

Effekten av förvärv på aktieavkastningen hos de inblandade företagen

Joakim Jansson (jkmjansson@gmail.com)

Alexander Laas (laas.alexander@gmail.com)

5 februari 2013



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

Sammanfattning

Företag som är involverade i ett förvärv har intentionerna att skapa ett högre värde i den egna verksamheten. Avkastningen vid tillkännagivandet av ett tänkt förvärv indikerar hur lönsamt marknaden tror förvärvet är. I studien har detta undersökts genom att mäta den abnormala aktieavkastningen i samband med tillkännagivandet av ett bud, beroende på om företaget är förvärvare eller förvärv samt om affären är horisontell eller vertikal. Från dessa fyra har totalt åtta olika undergrupper analyserats. Hos fem av de åtta undergrupperna har en abnormal avkastning kunnat bekräftas kring tillkännagivelsesdatumet; förvärvande-horisontellt, förvärv-horisontellt, förvärvande, förvärv, horisontella och även den totala abnormala avkastningen för det samtliga urvalet visade positivt resultat.

HANDELSHÖGSKOLAN

Nationalekonomiska Institutionen

Kandidatuppsats inom finansiell ekonomi: 15 HP

HT 2012

Examinator: Martin Holmén

Innehåll

1	Introduktion	1
1.1	Bakgrund och syfte	1
1.2	Uppdelning	2
2	Teori	2
2.1	Marknadens reaktion	3
2.2	Anledningar till premie	4
2.3	Storleken på den abnormala avkastningen	5
3	Metod	6
3.1	Urval och Datainsamling	6
3.2	Modellen	7
3.3	Regression	8
3.4	Mätning av abnormal avkastning	9
3.4.1	Tvärsnittsavkastning	10
3.4.2	Tidskumulativ avkastning	11
3.4.3	Tidskumulativ tvärsnittsavkastning	11
4	Resultat	12
4.1	Tvärsnittsavkastning för samtliga företag	12
4.2	Tvärsnittsavkastning för varje enskild undergrupp	12
4.3	Tvärsnittsavkastning för förvärvande kontra förvärv	14
4.4	Tvärsnittsavkastning för horisontella kontra vertikala förvärv	15
4.5	Tidskumulativ tvärsnittsavkastning	17
4.6	Resultat i siffor	18
5	Diskussion	20
5.1	Resultatet	20
5.2	Felfaktorer	21
5.3	Utökningar	22
6	Slutsats	23

1 Introduktion

1.1 Bakgrund och syfte

Ett förvärv kan vara en betydelsefull händelse för de inblandade företagen och effekterna är inte alltid självklara. Aktieägarna kan ha olika perspektiv på de tänkta effekterna av förvärvet och affären kommer således att analyseras på olika sätt. En utvärdering av synergier för den operativa verksamheten såsom effekter på kostnader, resultat och omsättning bestämmer om utfallet är värdeökande.

Ett mått på värdet av affären för företagen är att se hur marknaden reagerar. Priset på en aktie ska enligt "Hypotesen om den effektiva marknaden" i ideala förhållanden återspegla all information som finns tillgänglig. Effekten av ett framtida förvärv bör därför återspeglas i aktiepriset när ett bud blir officiellt. Enligt Berk et al. (2009) betalar företag ofta en premie som är högre eller lika stor som förväntat adderat värde som kommer från förvärvet. I dessa fall bör den förväntade avkastningen i någon mån återge denna premie.

När effekter mellan budgivande företag och målföretag jämförs så har Andrade et al. (2001) visat att det främst är det förvärvade företaget får den största positiva effekten speciellt om betalningen är gjord helt med likvida medel från rörelseresultat. Då ett företag bekostar ett förvärv med eget kapital sker ett negativt kassaflöde på kort sikt, vilket i sin tur kan ge en viss negativ effekt på aktieavkastningen. Avsikten hos ett företag vid ett köp är bland annat är att på längre sikt skapa ett större värde (NPV (nuvärdet) ≥ 0). Bruner (2001) argumenterar för en positiv effekt för det uppköpta företaget och att förvärvaren i längden kommer redovisa en oförändrad avkastning.

Hazelkorn et al. (2005) skriver att över en kortare period kring tillkännagivelsesdatumet drabbas det förvärvande företagens aktieägare av mindre förluster, men att en viss positiv effekt visar sig över en längre tid såsom ett till två år. Hazelkorn et al. understryker även att resultatet är mycket volatilt, där "rätt" förvärv kan ge upp till 10% avkastning över en dag men "fel" förvärv kan omintetgöra värdet på aktien.

Syftet med studien är att undersöka hur ett förvärv påverkar aktieavkastningen beroende dels på vilken sida av förvärvet företagen står på (uppköpare eller uppköpt) och dels på vilka intentioner de inblandade parterna har haft. Det senare syftar till om köpet är horisontellt eller vertikalt som beskrivs nedan. Påverkan på avkastningen från förvärvet har uppskattats med den abnormala avkastningen (faktiskt minus förväntad avkastning), en tidsperiod runt tillkännagivandet.

När ett företag köper upp ett annat betalas många gånger en premie som är ett pris som är högre än det aktuella priset. Målföretagets aktier bör därför få ett högre förväntat värde då ett bud av ett förvärv blir officiellt. Med en jämförelse mellan budgivare och målföretag kan detta undersökas. Uppdelningen mellan horisontella och vertikala förvärv är intressant eftersom värdeskapandet sker på två olika sätt. Marknadens tolkning av förvärvet återspeglar den förväntade avkastningen vilket kan vara en indikator om vilken typ av förvärv som faktiskt genererar mest värde.

1.2 Uppdelning

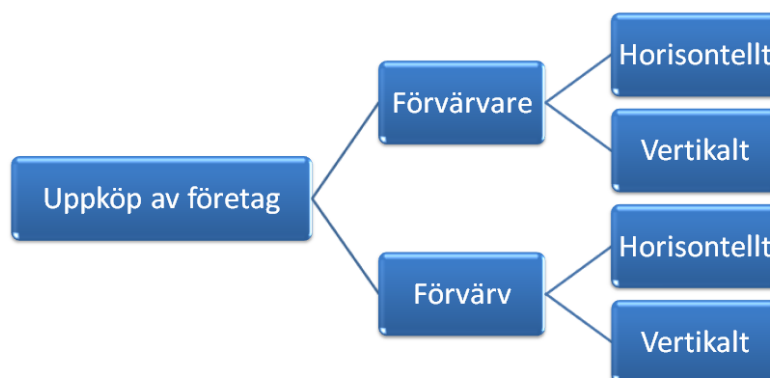
Ett vertikalt förvärv är då de inblandade företagen agerar inom samma industri men i olika delar av värdekedjan. Uppköp av denna typ kan generera ett högre värde för företaget såsom större del av marginalen från produkten men även en större makt på marknaden då företaget blir mindre beroende av andra aktörer, exempelvis när en grossist köper upp en återförsäljare. Vinster för båda parterna för vertikala förvärv har visats av Fan och Goyal (2002).

Ett horisontellt förvärv är när ett företag på samma plats i värdekedjan köps upp. Syftet till köp av denna sort kan vara att skapa högre värde genom att differentiera sin produkt, skaffa sig stordriftsfördelar, lägga beslag på forskningsresultat eller helt enkelt göra sig av med en konkurrent. Takechi (2006) föreslår att både synergieffekter och produktivitet ökar i samband med horisontella förvärv. När det kommer till forskning och utveckling (FoU) har Cassiman et al. (2005) konstaterat att förvärv avsedda för att en bättre FoU eller att få tillgång till en teknologi kan ge positiva effekter för båda sidor av affären, speciellt då företagen har komplementär teknologi.

Totalt ger detta åtta olika urvalsgrupper som arbetet fokuserats på. Av de fyra grupperna förvärvande-förvärv och horisontell-vertikal erhålls ytterligare fyra subgrupper då dessa kombineras. Det går att uppskatta vissa köp som rena sammanslagningar (fusion), där två företag av liknande storlek går samman på lika villkor. Dessa kan dock ej kategoriserats enligt indelning ovan och har därför uteslutits. I figur 1 är uppdelning av de 4 subgrupperna åskådliggjord.

2 Teori

När ett företag förvärvar ett annat företag rör det sig om en affär mellan köpare, aktieägarna till det förvärvande företaget, och säljare, aktieägarna till företaget som



Figur 1: Uppdelningen av företagen i undergrupper.

är målet för förvärvet. Det finns två primära tillvägagångssätt till hur ett företag kan byta ägare. Det första är att ett målföretaget blir uppköpt upp av annat företag (acquisition), det andra att målföretaget går ihop med ett annat (merger). I båda fallen måste det förvärvande företaget köpa upp målföretagets aktier eller tillgångar. Betalningen kan ske med överskottskapital från rörelseresultatet eller med andra tillgångar av motsvarande värde, vanligtvis aktier.

Aktiviteten på förvärvsmarknaden går i vågor där den senaste trenden har varit förvärv av mer strategiska inslag, ofta företag inom samma bransch och ofta med syftet att skapa skalfördelar för att ge ett konkurrensfördel. Den allra senaste vågen som tog fart 2004 gestaltades förvärv som syftade till att förstärka den egna verksamheten (Berk et al., 2009).

2.1 Marknadens reaktion

När aktieägare tvingas sälja sina andelar får de ofta ett högre pris än marknadsvärde för aktierna, en förvärvspremie som är procentandelen mellan aktiernas nuvärde innan förvärvet och priset som förvärvande företaget betalar. Berk et al. (2009) presenterar historiska data från amerikanska företag som visar en genomsnittlig premie på 43%. Dock kan endast en genomsnittligt abnormal avkastning på 15% ses dagen då budet tillkännagavs. För det budgivande företaget ses en genomsnittlig abnormal avkastning på 1%, men i hälften av fallen visade också de ett försvagat värde.

Många andra studier har gjorts på samma område men med inriktning på specifika egenskaper på förvärvet. Ett exempel som Akbulut och Matsusaka (2003) undersökte är den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen två dagar innan och en dag efter tillkännagivelsen av ett bud för 3,466 genomförda förvärv mellan offentliga

bolag mellan 1950-2002. De fann att denna var 1.2% för förvärv av företag som var relaterade och 1.1% för företag som var orelaterade.

2.2 Anledningar till premie

Motiveringen till varför företag tycker det är en bra affär att betala ett högre pris än marknadspriset på aktien kommer sig av att de har förväntningarna att förvärvet kommer att tillföra extra ekonomiskt värde utöver sin egen och förvärvets verksamheter och tillgångar (Stout, 1989), vad vanligen kallas för synergier. Dessa brukar delas in i två kategorier, kostnadsreducerande och intäktsökande synergier.

Om förvärvet väntas tillföra värde kommer således värdet på förvärvets aktierna öka vid en affär. Ingen rationell investerare säljer sina aktier om denna tror att det är värdefullare att inte göra det. Detta fenomen är ofta anledningen till premien ett företag får betala vid ett förvärv, vilket brukar kallas fripassagerarproblemet. För att ta sig runt detta finns det lagliga tillfälgångssätt, t.ex. lånefinansierade förvärv och att i hemlighet köpa andelar i företaget man inriktat sig på, en så kallad "toehold" (Grossman & Hart, 1980).

En annan vanlig orsak till en premie är att så fort ett bud har tillkännagivits kan det uppenbara sig för andra företag att det finns möjliga vinster vid en affär vilket kan leda till att fler ger sig in i en budgivning. Detta kan leda till det blir en auktion vilket gör att affären kan dra ut på tiden. För att undvika denna process väljer istället företag att betala en premie för att skrämja bort möjliga konkurrenter (Betton & Eckbo, 2000).

Värde från horisontella förvärv Horisontellt förvärv syftar till att företagen har verksamheter inom samma industri och samma plats i värdekedjan. En vanlig synergieffekter som företag vill komma åt med horisontella förvärv är stordriftsfördelar, såsom produktionskostnader och även marknadsföringskostnader distributionskostnader kan bli mindre med kombinerade varor, t.ex. tv-apparater och högtalare. Ett horisontellt förvärv kan också vara ett sätt att skaffa sig kunskap och kompetens som saknas inom det egna företaget. Ny attraktiv teknologi som är skyddad av patent från en konkurrent är ofta dyr och tillgängligheten för licensen är mycket begränsad varav ett förvärv istället kan vara ett alternativ (Luis, 2002).

Kostnader som är associerade till förvärv är framförallt att det är svårare att driva ett större företag. I mindre företag där ledningen jobbar närmare huvudverksamheten

är det lättare att hålla jämna steg med förändringar på marknaden och en närmare kontakt med nyckelkunder kan upprätthållas.

Värde från vertikala förvärv Vertikalt förvärv syftar till att verksamheten på de förvärvade företaget har en annan i värdekedjan inom samma industri. Den huvudsakliga fördelen med vertikala förvärv är att det går smidigare att koordinera produktionsprocessen. Genom ett vertikalt förvärv kan företag t.ex. få bättre kontroll över insatsvarorna som behövs för att framställa huvudprodukten vilket ger möjligheten att bättre förse tillgång och efterfrågan. Även vertikalt integrerade företag har nackdelen av att storleken på företaget gör att det är svårare att hantera (Luis, 2002).

Gemensamma fördelar för båda typen av förvärv är att man skapar sig en starkare position på marknaden. I det horisontella fallet så gör man sig av med en konkurrent och på så sätt ökar sin vinst. I det vertikala fallet kan man lägga beslag på en viktig insatsvara eller en huvuddistributör som konkurrenter också är beroende av. Affärer av denna sort är dock väldigt ovanliga då konkurrenslagstiftning reglerar vilka förvärv som är tillåtna. Ett annat motiv bakom förvärv som inte är direkt knutna till horisontella och vertikala är att det förvärvande företaget tror att det kan styra företaget bättre än den nuvarande ledningen. I vanliga fall när ett företag drivs på ett ineffektivt sätt så är det oftare så att de missnöjda aktieägarna vill sälja sina aktier, när detta händer kan det förvärvande företaget få köpa aktierna med en negativ premie.

2.3 Storleken på den abnormala avkastningen

Premien på ett förvärv är en konkret siffra, värdet på de tänkta synergierna är däremot svårare att uppskatta. Ett förvärv är bara en bra affär för det förvärvande företaget om det adderade värdet överstiger premien för förvärvet (Bradley et al., 1988). Det förvärvande företagens abnormala avkastning när budet tillkännages är ett bra mått på hur bra investerare tror att uppskattningen av värdet av synergieffekterna är. Asquith et al. (1983) visade att den kumulativa abnormala avkastningen från 20 dagar innan fram till tillkännagivandet var i snitt 2.8%. Andra studier har visat att den genomsnittliga abnormala avkastningen på dagen för tillkännagivandet är närmare noll, vilket tyder på att investerare tror att värdet från synergieffekterna ungefär motsvarar premien.

När budet har lagts så finns inga garantier för att affären kommer att genomföras till det bjudna priset. Aktieägarna till målföretaget kan välja att höja priset för att de ska sälja sina aktier. Det kan även hända att förvärvet inte går i hamn för att aktieägarna inte accepterar budet eller att tillsynsmyndigheter inte godkänner affären.

Denna osäkerhet ger upphov till att den abnormala avkastningen för de inblandade parterna är något dämpad i jämförelse med de vinster man förväntar sig att affären ska ge (Berk et al., 2009). Betton och Eckbo (2000) beskriver den förväntade kumulativa avkastningen för det förvärvande företaget en dag runt tillkännagivandet som

$$CAR(-1,1) = CAR_g \cdot \pi(x) + CAR_{eg} \cdot (1 - \pi(x))$$

där $\pi(x)$ är sannolikheten att förvärvet är genomfört, CAR_g är den kumulativa abnormala avkastningen vid en genomförd affär och CAR_{eg} är den kumulativa abnormala avkastningen för ej genomförd affär.

3 Metod

3.1 Urval och Datainsamling

Urvalet av företag valdes gjordes med avseende på geografisk marknad samt att tillkännagivandet ska ha varit efter 2009 (hänsyn till den finansiella krisen). Det geografiska urvalet är bestämt till större delen av Europa (ej de Baltiska länderna, Ryssland eller Turkiet) då en diversifierad urvalsportfölj är att föredra då resultatet eventuellt kan tillämpas på andra marknader. Företag från länder i Europa har liknande förutsättningar vilket gör dem till en relativt homogen grupp. Vilken typ av bransch företagen verkar inom eller storleken på företagen har det inte tagits hänsyn till.

Företag som genomgått ett förvärv har lokaliserats med hjälp av databasen som *Zephyr*. Data togs fram för förvärv respektive förvärvare separat. I databasen har följande kriterier använts:

- Tidsperiod: 2009-2012
- Region: Scandinavia, Western Europe, Eastern Europe (Budgivare (Acquiror) alt. Målföretag (Target))
- Aktuell status för förvärvet: Announced, Completed
- Typ av deal: Acquisition
- Börsnoterat: Listed (Acquiror alt. Target)
- Värdet av dealen: >0.5 mil EUR

där region är satt för förvärvare (acquiror) respektive förvärv (target) beroende på vilken gruppen data tas fram för, därför har ingen vikt lagts i att båda parterna från samma affär ska ingå i urvalet.

Insamlingen gjordes i två omgångar, först för det budgivande företaget och därefter målföretagen. Två listor införskaffades således från *Zephyr*, där det dock visade sig, med ovanstående kriterier, att målföretagen var mycket färre än budgivarna, vilket kan bero på att ett budgivande företag oftare är börsnoterat. Antalet företag i gruppen målföretag var således färre än för budgivarna, vilket kan ses i tabell 1.

I listorna fanns bland annat en verksamhetsbeskrivning av företagen och med hjälp av denna klassificerades köpen till grupperna horisontella och vertikala. Dock fanns det stora svårigheter med att skilja på horisontella och vertikala förvärv utifrån denna information och därför var många förvärv uteslutna som i sin tur resulterade i ett mindre urval. Kategorisering för horisontella köp var dock relativt enkelt men när det kom till de vertikala kunde relativt få företag väljas till urvalsgruppen. Därför blev vertikala målföretag den grupp som var svårast att ta fram data till.

Aktiekurserna samt marknadskurser har införskaffats från *Yahoo's* finanshemsida, som tillhandahåller justerade dagspriser för aktier. Ytterligare ett problem som uppdagades när datan hämtades, var att för små företag (oftast de som blivit uppköpta) fanns ingen handelsvolym över vissa dagar. Om det är för stor andel dagar som ingen handel sker med aktien så blir relationen till marknaden vara svår hitta. Konsekvensen av detta blev att från de redan väl utsorterade urvalsgrupperna var fler företag tvungna att exkluderas. I tabell 1 presenteras antal företag som kunde insamlas per urvalsgrupp.

	Antal
Budgivare-horisontellt	33
Budgivare-vertikalt	26
Målföretag-horisontellt	18
Målföretag-vertikalt	7

Tabell 1: Antal företag per urvalsgrupp

3.2 Modellen

Marknadsmodellen är vedertagen modell som beskriver hur den förväntade avkastningen på en tillgång beror på den generella marknadsavkastningen. Den förväntade överavkastningarna (noteras vidare enbart som avkastningen) gentemot den riskfria räntan hos en tillgång beror på överavkastningen hos marknaden. Den riskfria räntan

kan betraktas som den diskonterade dagsräntan som en statsobligation skulle ge och marknaden är en portfölj av samtliga tillgångar på marknaden.

$$\begin{aligned} r_{i,t} - r_f &= \alpha + \beta(r_{m,t} - r_f) + \varepsilon_{i,t} \\ &\Leftrightarrow \\ R_{i,t} &= \alpha + \beta R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \\ E[\varepsilon_{i,t}] &= 0 \quad \text{Var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 \end{aligned} \tag{1}$$

där $R_{i,t}$ respektive $R_{m,t}$ är den förväntade avkastningen för aktie i respektive marknaden vid tidpunkt t och $\varepsilon_{i,t}$ är feltermen (Bodie et al., 2011). β är ett mått på korrelationen mellan marknaden och aktien. α är ett mått på hur stor medelavkastningen är till skillnad från marknaden. α är dock lika med noll i jämvikt då inget arbitrage finns.

Antagandena för modellen är:

1. Marknaden är under perfekt konkurrens.
2. Investerare föredrar alltid mer rikedom än mindre.
3. Prissättning följer marknadsmodellen, vilken uppskattningen av avkastningen följer.

Perfekt konkurrens existerar väldigt sällan i verkligheten, men den kan antas vara så gott som perfekt på grund av det stora antalet aktörer som finns på marknaden. Det går också att göra antagandet att marknaden är i stort sett transparent så att alla aktörer har tillgång till samma information. Att investerare föredrar vinst och att det är olika faktorer som påverkar prissättningen är underförstått. Antagandena är därför uppfyllda.

3.3 Regression

Regressionen har gjorts med vanlig OLS, vilket är den bästa linjära opartiska uppskattningen (BLUE) av marknadscoeffcienten om följande kriterier är uppfyllda.

1. Akteavkastningen följer en linjär modell.
2. Väntevärden av felet ska vara lika med noll.
3. Variansen av felet ska vara konstant.

4. Inga seriella korrelationer för felet.

α och β skattas på ett uppskattningsintervall L_1 enligt:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t \in L_1} (R_{i,t} - \hat{\mu}_i)(R_{m,t} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t \in L_1} (R_{m,t} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (2)$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m$$

vilket ger den uppskattade modellen:

$$R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

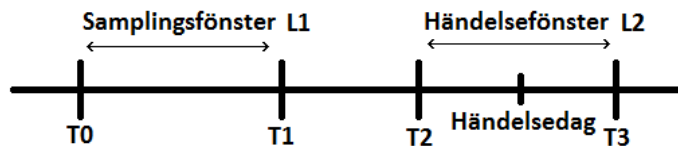
där $L_1 : T_0 \leq t \leq T_1$ är mätpunkterna i samplingsintervallet mellan tidpunkt T_0 och T_1 .

Marknadsportföljen har approximerats med marknadsindex för det landet där aktien är noterad för att få så signifikanta parametrar som möjligt. Alla regressioner har utvärderats och togs enbart med i studien om de hade ett R^2 värde på minst 0.2. R^2 förklarar hur stor del av variationen för en aktie som kan förklaras med modellen och 0.2 förklarar en relativt stor del av variationen. Ett högt R^2 är alltså eftertraktat då modellen bygger relationen till marknaden. Regressionsdatan är tagen från en längre tidsperiod ($L_1 \sim 500$ dagar) med slutdatum en månad före händesdatumet, där avkastningen anses vara normal i den mening att inga extraordinära händelser inträffat.

3.4 Mätning av abnormal avkastning

För att mäta den abnormala avkastningen behövs datumet för själva händelsen och även ett tidspann för under vilken händelsen tros påverka samt den förväntade avkastningen. Även om själva händelsen kan knytas till en speciell tidpunkt, i detta fallet datumet för det officiella tillkännagivandet, så kommer den abnormala avkastningen mätas över en tidsperiod både innan och efter själva händesdatumet. Tiden runt händelsen, händesfönstret, där det kan förväntas ske en abnormal avkastning antas vara relativt kort och ett intervall av 10 dagar före och efter har använts. Om T_2 är första dagen för mätningen och T_3 är den sista så är $L_2 : T_2 \leq t \leq T_3$. Hela tidsskalan för eventstudien är åskådliggjord i figur 2.

Över ett kortare tidspann kommer avkastningen avvika mer från en normalfördelning. Det är även stor risk att variansen kommer att öka tiden runt själva händelsen, samt att avkastningen för perioden kommer att vara seriellt korrelerade (Brown, Warner



Figur 2: Tidsskalan för eventstudien.

1985). Med detta i åtanke har marknadsmodellen (ekvation (1)) valts med fördel mot andra modeller. Marknadsmodellen kompenserar för avkastningen som är relaterad till variansen på marknaden. Den uppskattade abnormala avkastningen definieras som:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha - \beta R_{m,t} \quad (4)$$

där $AR_{i,t}$ är den abnormala avkastningen för aktie i vid tidpunkt t . Nollhypotesen är att den abnormala avkastningen är normalfördelad kring noll enligt:

$$H_0 : AR_{i,t} \sim N(0, \sigma^2(AR_{it}))$$

$$H_1 : AR_{i,t} \not\sim N(0, \sigma^2(AR_{it}))$$

där

$$\begin{aligned} \sigma^2(AR_{it}) &= \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 \left[1 + \frac{1}{L_1} + \frac{(R_{m,t} - \hat{\mu}_m)^2}{L_1 \hat{\sigma}_m^2} \right] \\ \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 &= \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{t \in L_1} (R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t})^2 \\ \hat{\sigma}_m^2 &= \frac{1}{L_1} \sum_{t \in L_1} (R_{m,t} - \hat{\mu}_m)^2 \\ \hat{\mu}_m &= \frac{1}{L_1} \sum_{t \in L_1} R_{m,t} \end{aligned} \quad (5)$$

I den första ekvationen i (5) kommer de två sista termerna gå mot noll då L_1 är stort och variansen för den abnormala avkastningen kommer att gå mot σ_{ε_i} .

3.4.1 Tvärsnittsavkastning

Anledningen till uppdelningen av företagen i urvalsgrupperna gjordes för att se om det finns mönster inom dessa grupper. Genom att aggregera över företagen för varje dag i händelsefönstret (L_2) så erhålls för den abnormala avkastningen för varje undergrupp

enligt:

$$\begin{aligned}\overline{AR}_t &= \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \\ \sigma^2(\overline{AR}_t) &= \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2\end{aligned}\tag{6}$$

Signifikansen av den abnormala avkastningen testas enligt:

$$\begin{aligned}H_0 : \overline{AR}_t &\sim N(0, \sigma^2(\overline{AR}_t)) \\ H_1 : \overline{AR}_t &\approx N(0, \sigma^2(\overline{AR}_t))\end{aligned}$$

3.4.2 Tidskumulativ avkastning

Den tidskumulativa abnormala avkastningen från varje individuellt företag är den sammanlagda avkastningen över L_2 och denna beräknas med:

$$\begin{aligned}CAR_i(t_1, t_2) &= \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \\ \sigma_{CAR_i}^2(t_1, t_2) &= (t_2 - t_1 + 1) \cdot \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2\end{aligned}\tag{7}$$

där $t_1, t_2 : T_2 < t_1 \leq t_2 \leq T_3$. Signifikansen mäts enligt följande hypoteser:

$$\begin{aligned}H_0 : CAR_i(t_1, t_2) &\sim N(0, \sigma_{CAR_i}^2(t_1, t_2)) \\ H_1 : CAR_i(t_1, t_2) &\approx N(0, \sigma_{CAR_i}^2(t_1, t_2))\end{aligned}$$

3.4.3 Tidskumulativ tvärsnittsavkastning

Den aggregerade abnormala tvärsnittsavkastningen beräknas enligt:

$$\begin{aligned}\overline{CAR}(t_1, t_2) &= \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \\ \sigma_{\overline{CAR}}^2(t_1, t_2) &= \sum_{t=t_1}^{t_2} \sigma_{\overline{AR}_t}^2\end{aligned}\tag{8}$$

där $t_1, t_2 : T_2 < t_1 \leq t_2 \leq T_3$. Signifikansen mäts enligt följande hypoteser:

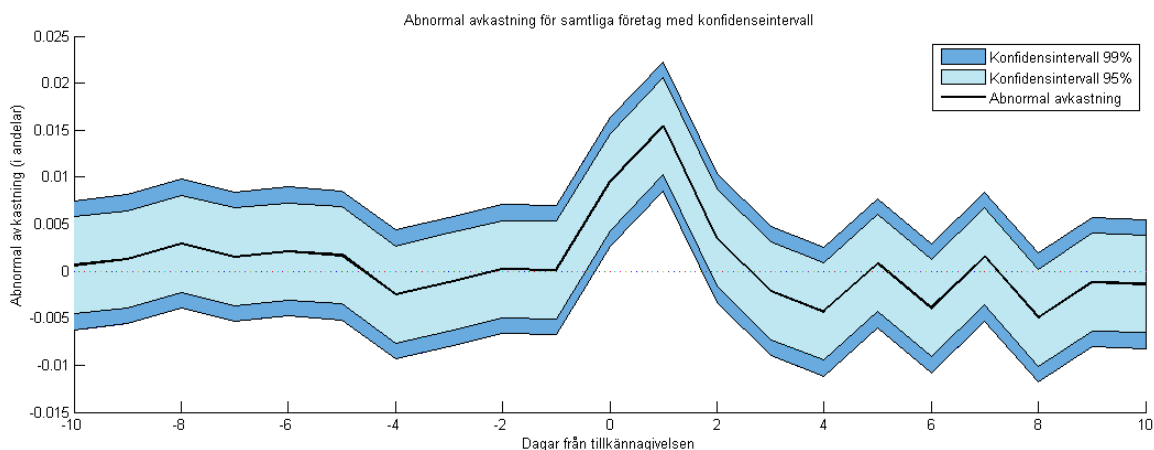
$$\begin{aligned}H_0 : \overline{CAR}(t_1, t_2) &\sim N(0, \sigma_{\overline{CAR}}^2(t_1, t_2)) \\ H_1 : \overline{CAR}(t_1, t_2) &\approx N(0, \sigma_{\overline{CAR}}^2(t_1, t_2))\end{aligned}$$

4 Resultat

Vid datainsamlingen kunde inte fler än 7 respektive 18 förvärv frambringas för urvalsgrupperna förvärv-vertikalt respektive förvärv-horisontellt. För förvärvande-vertikalt och förvärvande-horisontellt kunde data för 26 respektive 33 samlas in. Totalt har aktiepriser för 84 företag har samlats in. Konfidensintervallen som är inkluderade i graferna är för 95% och 99% statistisk signifikans.

4.1 Tvärsnittsavkastning för samtliga företag

I figur 3 är den abnormala avkastningen från genomsnittlig data från samtliga företag (84 stycken) i studien samlad. Effekten är tydlig kring dag noll och ett och nollhypotesen kan förkastas med minst 99% statistisk säkerhet. Abnormal avkastning över dag noll och ett är $0.9 \pm 0.5\%$ respektive $1.5 \pm 0.5\%$ med 95% statistisk signifikans.

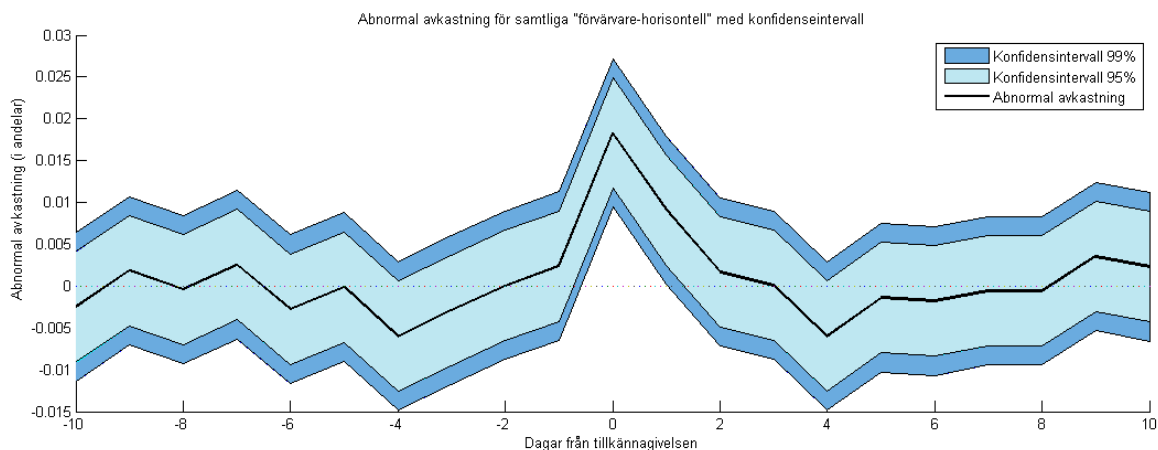


Figur 3: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för samtliga företag.

4.2 Tvärsnittsavkastning för varje enskild undergrupp

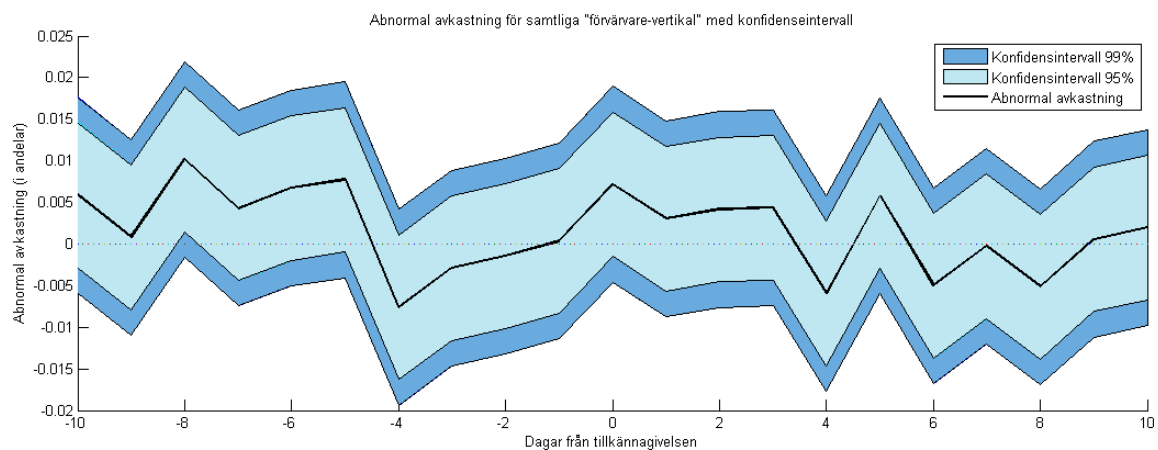
I figur 4 är den beräknade abnormala avkastningen på aktier till företag som genomfört ett horisontellt förvärv presenterad. För förvärven (data från 33 st) syns en tydlig förändring kring tillkännagivelsesdatumet. Avkastningen ökar på dag noll till $1.8 \pm 0.7\%$, med 95% signifikans nivå. Med minst 99% statistisk signifikans kan nollhypotesen om att den abnormala avkastning är lika med noll förkastas.

Motsvarande graf för vertikala köp (data från 26 st) kan ses i figur 5 och visar ej samma



Figur 4: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen förvärvande-horisontell.

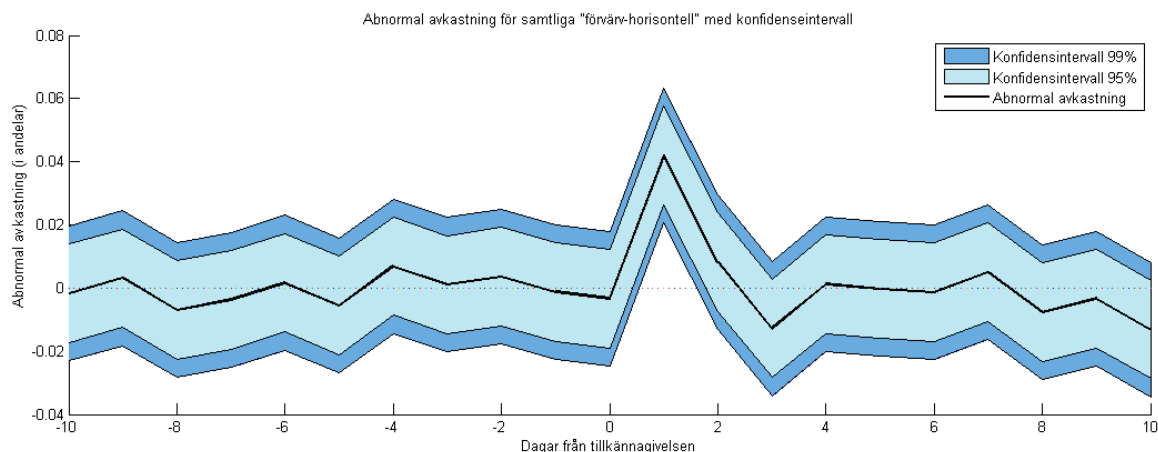
markanta beteende, vilket innebär att den genomsnittliga abnormala avkastningen inte är statistisk säkert skild från noll för någon dag över händelsefönstret.



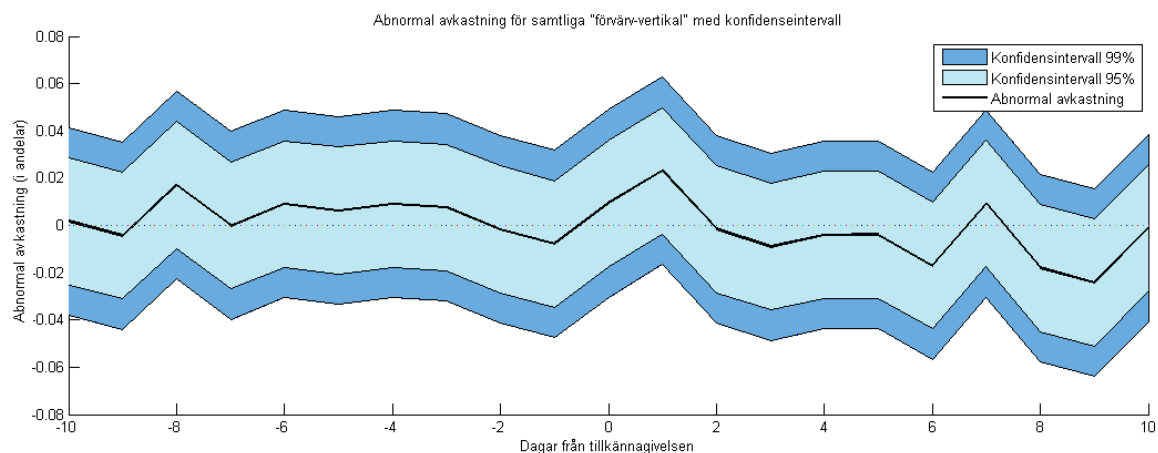
Figur 5: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen förvärvande-vertikal.

I figur 6 är resultaten för horisontellt förvärvade företag presenterade. För förvärven (18 stycken) kan nollhypotesen förkastas med en 99% signifikansnivå för dag ett. Den genomsnittliga abnormala avkastningen för dag ett är 4.2 ± 1.6 % med 95% statistisk signifikans.

För vertikala förvärv (7 st) kan inga signifikanta slutsatser dras då nollhypotesen ej kan förkastas, vilket tydligt kan ses i figur 7.



Figur 6: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen förvärv-horisontell.

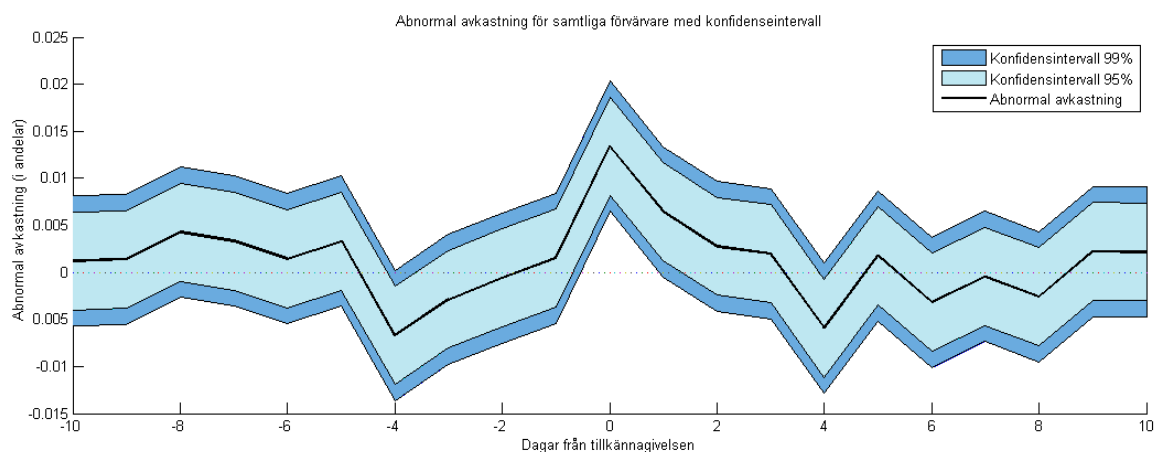


Figur 7: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen förvärv-vertikal.

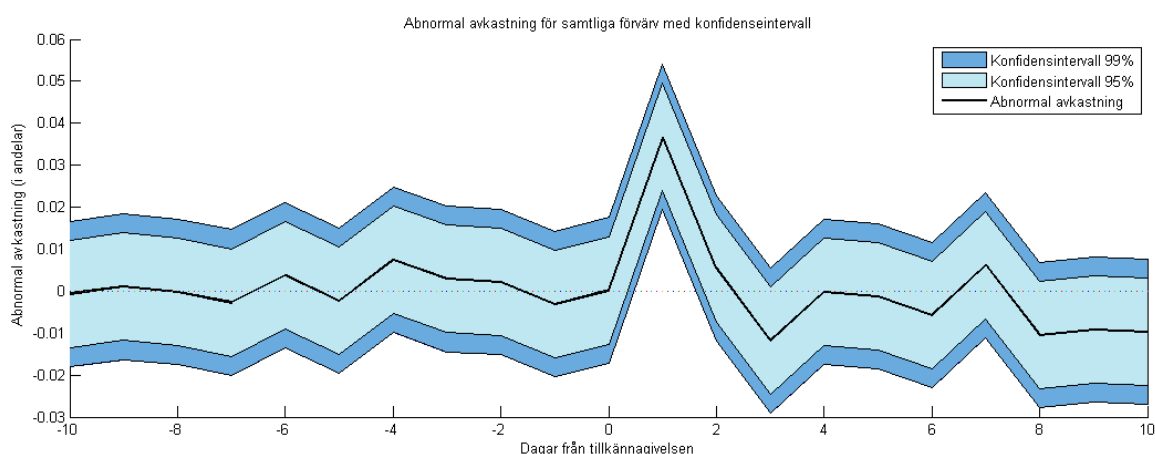
4.3 Tvärsnittsavkastning för förvärvande kontra förvärv

Abnormal avkastning från samtliga företag (59 stycken) som genomfört ett uppköp av ett företag är sammanställt i figur 8. Återigen visar sig en förändring kring tillkännagivelsesdagen som är statistisk signifikant. Den genomsnittliga abnormala avkastningen var för dag noll 1.3 ± 0.8 % med 95% statistisk signifikans.

Då en samlad data från samtliga förvärvade företag (25 stycken) aggregeras kan en ökad genomsnittlig abnormal avkastning ses dag ett i figur 9, med 99% statistisk signifikant. Den abnormala avkastningen med 95% statistisk säkerhet är dag ett 3.7 ± 1.7 %.



Figur 8: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen förvärvande.

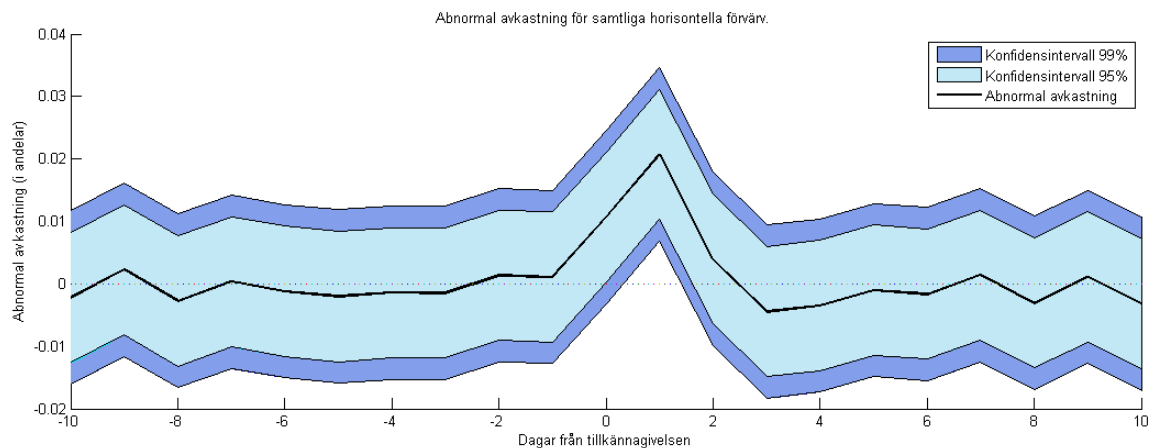


Figur 9: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen förvärv.

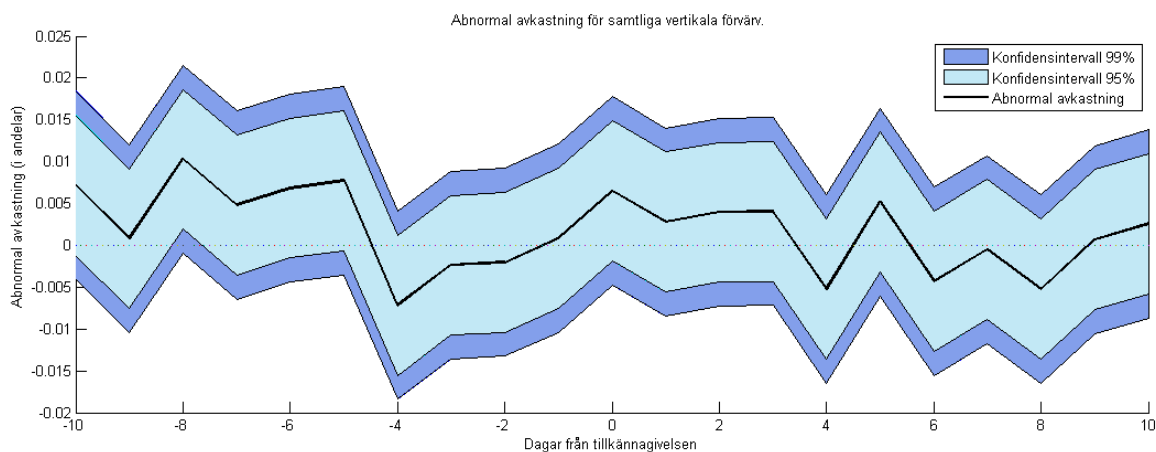
4.4 Tvärsnittsavkastning för horisontella kontra vertikala förvärv

Den genomsnittliga abnormala avkastning för samtliga horisontella förvärv (51 stycken) är presenterade i figur 10. En tydlig ökning kan ses vid dag ett som är statistisk säkerställd med 99%. Den abnormala avkastningen är $2.1 \pm 1.0\%$ med 95% statistisk säkerhet.

Motsvarande graf för samtliga vertikala förvärv (33 stycken) kan ses i figur 11. Eftersom den abnormala avkastningen inte kan statistiskt skiljas från noll kan inte nollhypotesen förkastas.



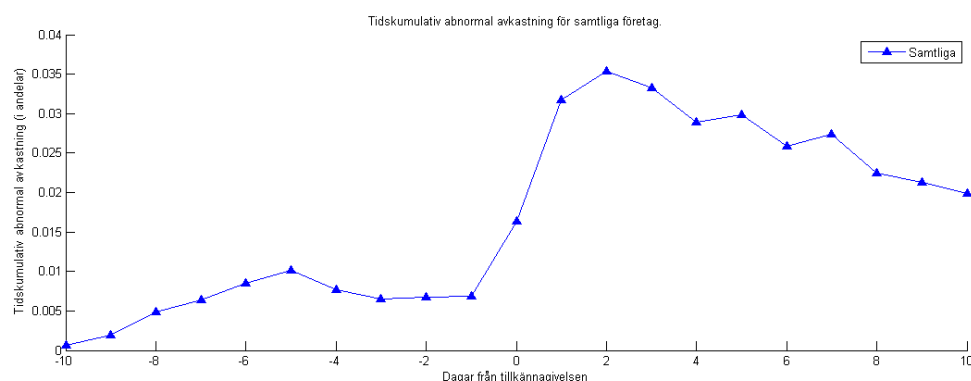
Figur 10: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen horisontell.



Figur 11: Beräknad genomsnittlig abnormal avkastning med 95% och 99% konfidensintervall per dag för undergruppen vertikal.

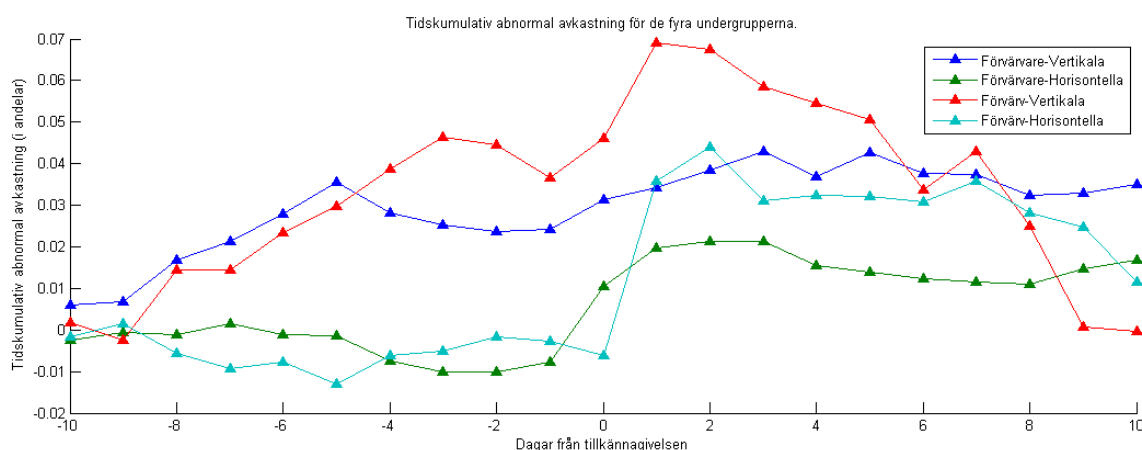
4.5 Tidskumulativ tvärsnittsavkastning

I figur 12 kan den tidskumulativa tvärsnittsavkastningen för samtliga företag ses. Den beskriver den totala abnormala avkastningen sedan tio dagar innan händelsedatumet. Det är tydligt hur den markant ökar kring tillkännagivelsesdagen.



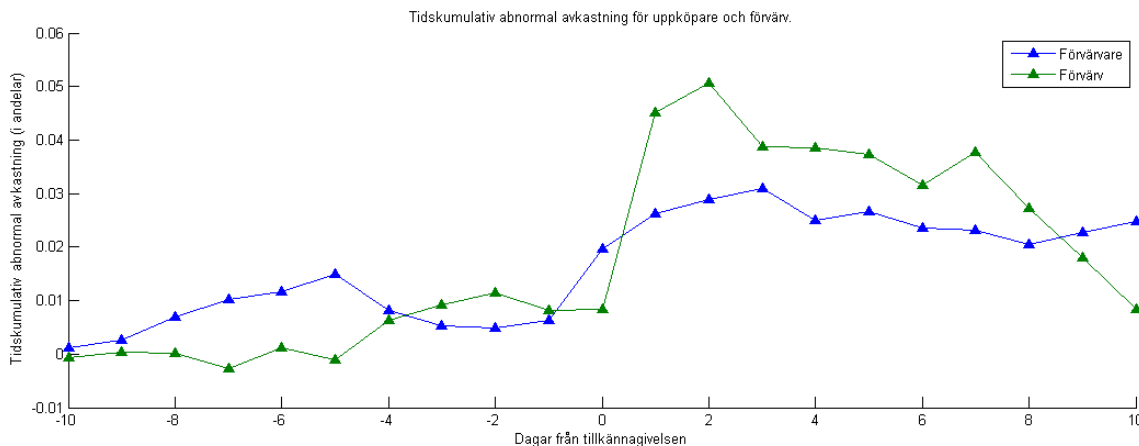
Figur 12: Beräknad tidskumulativ tvärsnittsavkastning för samtliga företag.

I figur 13 kan den tidskumulativa tvärsnittsavkastningen för vertikala och horisontella förvärv kontra förvärvare ses. Det som framförallt syns är att avkastningen drastiskt ökar vid dag noll för horisontella förvärv. I övrigt kan en viss positiv trend ses för samtliga undergrupper, signifikansen kan ses i tabellen i figur 16, där vertikala uppköpare uppvisar signifikanta värden även då ingen av noteringarna av abnormal avkastning var signifikant för någon enskild dag.



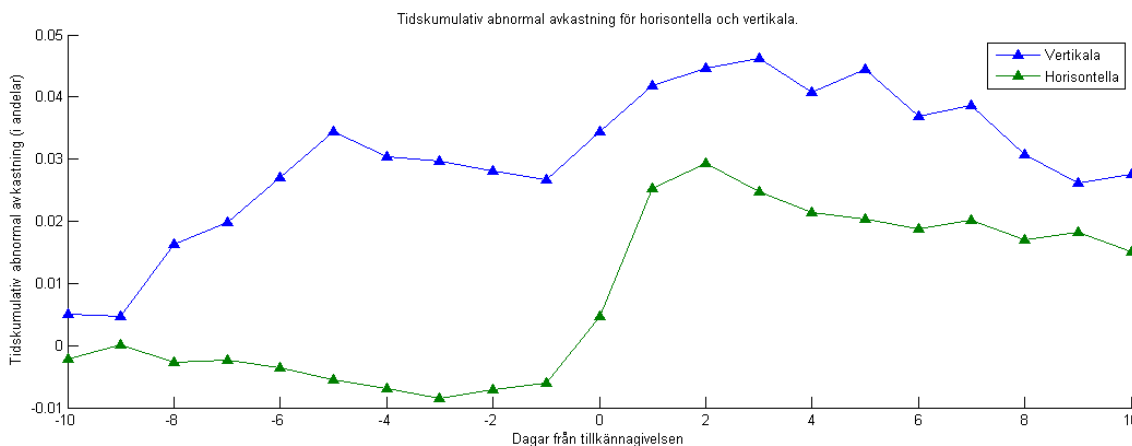
Figur 13: Beräknad tidskumulativ tvärsnittsavkastning för de fyra undergrupperna.

Förvärvande kontra förvärvade kan ses i figur 14. Här visar båda en positiv abnormal avkastning. Förvärvande företag visar en mindre ökning men lägre varians. För förvärven är effekten mycket kraftigare kring dag noll båda grupperna har signifikanta toppar vilket kan ses i figur 17.



Figur 14: Beräknad tidskumulativ tvärsnittsavkastning för förvärvande kontra förvärvat företag.

I figur 15 återspeglas resultatet gällande horisontella kontra vertikala förvärv. De horisontella visar relativt låga variationer i stort förutom just vid tillkännagivelsesdagen. För de vertikala kan ingen liknande slutsats då inga stora variationer sker. Det intressanta med det här resultatet är att den kumulativa vertikala avkastningen ligger över den för horisontella även. För vertikala företag så är den kumulativa tvärsnittsavkastningen signifikant från dag -8 till dag 7 medan de horisontella företagen visar väldigt få signifikanta noteringar (figur 17).



Figur 15: Beräknad tidskumulativ tvärsnittsavkastning för horisontella kontra vertikala förvärv.

4.6 Resultat i siffror

Den abnormala avkastningen för varje undergrupp kring tillkännagivelsesdatumet är presenterad i tabell 2. Storleken på abnormal avkastning går ej att statistiskt skilja

mellan undergrupperna då felmarginalerna är relativt stora. Däremot går det att säga att samtliga resultat är i samma storleksordning.

	Abnormal avkastning	95% konfidensintervall (i %)	Antal företag i undergruppen
Förvärvande-Horisontellt	1.8	± 0.7	33
Förvärvande-Vertikalt	-	-	26
Förvärv-Horisontellt	4.2	± 1.6	18
Förvärv-Vertikalt	-	-	7
Förvärvande	1.3	± 0.8	59
Förvärv	3.7	± 1.7	25
Horisontellt	2.1	± 1.0	51
Vertikalt	-	-	33
Samtliga	1.5	± 0.5	84

Tabell 2: Abnormal avkastning med felmarginaler och samplingsmängd.

Tabellerna i figurerna 16 och 17 har två kolumner per undergrupp. Den vänstra är den abnormala tidskumulativa tvärsnittsavkastningen och den högra är t-värdena beräknade från och med dag -10.

t	Vert. uppk.	t-värde	Vert. målf.	t-värde	Horis. uppk.	t-värde	Horis. målf.	t-värde
-10	0,0059	1,3922	0,0018	0,1561	-0,0025	-0,7639	-0,0017	-0,2276
-9	0,0067	1,1198	-0,0026	-0,1594	-0,0007	-0,1425	0,0014	0,1351
-8	0,0169	2,3007	0,0145	0,7361	-0,0011	-0,1903	-0,0055	-0,4317
-7	0,0212	2,4995	0,0145	0,6360	0,0015	0,2293	-0,0093	-0,6256
-6	0,0279	2,9453	0,0235	0,9225	-0,0013	-0,1727	-0,0076	-0,4582
-5	0,0356	3,4318	0,0297	1,0662	-0,0014	-0,1714	-0,0131	-0,7227
-4	0,0281	2,5009	0,0387	1,2870	-0,0073	-0,8550	-0,0062	-0,3162
-3	0,0252	2,0995	0,0463	1,4401	-0,0102	-1,1124	-0,0052	-0,2465
-2	0,0237	1,8666	0,0446	1,3070	-0,0101	-1,0407	-0,0015	-0,0692
-1	0,0241	1,7979	0,0367	1,0201	-0,0077	-0,7528	-0,0028	-0,1204
0	0,0313	2,2251	0,0461	1,2210	0,0106	0,9797	-0,0062	-0,2512
1	0,0344	2,3400	0,0692	1,7552	0,0083	0,7358	0,0358	1,3915
2	0,0385	2,5201	0,0676	1,6488	0,0099	0,8489	0,0439	1,6424
3	0,0429	2,7052	0,0586	1,3766	0,0100	0,8253	0,0311	1,1216
4	0,0370	2,2525	0,0545	1,2379	0,0040	0,3209	0,0323	1,1248
5	0,0428	2,5214	0,0506	1,1130	0,0026	0,2037	0,0320	1,0797
6	0,0378	2,1616	0,0337	0,7180	0,0009	0,0641	0,0307	1,0046
7	0,0375	2,0860	0,0430	0,8905	0,0003	0,0217	0,0358	1,1361
8	0,0324	1,7534	0,0249	0,5030	-0,0003	-0,0190	0,0281	0,8685
9	0,0330	1,7396	0,0008	0,0150	0,0033	0,2245	0,0247	0,7459
10	0,0350	1,8000	-0,0003	-0,0050	0,0056	0,3742	0,0116	0,3409

Figur 16: Tabellen visar den tidskumulativa tvärsnittsavkastningen för fyra urvalsgrupper, signifikansen åskådliggörs med t-värdet. t-värden större än ≈ 2 har en signifikansnivå på över 95%.

t	Förvärvare	t-värde	Målföretag	t-värde	Vertikal affär	t-värde	Horis. affär	t-värde
-10	0,0017	0,6561	0,0000	0,0069	0,0038	0,9317	-0,0021	-0,6211
-9	0,0030	0,8220	-0,0006	-0,0652	0,0021	0,3563	0,0004	0,0802
-8	0,0079	1,7526	0,0045	0,4155	0,0157	2,1994	-0,0033	-0,5689
-7	0,0113	2,1759	0,0026	0,2087	0,0178	2,1637	-0,0039	-0,5801
-6	0,0133	2,2878	0,0079	0,5704	0,0257	2,7884	-0,0044	-0,5896
-5	0,0171	2,6843	0,0083	0,5440	0,0327	3,2370	-0,0072	-0,8812
-4	0,0104	1,5012	0,0163	0,9883	0,0334	3,0628	-0,0068	-0,7630
-3	0,0075	1,0143	0,0206	1,1699	0,0358	3,0676	-0,0077	-0,8104
-2	0,0068	0,8695	0,0215	1,1540	0,0342	2,7642	-0,0058	-0,5799
-1	0,0082	0,9931	0,0169	0,8610	0,0304	2,3329	-0,0053	-0,4972
0	0,0209	2,4203	0,0199	0,9667	0,0387	2,8299	0,0022	0,1965
1	0,0213	2,3617	0,0525	2,4351	0,0518	3,6263	0,0220	1,8931
2	0,0242	2,5786	0,0558	2,4874	0,0531	3,5720	0,0269	2,2250
3	0,0265	2,7145	0,0449	1,9278	0,0507	3,2916	0,0206	1,6382
4	0,0205	2,0319	0,0434	1,8028	0,0457	2,8672	0,0182	1,3978
5	0,0227	2,1776	0,0413	1,6617	0,0467	2,8332	0,0173	1,2913
6	0,0193	1,7980	0,0322	1,2558	0,0357	2,1030	0,0158	1,1407
7	0,0189	1,7100	0,0394	1,4919	0,0402	2,3021	0,0180	1,2655
8	0,0161	1,4141	0,0265	0,9780	0,0287	1,5962	0,0139	0,9502
9	0,0181	1,5547	0,0128	0,4586	0,0169	0,9157	0,0140	0,9326
10	0,0203	1,6971	0,0057	0,1988	0,0174	0,9191	0,0086	0,5576

Figur 17: Tabellen visar den tidskumulativa tvärsnittsavkastningen för fyra urvalsgrupper, signifikansen åskådliggörs med t-värdet. t-värden större än ≈ 2 har en signifikansnivå på över 95%.

5 Diskussion

5.1 Resultatet

Studien ger i de horisontella förvärven ett signifikant resultat för både det uppköpande företaget och det uppköpta kring datumet för tillkännagivandet. För företagen i vertikala sammanslagningar kan ingen tydlig effekt ses på tillkännagivelsesdagen men den tidskumulativa tvärsnittsavkastningen för det uppköpande företaget visar signifikanta noteringar från dag -8 till dag 7. En förklaring till varför resultatet gällande vertikala förvärv inte kunde bekräftas likt andra studier, exempelvis Andrade et al. (2001), kan vara på grund av den knapphändiga data som kunde insamlas. Endast sju förvärv kunde kategoriseras till undergruppen.

För vertikal integration på uppköpssidan var antalet företag 26 stycken men ingen abnormal avkastning på tillännagivelsesdagen kunde bestämmas. Det som däremot inte följer samma spår är att uppköpssidan av horisontella förvärv visar signifikant positiv abnormal avkastning, vilket är ett intressant resultat. Men som i introduktionen diskuterat, skriver Hazelkorn et al. (2005) att "rätt" aktie kan ha hög avkastning över händesdatumet, men att "fel" kan förlora större delen av sitt värde över bara en dag. Om tillgångar som förlorar mycket i värde förekommer mer sällan än de som ökar lite i

värde, finns risken att urvalet ej representativt och den resulterande effekten kommer vara positiv.

Att den abnormala avkastningen är signifikant positiv för undergruppen förvärvade företag styrks återigen av Andrade et al. med flera, och diskussionen ovan kan även beskriva resultatet för uppköpande företag. Ett resultat som går emot tidigare studier är att storleken på den abnormala avkastningen för målföretagen, vilken är betydligt mindre än förväntat. Förklaringar till detta är svåra att hitta men en hypotes är att affären inte hållits helt konfidentiell och att på tillkännagivandedagen dämpats på grund av att rykten.

Jämförelse mellan horisontell och vertikal integration visar ett signifikant resultat för horisontella uppköp på tillkännagivelsesdagen men ingen signifikant effekt för vertikala. En anledning till resultatet kan vara att de troliga fördelarna för horisontella sammanslagningarna förväntas ge större välfärdseffekter än för vertikala sammanslagningar, vilket dock motsägs av till viss del av att en tidskumulativa tvärsnittsavkastningen är högre för de vertikala företagen på tillkännagivelsesdagen. De vertikala företagen visar en uppåtgående trend redan för dag -1 i händelsefönstret medan horisontella är i princip oförändrade fram till tillkännagivelsesdagen. En tänkbar förklaring är att de vertikala förvärven kommer mindre som en överaskning. Marknaden lär sig successivt när ett vertikalt bud är på gång vilket gör att man inte får en distinkt topp på tillkännagivelsesdagen.

De fördelar som företag kan väntas få från ett horisontellt kontra vertikalt förvärv skiljer sig något åt i de artiklar vi tagit del av. När det handlar om en horisontell sammanslagning är de vanligaste nämnda fördelarna konkurrensfördelar och operativa synergier såsom skalfördelar. För vertikala rör det sig mer om högre kontroll av produktionsprocessen för att skapa mindre osäkerhet och bli mer självständiga. Dock bör effekter som dessa visa sig längre sikt.

5.2 Felfaktorer

En möjlig felfaktor är marknadsmodellens förmåga att beskriva den förväntade avkastningen för en aktie. Gränsen på att R^2 skulle vara minst 0.2 gör att det fortfarande finns mycket av avkastningens karaktär som inte tas till hänsyn. Genom att lägga till fler faktorer till modellen, så som storlek och värde på företaget (enligt Fama-French's tre faktor modell), så skulle den förväntade avkastningen eventuellt kunna beskrivas med större precision vilket skulle resultera i ett säkrare resultat.

Klassificeringen av företagen var inte alltid enkelt att göra på ett rigoröst sätt. Med hjälp av *Zephyr* erhöles listade förvärv som därefter fick delas in för hand i vertikala kontra horisontella undergrupper med hjälp av deras verksamhetsbeskrivning. I många fall var det svårt att dra en direkt gräns för vad som är horisontell och vertikal, t.ex. ett företag A har flera kärnverksamheter köper upp ett företag B som har en verksamhet som är vertikal till en av företag A:s verksamheter men horisontell till en annan. Med vår metod var det därför mycket svårt att hitta och korrekt kategorisera vertikala uppköp. Med en begränsad marknad och tidsperiod resulterade det därför i ett färre antal företag för just dessa undergrupper.

För mindre företag kan aktieomsättningen vara ett problem. Aktier som har låg eller ingen omsättning ger en osäkerhet i huruvida aktiepriset verkligen kan ses som representativt. Dagar då ingen volym handlas blir avkastningen noll och om det är många dagsavkastningar som är noll blir det svårt att hitta en signifikant β -koefficient, vilket leder till att många företag fick uteslutas. Detta kan också vara fallet för aktier med större handlingsvolym, analysen gäller således endast börnoterade företag som i kunnat korrelera med marknaden på ett statistiskt säker sätt. Detta ledde i sin tur till att urvalet blev begränsat, synnerligen för uppköpta företag då dessa oftare är av mindre storlek. I kombination med problemet att hitta vertikala förvärv kunde inte mer än data för sju företag samlas in.

Ytterligare ett problem med mindre företag är att de ofta inte varit börnoterade tillräckligt länge för att en bra regression ska kunna göras, det vill säga ingen säker korrelationen till marknaden kunde bestämmas. Kan inte en korrelation mellan marknaden och aktien identifieras uteslöts den ur datan.

5.3 Utökningar

Det finns flertalet utökningar som kan göras i studien. Till att börja med kan ett större urval inhämtas, inte bara för de undergrupper med bristfälligt urval utan för samtliga undergrupper. Med större urval ökar den statistiska säkerheten, genomsnittliga abnormala avkastningen går mer mot en normalfördelning och datan blir mer representativ mot den faktiska populationen.

Zephyr tillhandhåller även data för premien som betalas för förvärvet. Premien kan ses som en indikator för hur stor den abnormala avkastningen kommer bli hos förvärvet. En hög premie bör resultera i en högre abnormal avkastning hos förvärvet eftersom efterfråga på aktien ökar på tillkännagivelsesdatumet då värdet på aktien kommer

öka på köpedagen. Genomsnittet av premierna skulle då eventuellt kunna förklara den abnormala avkastning för de olika urvalsgrupper i studien. Anledning till varför detta inte kunde utföras var att premien allt för ofta saknades (mindre än 1% av vårt sökresultat). När mängden möjlig insamlad redan var låg, skulle detta sökkravet minska antalet drastiskt.

Det finns även andra modeller som kan användas. En regression som innefattar händelsefönstret med dummy variabler som för varje dag är en alternativ metod som kan användas. Koefficienterna för dagsvariablerna förklarar då vilken effekt varje dag har på avkastningen. Fördelen med denna metod är att ingen korrelation mellan marknad och aktie behöver bestämmas över en så kallad normal period men även signifikansen för den abnormala avkastningen för varje dag fås ut direkt.

I regressionen används den dagliga avkastningen för aktien och marknaden. Den dagliga är mer volatil än till exempel den veckovisa. En bättre korrelation mellan marknad och aktie kan eventuellt uppnås om veckovis avkastning isället används.

Indelningen kan också göras på andra sätt. Att dela in företag i beroende på vilken branch de är verksamma i skulle ge en mer homogen datauppsättning, vilket är fördel vid kategoriseringen av företagen. Dock skulle resultatet bara bli representativt för de valda brancherna till skillnad mot ovan presenterade resultat som är branch oberoende.

6 Slutsats

Det som konstateras från studien är att från de åtta urvalsgrupper som studerats visade fem stycken en signifikant abnormal avkastning på tillkännagivelsesdagen. Bland de enskilda undergrupperna var det företag som var inblandade i förvärvande-horisontellt och förvärv-horisontellt. Även förvävande kontra förvärv så gav signifikant positiv abnormal avkastning, denna är även högre än för de förvärvade företagen vilket är i linje med teorin, dock gör osäkerhet på det genomsnittliga värdet att det inte går att säkerställa till en 95 procentig nivå men nära inpå. Jämförelsen mellan horisontell och vertikal integration visar att endast horisontella köp ger signifikant positiv avkastning över händelseperioden. Datan för vertikala köp är knapphändig och är därför ej representativt. Resultatet för den genomsnittliga abnormala avkastningen för samtliga 84 företag visar också signifikant positiv avkastning jämfört med den förväntade avkastningen över perioden. Någon skillnad i den abnormala avkastningen mellan urvalsgrupperna går det dock ej att dra några slutsatser om då felmarginalerna är relativt stora.

När det kommer till den abnormala tidskumulativa tvärsnittsavkastningen visar en av de fyra första urvalsgrupperna signifikanta resultat. Budgivande företag i horisontellt led visar höga t-värden fram tills dag +7 med en sammanlagd avkastning över händelsefönstret av 3.8%.

För övriga fyra renodlade urvalssgrupperna (vertikalt kontra horisontellt & budgivande kontra målföretag), så gav budgivande företag höga t-värden upp till dag +5 med sammanlagd avkastning om 2.3% och för målföretagen till dag +2 med sammanlagd avkastning om 5.6%. Vertikala förvärv visar högt t-värde fram tills dag +5 med sammanlagd avkastning om 4.7%. Horisontella förvärv är signifikanta fram tills dag +2 med sammanlagd avkastning om 2.7%.

Referenser

- [1] M.E. Akbulut, J.G. Matusaka, 2003. Fifty years of diversification announcements. Working paper, Marshall School of Business, University of Southern California.
- [2] G. Andrade, M. Mitchell, E. Stafford, 2001. New Evidence and Perspectives on Mergers *Harvard Business School Working Paper No. 01-070*.
- [3] P. Asquith, R.F. Bruner, D. W. Mullins Jr, 1983. Gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics: 121-139* . North-Holland Publishing Company.
- [4] J. Berk, P. DeMarzo, J. Harford, 2009. *Fundamentals of Corporate Finance*. 2a utgåvan. Boston: Pearson.
- [5] S. Betton, B.E. Eckbo, 2000. Toeholds, bid jumps, and expected payoff in takeovers. *Review of Financial Studies: 13, 841-882* .
- [6] M. Bradley, A. Sundaram, 2006. Acquisitions and performance: A re-assessment of the evidence. Working Paper, Duke University.
- [7] M. Bradley, A. Desai, E.H. Kim, 1988. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics: vol. 21, no.1: 1-143*
- [8] S.J. Brown, J.B. Warner, 1985. Using daily stock returns. *Journal of financial economics 14: 3-31*.
- [9] R. Bruner, 2001. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker. *Batten Institute, Darden Graduate School of Business, University of Virginia*.
- [10] Z. Bodie, A. Kane, A.J. Marcus, 2011. *Investments and portfolio management*. 9e uppl. London: McGraw-Hill Professional.
- [11] B. Cassiman, M. Colombo, P. Garrone, R. Veugelers, 2005. The impact of M&A on the R&D process: An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness. *Research Policy, Volume 34, Issue 2, March 2005, pages 195-220*.
- [12] J. Fan, V. Goyal, 2002. On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers. *Faculty of Economics, Hosei University*.
- [13] S.J. Grossman, O.D. Hart, 1980. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics: vol. 11, no.1*.

-
- [14] T. Hazelkorn, M. Zenner, A. Shivdasani, 2004. Creating value with merger and acquisitions. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 16, no.2-3: 81-90.
- [15] C. Luis, 2002. *Introduction to Industrial Organization*. 2a utgåvan. MIT Press.
- [16] L.A. Stout, 1989. *Are Takeover Premiums Really Premiums—Market Price, Fair Value, and Corporate Law*. Yale LJ.
- [17] K. Takechi, 2006. Synergy Effects of Domestic and International M&A. *Faculty of Economics, Hosei University*.
- [18] Yahoo [online] Tillgänglig på: <<http://finance.yahoo.com/>> [Använd 3 januari 2013].