ Sid 9, Landelius A. & Treffner J.: *Fokusera på aktieägarvärdet!*, 1998.

⁴ Sid 18, Landelius A. & Treffner J.: *Att köpa företag utomlands*, 1995.



nästan alla fall där förändring sker brukar ord som sammanslagning eller fokusering vara ledstjärnor. Dessa förändringar för att skapa ett större aktieägarvärde kan i sin tur delas upp i olika kategorier. Sammanslagning kan ske genom att två företag går ihop genom en fusion eller ett uppköp. Fokusering innebär en renodling av verksamheten genom avknoppning.

1.2 Problemformulering

Aktieägarnas krav på avkastning är idag större än någonsin. Företag som lyckas möta dessa krav får ökad tillgång till kapital och möjligheter att göra nya lönsamma investeringar för aktieägarna. Det är inte bara aktieägarna i ledningen eller i företagsperiferin som är intresserade av detta. Vissa företag har ett belöningssystem som omfattar hela dess personal i form av aktier eller optioner i företaget.⁵ Detta skapar en företagslojalitet och gör det samtidigt viktigt för alla inblandade att sträva mot samma mål, d.v.s. ökat aktieägarvärde. Med utgångspunkt från bakgrunden antar vi att aktieägarvärde är något som aktiebolagen sätter som ett av de främsta målen. Det är en viktig del för aktiebolag för att de ska kunna få aktieägarnas förtroende, vilket gör det lättare för företaget att anskaffa nya medel exempelvis vid en emission.

Det finns idag företag som använt sig av olika angreppssätt för att skapa aktieägarvärde. Vissa väljer att göra sig av med mindre värdeskapande affärsområden, andra väljer att köpa lönsamma företag eller att vara i framkanten av sin bransch och på så vis skapa god värdestegring för ägarna. Gemensamt för dem alla är dock att deras strategi har varit att skapa aktieägarvärde.⁶

Strategier såsom sammanslagning och fokusering används ofta av företag som befinner sig i en förändringsfas, men frågan är om dessa strategier alltid ett självklart val vad gäller att skapa aktieägarvärde. Är det alltid som dessa används på ett ekonomiskt försvarbart sätt eller är det mest traditionen av användandet av strategierna som föranleder implementering? Att belysa detta kan både gagna aktieägarna samt företagen i stort. Förhoppningsvis kan en studie om detta ge information som kan användas som

⁵ DN, *Avanza inför optionsprogram*, 2002-11-05.

⁶ http://www.accenture.com/xd/xd.asp?it=svweb&xd=locations\sweden\arbeta_hos_oss\examensjobb\examensjobb_stip.xml, 2002-10-05.



beslutsunderlag inom företag som står inför strategival i en expansions- eller förädlingsprocess. Det är viktigt att aktieägarna har förtroende för företagets styrande organ samt dess beslut. Detta då ett förtroende för ledningen kan främja viljan att investera i företaget ifråga och därigenom uppnå ”en god spiral” av händelser som leder till ökade tillväxtmöjligheter för företaget.

Ovanstående diskussion leder fram till följande problemformulering:

- Har strategierna avknoppning, fusion samt uppköp varit ekonomiskt försvarbara, för ett antal företag, utifrån perspektivet att aktieägarvärde är det enda av betydelse för ett företag?

1.3 Syfte

Syftet med studien är att för ett antal företag analysera hur implementering av strategierna sammanslagning samt fokusering utfallit, med fokus på aktieägarvärde.



1.4 Disposition

Kapitel 1: Det första kapitlet avser att ge läsaren förståelse för valet av ämne samt dess karaktär i form av bakgrund och problemformulering. Vidare kommer syftet med uppsatsen att klargöras och slutligen kommer uppsatsens disposition att beskrivas.

Kapitel 2: Inledningsvis ska detta kapitel behandla vårt vetenskapliga tillvägagångssätt. Kapitlet innehåller därefter en diskussion av de metoder som kan användas vid penetrering av problemformuleringen. Därefter återges valet samt skälen till angreppssätt. Vidare kommer metodens validitet, reliabilitet samt tillhörande källkritik att behandlas.

Kapitel 3: I detta kapitel kommer den teori som ligger till grund för vårt arbete att presenteras. Avslutningsvis kommer teorin att knytas samman för att tydliggöra dess påverkan på vår undersökning.

Kapitel 4: I analysen kommer de resultat vi beräknat från den historiska datan att analyseras. Vi kommer för varje företag, som omfattas av undersökningen, kategorisera resultaten som antingen positiva eller negativa för aktieägarna, förutsatt att samstämmiga resultat erhållits. Vi kommer även att testa om informationen, som analysen bygger på, har statistiskt underlag. Därefter återges studiens resultat i sin helhet.

Kapitel 5: I det sista kapitlet presenteras undersökningens slutsatser samt förslag till vidare forskning.



2. METOD

Inledningsvis ska detta kapitel behandla vårt vetenskapliga tillvägagångssätt. Kapitlet innehåller därefter en diskussion av de metoder som kan användas vid penetrering av problemformuleringen. Därefter återges valet samt skälen till angreppssätt. Vidare kommer metodens validitet, reliabilitet samt tillhörande källkritik att behandlas.

2.1 Vetenskapligt tillvägagångssätt

Hur ett problem ska angripas beror på problemets karaktär. Som regel finns det två angreppssätt, men ofta kan ett tredje sätt tilläggas.⁷

Det första sättet är det induktiva sättet som också kallas upptäckens väg. Metoden innebär att en företeelse studeras utan att först ha förankrat undersökningen i vedertagen teori. Efter det att den empiriska informationen har insamlats formuleras en teori angående forskningsobjektet. Svårigheten med detta sätt kan vara att få en förståelse om hur stor den framtagna teorin kommer att ha då empirin baseras på en specifik situation, tid eller människogrupp.⁸

Det andra tillvägagångssättet är det deduktiva som även kallas bevisföringens väg. Tillvägagångssättet utgår från befintliga teorier som studeras på enskilda företeelser för att kunna dra slutsatser. Vanligtvis härleds hypoteser från teorin som sedan testas empiriskt.⁹

Det tredje förfarandet är en kombination av ovan nämnda tillvägagångssätt som benämns det abduktiva förfarandet. Det abduktiva tillvägagångssättet används vanligen

⁷ Sid 42, Alvesson M. & Sköldberg K.: *Tolkning och reflektion – Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, 1994.

⁸ Sid 41-42, Alvesson M. & Sköldberg K.: *Tolkning och reflektion – Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, 1994.

⁹ Sid 21, Patel R. & Davidsson B.: *Forskningsmetodikens grunder – att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, 1994.



vid fallstudier för att erhålla en djupare förståelse för det som studeras. I detta fall ska teorin och empirin samverka.¹⁰

I vårt fall har vi valt att arbeta utifrån det deduktiva tillvägagångssättet. Detta då teorier har insamlats för att sedan appliceras på empirin, i form av aktiekurser. I ett senare skede kommer vi utifrån de resultat vi når att avancera framåt mot en konklusion. Vi har dock inte valt att formulera en hypotes som testas. Hade vi använt oss av en hypotes skulle vi kunna få fram ett av två resultat, d.v.s. att hypotesen ska förkastas eller ej. I vårt fall utan hypotes kan vi visa på i vilka fall det har respektive inte har skapats aktieägarvärde samt visa vilka resultat som ej varit samstämmiga.

2.2 Metoddiskussion

En analys av alla metoder som används i värdeskapande ändamål skulle innebära ett intressant arbete men sådana analyser har redan gjorts vid ett flertal tillfällen. Det finns modeller som används såsom EVA, CVA och SVA men vi väljer att fördjupa oss i de strategier som dessa modeller ofta mynnar ut i, nämligen sammanslagning och fokusering. En utvärdering av modellerna skulle visserligen vara ett intressant område att undersöka, men vi anser att en sådan undersökning ändrar karaktär på vår studie.

Aktieägarvärde mäts i hur mycket aktiekursen har förändrats under en viss period. Har aktiekursen ökat mer än vad en annan aktie (eller index) har gjort under perioden innebär det att aktieägarvärde har skapats eller vice versa.¹¹ Detta gäller dock bara då risken är densamma för de två företagen (eller företaget och index). Att ta en högre risk kräver en högre avkastning.¹² För att kunna göra en jämförelse mellan två företag ska med andra ord risken vara lika, således ska aktiekursen riskjusteras.

2.2.1 Riskinstrument

Vanligtvis används tre olika modeller för att siffermässigt kunna beräkna ett företags aktierisk. Den första metoden är att se hur varierande kursutvecklingen har varit hittills

¹⁰ Sid 42, Alvesson M. & Sköldberg K.: *Tolkning och reflektion – Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, 1994.

¹¹ Sid 9, Landelius A. & Treffner J.: *Fokusera på aktieägarvärdet!*, 1998.

¹² Sid 280ff, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.



(med hänsyn till ev. utdelning och kursändring). Exempelvis kan den månatliga avkastningen beräknas, både fördelaktig och ofördelaktig. Avkastningen (i genomsnitt för ett antal månader och med positivt tecken även för negativ avkastning) ställs i relation till aktiekursen. Ju större den relativa avkastningen är desto högre risk anses aktien ha. Andra metoden baseras på beta¹³, som beaktar hur stor aktiens kurssvängningar är i relation till aktiemarknaden i sin helhet. Den sista metoden kallas fundamental riskbedömning. Metoden innebär att försöka omvandla företags situation och dess nyheter till siffror som motsvarar dess nuvärde.¹⁴

Det som inte direkt kan förklaras av risken d.v.s. den möjliga variation som kan finnas mellan index och vald aktie kan förklaras med andra variabler. Dessa variabler är exempelvis bolagsstorlek samt intäktsgenerering.¹⁵ I vårt fall handlar det om att ta fram om skillnad finns mellan index samt den aktiekurs ett företag får efter en förändring,¹⁶ vilket kan sägas finns i just dessa variabler. En avknoppning, fusion eller ett uppköp ändrar bolagsstorleken samt att synergieffekter naturligtvis kan ha effekter på intäktsgenereringen.

2.2.2 Tidshorisont

Hur mycket aktiekursen förändras påverkas självklart av vilken tidsperiod som granskas. Att välja ett kort eller långt perspektiv har både sina för och nackdelar. Det som är negativt med ett långt perspektiv jämfört med ett kort är att det långa perspektivet utsätter sig för en längre tid av påverkan från andra faktorer än kanske just de som skall mätas. Kritik mot ett kort perspektiv kan dock vara att om mätperioden behandlar en ovanlig period i objektets livscykel kan utfallet ge en felaktig bild. I ett alltför kort perspektiv är det svårt att få en helhetssyn av processen.

¹³ Se Bilaga 5 – Betavärde.

¹⁴ Sid 61ff, Hansson S.: *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*, 2001.

¹⁵ Asgharian H. Hansson B.: *Cross Sectional Analyses of the Swedish Stock Market*, Lund Universitet 2002.

¹⁶ Se avsnitt 1.2 Problemformulering.



2.2.3 Index

När en jämförelse av aktier sker emot ett index finns det en mängd olika index att välja mellan. Det finns framförallt två huvudgrupper av index, viktade och oviktade.¹⁷

Viktade index påverkas mycket av utvecklingen hos de stora företagen såsom Ericsson och Astra Zeneca då deras aktier utgör en stor del av det totala börsvärdet. Ett oviktat index påverkas lika mycket av alla företag oavsett storlek. Det finns även en hel del varianter av dessa två index. Om utdelningar ska återinvesteras eller inte osv. SIX som är Nordens största producent av aktieindex beräknar ca 500 stycken index med både svensk och nordisk population.¹⁸

2.2.4 Urval

Det finns ett antal urvalsmetoder som är viktiga att följa beroende på vilka motiv undersökningen har. Dessa urvalsmetoder leder till att hela populationen inte behöver undersökas, då det kan vara alltför tidsödande och därför oftast helt orealistiskt. Det räcker ofta med ett stickprov för att kunna generalisera hela populationen om stickprovet är korrekt utfört och om det är signifikant. På grund av tidsbrist samt kostnadsskäl kan det av geografiska skäl vara svårt att erhålla all information. Stickprovsåtgärder är då ett bra sätt att möjliggöra en undersökning. Dessutom är det möjligt att använda bättre mätmetoder samt ställa fler och mer detaljerade frågor efter att ett urval har skett.¹⁹ Vid urval görs det skillnad på slumpmässiga och icke-slumpmässiga urval. De slumpmässiga urvalen karakteriseras av att varje urvalsgrupp har en sannolikhet större än noll att bli utvald, medan vid ett icke-slumpmässigt urval styr forskaren själv vilka som ska ingå i urvalet.²⁰

2.2.5 Informationsbehov

Det finns ett antal metoder som kan användas vid penetrering av en problemformulering. Exempel på val som måste göras är vilka datainsamlings- och urvalsmetoder som ska användas. Datainsamling består i princip om två olika typer av informationsinhämtning, primär- samt sekundärdatsinsamling. Primärdata kan inte

¹⁷ <http://www.six.se/publicweb/products/financialindexes.jsp>, 2003-01-02.

¹⁸ <http://www.six.se/publicweb/products/financialindexes.jsp>, 2003-01-02.

¹⁹ Sid 152ff, Dahmström K.: *Från Datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*, 2000.

²⁰ Sid 157, Dahmström K.: *Från Datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*, 2000.



inhämtas av någon annan aktör än den som utför studien, oftast sker det i form av intervjuer eller enkäter. Sekundärdata är information som redan finns tillgänglig i form av t.ex. offentliga rapporter, litteratur, utredningar, tidskrifter etc.²¹

2.3 Metodval

Här kommer våra val av metoder att presenteras samt motiveringar till dem.

2.3.1 Riskinstrument

Av de tre metoder²² som finns för att beräkna risk väljer vi att använda oss av betavärde²³. Den tredje metoden, fundamental riskbedömning, väljer vi bort då det är väldigt svårt och subjektivt att välja lämpligt riskmått och att siffermässigt uttrycka dem.²⁴ De andra två metoderna har nackdelen att historisk data ska användas som prognos för framtiden. I många fall kan dock historien upprepa sig och vi väljer att använda betavärde som metod då den oftare används vid analyser av aktier och dessutom har ett större erkännande.²⁵

2.3.2 Val av tidshorisont

Det finns tidigare studier vad gäller jämförelser mellan olika typer av index samt ett företags avkastning. Studierna undersöker marknadseffektivitet på det sättet att de försöker visa om överavkastning är möjlig eller ej. Med överavkastning menas om det är möjligt att få en högre avkastning, vid en bestämd risknivå, än vad som ska vara möjligt enligt Security Market Line (SML), vilket innebär: samma risk samma avkastning.²⁶ Vår studie omfattar samma typ av problemområde, dock angrips det ur ett längre perspektiv rent tidsmässigt. De flesta undersökningar på området bearbetar tiden strax innan en händelse samt strax efter. Effekter utav sådana förändringar som vår undersökning avser är inget som enligt tidigare studier kan härledas över endast ett par dagar.²⁷ Eftersom definitionen på aktieägarvärde är ”... *aktieägarnas långsiktiga*

²¹ Sid 51, Dahmström K.: *Från Datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*, 2000.

²² Se avsnitt 2.2 Metoddiskussion.

²³ Se Bilaga 5 – Betavärde.

²⁴ Sid 62-63, Hansson S.: *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*, 2001.

²⁵ Sid 62, Hansson S.: *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*, 2001.

²⁶ Sid 280ff, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.

²⁷ Cosh A. Hughes A.: *Managerial Discretion and Takeover Performance*, University of Cambridge 2001.



avkastning”²⁸ kommer endast företag som har genomgått en förändring innan 2000-12-31 att undersökas, då vi med långsiktig avkastning avser tidsperioder som är längre än ett år. Synergieffekter av strukturomvandlingar brukar ta en tid innan de får någon effekt på ett företags lönsamhet. Hur denna effekt uttrycks d.v.s. om den är positiv eller negativ för företagets ägare är i ett initialt läge svårt att säga. Efter att ha sökt i artikelarkivet hos AffärsData fann vi en mängd artiklar som talar om att exempelvis en fusion brukar ge synergieffekter inom tre år.²⁹ De företags aktier vi undersöker ska jämföras med ett index för att se om aktierna (efter riskjustering) har presterat på ett annat sätt än index. Då vi anser att perioden närmast förändringen är starkt influerad av olika rykten, som skapar ett allt för stor fluktuation på aktiekursen, mäter vi inte den sex månadersperiod som finns före eller efter den av oss betraktade förändringen. Med hänsyn till detta avser vi att undersöka ett treårs intervall efter det att sex månader har gått, i den mån detta är möjligt. Varför vi inte ser till en längre period beror på att desto längre tid som går efter förändringen desto mer påverkas företagets aktiekurs av andra faktorer. Motsatsen gäller för förändringens effekter, d.v.s. desto längre tid efter förändringen desto mindre betydelse har förändringen för aktiekursen.

För att kunna få en någorlunda rättvisande bild av eventuella effekter mäter vi företagets prestation gentemot index analogt på båda sidor om förändringen. Detta betyder följaktligen att vi, då det är möjligt, mäter en tidsperiod bestående av sju år, då de tolv månaderna i mitten (sex månader före och sex månader efter förändringen) är borttaget på grund av osäkra data som baserats på spekulationer om förändringen ska genomföras eller inte och dess eventuella effekter. För att kunna göra informationen jämförbar indexerar vi om aktiekursen och indexet för att kunna få en bas på 100 vid början av varje mätperiod.

2.3.3 Index

Det index vi ska jämför kurserna med ska helst vara ett oviktat och utdelningarna ska återinvesteras. Detta på grund av att vår undersökning syftar att vara användbart på alla

²⁸ Se avsnitt 1.1 Bakgrund.

²⁹ Se t.ex. Nyhetsbyrån Direkt: *Nordea: Synergieffekter om minst 310 MLN Euro inom 3 år*, 2001-02-21 eller Nyhetsbyrån Direkt: *Castellum/Diligentia: Synergieffekter 100 MKR/år inom 3 år*, 2000-01-18.



företag med god likviditet oavsett storlek.³⁰ Förklaringen till varför utdelningarna ska återinvesteras är att utdelningen påverkar aktieägarevärdet positivt och därför bör den även vara med i vårt index.³¹ Problemet är att det inte finns något sådant index.³² Vi väljer därför att använda oss av ett oviktat index och inte ta med företagens utdelningar så länge de har en årlig utdelning, under flera år (tre år), som inte överstiger de tre procent av aktiepriset då högre anses som onormalt.³³ Skulle det vara något företag som har en högre utdelning så adderas den delen som överstiger tre procent på avkastningen. Det index vi använder är SIX Total Index³⁴ mellan 1992-12-30 och 2002-11-29. Perioden innan är vi tvungna att välja något annat index då SIX Total index inte sträcker sig längre tillbaka. Findatas Fri-index³⁵ använder vi istället fram till 1992-12-30 som beräknas på liknande sätt som SIX Total Index.

2.3.4 Urval

De företag som ska undersökas styrs av de strategier som ska granskas. Eftersom kurserna ska vara en god approximation av företagets värde, för att studien ska kunna vara användbar, väljer vi bort företag som har dålig likviditet.³⁶ På grund av att likviditeten har betydelse kommer endast företag som är noterade på A- eller O-listan att finnas med vid vårt urval. Tillika måste förändringen vara av så stor karaktär att den påverkar företaget. Vi har bedömt att förändringen ska motsvara minst tio procent av omsättningen för det undersökta företaget. Detta anser vi ge en tillräcklig stor förändring på det i processen aktiva företaget för att de skall kunna vara med i vår studie. Det uppköpta företaget ska ha en storlek som motsvarar minst tio procent av det uppköpande företagens omsättning samt att vid en avknoppning ska avyttringen motsvara tio procent. Som en logisk följd av detta ska de fusionerade företagen ha ett förhållande som inte är större än tio till ett.

Vårt urval kommer att begränsas till fem företag för varje strategi, i den mån det är möjligt. Detta på grund av att informationsmängden som krävs för varje företag är stor

³⁰ Se Bilaga 6 - Marknadens likviditet.

³¹ <http://www.finansportalen.se/finanslexicon.htm>, 2003-01-02.

³² Affärsvärlden 24: *Jämför med rätt index*, 1998-09-30.

³³ Affärsvärlden 24: *Aktieindikatorn: Krympande utdelningar*, 2000-05-24.

³⁴ <http://www.six.se/publicweb/products/allindex.jsp>, 2003-01-02.

³⁵ Affärsvärlden 24: *Jämför med rätt index*, 1998-09-30.

³⁶ Se Bilaga 6 - Marknadens likviditet.



och tidskrävande att bearbeta. På grund av nämnda urvalskriterier har vi minskat urvalspopulationen drastiskt. Av dessa har vi slumpmässigt valt ut företag som ska ingå i studien. De företag som ska undersökas för respektive strategi återfinns i Bilaga 1 – Fakta om undersökta företag, med en kortare företagsbeskrivning.

2.3.5 Informationsbehov

För att tillfredsställa det informationsbehov som föreligger i vår studie kommer en mängd sekundärdata att användas. Primärdata kommer vi inte att använda oss av eftersom den data som ska behandlas är möjlig att inhämta utan att göra intervjuer. Sekundärdata såsom forskningsrapporter (i form av uppsatser och avhandlingar) som har gjorts på enstaka strategier för att öka aktieägarvärdet samt liknande problem kommer att granskas. Dessa kommer att ligga till grund för vårt arbete att knyta samman alla strategierna. Artiklar samt litteratur inom ämnet kommer att vara andra sekundärdata som är av stor vikt och som kommer att användas under arbetets gång. Artiklar kommer vi att söka efter i Göteborgs Universitetsbiblioteks databaser³⁷ såsom t.ex. ABI/Inform Global och AffärsData. Den viktigaste sekundärdata som vi kommer att använda oss av är stängningskurser för olika aktier. Stängningskurser kommer att insamlas genom SIX Trust³⁸ och Reuters First³⁹ och kompletteras vid behov med information från Stockholmsbörsen⁴⁰.

2.3.6 Undersökningens utformning

Utförande I

Eftersom det största problemet med betavärden som beräknas för enskilda aktier är att de varierar kraftigt över tiden, behövs det ett tillvägagångssätt som minskar dessa effekter.⁴¹ Vi försöker att minimera den negativa effekt det föränderliga företaget ger på resultatet genom att använda oss av ett betavärde som växlar månadsvis (multipla betavärden). Analytiker menar att ett beta på 48 månader är det lämpliga, medan vissa

³⁷ <http://www.ub.gu.se>, 2002-10-10 till 2003-01-08.

³⁸ SIX Trust hos Ekonomiska biblioteket på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

³⁹ Reuters First 2.0 hos Börsggruppen på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

⁴⁰ <http://www.stockholmsborsen.se>, 2002-11-19 till 2003-01-02.

⁴¹ Affärsvärlden 24: *Fakta: Betavärde*, 1998-02-25.



undersökningar väljer ett beta baserat enbart på 52 veckor.⁴² Ett 48 månaders beta anses inte vara optimal av de som använder 52 veckors beta eftersom betavärdet inte ändras i samma takt som företagets risk. Förespråkarna av 48 månaders hävdar däremot att ett 52 veckors beta ändras för mycket vid en tillfällig förändring i företaget.⁴³ Det betavärde vi kommer att använda är baserat på 24 månader och uppdateras varje månad. Att vi inte väljer att uppdatera betavärdet varje dag beror på att det i de dagliga betavärdena finns en hel del kurspåverkande störningar som t.ex. spekulations effekter. Dessa hoppas vi kunna minimera genom att ha samma betavärde i månadsintervall. Förändringar av det slag vi avser undersöka har ofta en period på upp till tre år innan den har någon effekt.⁴⁴ Vårt beta på 24 månader är en kompromiss av 52 veckors beta och den treåriga perioden det oftast tar innan synergieffekter uppstår.

För att ta reda på om en verklig skillnad finnes mellan företagets betajusterade kurs samt marknadsindexet kan ett signifikanstest genomföras. Ett signifikanstest vad gäller den möjliga differens som kan uppkomma mellan de båda framräknade kurserna skulle i vårt fall kännas relevant. Ett signifikanstest med multipla betavariabler är dock inte till någon större nytta. Ska ett signifikanstest utföras på denna undersökning måste ett signifikanstest göras varje gång vi använder ett nytt betavärde (d.v.s. varje ny månad).⁴⁵ Detta innebär 36 stycken⁴⁶ signifikanstest för varje period per företag (totalt cirka 940 stycken⁴⁷). Problemet är inte att göra dessa, utan snarare att tolka de 36 testen som avser varje månad då aktieägarvärde syftar till en längre period än en månad.⁴⁸ Visar testet på att signifikant skillnad finns för en månad men att det för en annan månad inte gör det är det omöjligt att tolka resultatet. Med detta som underlag väljer vi därför att inte göra något signifikanstest på beräkningarna med multipla betavärden.

Utförande II

⁴² Affärsvärlden 24: *Fakta: Betavärde*, 1998-02-25.

⁴³ Affärsvärlden 24: *Fakta: Betavärde*, 1998-02-25.

⁴⁴ Se t.ex. Nyhetsbyrån Direkt: *Nordea: Synergieffekter om minst 310 MLN Euro inom 3 år*, 2001-02-21 eller Nyhetsbyrån Direkt: *Castellum/Diligentia: Synergieffekter 100 MKR/år inom 3 år*, 2000-01-18.

⁴⁵ Flood, L., Professor i statistik Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 2002-12-20.

⁴⁶ $12 * 3 = 36$.

⁴⁷ $((12 * 3) * 2) * 13 = 936$

⁴⁸ Se avsnitt 1.1 Bakgrund.



Vi använder oss här av fasta betavärden för varje berörd period. Vi fastställer betavärdet genom att beräkna ett betavärde för hela den period som ska granskas. I vår undersökning kommer det i de flesta fall att innebära ett betavärde som är beräknat på tre år och som används under hela perioden. D.v.s. två betavärden kommer att beräknas, ett för perioden före förändringen och ett efter förändringen.

På grund av att betavärdet är konstant för varje period kan även signifikanstest för varje berörd period göras. Vi kommer dock inte ha en lika hög validitet i beräkningarna av betavärdet eftersom risken i detta fall anses vara konstant, vilket ofta inte överensstämmer med verkligheten.⁴⁹

Med hjälp av bägge utföranden hoppas vi kunna få fram ett bra och så korrekt resultat som möjlig. För att erhålla ännu mer fakta att analysera väljer vi slumpmässigt ut ett företag och genomför ett Cusum test på detta. Ordet Cusum står för ”Cumulative Sum” vilket betyder, på varandra adderade summor och är namnet på ett inom statistik användbart test för variabelstabilitet.⁵⁰ Att kunna mäta variabelstabilitet kan vara en viktig del i flera undersökningar. Mätningar ger svar om det är möjligt att en population av objekt håller sig innanför ramarna för vad som kan anses vara korrekt. Exempelvis kan ett företag som producerar skruvar stickprovsmäta och med hjälp av ett Cusum test undersöka om måtten på de olika enheterna som produceras håller sig inom tolererbara gränser.⁵¹

Det är även fullt möjligt att med detta test undersöka ifall en variabel kan anses vara stabil under en tidsperiod eller om variabeln kan anses variera i den grad att variabeln med största sannolikhet har ändrats under perioden.⁵² Detta är det vi kommer att avse i vår användning av Cusum testet. Vi kommer att testa ett beräknat betavärde för två perioder, perioden innan samt efter vårt förändringsdatum, för ett utvalt företag, och analysera om det är statistiskt möjligt att använda sig av dessa betavärden eller om multipla värden bör användas på detta företag. Detta ger oss underlag att antingen

⁴⁹ Flood, L., Professor i statistik Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 2002-12-20.

⁵⁰ Sid 9, Hawkins D. & Olwell D.: *Cumulative Sum Charts and Charting for Quality Improvement*, 1998.

⁵¹ Sid 7, Hawkins D. & Olwell D.: *Cumulative Sum Charts and Charting for Quality Improvement*, 1998.

⁵² Flood, L., Professor i statistik Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 2002-12-20.



förkasta förslaget på att ett enkelt betavärde är möjligt över en längre tidsperiod, i vårt fall tre år, eller att förslaget är fullt möjligt med hänsyn på statistisk teori.

2.4 Validitet

En undersökning av hög validitet innebär att undersökningen verkligen mäter det den är avsedd att mäta.⁵³ Mätmetoden måste stå emot systematiska fel för att validiteten skall vara hög.

I vårt fall innebär det att de aktiekurser samt utdelningar vi använder måste vara av högsta kvalitet. Vi har hämtat våra från Reuters First⁵⁴ och SIX Trust⁵⁵. Dessa uppgifter anser vi vara av högsta validitet och vi anser att just de passar bäst för vårt syfte. Däremot finns det ett stort antal faktorer som orsakar ett brus i våra beräkningar. Detta eftersom aktiekurserna även påverkas av andra faktorer än de som vi vill isolera. Vi försöker att i möjligaste mån minimera dessa störningar, men vi kan inte med säkerhet säga att de är helt uttraderade vilket påverkar validiteten negativt.

2.5 Reliabilitet

Reliabilitet avser hur tillförlitlig undersökningen är. Om undersökningen kan göras igen av andra personer och ge samma resultat har undersökningen hög reliabilitet.⁵⁶

Eftersom vår undersökning enbart består av sekundärdata, samt att en stor del av dessa sekundärdata är börskurser så anser vi att undersökningen kan sägas ha en hög reliabilitet. Det som kan tänkas sänka reliabiliteten är om ytterligare en undersökning på samma företag över samma tidsperiod skulle göras men att ett annat resultat skulle nås på grund av vilken tidshorisont som används vid beräkning av betavärde. Vi vill dock klargöra att ett resultat under en annan tidsrymd eller med andra företag ska ge ett annat resultat. Om en undersökning genomförs där, likt oss, vissa slumpmässiga urval görs är det fullt möjligt att vissa företag som finns med i studien kommer att vara olika de företag vi har med i vår. Detta skulle naturligtvis innebära andra resultat.

⁵³ Sid 304, Lekvall P. & Wahlbin C.: *Information för marknadsföringsbeslut*, 2001.

⁵⁴ Reuters First 2.0 hos Börsguppen på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

⁵⁵ SIX Trust hos Ekonomiska biblioteket på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

⁵⁶ Sid 306, Lekvall P. & Wahlbin C.: *Information för marknadsföringsbeslut*, 2001.



Dessutom kan vi inte vara hundra procentigt säkra på att alla genomförda beräkningar är korrekta. Dessa två faktorer är något som till viss del drar ner reliabiliteten.

2.6 Källkritik

All information ska ifrågasättas. Syftet med källkritik är att bestämma om källan mäter det den utger sig för att mäta (validitet), om den är väsentlig för frågeställningen (relevans), och om den är fri från felvariationer (reliabel). För att granska källorna väljer vi att bedöma dem utifrån samtidskrav, tendenskritik och beroendekritik.⁵⁷

Eftersom de data som vi hämtat från olika databaser samt litteratur i möjligaste mån är anpassade till den tidsperiod som skall mätas, anser vi att datan både har en hög validitet och reliabilitet samt bra samtidskrav. Vi vill dock påpeka att de artiklar som används i vissa fall kanske inte uppnår den höga sanningshalt som den vetenskapligt styrkta litteraturen gör.

Eftersom vi inte har med några intervjuer så kan vi helt och hållet ta bort den störande faktor som skulle tillkomma i en intervjusituation. Vi har därför ingen tendenskritik⁵⁸ att ta hänsyn till men väljer dock att behandla våra sekundärdata med försiktighet och endast använda den vi anser är relevant och har en hög sanningshalt.

Beroendekritiken avser även den i första hand intervjuer och om dem som intervjuas är beroende av varandra. Det skulle kunna vara så att en del av de artiklar vi använder är skrivna av någon som är beroende av vad någon annan har skrivit. Effekterna av ett sådant beroende anser vi vara av mindre betydelse och ej så troligt då många av de artiklar vi har använt oss av är hämtade från ansedda informationskanaler.

⁵⁷ Sid 78ff, Wiederheim-Paul F. & Eriksson L-T.: *Att utreda, forska och rapportera*, 2001.

⁵⁸ Behandlar om intervjupersonen har lämnat korrekta uppgifter, eller om de exempelvis på grund av lojalitet mot ett företag lämnat felaktiga uppgifter.



3. TEORETISK REFERENSRAM

I detta kapitel kommer den teori som ligger till grund för vårt arbete att presenteras. Avslutningsvis kommer teorin att knytas samman för att tydliggöra dess påverkan på vår undersökning.

3.1 Strategier för att skapa aktieägarvärde

3.1.1 Sammanslagning

En sammanslagning refererar till en absorption av ett företag med ett annat. Efter en sammanslagning upphör målbolaget att existera som en separat enhet. I vissa fall behåller det i processen aktiva företaget sitt namn medan det i andra fall skapas helt nya organisationer och företagsnamn.⁵⁹

Sammanslagningar kan ske genom både uppköp samt fusionsförfarande. Vilket företagen väljer beror på hur företagen agerar innan sammanslagningen. Förs diskussioner på ett sådant sätt att bådas intressen tas till vara, med detta menas bl.a. att ett köpande företag inte får fria händer att göra vad som helst med det uppköpta företagets organisation, skulle man även kunna kalla uppköp för en sorts fusion.⁶⁰

Det finns tre olika typer av sammanslagningar.

- Vertikal sammanslagning

Företaget förändrar sin position i förädlingskedjan, antingen närmare råvarukällan eller närmare konsumentmarknaden.⁶¹

- Horisontell sammanslagning

Detta innebär att företag som arbetar inom samma område går samman till ett företag. Dessa företag växer därigenom på bredden och kan därefter ofta erbjuda

⁵⁹ Sid 769, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.

⁶⁰ Sid 4-5, Weston F., Chung K. & Juan S.: *Takeovers, restructuring and corporate governance*, 1990.

⁶¹ Sid 5-6, Weston F., Chung K. & Juan S.: *Takeovers, restructuring and corporate governance*, 1990.



fler produkter och eller tjänster samt att företaget förhoppningsvis erhåller större kompetens och kanske ett större geografiskt område.⁶²

- Diversifierad sammanslagning

Diversifierade sammanslagningar innebär att företag i olika branscher eller produktområden slås ihop till ett och samma företag. Detta görs främst av företag där riskspridning genom diversifiering av verksamheten efterfrågas.⁶³ Uttrycket diversifiering tas upp som en separat rubrik senare i uppsatsen.

3.1.1.1 Uppköp

Varför ett företag köper upp ett annat företag kan ha många bakomliggande orsaker. Företagen vill genom företagsförvärv i många fall vill uppnå olika typer av synergieffekter.⁶⁴ Dessa effekter behandlas vid ett senare tillfälle. Andra anledningar kan vara marknadsandelsberoende. Företaget ifråga vill öka sin marknadsandel genom ett företagsförvärv eller motverka att en konkurrent lyckas med köpet och därigenom expanderar.

Det finns två klara uppdelningar vad gäller uppköp, med avseende på dess förfarande.

- Fientligt bud

Detta uttryck är en översättning av det engelska uttrycket *Hostile takeover* och innebär att förslaget att köpa upp målbolaget inte är förankrat i målbolagets styrelse.

- Vänligt bud

Begreppet *Friendly takeover* har här översatts till vänligt bud. Med detta menas att köpet är sanktionerat av målbolagets styrelse och aktieägare. Ett vänligt bud har mer gemensamt med sammanslagningsformen fusion än vad ett fientliga bud har.

⁶² Sid 5, Weston F., Chung K. & Juan S.: *Takeovers, restructuring and corporate governance*, 1990.

⁶³ Sid 12, Jungerhem S.: *Banker i fusion*, 1992.

⁶⁴ Sid 229-231, Landeluis, A. & Treffner, J.: *Fokusera på aktieägarvärdet!*, 1998.



3.1.1.2 Fusion

Fusion är ett svårdefinierat begrepp om hänsyn tas till finansartiklar i ämnet. Där figurerar ordet fusion vare sig det handlar om uppköp eller inte. En vanlig definition av en fusion är att två eller flera företag går samman till ett. Detta är en relativt diffus definition och skulle i princip kunna användas på de flesta uppköp. Ett fusionsförfarande är dock alltid på alla inblandade företags villkor och kan därigenom skilja sig stort mot exempelvis fientliga köp. Ägarförhållandena i det nya företaget blir antingen lika ett av de sammangående företagen eller också får den nya organisationen en helt ny ägarstruktur. Vi väljer att behandla fusion i den bemärkelsen att en helt nytt företag bildas. Dessutom skall styrelsen för det nya företaget inneha medlemmar hämtade från alla i fusionen inblandade företag.⁶⁵ Denna definition är något snävare än den tidigare nämnda, och skapar en tydligare gräns mellan uppköp och fusion.

3.1.2 Fokusering

Företag vill av naturliga skäl generera vinst i sin verksamhet. Att sälja av affärsenheter som inte passar in i företaget och inte heller genererar önskvärd vinst är vanligt. I vissa fall strukturerar företag upp organisationen runt en kärnverksamhet. De verksamheter som inte direkt har koppling till denna sitter ofta lösare fast i organisationen och kommer därför i första hand vad gäller rationaliseringar i fokuseringssyfte. Att hitta de delar i sin verksamhet som har störst utvecklingspotential och sedan fokusera på dessa är en vanlig strategi.⁶⁶

3.1.2.1 Avknoppning

Fokusering kan innefatta flera olika scenarion. Det kan handla om direkta avknoppningar från företaget ifråga eller andra typer av rationaliserande försäljningar. Avknoppningar innebär att en enhet bryts loss från det egentliga företaget och bildar ett eget företag. Detta nya företag brukar oftast ingå i moderbolagets koncern.⁶⁷ Avknoppningar ingår i det material vi kommer att undersöka. Däremot är den typen av fokusering vi kommer att behandla knuten till fokusering relaterad till all typ av företagsenhetsförsäljning. Det är fullt möjligt att den fokusering som skapas genom

⁶⁵ Sid 769, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.

⁶⁶ Finanstidningen: *Renodling att vänta i Hexagon*, 1999-07-22

⁶⁷ Sid 96, Hansson S.: *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*, 2001.



försäljning av enheter skapar en högre vinst per aktie för företaget. Om detta dessutom ger positiva effekter för aktieägarna är inte lika säkert. Forskning på området visar att det inte alltid finns en positiv korrelation mellan dessa båda variablerna.⁶⁸

3.1.3 Synergieffekter

Synergieffekter är ofta en avgörande orsak till olika typer av sammanslagningar. Företagen vill genom en sammanslagning antingen öka intäkterna eller möjliggöra besparingsåtgärder. Normalt kan två sorters synergier identifieras, nämligen den kostnadsbesparande samt den intäktsgenererande synergieffekten.

- Kostnadsbesparande

Ett typexempel på synergieffekter på kostnadssidan hos målbolaget är förflyttning av administrativa enheter samt av huvudkontor. Hos det köpande bolaget kan det vara reduktion av den egna säljarkåren samt reduktion av eget utvecklingsarbete. Detta är synergieffekter som oftast tas upp i samband med fusioner i läkemedelsbranschen där en stor del av kostnaderna utgörs av säljkåren samt utvecklingsenheter.⁶⁹

- Intäktsgenerering

Denna synergieffekt anses vara svårare att beräkna. Den beror helt och hållet på vilken effekt som företagsförvärvet eller fusionen kommer att få på försäljningstillväxten. Det finns en mycket att tänka på när en sådan försäljningstillväxt skall prognostiseras. Reaktionen från konkurrenter samt från olika myndigheter, exempelvis konkurrensmyndigheter, kan komma att få stor betydelse. Dessutom kan tillväxtprognosen störas av de berörda företagens eventuella gemensamma kunder.⁷⁰

Svårigheter med synergieffekter brukar vara att företagen brukar ha en tendens att överskatta antal områden med positiva synergieffekter samt dess värde.⁷¹ Av många

⁶⁸ Sid 43-44, Landelius A. Treffner J.: *Fokusera på aktieägarvärdet!*, 1998.

⁶⁹ Sid 229-232, Landelius A. Treffner J.: *Fokusera på aktieägarvärdet!*, 1998.

⁷⁰ Sid 229-232, Landelius A. Treffner J.: *Fokusera på aktieägarvärdet!*, 1998.

⁷¹ Sid 229-232, Landelius A. Treffner J.: *Fokusera på aktieägarvärdet!*, 1998.



företag anses kulturkrockar vara ett stort problem vid sammanslagningar.⁷² När två organisationer möts uppstår ofta kulturella konflikter vad gäller att integrera organisationerna. Detta tar tid och kraft från företagen som blir tvungna att i allt för hög grad koncentrera sig på interna frågor. Andra negativa effekter kan vara den arbetslöshet som kan uppstå på grund av möjliga rationaliseringar. Detta kan vara en god idé ur ett kortsiktigt rent ekonomiskt perspektiv men kan skapa en dålig atmosfär i företaget vilket kan ge negativa effekter på längre sikt.⁷³

3.1.4 Diversifiering

Begreppet risk härstammar från grekiskans *rhiza*, klippa, med betydelsen: den potentiella fara som är förknippad med beslutet att segla runt en klippa.⁷⁴ Med andra ord handlar risk om den möjliga faran i de konsekvenser som följer ett visst beslut eller val, som väntar runt hörnet av ett avgörande. Diversifiering handlar om att sprida/omfördela risker. Diversifiering är att investera i mer än en tillgång, där tillgångarna inte rör sig proportionellt i samma riktning vid samma tidpunkt med varandra.⁷⁵ Med andra ord innebär det att den totala risken har reducerats då summan av risken för (de två eller fler) tillgångarna är mindre än de två riskerna isolerat. Om en aktieägare är intresserad av att diversifiera är det lättare och billigare om han gör detta själv än om företaget ska diversifiera genom t.ex. en diversifierad sammanslagning (fusion eller uppköp).⁷⁶ Det är med andra ord inte företaget utan investerarens uppgift att avgöra om diversifiering ska göras.

3.2 Signalteori

På den finansiella marknaden är det information som skulle kunna kallas hårdvaluta. Att kunna anskaffa riktig och relevant information i rätt tid kan vara en avgörande faktor för att kunna fatta rätt beslut vid handel av aktier. Ofta har dock aktörerna på marknaden olika informationstillgång. Signalteorin tar sin utgångspunkt i att det råder informationsobalans mellan en företagsledning och marknaden. Då ett företag ska genomföra en förändring innebär detta att information angående densamma kommer att

⁷² Svenska Dagbladet: *Fusionsfebern gynnar aktieägarna mest*, 1999-04-03.

⁷³ Svenska Dagbladet: *Fusionsfebern gynnar aktieägarna mest*, 1999-04-03.

⁷⁴ Sid 20, Option nr 1, 2002.

⁷⁵ Sid 118, Pinches GE.: *Essential of Financial Management*, 1996.

⁷⁶ Sid 643, Brealey, Myers & Marcus: *Fundamentals of corporate finance*, 2001.



meddelas till marknaden. Hur denna information tas emot kan variera och det är detta som bl.a. behandlas i signalteorin.

Signalteorin menar att det är handlingarna som är det viktigaste på marknaden. Företagsledningars handlande ses ofta som en starkare indikation på hur framtiden kommer att se ut än dess uttalanden. Marknaden bedömer naturligtvis företag efter de resultatrapporter som de enligt lag måste offentliggöra, men för att öka den beslutsföreliggande informationsmängden tolkas och analyseras även de signaler ett företag sänder ut genom sitt handlande. En stor orsak till detta är att företag av skilda anledningar i olika situationer väljer att vara restriktiv i sina offentliggöranden vad gäller företaget och dess framtid. Investerare försöker därför tolka informationen från de beslut som de kan observera att företaget ifråga tar. Det kan röra sig om allt från företagets utdelningspolitik, förvärv och företagets egna aktieinnehav till exempelvis nyemission och aktiesplit. Detta sänder då ut olika signaler till den mindre informerade marknaden. Om aktiemarknaden är effektiv då det gäller att tolka information så borde aktiepriset omedelbart justeras på ett objektivt sätt och återspegla det sanna värdet av den nya informationen.⁷⁷

3.3 Effektiva marknadshypotesen

En effektiv aktiemarknad brukar definieras såsom en marknad där den ”förväntade avvikelser, mellan aktiens verkliga avkastning och den avkastning marknaden väntar sig med den tillgängliga informationen, är noll”.⁷⁸ Om vi istället uttrycker samma definition som tidigare, men ur en investerares perspektiv, brukar beskrivningar såsom denna användas: ”eftersom all information simultant med att den blir offentlig även genast reflekteras i priset borde investerare endast kunna förvänta sig en normal avkastning”.⁷⁹ Medvetenhet hos investerare om nyligen offentlig information borde därigenom inte ge investerare ett gynnsammare läge. Detta eftersom priset hinner

⁷⁷ Ikenberry, Lakonishok och Vermaelen: *Market underreaction to open market share repurchases*, 1994.

⁷⁸ Ikenberry, Lakonishok och Vermaelen: *Market underreaction to open market share repurchases*, 1994.

⁷⁹ Sid 335, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.



justera sig innan investeraren hinner handla utifrån sin nyvunna information.⁸⁰ Detta kallas för den effektiva marknadshypotesen eller kort och gott för EMH.

3.3.1 Olika typer av marknadseffektivitet

I verkligheten finns det viss information som påverkar priserna snabbare än annan information och därför brukar de empiriska undersökningarna klassificera i tre olika grupper. Dessa är tester av den svaga, den halvstarka samt den starka formen av den effektiva marknadshypotesen. I tester utav den svaga formen så är det endast historisk information om aktiekurser som beaktas. I den halvstarka formen tas all allmänt tillgänglig information upp, exempelvis affärstidningar och företagens rapporter. Tester i stark form försöker besvara om det finns ej publicerad information som inte är avspeglad i aktiekurserna.⁸¹

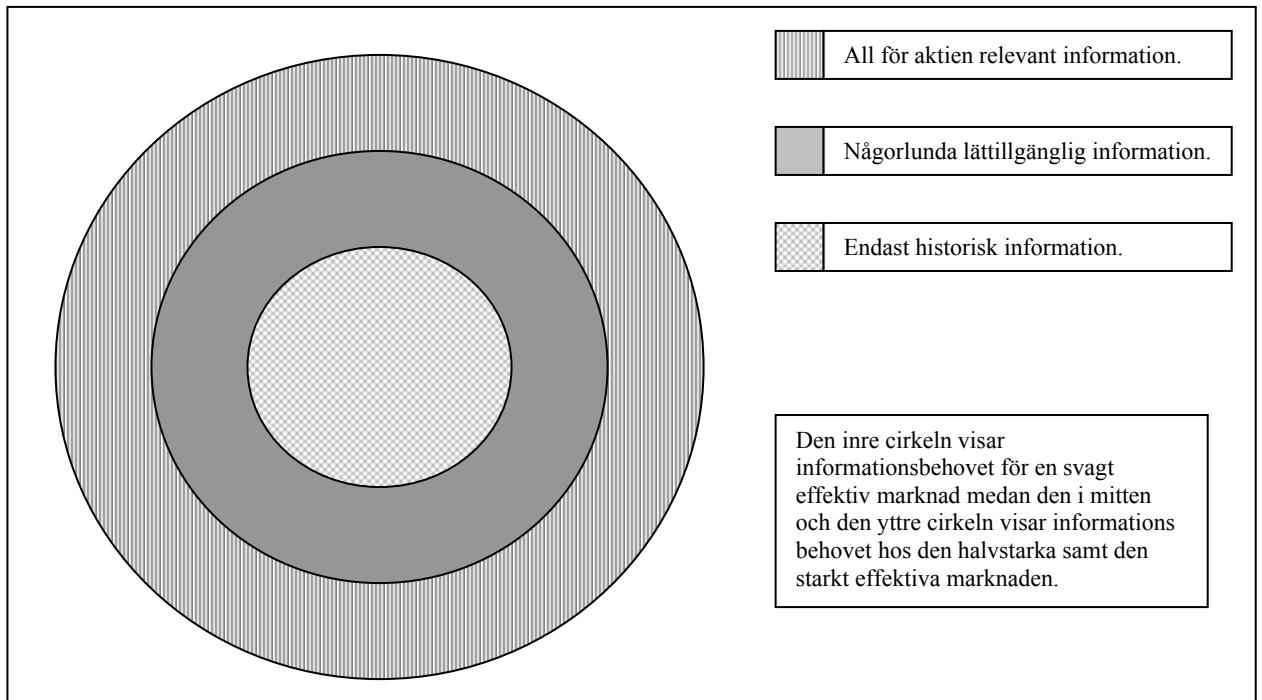
Den svaga formen av effektivitet är den svagaste typen av effektivitet som vi kan förvänta oss att finna på en kapitalmarknad eftersom det är den lättaste informationen att inhämta. Ändå så bygger hjälpmedlet teknisk analys⁸² just på att den inte stämmer, dvs. att inte ens den svagare effektiviteten stämmer överens med verkligheten. Annars hade teknisk analys med hjälp av historiska data varit helt ointressant för investerare eftersom de, om marknaden hade varit effektiv, inte skulle hinna utnyttja den historiska informationen. Informationen skulle redan finnas med i priset. Ändå finns det investerare som nästan uteslutande använder sig utav teknisk analys av historisk data när det gäller aktieplaceringar, medan andra kompletterar sina analyser med detta hjälpmedel.⁸³ De andra två typerna av effektivitet är som vi tidigare sagt den halvstarka och den starka effektiviteten. För att dessa marknader ska vara effektiva krävs att den information som finns ute på marknaden även ska vara inräknad i aktiepriset. När det gäller den starka formen så menas även att ej publicerad information skall vara inräknad i aktiepriset, exempelvis insiderinformation. Hela effektivitetsrelationen kan förklaras enligt figur 3.1.

⁸⁰ Sid 12, Claesson K.: *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, 1987.

⁸¹ Sid 15, Claesson K.: *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, 1987.

⁸² Scheffer C.: *Teknisk aktieanalys*, 2002-11-09.

⁸³ Scheffer C.: *Teknisk aktieanalys*, 2002-11-09.

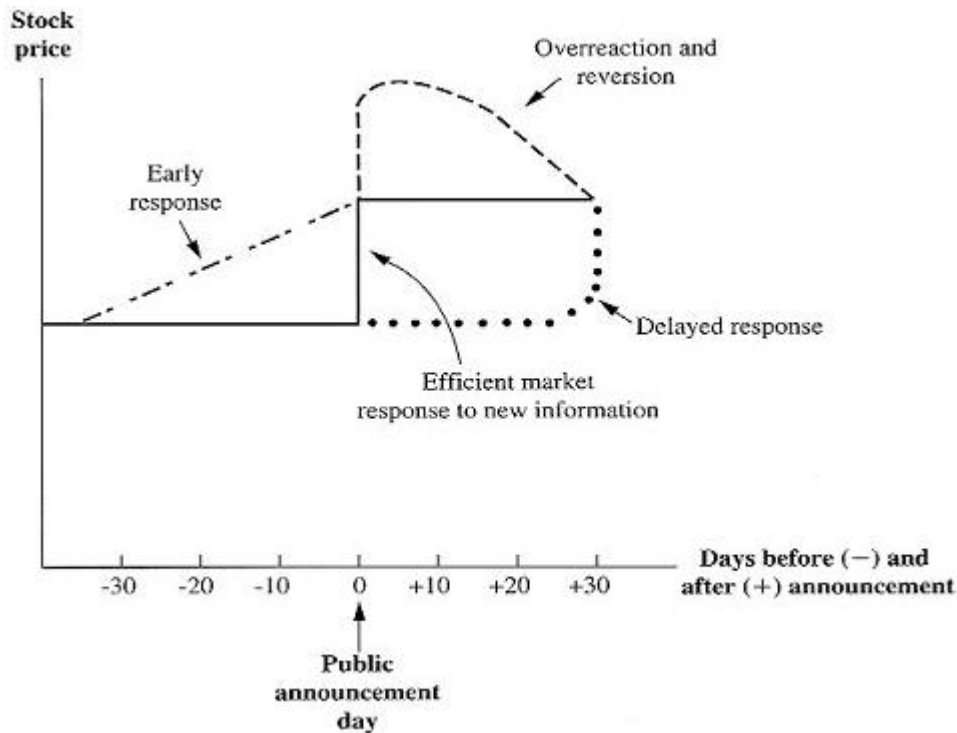


Figur 3.1: Informationsbehov för de olika typerna av marknadseffektivitet

3.3.2 Effekt ny information har vid olika marknadseffektivitet

När information kommer ut från företagen som kan påverka aktiekursen så inträffar vissa händelser beroende på om aktiemarknaden är effektiv eller inte. Om marknaden är effektiv så kommer förändringen av aktiekursen att ske simultant med offentliggörandet av informationen. I figur 3.2 visas denna förändring såsom ett kraftigt hopp uppåt ovanför ”Public announcement day” (PAD), som vi översätter med dagen för offentliggörandet.

Vad som måste belysas är att figuren ger sken av att en nyhet alltid ger en positiv förändring på en aktie. Så är naturligtvis inte fallet, men om en negativ förändring sker så gäller samma resonemang, även om den ska tolkas inverterat.



Figur 3.2: Effekt ny information har vid effektiva samt ineffektiva marknader.⁸⁴

Följande scenario kan inträffa på en ineffektiv marknad, under dagen för offentliggörandet ändras kursen ovanligt mycket, i figur 3.2 betecknat som ”overreaction”, för att därefter gå mot ett högre och stabilare läge kallat ”reversion”. Den för några år sedan så omtalade IT-bubblan kan sägas vara en typ av överreaktion på nyheter och förväntningar, vilket har lett till att IT-aktiernas värderingar under den senare tiden har lagt sig på en betydligt lägre men förhoppningsvis stabilare nivå. Andra indikationer som kan uppstå är den tidiga samt sena responsen, i figur 3.2 omnämnd som ”the Early” och ”the Delayed response”.⁸⁵

Den tidiga responsen innebär att ny information har läckt ut till aktörer en viss tid innan det egentliga offentliggörandet. Detta skapar en tidig prisförändring av aktien. Den sena responsen kan istället bero på att det tar tid innan aktörerna bearbetat informationen samt att alla aktörer inte bearbetar den lika snabbt. Detta skapar ett

⁸⁴ Sid 337, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.

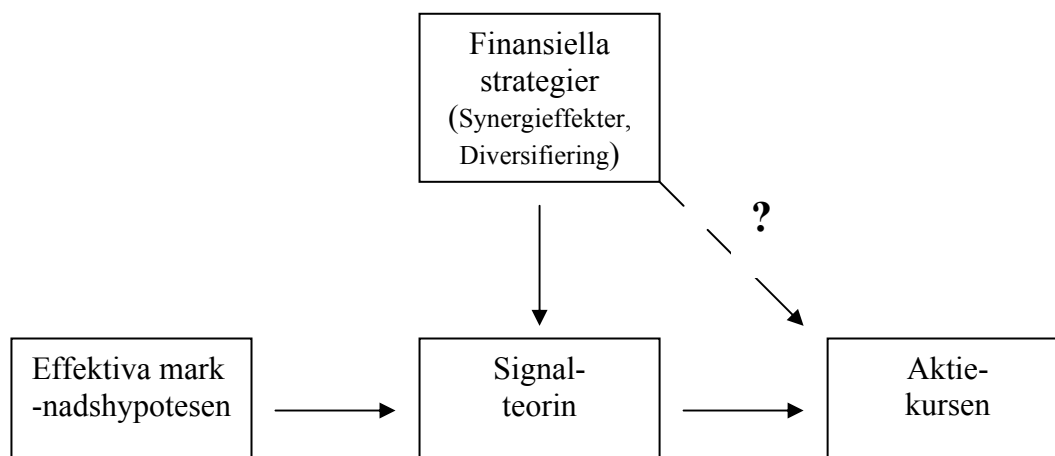
⁸⁵ Sid 337, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.



tidsgap då aktien kan sägas vara undervärderad och då finns det möjligheten för bra investeringar för snabba aktörer.⁸⁶

3.4 Teorikopplingar

För att binda ihop de olika teoriavsnitten skapar vi nedan en schematisk bild över hur de olika delarna kan sägas vara sammankopplade.



Figur 3.3: Teorikopplingar

Figur 3.3 ger en visualisering av hur den effektiva marknadshypotesen samt signalteorin påverkar aktiekursen för ett företag. Detta innefattar exempelvis den ryktesspridning som cirkulerar på marknaden och som i vissa fall starkt kan påverka en aktiekurs i en positiv eller negativ riktning. Huruvida företaget skall diversifiera sig eller inte påverkas av styrelsens val i olika situationer. Dessa kan ge en indirekt påverkan på ett företags aktiekurs. Vissa val ett företags styrelse beslutar påverkar naturligtvis även aktiekursen. Vår frågeställning behandlar om eller hur de finansiella strategierna som tidigare tagits upp påverkar aktiekursen och därmed även aktieägarvärdet. Den streckade linjen från finansiella strategier till aktiekursen är det vi avser undersöka.

⁸⁶ Sid 336-337, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.



4. Analys

I analysen kommer de resultat vi beräknat från den historiska datan att analyseras. Vi kommer för varje företag, som omfattas av undersökningen, kategorisera resultaten som antingen positiva eller negativa för aktieägarna, förutsatt att samstämmiga resultat erhållits. Vi kommer även att testa om informationen, som analysen bygger på, har statistiskt underlag. Därefter återges studiens resultat i sin helhet.

All information i analysen hämtas från Bilaga 2 - Presentation av resultat, om inget annat anges. De olika diagrammen vi analyserar är framtagna med hjälp av två olika beräkningar av betavärdet, multipla respektive konstanta betavärden.

4.1 Avknoppningar

I detta avsnitt behandlas de företag som har fokuserat på sin verksamhet genom att t.ex. sälja enheter.

Bure

I Bures fall görs ett försök att renodla verksamheten genom att sälja Malmöhus Invest till Industrifonden. Med renodling menas här att främst satsa på att vara riskkapitalbolag åt hälso- sjukvård samt infomedial.⁸⁷

Denna renodling, har när vi konsulterar vårt material i bilagan, inte gett någon inverkan på aktien i positiv riktning när den jämförs med index. De båda fallen, d.v.s. före respektive efter förändringen, är inte samstämmiga men inga utav dem visar på en positiv tendens.

Electrolux

Försäljningen av Husqvarna Symaskiner är ett led i Electrolux renodling av koncernens struktur och skall för företaget frigöra resurser som ska ge dem expansionsmöjligheter.⁸⁸

⁸⁷ Sydsvenska Dagbladet Näringsliv: *Bure säljer Malmöhusinvest*, 1996-10-30.

⁸⁸ Nyhetsbyrån Direkt: *Electrolux: Husqvarna-försäljning led i renodling*, 1997-02-06.



Denna renodling kan ha inneburit positiva effekter för aktieägarna. Ur diagrammen kan en positiv tendens urskiljas i fallet med multipla betavärden samt att det i det andra fallet funnits klart positiva signaler strax innan slutet av det uppmätta intervallet. Denna positiva effekt ser dock ut att ha mattats. Båda visar dock ett tecken på att det genererats positiva effekter som inte fanns innan försäljningen.

NCC

Som ett led i att koncentrera sig till kärnverksamheten bygg och fastighetsutveckling sålde NCC sitt innehav i Hufvudstaden till bolaget Lundbergs.⁸⁹

Denna försäljning gav inte upphov till någon samstämmig bild huruvida förändringen har varit positiv eller negativ för aktieägarna. Båda diagrammen efter försäljningen visar att NCC utvecklats positivt gentemot index, men perioden innan förändringen uppvisar två helt olika resultat. Detta resulterar i att det är svårt att på detta sätt visa att förändringen kan ha gett någon effekt.

Trelleborg

Företaget försöker renodla sin verksamhet genom att sälja av Starckjohanns bildivision. Marknaden väntar sig synergivinster inom två år.⁹⁰

Vår undersökning visar att det har förhållit sig på det sättet som marknaden förutspådde. Diagrammen visar en bättre utveckling av bolaget efter förändringen jämfört med hur det såg ut före förändringen.

Tricorona

Tricorona sålde av Svenska Koppar. Bolaget hade under perioden innan förändringen en oerhört turbulent period. Detta stabiliserades efter förändringen, dock tog det en negativ riktning i och med våren 97. Under våren 97 uppdagades det att bolaget hittat en ny guldfyndighet. Detta ledde till en kortlivad uppgång som sedan förbyttes mot en

⁸⁹ Nyhetsbyrån Direkt, *Hufvudstaden: NCC säljer 590.860 C-aktier till Lundbergs*, 1999-03-24

⁹⁰ Nyhetsbyrån Direkt: *Trelleborg: Renodling Starckjohann, synergivinster inom 2 år*, 1999-05-31.



negativ tendens. Den negativa tendensen kan ha berott på att förväntningarna på den nya fyndigheten översteg det egentliga värdet.⁹¹ Ur grafen kan en stabil men negativ trend efter den kortlivade uppgången skönjas. Försäljningen av Svenska Koppar verkar inte ha gett någon positiv effekt för aktieägarna ur ett längre perspektiv.

4.2 Fusion

I detta avsnitt behandlas de företag som fusionerats med varandra. Detta förfarande är fortfarande i sin renaste form relativt ovanlig och det finns bara tre fusioner som uppfyller våra kriterier. Som exempel kan nämnas att Stora Enso inte uppfyllde kriterierna då Stora tidigare var ett statligt ägt företag och därmed kunde inte tillräcklig kursinformation erhållas samt att Merita Nordbanken inte heller kvalificerar sig på grund av att Nordbanken under perioden 1992-08-26 till 1995-11-02 inte var börsnoterat.⁹²

Astra Zeneca

Astras fusion med Zeneca var ett försök att uppnå det som alla fusioner vill uppnå, nämligen betydande synergieffekter. Analytiker antog att betydande synergieffekter skulle uppnås inom produktområdena hjärt- och kärl, samt andningsvägar och smärtlindring. Där har bolagen produkter som kompletterar varandra och som i stort sett marknadsförs till samma kunder.⁹³ Vi analyserar nedan Astras aktieägares eventuella vinning eller förlust på affären.

Vi kan av diagrammen utläsa en klar skillnad mellan Astras utveckling innan förändringen samt Astra Zenecas utveckling efter densamma. Förändringen visar en positiv tendens och vi kan anta att aktieägarna kan se på fusionen såsom ett lyckat projekt. Dock kan det påpekas att det fallet med multipla betavärden får en onormalt hög riskjusterad avkastning som inte antas överensstämma helt med verkligheten. Om dessa abnorma värden tagits bort hade diagrammet dock ändå påvisat en tendens av det positiva slaget.

⁹¹ Svenska Dagbladet Näringsliv: *Nya upptäckter av guld ger Tricorona fler brott*, 1997-03-12.

⁹² Sid 101, Affärsvärlden nr 45, 1995.

⁹³ Nyhetsbyrån Direkt: *Astra: Speciellt starka synergier inom tre områden*, 1999-04-06.



Autoliv/Morton

Företaget Autoliv vill stärka de svenska fabrikerna och utvecklingsavdelningarna efter fusionen. Sammanslagningen mellan Autoliv och Morton är ett försök att förbättra företagets resultat. Autoliv skall dra ner antalet producerade komponenter till färre enheter och samtidigt dra upp volymen och vinna stordriftsfördelar.⁹⁴

Detta är något som företaget enligt vår studie inte har lyckats med. De önskade stordriftsfördelar har inte haft den önskade effekten på aktiekursens utveckling i förhållande till marknaden. Diagrammen visar i samtliga fall på ett negativt resultat efter förändringen, vilket tyder på att denna fusion inte har varit lyckad.

M2/Wihlborg

I ett försök att stärka sina positioner på sin Öresundsbase fastighetsmarknad genomförde fastighetsbolagen M2 och Wihlborg en fusion. Analytikerna ansåg att affären var strukturellt riktig för företagen och trodde att det nya företaget kunde vinna fördelar på detta i framtiden.⁹⁵

De multipla betavärdena visar en oerhörd framgång för fusionen. Så stora skillnader kanske ska tas med en nypa salt, men det visar ändå att kursen efter förändringen varit mer stabil. I fallet med ett enkelt betavärde visar Wihlborg upp en positiv effekt emedan M2s forna aktieägare upplever en marginellt negativ effekt. Dock ser vi även här att förändringen verkar ha haft en stabiliserande effekt på kursen. Det är sålunda fullt möjligt att förändringen kan ha varit gynnsam för aktieägarna, även om graferna inte ger helt samstämmiga uppgifter.

4.3 Uppköp

I detta avsnitt behandlas de företag som expanderat sin verksamhet genom uppköp av enheter.

⁹⁴ Dagens Industri: *Autoliv startar jakt på stordriftsfördelar*, 1997-05-12.

⁹⁵ Affärsvärlden 24: *Lyckat skånskt äktenskap*, 1996-11-27.



Getinge

Getinge vill expandera och köper upp den medicintekniska koncernen Arjo i ett försök att nå betydande samordningseffekter, eftersom de båda är verksamma inom medicinteknik. Företaget värderar dessa effekter i storleksordningen 60 miljoner kronor.⁹⁶

Båda diagrammen visar på en relativt samstämmig bild. Företaget har uppenbarligen, om vi ser till våra diagram, gjort för positiva kalkyler. Studien visar att det finns starkare tendenser till att fusionen varit negativ för aktieägarna istället för positiv.

Handelsbanken

Banken stärker sin position inom fastighetsfinansiering genom ett köp av Stadshypotek.⁹⁷

Bortsett från de onormalt höga siffrorna i slutet av mätperioderna så kan det ändå konstateras att aktien uppenbarligen har gått bra, jämfört med index, efter köpet. Det kan ha funnits andra faktorer som kan ha lett till denna stora förändring, exempelvis de stora återköpen av egna aktier som tilldrog sig under april och maj månad år 2000,⁹⁸ men resultatet visar ändå att uppköpet säkerligen inte var dåligt utan tillförde aktieägarna värde.

Hexagon

Utvecklingsbolaget Hexagon räknar med att de kommer att uppnå betydande samordningsvinster genom förvärvet av Swepart. Dåvarande Hexagon VD Claes Lindqvist anser att detta kan uppnås eftersom bolagen har en gemensam struktur på kund- och marknadssidan.⁹⁹

Det är svårt att avgöra om denna förändring skapat något positivt aktieägarvärde eftersom de grafer som tagits fram skiljer sig markant åt innan förändringen. Det som

⁹⁶ Sydsvenska Dagbladet Näringsliv: *Getinge lägger bud på Arjo*, 1995-07-14.

⁹⁷ Privata affärer: *Handelsbanken är bästa aktien*, 1997-06-25.

⁹⁸ Nyhetsbyrån Direkt: *SHB: Återköp beräknas öka V/A med ca 3 % per år*. 2000-04-14.

⁹⁹ Dagens Industri: *Börs & Finans: Hexagon köper Swepart*, 1996-08-27.



dock kan läsas av från diagrammen är att kursen ser ut att bli stabilare efter förändringen på det sättet att den i princip visar en klarare indikation på att följa index, men med en negativt avvikande trend i slutet av perioden.

SEB

I ett läge då Nordbanken går samman med den finska banken Merita expanderar även SEB genom förvärv i Trygg-Hansa.¹⁰⁰

Här visar diagrammen en samstämmig bild. Bägge diagrammen visar en tydlig positiv tendens. Beslutet om förvärv i Trygg-Hansa har således varit positivt för aktieägarna ur ett längre perspektiv.

Skanska

Skanska köper byggmaterialföretaget Skåne Gripen. Med detta köp ökar Skanska sin byggmaterialverksamhet och företaget tror att köpet kommer att medföra positiva synergieffekter, främst på managementnivå.¹⁰¹

Diagrammen visar återigen tvetydiga resultat vilket leder till att vi inte på rak arm, med vår undersökning som underlag, kan fastställa om förvärvet av byggmaterialföretaget lett till ett för Skanska ökat eller minskat aktieägarvärde.

4.4 Cusum¹⁰²

Vi visar med detta test om det finns möjlighet rent statistiskt att använda oss av endast ett betavärde över våra treårsperioder för ett av företagen. Vi låter slumpen avgöra vilket av våra undersökta företag som testas. Valet föll på Electrolux.

Ett Cusum test genomfördes på perioden före samt efter Electrolux försäljning av Husqvarna. Detta test visar att vi inte kan utesluta att endast ett betavärde kan användas och därigenom styrker det vårt val att inte bara ta upp multipla betavärden utan att även ta upp ett betavärde över de behandlade perioderna för Electrolux. Då detta test är

¹⁰⁰ <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp?lank=10&lang=swe>. 2002-11-19.

¹⁰¹ Affärsvärlden 24: *Skanska visar musklerna*, 1996-06-12.

¹⁰² Se Bilaga 3 - Cusum test på Electrolux.



väldigt tidskrävande och komplext att genomföra har vi inte haft möjligheten att testa parameterstabiliteten hos alla undersökta företag.

4.5 Signifikanstest ¹⁰³

Vi visar med detta test om skillnaderna mellan de indexerade värdena (index och den betajusterade kursen) är signifikanta. Våra resultat av t-testen är samstämmiga. Vi kan i samtliga fall förkasta vår nollhypotes. Nollhypotesen i vårt fall innebär att ingen signifikant skillnad finnes mellan de berörda tidsserierna. Förkastandet medför att en signifikant skillnad finnes. Detta innebär att den betajusterade (riskjusterade) kursen inte sammanfaller med det av oss använda index. I en effektiv marknad skall en helt riskjusterad aktie enligt SML (Security Market Line) följa index.¹⁰⁴ I de företag vi har undersökt finner vi en skillnad mellan de riskjusterade kurserna och index. Skillnaden kan förklaras av tidigare nämnda faktorer såsom bolagsstorlek samt intäktsgenerering (i form av synergieffekter).¹⁰⁵ Andra förklaringar kan finnas i att stockholmsbörsen inte är en effektiv marknad,¹⁰⁶ vilket andra undersökningar har visat. Dessa undersökningar påvisar att marknadseffektiviteten är svag eller möjligtvis halvstark.¹⁰⁷

4.6 Analysens resultat

Analysen speglar ett resultat som i stor utsträckning ger en splittrad bild av förloppen. Vi identifierar ingen specifik skillnad mellan de tre strategierna vad gäller resultaten. De har i princip samma karaktär vare sig de tillhör avknoppningar, fusioner eller uppköp, vilket visas i figur 4.1.

	Negativa:	Ej samstämmiga:	Positiva:
Avknoppning:	Bure	NCC, Tricorona	Electrolux, Trelleborg
Fusion:	Autoliv/Morton		Astra Zeneca, M2/Wihlborg
Uppköp:	Getinge	Hexagon, Skanska	Handelsbanken, SEB
Totalt:	3	4	6

Figur 4.1: Sammanställning av resultat.

¹⁰³ Se Bilaga 4 - Signifikanstest.

¹⁰⁴ Sid 280ff, Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, 2001.

¹⁰⁵ Se avsnitt 2.2 Metoddiskussion.

¹⁰⁶ Se avsnitt 3.3 Effektiva marknadshypotesen.

¹⁰⁷ Se t.ex. Claesson K.: *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, 1987 eller Hansson S.: *Aktier, Optioner, Obligationer – En introduktion*, 2001.



Med detta menar vi att antalen positiva samt negativa eller icke tolkbara resultat inom varje grupp är likartade. Detta tyder på att de olika situationerna jämfört med varandra är likartat komplexa när det handlar om att prognostisera resultaten av en viss handling. Det är naturligtvis svårt att prognostisera förändringar i samhället som företagen inte är vana att förutsäga. Ett exempel på detta kan vara IT-boomen i slutet av 90-talet. De aktier som inte direkt var gynnade av denna IT hysteri fick det svårt att följa med de aktier där IT var ledstjärna. Vi hoppas dock att vårt ovägda index tagit bort vissa av dessa effekter. Andra strukturella förändringar som slår lika hårt på aktiemarknaden i stort får inget utslag i undersökningen eftersom effekter på en bransch inte påverkar ett oviktat index i samma omfattning som ett viktat index.

Svårigheter att veta hur det egna företaget påverkas av att enheter säljs av och att bolaget renodlas visas i analysavsnittet avknoppningar, då endast två av fem förändringar kan anses ha varit positiva. Detta kan naturligtvis vara en sanning med modifikation eftersom vi inte vet hur företaget hade fungerat under samma period utan att ha sålt av några enheter. Den enda informationen vi har tillgänglig är den historiska data som finns att tillgå före förändringen samt den data som kommit till efter att förändringen skett. Detta gör det svårt att mäta andra fiktiva scenarion. Att låta företag försöka bli lönsammare enbart genom att dra ner på sin verksamhet kan vara farligt, särskilt för ekonomin i stort, eftersom impulserna att expandera hämmas. Det är även ifrågasatt av analytiker om neddragningar gynnar den långsiktiga utvecklingen av företaget.¹⁰⁸ Vårt resultat kan sägas tyda på att dessa analytiker kan ha haft rätt.

Att genomföra sammanslagningar, vare sig det handlar om fusioner eller uppköp, är ofta en lång och svår process.¹⁰⁹ Det kan dröja upp till tre år innan de synergieffekter som de inblandade parterna önskar sig verkligen inträffar.¹¹⁰ Det visar sig att det handlar om hälften av företagen som kan visa upp en positiv tendens efter förändringen. Att inte alla företagsfusioner och förvärv visar upp positiva tendenser är redan tidigare fastställt ur ett globalt perspektiv.¹¹¹ Våra resultat pekar åt samma håll. Det är svårt att införliva olika företagskulturer med varandra och det är inte säkert att

¹⁰⁸ LO-tidningen: *Slimmade företag ett hinder för tillväxten*, 1998-02-06.

¹⁰⁹ Sid 640ff, Brealey, Myers & Marcus: *Fundamentals of corporate finance*, 2001.

¹¹⁰ Se avsnitt 2.3 Metodval.

¹¹¹ Svenska Dagbladet Näringsliv: *Företagsfusioner dålig affär för aktieägarna*, 1999-12-23.



de positiva synergieffekter företagen hoppas på överhuvudtaget uppkommer. Det är även en dyr process att föra samman två organisationer så att de fungerar på bästa optimala sätt.¹¹² Dessa faktorer är en förklaring till att processen inte alltid följer scenariot om att de positiva effekterna av en sammanslagning överstiger kostnaderna för densamma. I artiklar vi har undersökt, gällande sammanslagningar, har vi inte kunnat finna något som tyder på att företag vi behandlat skulle ha gjort sina förändringar för att diversifiera sin verksamhet. Det handlar uteslutande om vertikala eller horisontella sammanslagningar.¹¹³ Detta tycker vi är bra eftersom vi anser att det inte är upp till företagen att diversifiera sin verksamhet.¹¹⁴

¹¹² Sid 640ff, Brealey, Myers & Marcus: *Fundamentals of corporate finance*, 2001.

¹¹³ Se avsnitt 3.1.1 Sammanslagning.

¹¹⁴ Se avsnitt 3.1.4 Diversifiering.



5. Konklusion

I det sista kapitlet presenteras våra slutsatser från undersökningen samt ge förslag till vidare forskning. Med vår slutsats vill vi även besvara de frågor som ställs under problemformuleringen vilket ska medföra att det uppställda syftet uppfylls.

5.1 Slutsats

De olika strategierna förefaller inte skilja sig åt vad gäller utfallen i vår undersökning. I princip handlar det om att hälften av de undersökta företagen uppvisar positiva resultat i vår undersökning. Det finns även en del resultat som ej varit samstämmiga ur förklaringsynpunkt. Dessa har varken tolkats som negativa eller positiva utan kan sägas vara osäkra resultat.

Vi kan med stöd av vår undersökning säga att användandet av, de av oss belysta, strategierna inte alltid kan ses som ekonomiskt försvarbara ur ett aktieägarperspektiv eftersom de i många fall inte skapar något mervärde för aktieägarna. Vår studie visar på att en större försiktighet, hos vissa av de granskade företagen, vad gäller synergiprognoser inte skulle skada. Detta skulle i många fall gynna både företagen och aktieägarna i sin helhet.

5.2 Förslag till vidare forskning

Från början hade vi som avsikt att även undersöka företag som har förändrat sin verksamhet från att följa andra företag till att leda utvecklingen med innovation som ledstjärna. Vi insåg relativt snabbt att begreppet innovation var svårdefinierat och att en undersökning av enbart denna strategi utan problem skulle kunna resultera i en helt egen studie.



6. Källförteckning

6.1 Böcker

Alvesson M. & Sköldberg K.: *Tolkning och reflektion: vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur: Lund 1994.

Brealey, Myers & Marcus: *Fundamentals of Corporate Finance*, Third Edition, Mc Graw Hill 2001.

Copeland T. E. & Weston J. F.: *Financial Theory and Corporate Policy*, Third edition, Addison Westley 1993.

Dahmström, K.: *Från Datainsamling till rapport: att göra en statistisk undersökning*, Tredje upplagan, Studentlitteratur: Lund 2000.

Hansson S.: *Aktier, Optioner, Obligationer – En introduktion*, Nionde upplagan, Studentlitteratur: Lund 2001.

Hawkins D. & Olwell D.: *Cumulative Sum Charts and Charting for Quality Improvement*, Springer-Verlag 1998.

Johnson R. & Wichern D.: *Business Statistics - Decision making with data*, John Wiley & Sons, Inc., 1997.

Landelius A. & Treffner J.: *Att köpa företag utomlands*, Ekerlind Förlag, 1995.

Landelius A. & Treffner J.: *Fokusera på aktieägarvärdet! Värdeskapande och företagsvärdering i praktiken*, Ekerlind Förlag, 1998.

Lekvall P., Wahlbin C & Frankelius P.: *Information för marknadsföringsbeslut*, Fjärde upplagan, IHM Läromedel: Göteborg 2001.

Patel, R. & Davidson, B.: *Forskningsmetodikens grunder*, Andra upplagan, Studentlitteratur: Lund 1994.

Pinches GE, *Essentials of Financial Management*, Harper Collins, Fifth edition 1996.

Ross S., Westerfield R., Jaffe J.: *Corporate finance*, Sixth edition, McGraw-Hill Higher Education: 2001.

Weston F., Chung S. & Juan S.: *Takeovers, restructuring and corporate governance*, Second edition, Prentice Hall 1990.

Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L-T.: *Att utreda och rapportera*, Sjunde utgåvan, Liber Ekonomi, Malmö 2001.



6.2 Vetenskapliga artiklar och studier

Asgharian H. Hansson B.: *Cross Sectional Analyses of the Swedish Stock Market*, Lund Universitet 2002.

Claesson K.: *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan: Stockholm 1987.

Cosh A. Hughes A.: *Managerial Discretion and Takeover Performance*, University of Cambridge 2001.

Ikenberry, Lakonishok och Vermaelen: *Market underreaction to open market share repurchases*, Journal of financial economics 39: 1994.

Jungerhem S.: *Banker i fusion*, Doktorsavhandling, Företagsekonomiska institutionen: Uppsala universitet 1992.

Scheffer C.: *Teknisk aktieanalys*, <http://www.claes.scheffer.com/specialarbete.htm>, 2002-11-09.

6.3 Tidskrifter

Affärsvärlden nr 45, 1995.

Option nr 1, 2002.

6.4 Artiklar från tidskrifter

Affärsvärlden 24: *Aktieindikatorn: Krympande utdelningar*, 2000-05-24.

Affärsvärlden 24: *Fakta: Betavärde*, 1998-02-25

Affärsvärlden 24: *Jämför med rätt index*, 1998-09-30.

Affärsvärlden 24: *Lyckat skånskt äktenskap*, 1996-11-27

Affärsvärlden 24: *Skanska visar musklerna*, 1996-06-12

Dagens Industri: *Autoliv startar jakt på stordriftsfördelar*, 1997-05-12

Dagens Industri: *Börs & Finans: Hexagon köper Swepart*, 1996-08-27

DN: *Avanza inför optionsprogram*, 2002-11-05.

Finanstidningen: *Renodling att vänta i Hexagon*, 1999-07-22.

LO-tidningen: *Slimmade företag ett hinder för tillväxten*, 1998-02-06.

Nyhetsbyrån Direkt: *Arjo: Getinge bjuder 1 B-aktie + 9 kr kontant för 3 Arjo*, 1995-07-13.

Nyhetsbyrån Direkt: *Astrazeneca: Samgåendet fullföljs*, 1999-04-06.

Nyhetsbyrån Direkt: *Astra: Speciellt starka synergier inom tre områden*, 1999-04-06

Nyhetsbyrån Direkt: *Autoliv/Morton: Samgåendet klart*, 1997-05-02.



- Nyhetsbyrån Direkt: *Bure: Säljer Malmöhus Invest till Industrifonden*, 1996-10-29.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Castellum/Diligentia: Synergieffekter 100 MKR/år inom 3 år*, 2000-01-18.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Electrolux: Husqvarna – Försäljning led i renodling*, 1997-02-06.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Hufvudstaden: NCC säljer 590.860 C-aktier till Lundbergs*, 1999-03-24.
- Nyhetsbyrån Direkt: *M2 går samman med Wihlborg genom aktiebyte*, 1996-11-22.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Nordea: Synergieffekter om minst 310 MLN Euro inom 3 år*, 2001-02-21.
- Nyhetsbyrån Direkt: *SHB: Återköp beräknas öka V/A med ca 3 % per år*, 2000-04-14.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Skåne-Gripen: Skanska lägger bud värt 3 Mdr*, 1996-06-10.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Swepart/Hexagon: Noteringsstopp, info i eftermiddag*, 1996-08-26.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Trelleborg: Renodling Starckjohann, Synergivinster inom 2 år*, 1999-05-31.
- Nyhetsbyrån Direkt: *Tricorona: Stämman godkände nyemission och avknoppning*, 1996-04-11.
- Privata affärer: *Handelsbanken är bästa aktien*, 1997-06-25
- Svenska Dagbladet: *Fusionsfebern gynnar aktieägarna mest*, 1999-04-03
- Svenska Dagbladet Näringsliv: *Företagsfusioner dålig affär för aktieägarna*, 1999-12-23.
- Svenska Dagbladet Näringsliv: *Nya upptäckter av guld ger Tricorona fler brott*, 1997-03-12
- Sydsvenska Dagbladet Näringsliv: *Bure säljer Malmöhus Invest*, 1996-10-30
- Sydsvenska Dagbladet Näringsliv: *Getinge lägger bud på Arjo*, 1995-07-14

6.5 Muntliga Källor

- Flood, L., Professor i statistik på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 2002-12-20.
- Wahlberg R., Doktorand i statistik på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, 2002-12-21.



6.6 Elektronisk information

Accenture, http://www.accenture.com/xd/xd.asp?it=svweb&xd=locations\sweden\arbete_hos_oss\examensjobb\examensjobb_stip.xml, 2002-10-05.

BolagsFakta, <http://epi.bolagsfakta.se>, 2002-12-18.

Finansportalen, <http://www.finansportalen.se/finanslexicon.htm>, 2003-01-02.

Göteborgs Universitetsbibliotek, <http://www.ub.gu.se>, 2002-10-10 till 2003-01-08.

SIX, <http://www.six.se/publicweb/products/financialindexes.jsp>, 2003-01-02.

SIX, <http://www.six.se/publicweb/products/allindex.jsp>, 2003-01-02.

Stockholmsbörsen, <http://www.stockholmsborsen.se>, 2002-11-19 till 2003-01-02.

Stockholmsbörsen,

<http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp?lank=10&lang=swe>, 2002-11-19.

6.7 Övrig information

Reuters First 2.0 hos Börsggruppen på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

SIX Trust hos Ekonomiska biblioteket på Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.

Årsredovisningar från samtliga företag.



Bilaga 1 – Fakta om undersökta företag

Här följer en kort presentation av de olika företag vi har undersökt. Informationen är inhämtad från BolagsFaktas webbsida¹¹⁵ och kompletterad från företagens webbsida samt årsredovisningar vid behov.

AstraZeneca AB
SE-151 85 SÖDERTÄLJE
Sverige



Internet: www.astrazeneca.se

Etableringsår: 1999

Antal anställda: Totalt 54 000

Antal aktieägare: Totalt ca 400 000 varav ca 160 000 i Sverige.

Lista: A-listan, mest omsatta

Verksamhet:

AstraZeneca är ett av världens ledande läkemedelsföretag med huvudkontor i London och huvudkontor för forskning och utveckling i Södertälje. Med stöd av en stark forskningsverksamhet och ett brett kunnande inom tillverkning och marknadsföring erbjuder koncernen innovativa produkter inom viktiga hälsovårdsområden. AstraZeneca har försäljning i över 100 länder, produktion i 20 och större forskningsenheter i fem. Företaget sysselsätter 54 000 medarbetare runt hela världen. AstraZenecas forskningsportfölj är en av de starkaste inom läkemedelsindustrin och företaget satsar dagligen 10 miljarder USD (104 miljarder SEK) på FoU-aktiviteter för att ytterligare stärka vår förmåga att generera ett flöde av nya produkter. Försäljningen år 2001 uppgick till 16,5 miljarder USD (173,7 miljarder SEK) med ett rörelseresultat på 4,2 miljarder USD (43,8 miljarder SEK).

¹¹⁵ <http://epi.bolagsfakta.se/borsbolag>, 2002-12-18.



Autoliv Inc.
Box 70381
SE-107 24 STOCKHOLM
Sverige



E-post: info@autoliv.com
Internet: www.autoliv.com

Etableringsår: 1997
Antal anställda: 30 000
Antal aktieägare: 70 000
Lista: A-listan, mest omsatta

Verksamhet:

Autoliv Inc. är världens ledande bilsäkerhetsföretag med försäljning till alla större biltillverkare. Vår affärsidé är att "utveckla, tillverka och sälja system över hela världen som minskar risken för skador på bilåkande och andra trafikanter samt som förhindrar trafikolyckor". Koncernen tillverkar främst krockkuddar, säkerhetsbälten, säkerhetselektronik, bilrattar, pisksnärtskydd och andra stolskomponenter samt barnbilstolar. Autoliv har 80 hel- eller delägda bolag med 30.000 anställda i över 30 bilproducerande länder. Koncernen har också åtta tekniska centra med 19 krocktestbanor, fler än något annat bilsäkerhetsföretag.

Bure Equity AB
Box 5419
SE-402 29 GÖTEBORG
Sverige



E-post: info@bure.se
Internet: www.bure.se

Etableringsår: 1993
Tickerkod: BURE
Lista: A-listan, övriga

Verksamhet:

Bure är ett tillväxt- och kunskapsföretag inom Private Equity. Vi investerar främst i onoterade företag inom IT, infomedia och utbildning.



Electrolux
St Göransgatan 143
SE-105 45 STOCKHOLM
Sverige



Internet: www.electrolux.com

Etableringsår: 1919
Antal anställda: 87 000
Antal aktieägare: 58 600
Lista: A-listan, mest omsatta

Verksamhet:

Electrolux är världens största tillverkare av hushållsmaskiner för kök, rengöring och skogs- och trädgårdsskötsel, såsom kylskåp, tvättmaskiner, spisar, dammsugare, motorsågar, gräsklippare samt trädgårdstraktorer. Försäljningen 2001 uppgick till SEK 136 miljarder, och antalet anställda var 87128. Varje år köper kunder i mer än 150 länder över 55 miljoner produkter från Electrolux-koncernen, för både konsumentbruk och professionell användning. I Electrolux-koncernen ingår ledande varumärken som AEG, Zanussi, Frigidaire, Kelvinator och Husqvarna.

Getinge AB
Box 69
SE-310 44 GETINGE
Sverige



E-post: info@getinge.com
Internet: www.getinge.com

Etableringsår: 1904
Antal anställda: 5 300
Börsnoteringsår: 1993
Antal aktieägare: 14 000
Lista: A-listan, övriga

Verksamhet:

Getinge är ledande inom området utrustning och system för sjukvård, långvård och farmaceutisk industri/laboratorier. Utrustning, teknologi, service/tjänster för infektionsbekämpning, operationsrum, patienthygien, patienthantering och sårvård levereras till kunder i hela världen. Getinge omsätter 8,1 miljarder SEK



Handelsbanken
SE-106 70 STOCKHOLM
Sverige

Handelsbanken

E-post: info@handelsbanken.se
Internet: www.handelsbanken.se/ir

Etableringsår: 1871
Antal anställda: 9 800
Antal aktieägare: Ca 85 000
Lista: A-listan, mest omsatta

Verksamhet:

Handelsbanken är en av Nordens ledande banker med en balansomsättning på över 1200 miljarder kronor. Handelsbanken är en universalbank med komplett utbud av finansiella tjänster; traditionella företagsaffärer, investment banking och trading samt privata affärer inklusive livförsäkringar.

Hexagon AB (publ)
Cylindervägen 12, 14 tr, Box 1112
SE-131 26 NACKA STRAND
Sverige



E-post: postmaster@hexagon.se
Internet: www.hexagon.se

Etableringsår: 1992
Antal anställda: 5 061
Tickerkod: HEXA
Antal aktieägare: 5 735
Lista: A-listan, övriga

Verksamhet:

Hexagon är en verkstadskoncern vars affärsidé är att förvärva och långsiktigt utveckla industriföretag till en ledande position inom sin bransch.



NCC AB
SE-170 80 SOLNA
Sverige



E-post: info@ncc.se
Internet: www.ncc.se

Etableringsår: 1988
Antal anställda: Ca 25 000
Börsnoteringsår: 1988
Antal aktieägare: Ca 25 000
Lista: O-listan, övriga

Verksamhet:

NCC är ett av Nordens ledande bygg- och fastighetsutvecklingsföretag. NCC har en omsättning på cirka 47 MDR SEK. NCC bygger vägar och anläggningar, infrastruktur för telekommunikation, bostäder och kontor samt övriga hus. NCC producerar också byggnadsmaterial och är en av Nordens största aktörer inom kross, asfalt och fabriksbetong. På utvalda marknader utanför Norden bedriver NCC stora, tekniskt avancerade anläggningsprojekt. NCC är specialiserat på fastighetsutveckling.

SEB
SE-106 40 STOCKHOLM
Sverige



E-post: kundtjanst@seb.se
Internet: www.seb.se www.seb.net

Etableringsår: 1972
Antal anställda: 20 000
Börsnoteringsår: 1972
Antal aktieägare: 340 000
Lista: A-listan, mest omsatta

Verksamhet:

SEB är en nordeuropeisk finansiell bankgrupp med tyngdpunkten på större företag, institutioner och privatpersoner. Koncernen är verksam i ett 20-tal länder och har sammanlagt 675 kontor i Sverige, Tyskland och Baltikum. Av SEB:s cirka 4 miljoner kunder är drygt 1 miljon e-bankskunder. Verksamheten omfattar traditionell bankservice, privat banking (förmögenhetsförvaltning), merchant banking (valuta- och räntehandel, cash management, export- och importfinansiering, betalningar etc för företag och institutioner), investment banking (aktiehandel, rådgivning mm), fondförvaltning och livförsäkringsverksamhet.



Skanska AB
Box 1195
SE-111 91 STOCKHOLM
Sverige

E-post: information@skanska.se
Internet: www.skanska.se

Etableringsår: 1887
Antal anställda: 79 000
Börsnoteringsår: 1965
Antal aktieägare: 73 000
Lista: A-listan, mest omsatta

Verksamhet:

Skanska är ett av Europas och Nordamerikas ledande företag inom byggrelaterade tjänster och projektutveckling. Skanska är verksam i ett 50-tal länder, med huvudmarknader i Sverige, Danmark, Finland, Norge, Polen, Tjeckien, USA, Argentina, Storbritannien, Hong Kong och Indien.

Trelleborg AB
Box 153
SE-231 22 TRELLEBORG
Sverige



E-post: info@trelleborg.com
Internet: www.trelleborg.com

Lista: A-listan, övriga

Verksamhet:

Trelleborgkoncernen är organiserad i fyra affärsområden: Trelleborg Automotive, Trelleborg Wheel Systems, Trelleborg Engineered Systems, Trelleborg Building Systems.



Tricorona Mineral AB
Box 204
SE-751 04 UPPSALA
Sverige



E-post: mineral@tricorona.se
Internet: www.tricorona.se

Etableringsår: 1988
Antal anställda: 4
Börsnoteringsår: 1989
Antal aktieägare: 5 700
Lista: O-listan, övriga

Verksamhet:

Tricorona Mineral äger och exploaterar högkvalitativa mineralfyndigheter samt handlar med mineralprodukter.

Wihlborgs Fastigheter AB
Box 97
SE-201 20 MALMÖ
Sverige



E-post: info@wihlborgs.se
Internet: www.wihlborgs.se

Lista: O-listan, Attract 40

Verksamhet:

Wihlborgs är ett fastighetsbolag, fastighetsbeståndet är koncentrerat till Stockholms- och Öresundsregionerna. Fastighetsportföljen omfattar ca 600 fastigheter till ett värde av ca 21,8 miljarder. Hyresvärdet på helårsbasis uppgår till ca 2,5 miljarder. Stockholms- och Öresundsregionerna svarar för nästan 90 procent av hyresvärdet.



Bilaga 2 – Presentation av resultat

Avsikten med denna bilaga är att tydligare presentera vårt resultat i varje fall som har granskats. För varje företag visas fyra diagram och två signifikanttest. Alla diagram uppvisar hur ett specifikt företags aktie har presterat gentemot index¹¹⁶ och under respektive diagram visas aktiens uppgång/nergång gentemot index i procent. Det första diagrammet visar perioden tre och ett halvt år innan Public Announcement Day (PAD) till ett halvår innan PAD. Det andra diagrammet visar perioden sex månader efter PAD till tre och ett halvt år efter PAD. Det tredje visar samma period som det första och det fjärde visar samma period som det andra diagrammet. Skillnaden mellan de två första och de andra två är vilken metod som har använts för att beräkna betavärdet.¹¹⁷ I de första två diagrammen har ett rullande två års betavärde, som rullar varje månad, använts medan i de andra två har ett fast betavärde använts.

I tre fall har perioden som granskats varit kortare än de tre och ett halvt år som vår studie var avsedd att undersöka. Detta beror på att företaget ifråga har försvunnit från börsen på ett eller annat sätt (t.ex. uppköpta eller avnoterade) eller att de inte var börsnoterade så lång tid innan händelsen som skulle granskas inträffade (t.ex. statligt ägd eller ej noterat). I dessa tre fall har vi valt att betrakta en lika lång tid innan PAD som efter PAD för att aktieägarvärdet ska kunna ha samma möjligheter att skapas före som efter. I ett fall (fusionen mellan Wihlborg och M2) avser vi att presentera bägge aktiekursernas utveckling innan PAD då bägge företagen är svenska.

I den utsträckning det har varit möjligt att visa ett företags olika diagram i samma skala har detta gjorts för att ej försöka dölja något. Men i vissa fall har detta inte varit möjligt då kursen (den indexerade¹¹⁸) har skilt sig avsevärt ifrån de andra diagrammen. Vi har då självklart inte försökt att dölja något utan vi visar tydligt att skalan är ändrad så detta inte undgår läsaren.

¹¹⁶ Se avsnitt 2.3 Metodval.

¹¹⁷ Se avsnitt 2.3 Metodval.

¹¹⁸ Se avsnitt 2.3 Metodval.



Vi har valt att presentera företagens resultat i bokstavsordning och börjar med de avknoppningar som har gjorts. Därefter följer de olika fusionerna och tillsist gås uppköpen igenom.

För att ge en klarare bild av resultaten återger vi en sammanställning av vad vi kommer fram till i analysen. Dessa resultat bygger indirekt på de diagram som följer.

	Negativa:	Ej samstämmiga:	Positiva:
Avknoppning:	Bure	NCC, Tricorona	Electrolux, Trelleborg
Fusion:	Autoliv/Morton		Astra Zeneca, M2/Wihlborg
Uppköp:	Getinge	Hexagon, Skanska	Handelsbanken, SEB
Totalt:	3	4	6

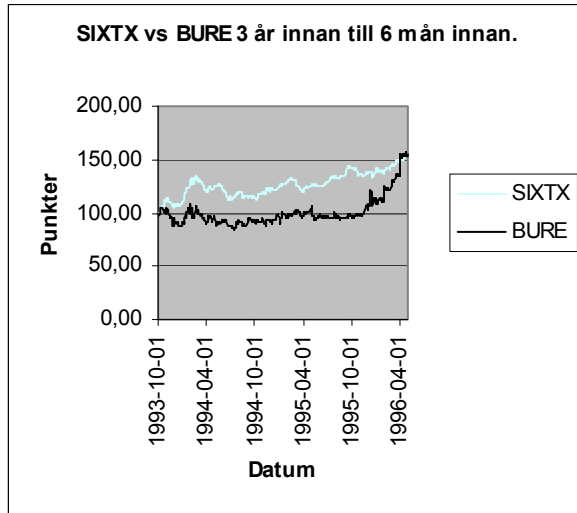
Figur: Sammanställning av resultat.



Avknoppning

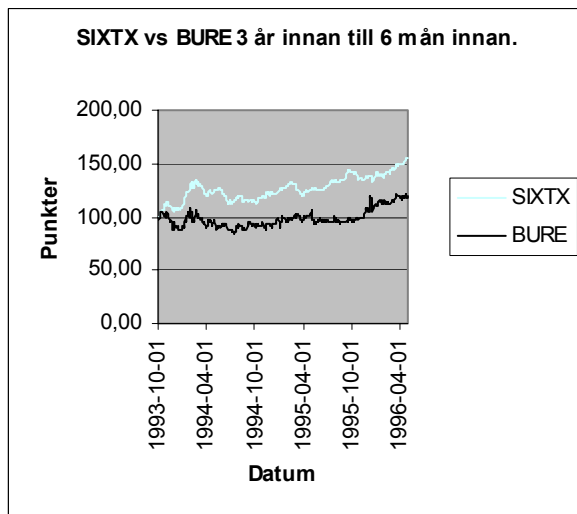
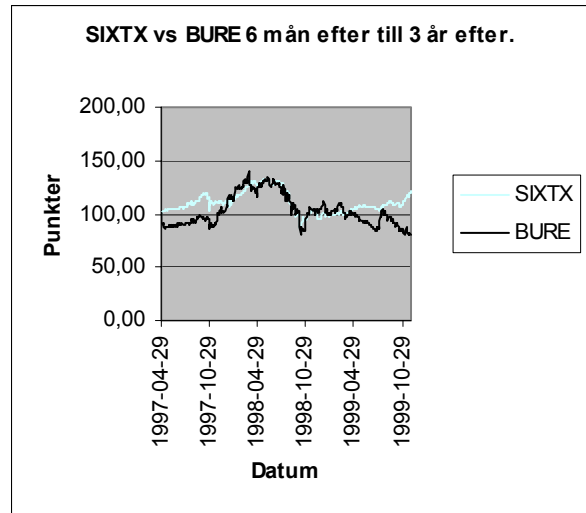
Bure

Bure säljer Malmöhus Invest 1996-10-29.¹¹⁹



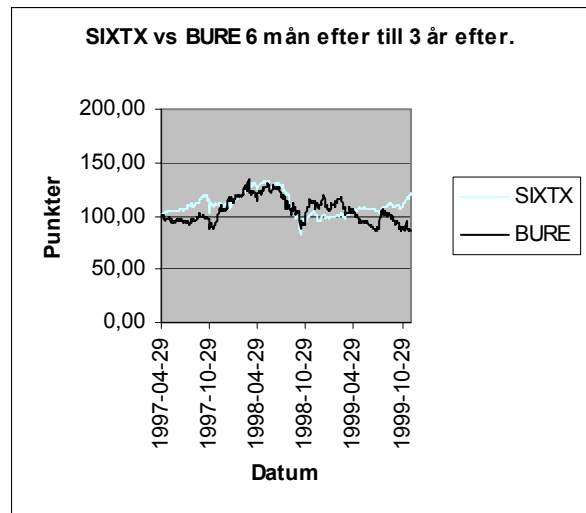
0,47 %

-40,93 %



-35,45 %

-35,60 %

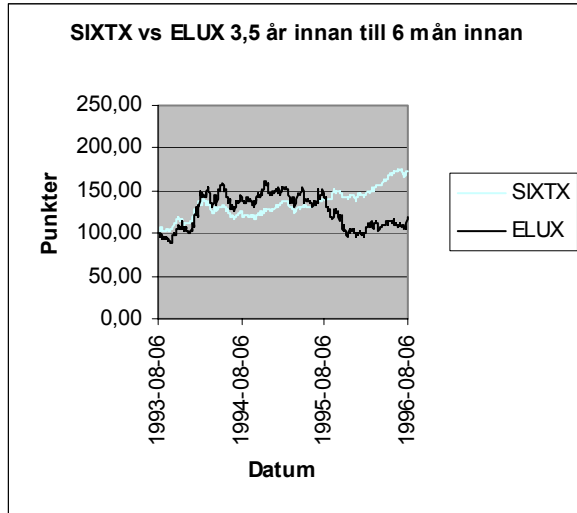


¹¹⁹ Nyhetsbyrån Direkt, *Bure: Säljer Malmöhus Invest till Industrifonden*, 1996-10-29



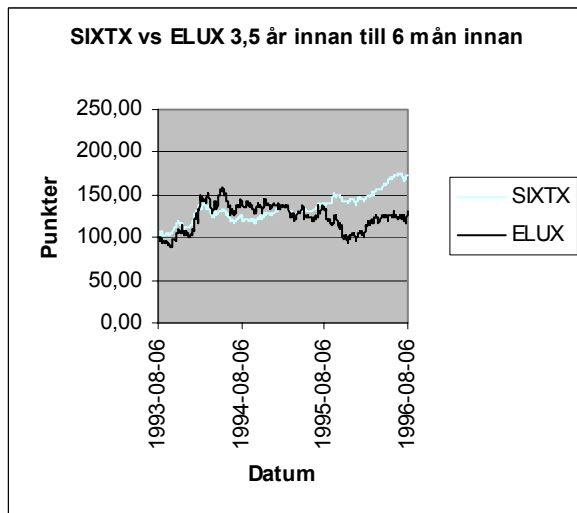
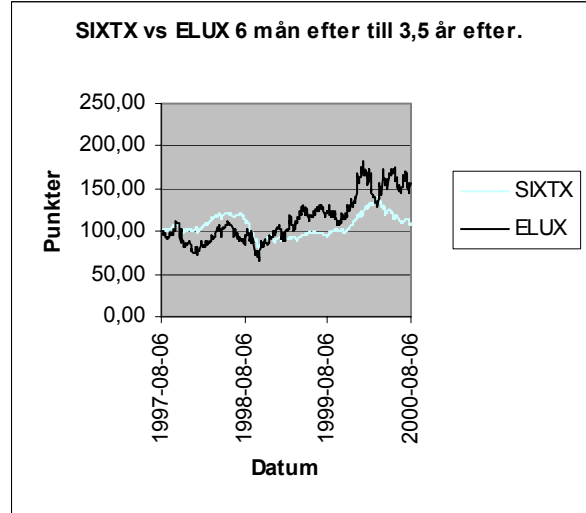
Electrolux

Electrolux säljer Husqvarna symaskiner 1997-02-06.¹²⁰



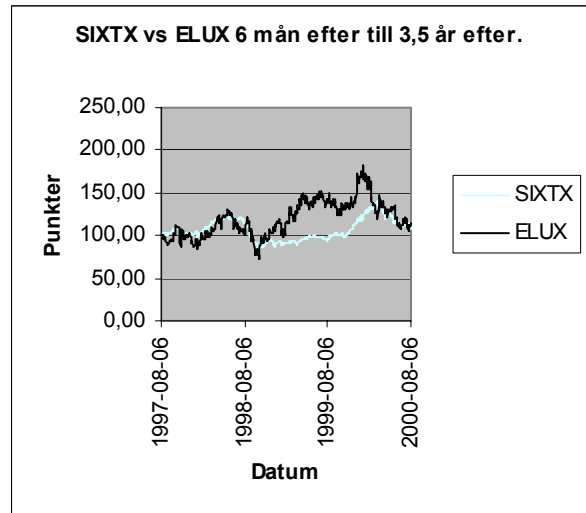
-53,78 %

48,14 %



-43,52 %

5,00 %

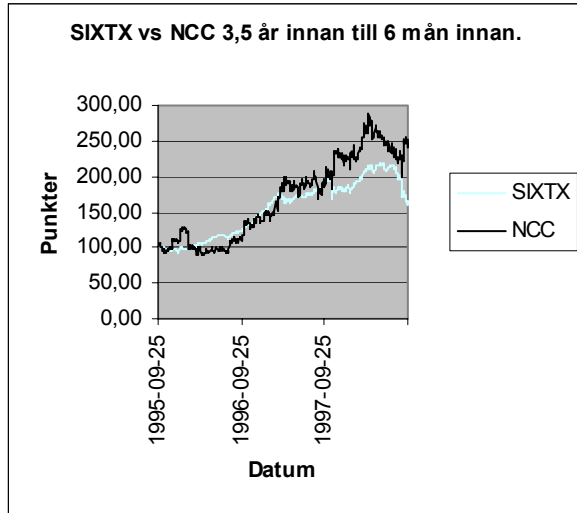


¹²⁰ Nyhetsbyrån Direkt, *Electrolux: Husqvarna – Försäljning led i renodling*, 1997-02-06

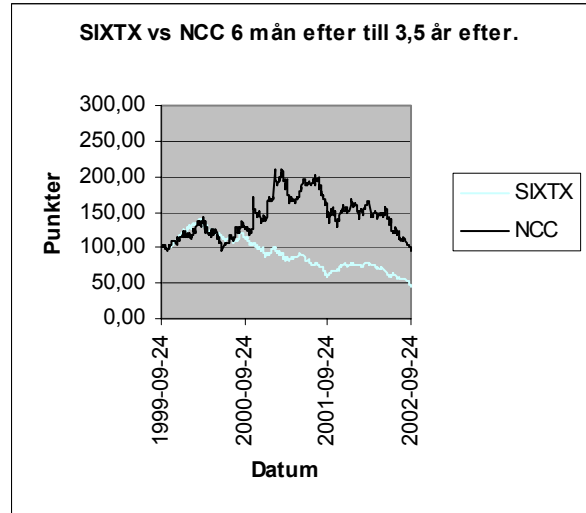


NCC

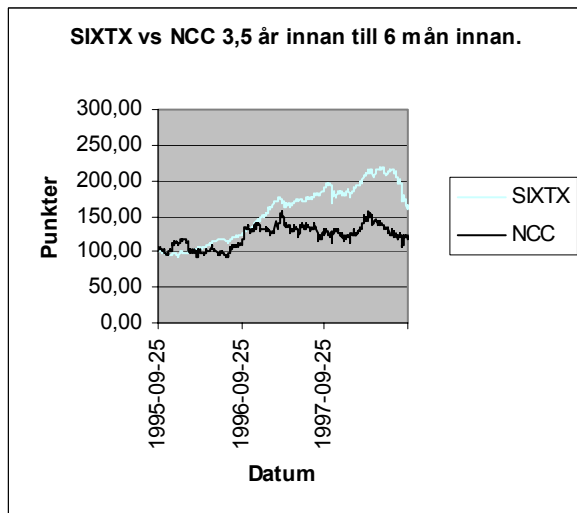
NCC säljer Hufvudstaden 1999-03-24.¹²¹



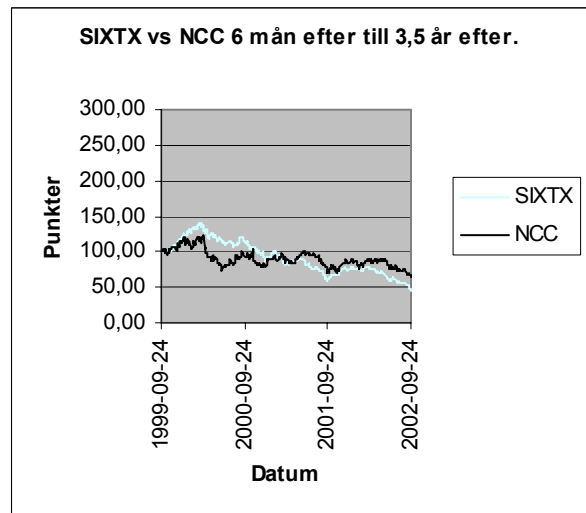
88,44 %



49,32 %



-41,16 %



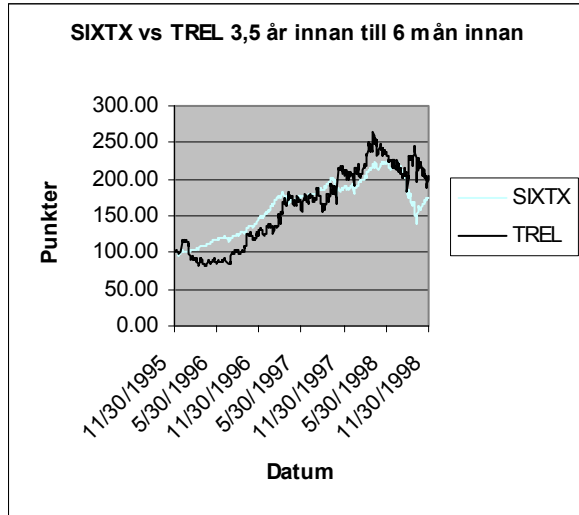
17,56 %

¹²¹ Nyhetsbyrån Direkt, *Hufvudstaden: NCC säljer 590.860 C-aktier till Lundbergs, 1999-03-24*



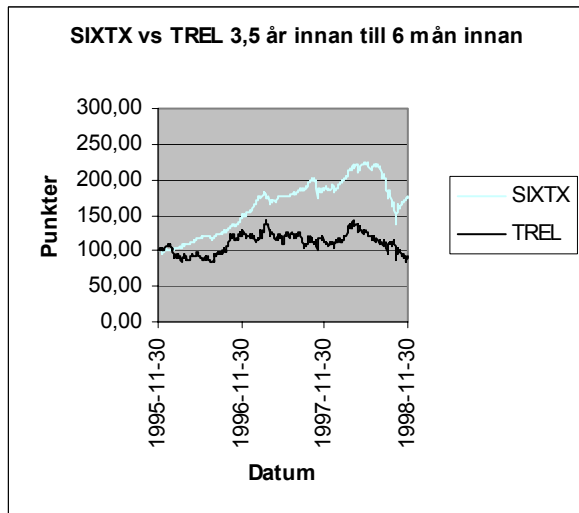
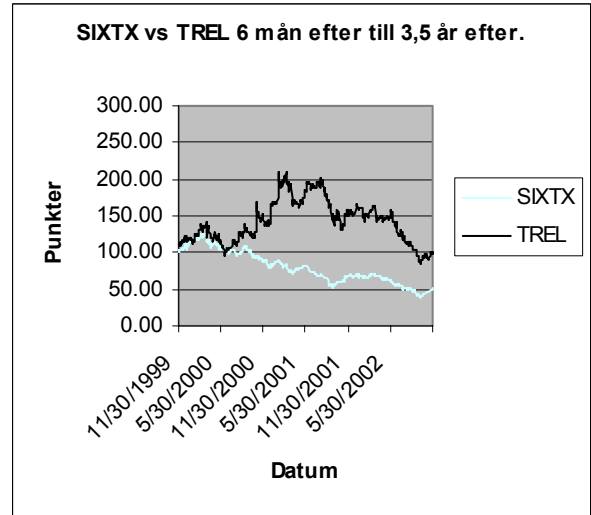
Trelleborg

Trelleborg säljer Starckjohann och blir renodlat Gummibolag 1999-05-31.¹²²



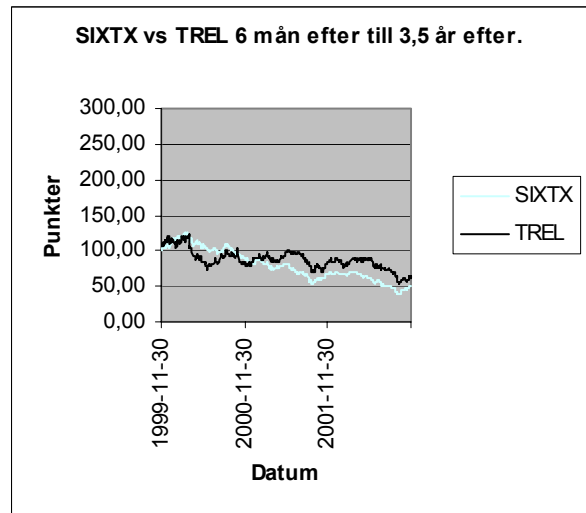
29,53 %

38,72 %



-82,68 %

10,88 %

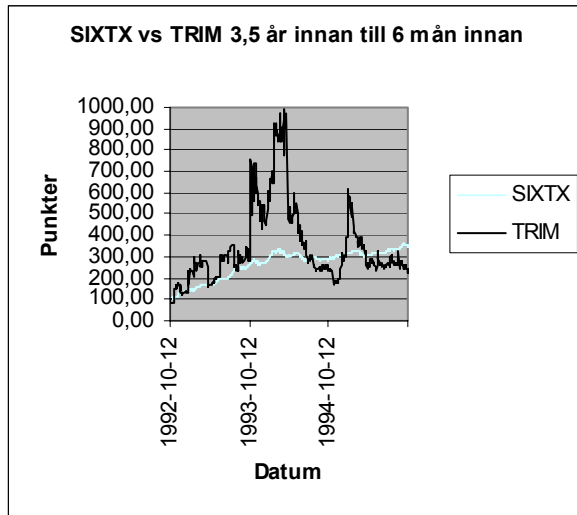


¹²² Nyhetsbyrån Direkt, *Trelleborg: Renodling Starckjohann, Synergivinster inom 2 år, 1999-05-31*

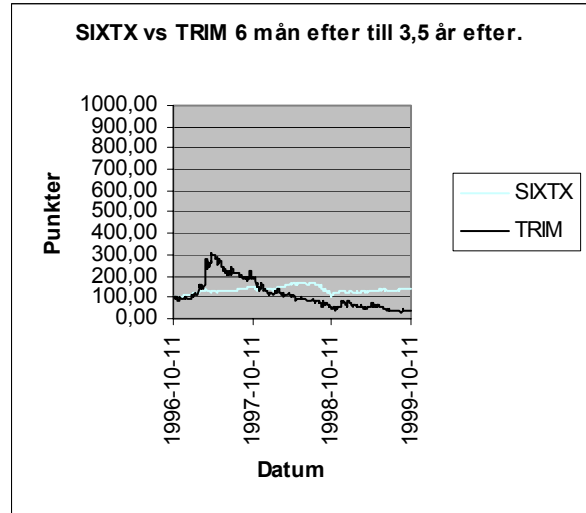


Tricorona

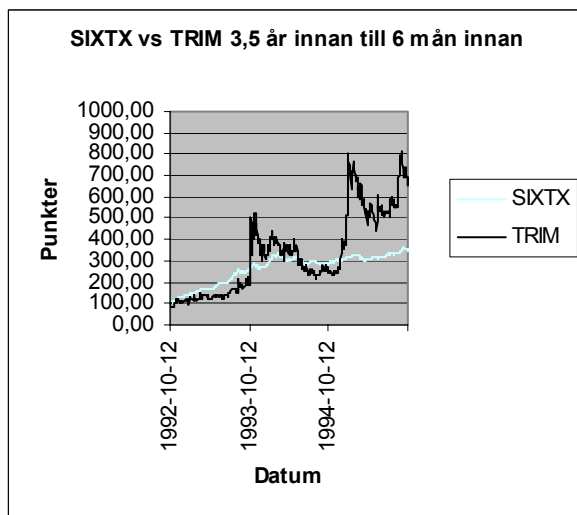
Tricorona säljer Svenska Koppar 1996-04-11.¹²³



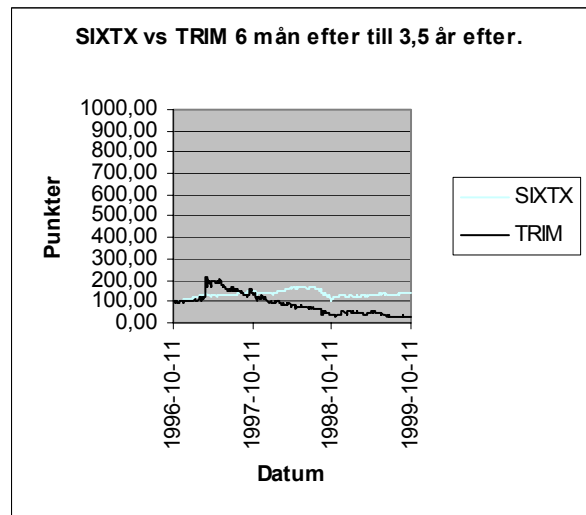
-111,23 %



-105,09 %



338,86 %



-112,30 %

¹²³ Nyhetsbyrå Direkt, *Tricorona: Stämman godkände nyemission och avknoppning*, 1996-04-11

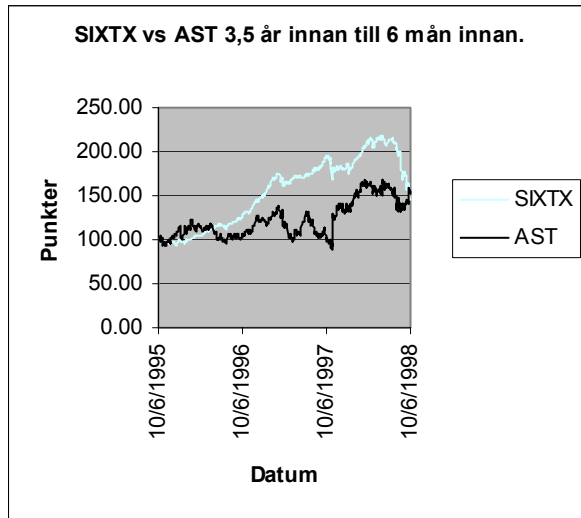


Fusion

Astra Zeneca

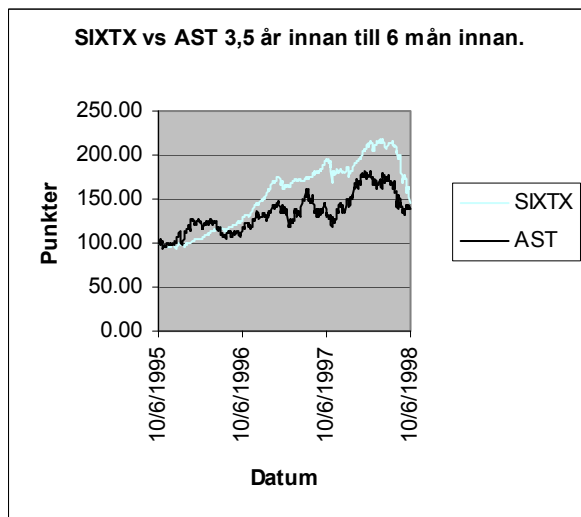
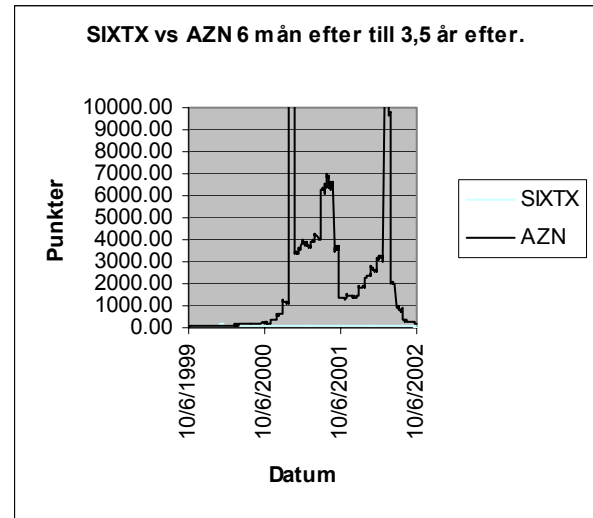
Astra fusioneras med Zeneca 1999-04-06.¹²⁴

Obs! Skalan!!!



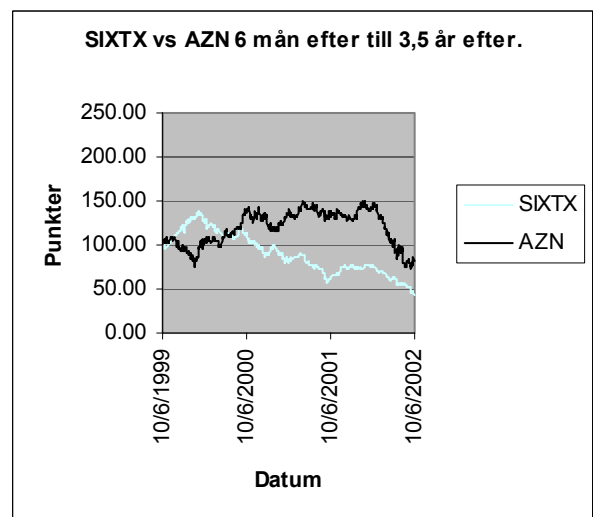
8,21 %

161,38 %



-7,30 %

38,65 %

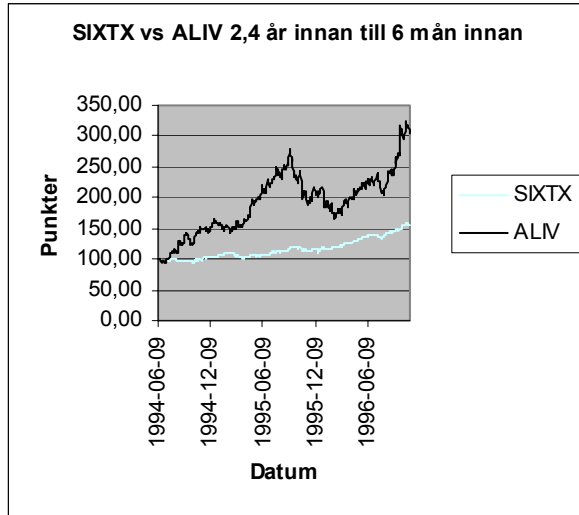


¹²⁴ Nyhetsbyrån Direkt, *Astra Zeneca: Samgåendet fullföljs*, 1999-04-06



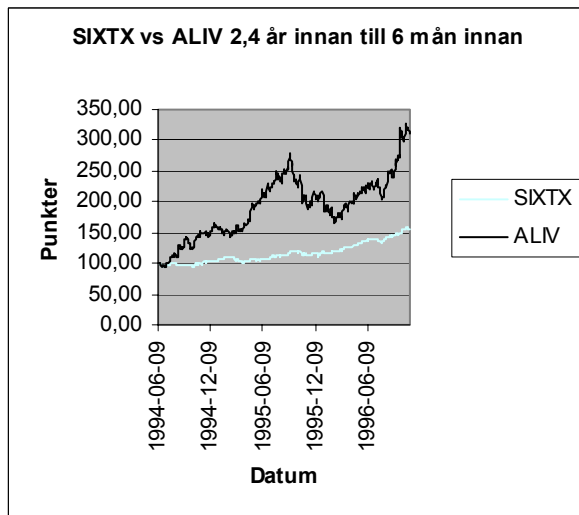
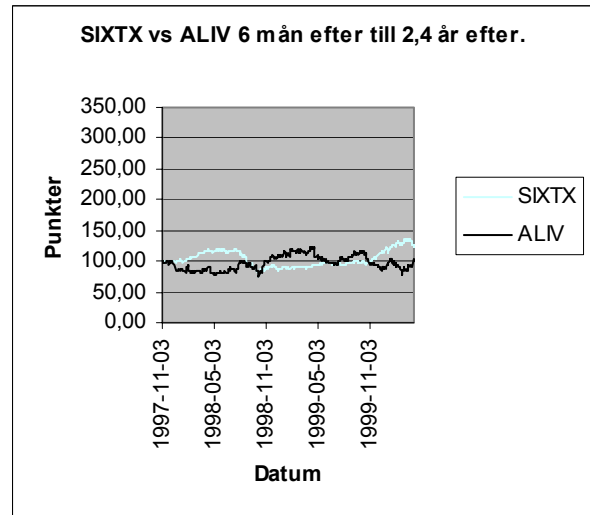
Autoliv

Autoliv fusioneras med Morton 1997-05-02.¹²⁵



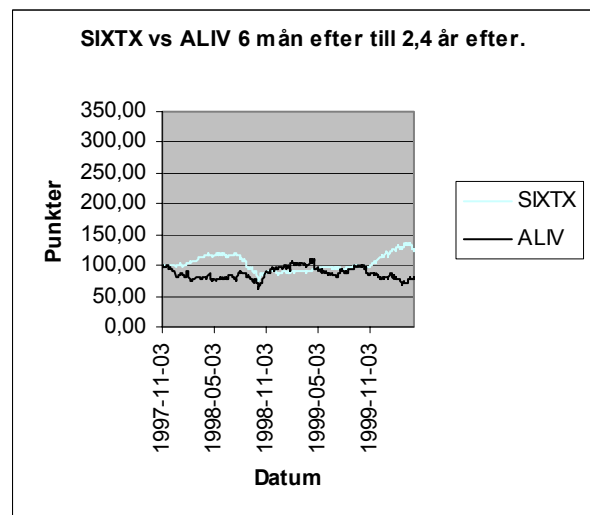
149,13 %

-26,54 %



154,30 %

-49,93 %

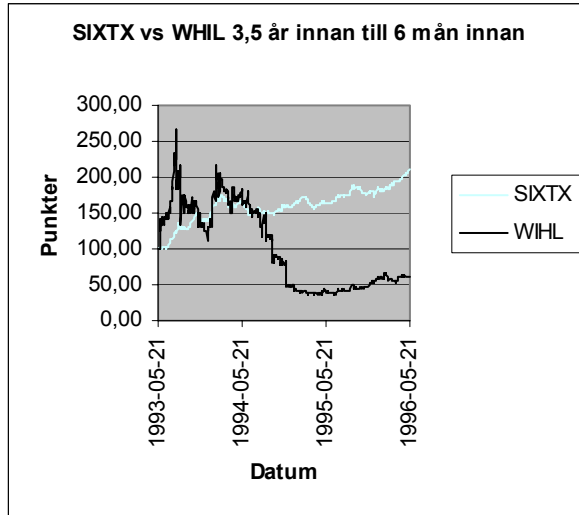


¹²⁵ Nyhetsbyrån Direkt, *Autoliv/Morton: Samgåendet klart*, 1997-05-02



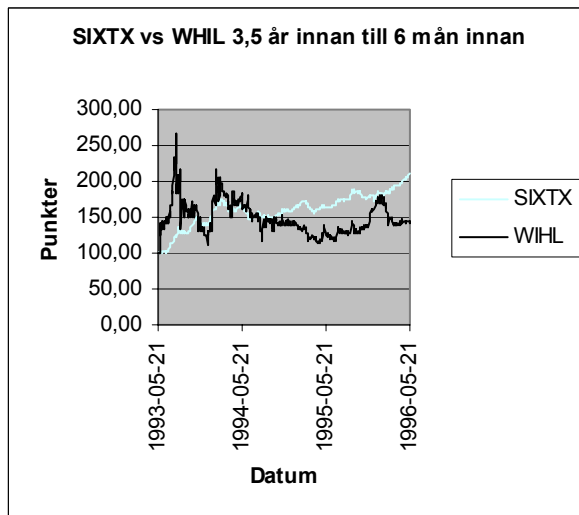
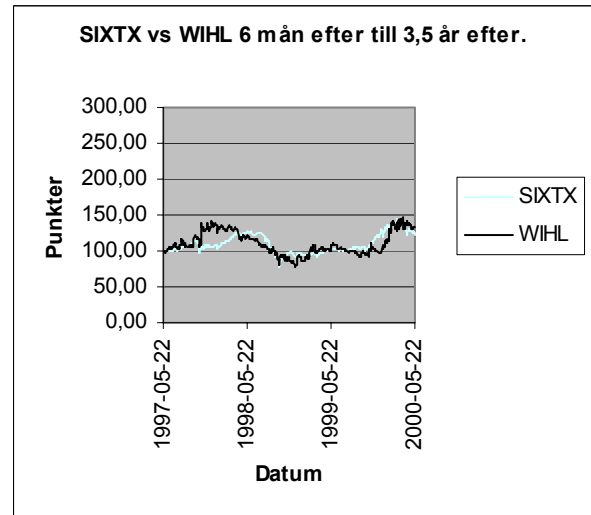
Wihlborgs Fastigheter

Wihlborg fusioneras med M2 1996-11-22.¹²⁶



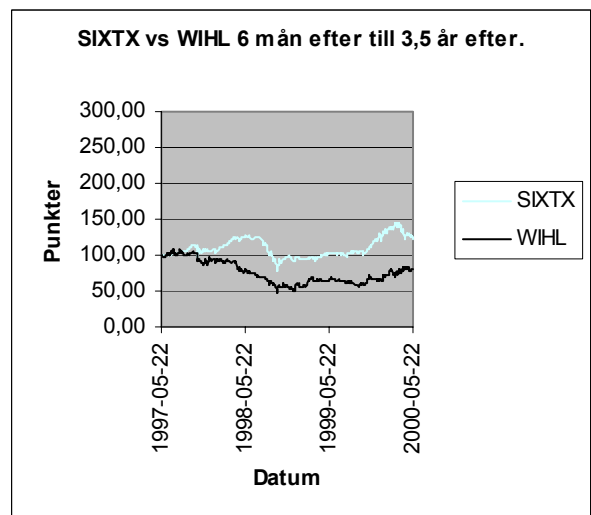
-149,12 %

10,89 %

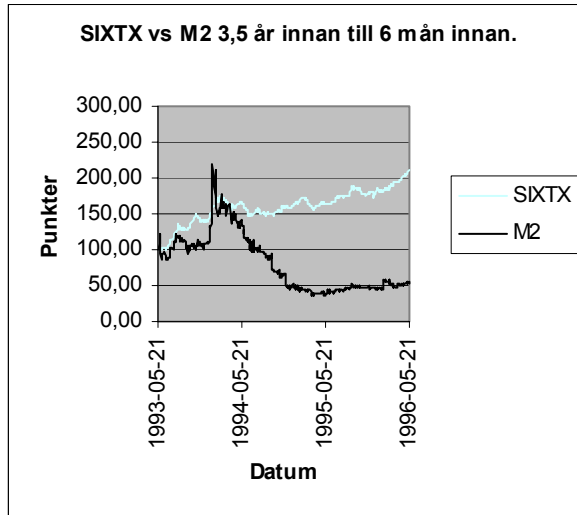


-67,20 %

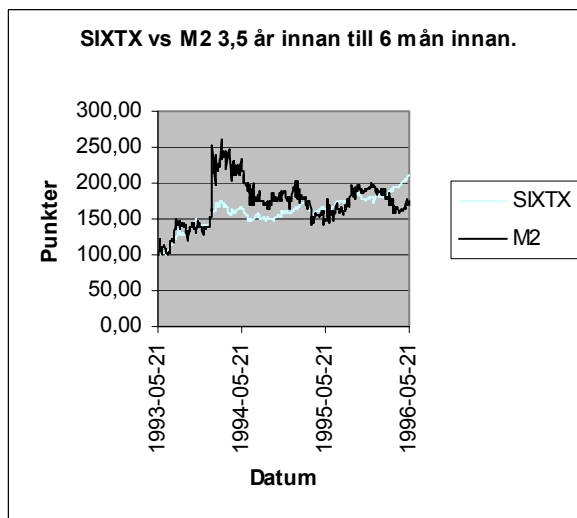
-41,50 %



¹²⁶ Nyhetsbyrån Direkt, M2 går samman med Wihlborg genom aktiebyte, 1996-11-22



-155,85 %



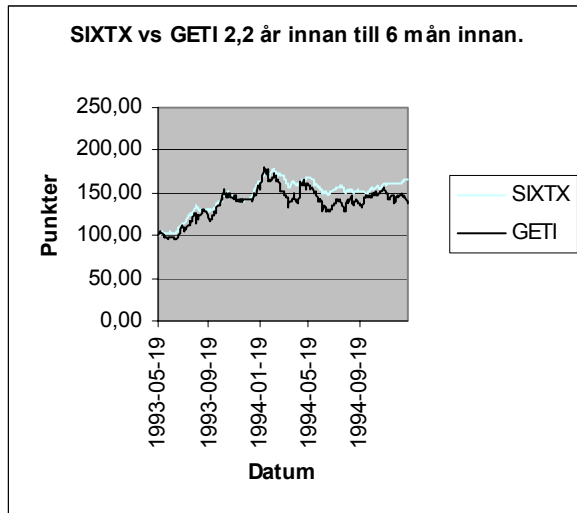
-36,82 %



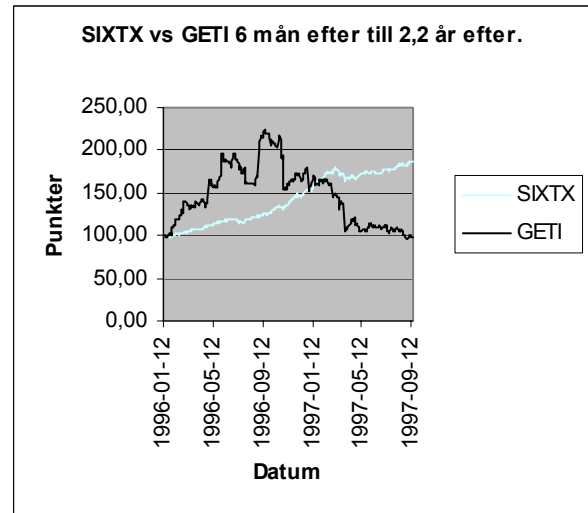
Uppköp

Getinge

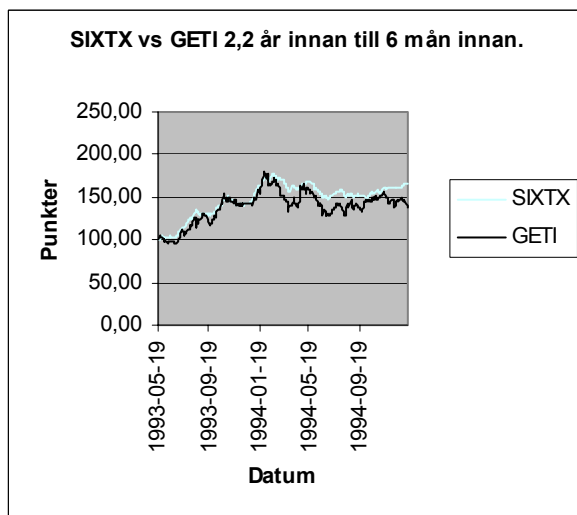
Getinge köper upp Arjo 1995-07-13.¹²⁷



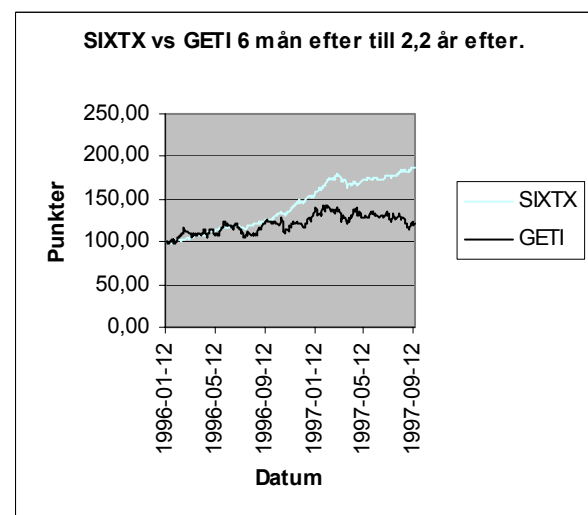
-27,94 %



-88,31 %



-27,94 %



-66,89 %

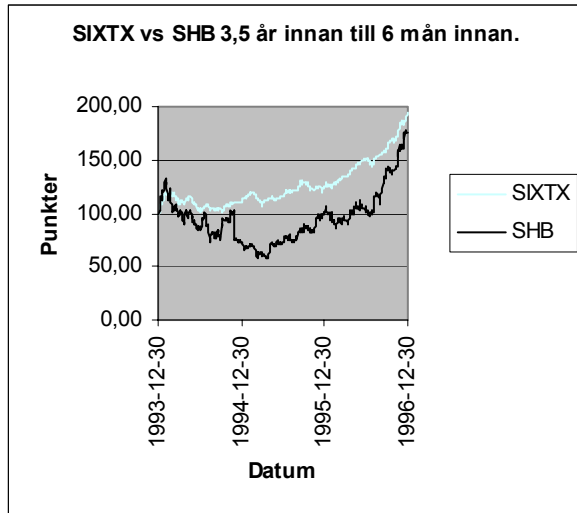
¹²⁷ Nyhetsbyrån Direkt, Arjo: Getinge bjuder 1 B-aktie + 9 kr kontant för 3 Arjo, 1995-07-13



Handelsbanken

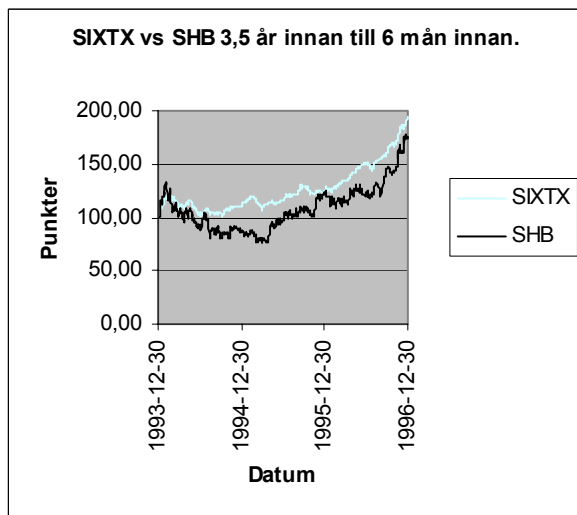
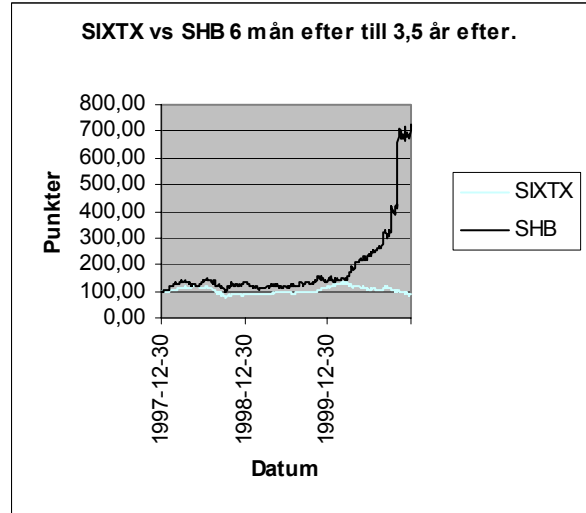
Handelsbanken köper upp Stadshypotek AB 1997-06-30.¹²⁸

OBS! Skalan!!!



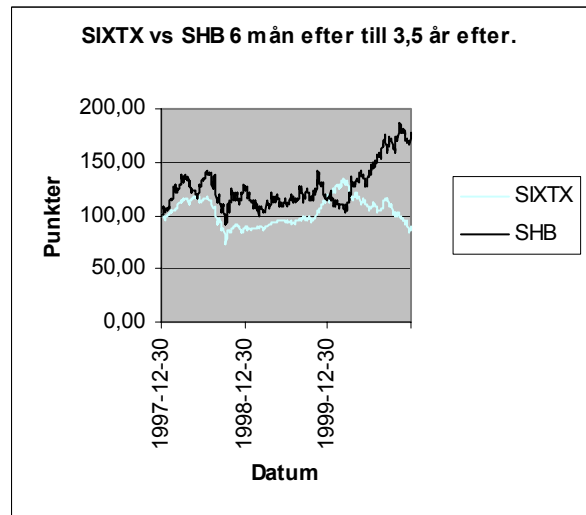
-18,89 %

625,63 %



-19,14 %

87,17 %

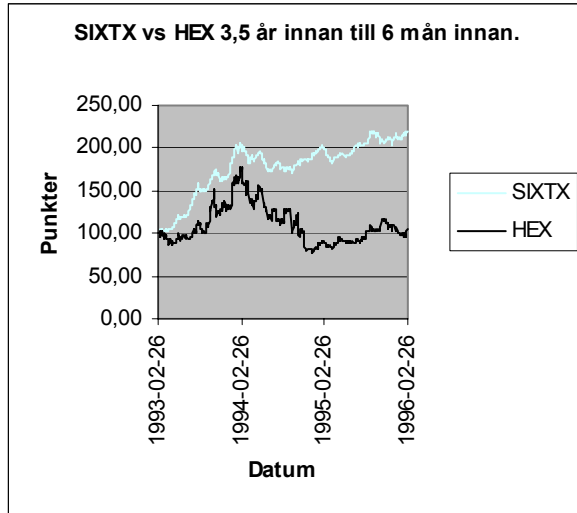


¹²⁸ <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp?lank=10&lang=swe>, 2002-11-19.

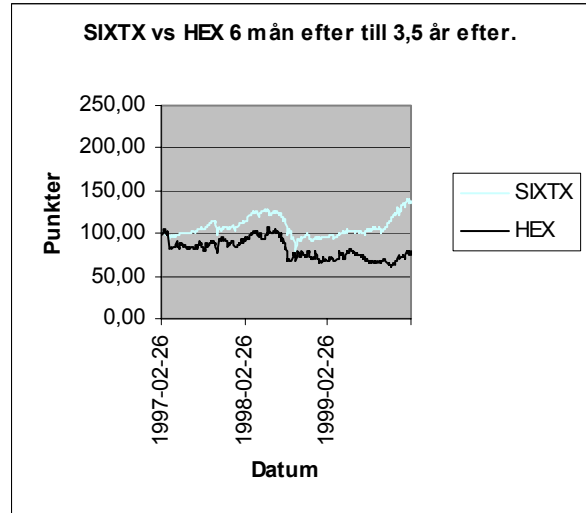


Hexagon

Hexagon köper upp Swepart 1996-08-26.¹²⁹

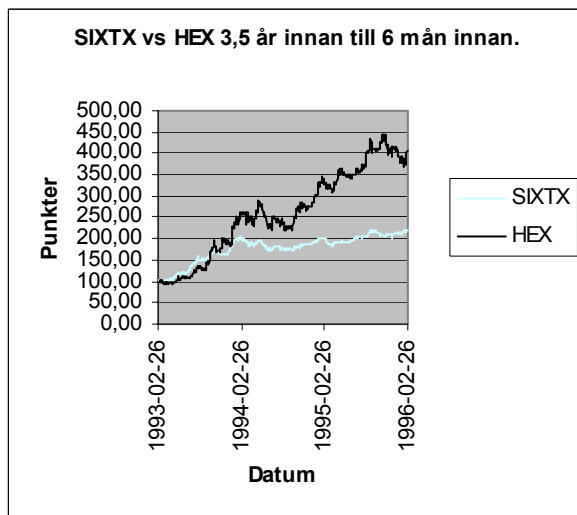


-114,08 %

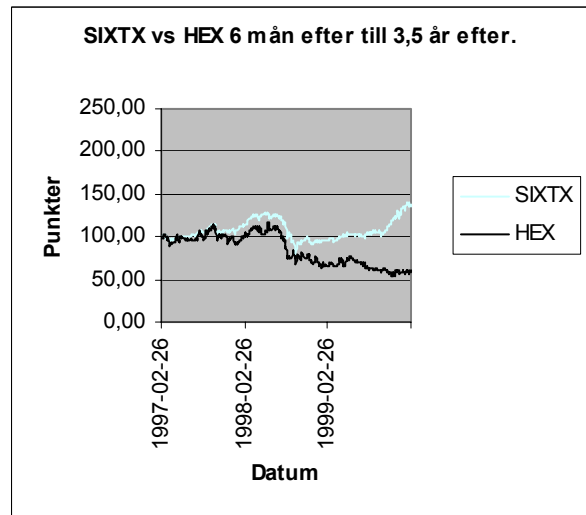


-60,00 %

OBS! Skalan!!!



185,87 %



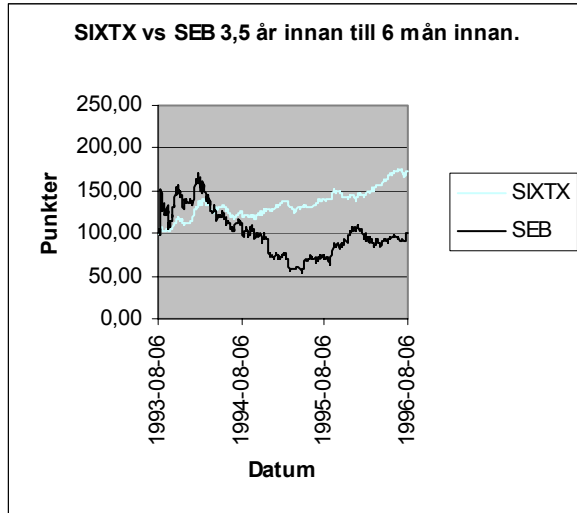
-78,14 %

¹²⁹ Nyhetsbyrån Direkt, Swepart/Hexagon: Noteringsstopp, info i eftermiddag, 1996-08-26



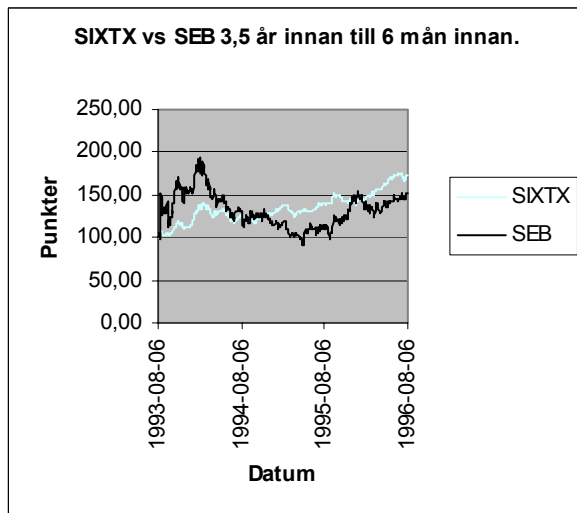
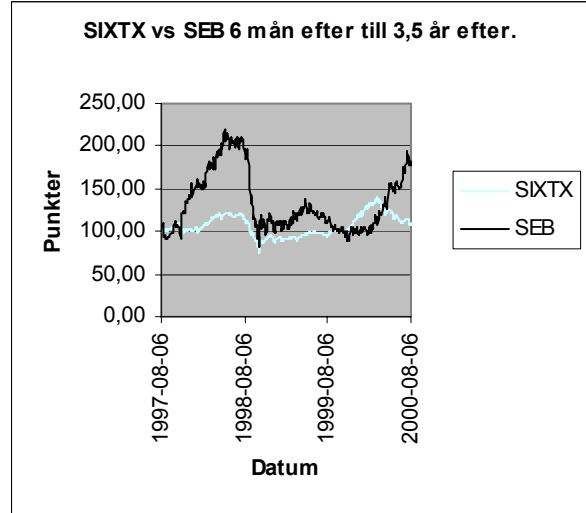
SEB

SEB köper upp Trygg-Hansa AB 1997-02-06.¹³⁰



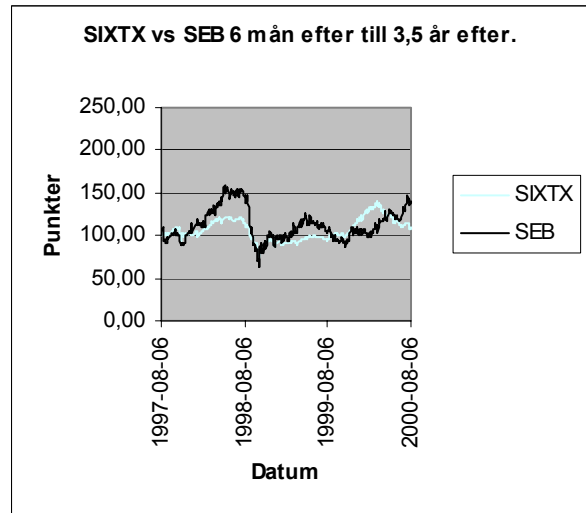
-72,83 %

72,60 %



-21,26 %

31,24 %

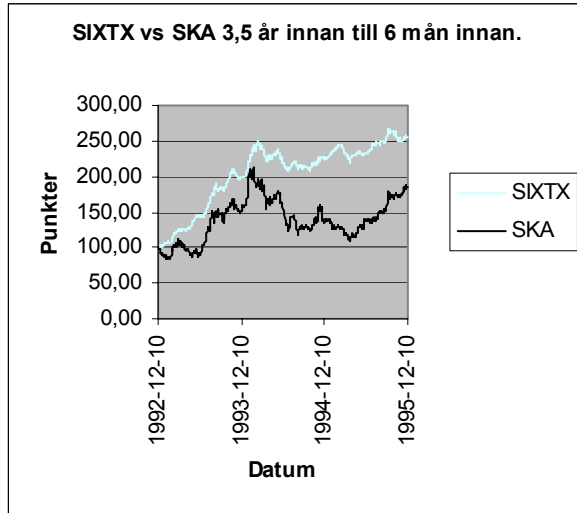


¹³⁰ <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp?lank=10&lang=swe>, 2002-11-19.



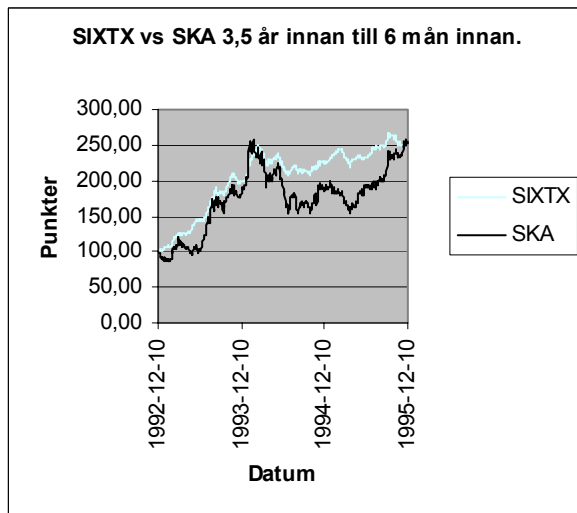
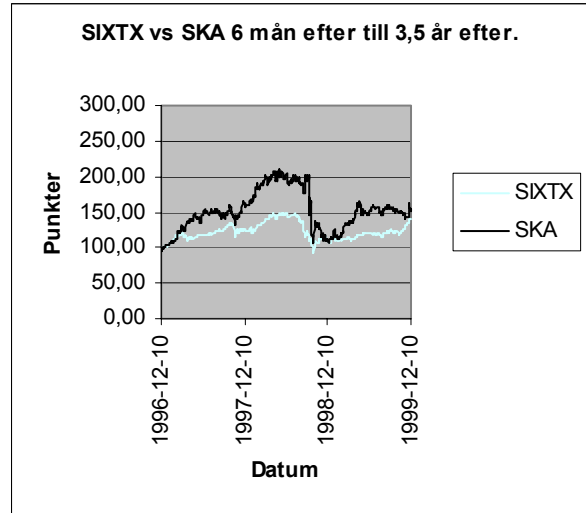
Skanska

Skanska köper upp Skåne-Gripen 1996-06-10.¹³¹



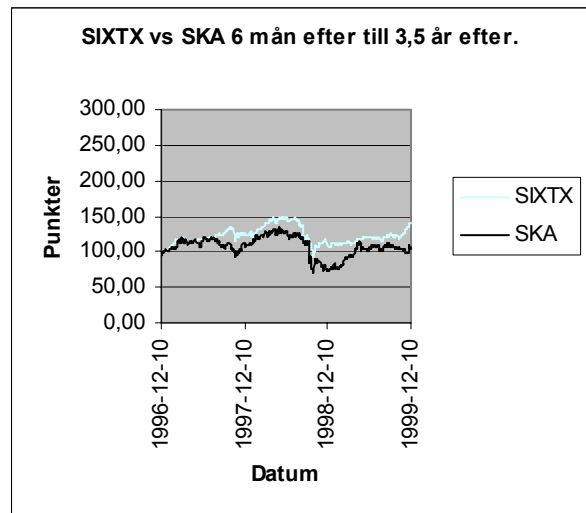
-71,54 %

11,87 %



-2,87 %

-38,02 %



¹³¹ Nyhetsbyrån Direkt, *Skåne-Gripen: Skanska lägger bud värt 3 Mdr*, 1996-06-10



Bilaga 3 – Cusum test på Electrolux

Detta test behandlar variabelstabilitet och vi har nedan satt beta som den behandlade variabeln. Testet har ett 95-procentigt konfidensintervall och anses vara ett pålitligt mått på om en variabel kan sägas vara stabil eller inte. Testet visar grafiskt hur det förhåller sig. Om grafen passerar den övre eller undre linjen kan, enligt testet, hypotesen om en stabil variabel förkastas. Om det inte förhåller sig på det viset kan inte hypotesen förkastas och variabeln kan sägas vara stabil.¹³² Testet genomfördes i programmet SAS.

¹³² Sid 24ff, Hawkins D. Olwell D. *Cumulative Sum Charts and Charting for Quality Improvement*.



Period: 1993-08-06 till 1996-08-06

(D.v.s. perioden tre och ett halvt år innan Public Announcement Day (PAD) till ett halvår innan PAD)

The AUTOREG Procedure

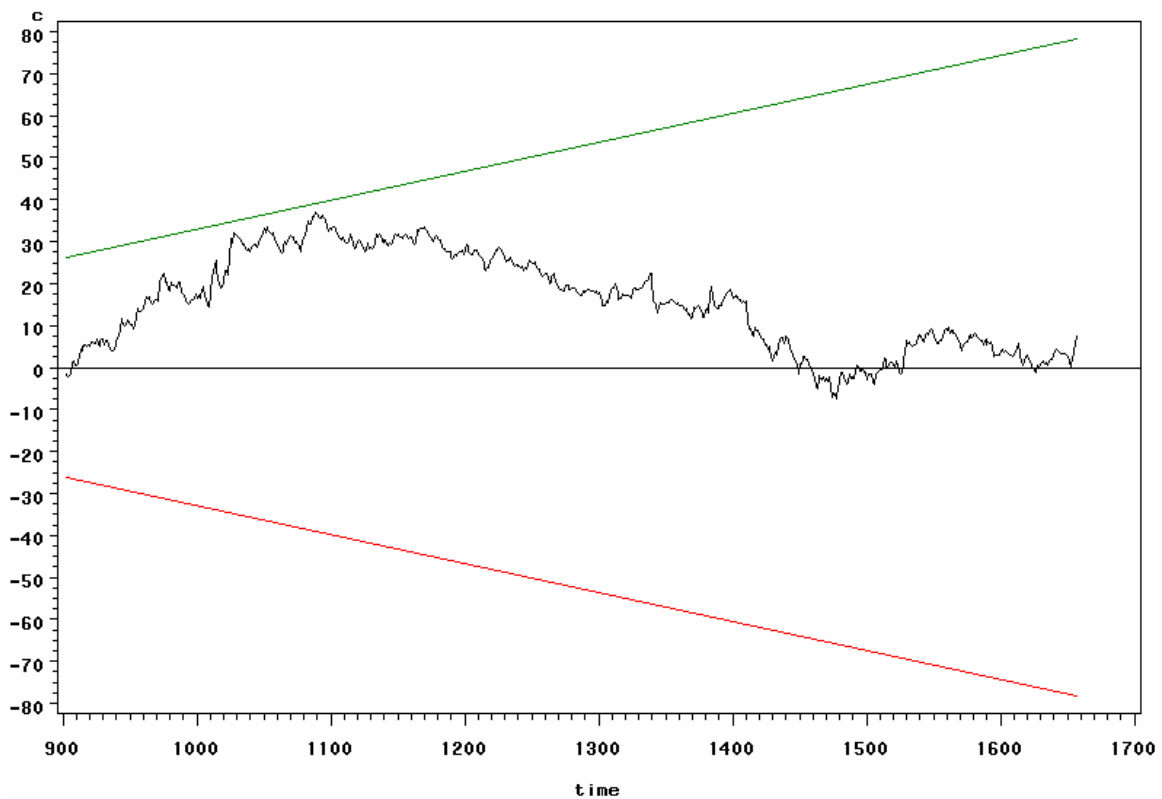
Dependent Variable mj

Ordinary Least Squares Estimates

SSE	1395.71973	DFE	756
MSE	1.84619	Root MSE	1.35875
SBC	2627.11763	AIC	2617.85626
Regress R-Square	0.2825	Total R-Square	0.2825
Durbin-Watson	1.6117		

Variable	DF	Estimate	Standard Error	t Value	Approx Pr > t
Intercept	1	-0.0403	0.0496	-0.81	0.4174
mr	1	1.2077	0.0700	17.25	<.0001

Cusum Test





Period: 1997-08-06 till 2000-08-07

(D.v.s. perioden tre och ett halvt år efter PAD till ett halvår efter PAD)

The AUTOREG Procedure

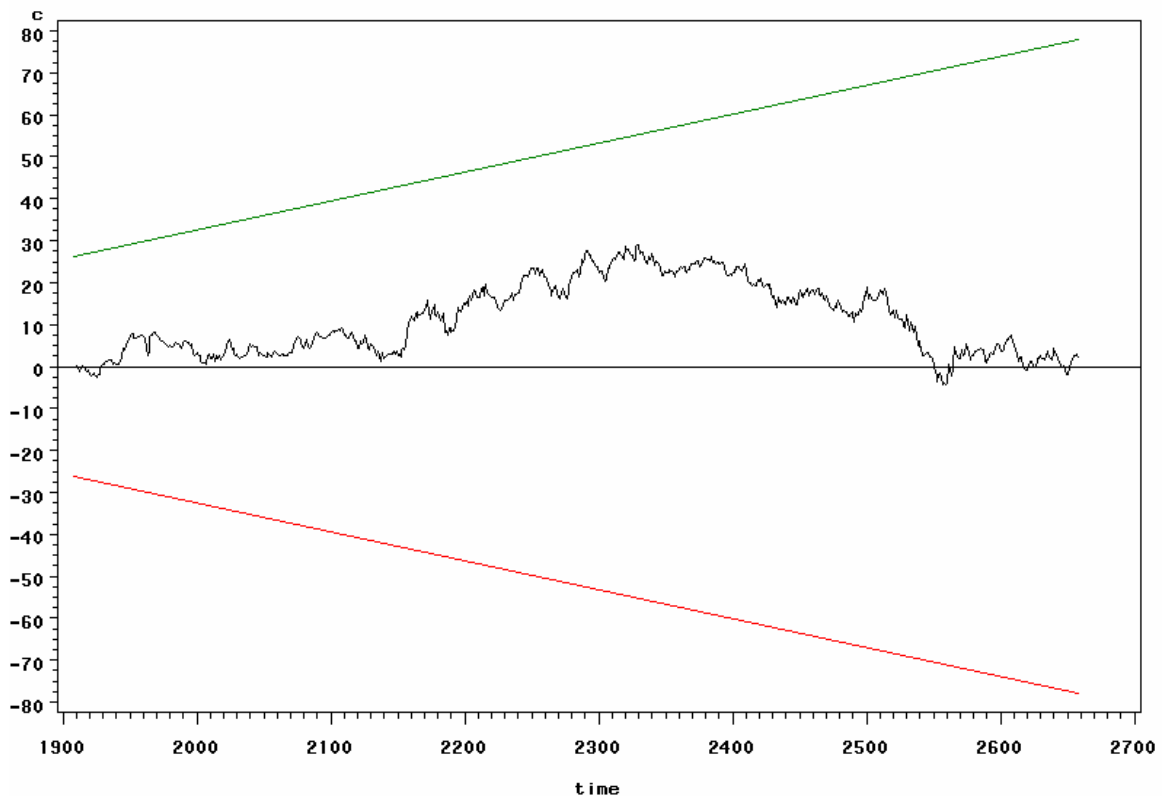
Dependent Variable mj

Ordinary Least Squares Estimates

SSE	4350.60506	DFE	751
MSE	5.79308	Root MSE	2.40688
SBC	3470.93531	AIC	3461.68718
Regress R-Square	0.1830	Total R-Square	0.1830
Durbin-Watson	1.9483		

Variable	DF	Estimate	Standard Error	t Value	Approx Pr > t
Intercept	1	0.0326	0.0877	0.37	0.7106
mr	1	1.0231	0.0789	12.97	<.0001

Cusum Test





Bilaga 4 – Signifikanstest

Genom att genomföra ett signifikanstest kan vi räkna fram huruvida de indexerade värdena (index och den betajusterade kursen) skiljer sig från varandra. Vi använder oss av ett t-test, vilket är brukligt då testet avser att mäta om det finns en signifikant skillnad mellan två populationer.¹³³

Testet genomförs på ett sådant sätt att en nollhypotes kan förkastas eller inte. I vårt fall innebär nollhypotesen att det inte finns någon signifikant skillnad mellan index och de kurser vi använt. Denna nollhypotes kommer att förkastas om signifikansvärdet understiger 0.05.¹³⁴ Testet genomfördes i programmet SPSS.

Den delen av matriserna som används i analysen är den sista kolumnen som heter Sig.(2-tailed).

Vi har valt att presentera företagens resultat i bokstavsordning och börjar med de avknoppningar som har gjorts. Därefter följer de olika fusionerna och tillsist gås uppköpen igenom.

¹³³ Sid 454ff, Johnson R. & Wichern D.: *Business Statistics - Decision making with data.*

¹³⁴ Sid 407ff, Johnson R. & Wichern D.: *Business Statistics - Decision making with data.*



Avknoppning

Bure

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN4 - BURE	28,1761	7,89512	,30943	27,5685	28,7837	91,057	650	,000
Pair 2 INDX_EF4 - BURE	5,4223	10,56035	,41389	4,6096	6,2350	13,101	650	,000

Electrolux

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN2 - ELUX	10,6186	21,43849	,77868	9,0900	12,1473	13,637	757	,000
Pair 2 INDX_EF2 - ELUX	12,8782	20,31151	,74019	-14,3313	-11,4251	-17,398	752	,000

NCC

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN5 - NCC	33,1849	29,69911	1,08374	31,0574	35,3125	30,621	750	,000
Pair 2 INDX_EF5 - NCC	1,6622	16,57227	,60353	,4774	2,8470	2,754	753	,006



Trelleborg

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN6 - TREL	52,4667	30,04591	1,09712	50,3129	54,6205	47,822	749	,000
Pair 2 INDX_EF6 - TREL	-1,6776	15,09499	,54973	-2,7568	-,5984	-3,052	753	,002

Tricorona

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN3 - TRIC	67,0985	140,91405	5,12161	-77,1528	-57,0442	-13,101	756	,000
Pair 2 INDX_EF3 - TRIC	47,7669	50,05834	1,83031	44,1738	51,3601	26,098	747	,000

Fusion

Astra Zeneca

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN1 - ASZEN	21,2512	22,15824	,80910	19,6629	22,8396	26,265	749	,000
Pair 2 INDX_EF1 - ASZEN	-29,7445	34,15042	1,24286	-32,1844	-27,3047	-23,932	754	,000



Autoliv

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN7 - AUTO	75,4812	38,61280	1,56467	-78,5540	-72,4083	-48,241	608	,000
Pair 2 INDX_EF7 - AUTC	20,8237	20,16747	,73494	19,3809	22,2664	28,334	752	,000

Wihlborgs Fastigheter

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN8 - WIHLB	12,2621	33,90653	1,23073	9,8461	14,6782	9,963	758	,000
Pair 2 INDX_IN8 - M2_IN	11,8438	25,15888	,91321	-13,6365	-10,0511	-12,969	758	,000
Pair 3 INDX_EF8 - WIHLB	34,4302	18,02087	,65628	33,1418	35,7185	52,462	753	,000

Uppköp

Getinge

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_I13 - GETIN	63,9048	86,24216	3,13039	-70,0501	-57,7596	-20,414	758	,000
Pair 2 INDX_E13 - GETIN	28,9579	22,32743	,81312	27,3616	30,5541	35,613	753	,000



Handelsbanken

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_I11 - HSB_I	17,9375	9,70616	,35231	17,2459	18,6291	50,914	758	,000
Pair 2 INDX_E11 - HSB_	-23,6507	22,08509	,80429	-25,2296	-22,0718	-29,406	753	,000

Hexagon

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_I12 - HEXAG_	-83,0500	74,68503	2,71089	-88,3717	-77,7282	-30,636	758	,000
Pair 2 INDX_E12 - HEXAG	22,7953	20,29844	,73923	21,3441	24,2465	30,837	753	,000

SEB

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_IN9 - SEB_	2,8157	24,88456	,90325	1,0425	4,5889	3,117	758	,002
Pair 2 INDX_EF9 - SEB_	-5,0538	15,85615	,57745	-6,1874	-3,9202	-8,752	753	,000



Skanska

Paired Samples Test

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 INDX_I10 - SKANS	30,1407	19,18967	,69654	28,7733	31,5081	43,272	758	,000
Pair 2 INDX_E10 - SKANS	15,3034	10,28530	,37457	14,5680	16,0387	40,856	753	,000



Bilaga 5 – Betavärde

Kvantifieringen av risk kallas ofta för Beta (β_j) i aktiesammanhang.¹³⁵ Ett betavärde mäter hur stora aktiens kurssvängningar är i relation till aktiemarknaden i helhet. För att kunna göra en korrekt beräkning av betavärdet ska hänsyn tas till både kursförändringar och utdelningar, som lämnats och baseras på ett antal perioder. En nackdel är att ett konstaterat betavärde inte behöver vara bestående, då det bygger på historiska data. Betavärde ger sannolikt inte någon signal om att ett företags aktier definitivt går ner och blir värdelösa.¹³⁶

Betavärdet bestäms genom att beräkna den minsta kvadratregressionslinjen. Beta kan även beräknas om tillgång till standardavvikelsen för tillgångens och marknadens avkastning samt korrelationen mellan dessa avkastningar finns att tillgå. Med hjälp av dessa mått får vi fram följande formel:¹³⁷

$$\beta_j = \frac{\sigma_j \text{Corr}_{jM}}{\sigma_M}$$

Denna formel kan sedan göras om till följande:

$$\beta_j = \frac{\sigma_j \text{Corr}_{jM}}{\sigma_M} = \frac{\sigma_j \sigma_M \text{Corr}_{jM}}{\sigma_M^2} = \frac{\text{Cov}_{jM}}{\sigma_M^2}$$

Där:

β_j	=	Betavärde för aktie j
σ_j	=	Standardavvikelse för aktie j :s avkastning
σ_M	=	Standardavvikelse för marknaden M :s avkastning
σ_M^2	=	Variansen för marknaden M :s avkastning
Corr_{jM}	=	Korrelationen mellan aktie j :s och marknaden M :s avkastning
Cov_{jM}	=	Kovariansen mellan aktie j :s och marknaden M :s avkastning

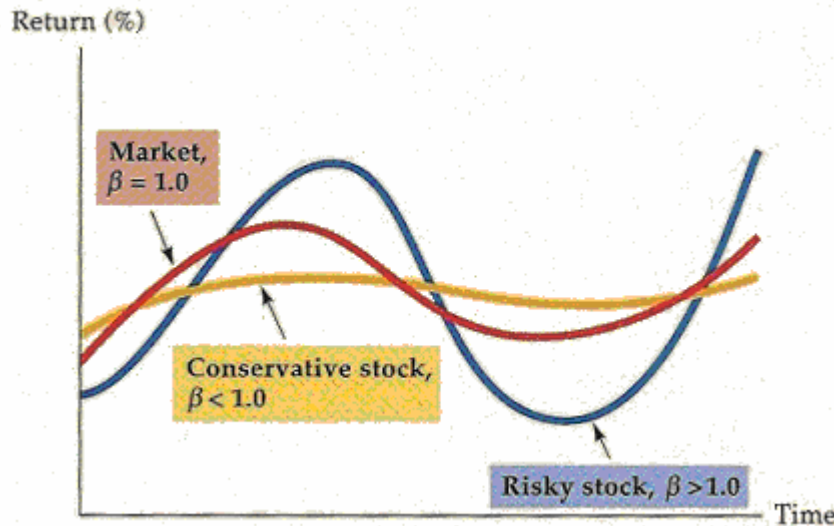
¹³⁵ Sid 198, Copeland & Weston: *Financial Theory and Corporate Policy*, 1993.

¹³⁶ Sid 62, Hansson S.: *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*, 2001.

¹³⁷ Sid 126ff, Pinches GE.: *Essential of Financial Management*, 1996.



Om ett företag har ett betavärde som är större än ett anses en investering i företagets aktie vara mer riskfylld än marknaden i helhet. Ett mindre beta än ett anses motsatt, d.v.s. vara en mindre riskfylld investering än marknaden i helhet, vilket visas i figuren nedan.



Figur: Beta för aktier¹³⁸

Den riskfria tillgången har ett beta på noll, därför att dess kovarians med aktiemarknaden är noll. Aktiemarknaden däremot har ett beta på ett för att dess kovarians med sig själv är identisk med variansen av aktiemarknaden.¹³⁹

¹³⁸ Sid 127, Pinches GE.: *Essential of Financial Management*, 1996.

¹³⁹ Sid 198, Copeland & Weston: *Financial Theory and Corporate Policy*, 1993.



Bilaga 6 – Marknadens likviditet

Vid styrning och analys av företag avser begreppet likviditet ett företags betalningsförmåga på kort sikt. På aktiemarknaden avser god respektive dålig likviditet huruvida ett företags aktie kan köpas eller säljas lätt. Är det lätt att köpa respektive sälja är omsättningen (främst räknat i antal) hög och därmed likviditeten god. Då ett företags aktier har dålig likviditet kan transaktioner genomföras men köparen respektive säljaren blir oftast tvungna att acceptera en ogynnsam kurs. Således ingår även skillnaden mellan köp- och säljkursen (spread) i begreppet likviditet. En hög spread innebär en låg likviditet och vice versa. Ett företags aktier som har dålig likviditet kan innebära att aktiernas värde multiplicerat med antalet utstående aktier inte är en god approximation för företagets värde.¹⁴⁰ Det bästa estimatet för ett företags värde är vad någon annan är villig att betala för det.¹⁴¹ Vad denna köpare är tvungen att betala, som minst, för företaget är den kurs som aktierna säljs till. Till en lägre kurs kommer inte innehavarna av aktierna att sälja sina andelar i företaget.

¹⁴⁰ Sid 45, Hansson S.: *Aktier, optioner, obligationer – En introduktion*, 2001.

¹⁴¹ Sid 82, Landelius A. & Treffner J.: *Att köpa företag utomlands*, 1995.