

VD-hybris i samband med företagsförvärv: en studie på den svenska marknaden

Hugo Fredriksson*

Rakel Saldeen**

Abstract: In this study, we examine the presence and consequences of CEO overconfidence in the Swedish market. We identify overconfidence with two insider-trading based measures and find that overconfidence is apparent among one third of CEOs in companies listed on the Swedish stock market. We also find that these CEOs are more prone to carry out acquisitions, as the probability of conducting an acquisition increases by 27 % if the CEO is overconfident. However, we do not find evidence that acquisitions by overconfident CEOs are more value-destroying. This finding contradicts results from previous studies conducted on Anglo-Saxon markets that suggest that overconfidence has a negative impact on the value-creation in acquisitions. Thus, our results suggest that the consequences of overconfidence regarding value-creation differ across markets.

Keywords: CEO overconfidence, hubris, acquisitions, abnormal return

*22655@student.hhs.se **22650@student.hhs.se

Vi vill framföra ett tack till alla som har bidragit till denna studie. Framför allt ett stort tack till vår handledare Håkan Thorsell för värdefulla synpunkter och vägledning. Vi vill också rikta ett tack till Amelie Lindquist, Christian Sjöstrand, Johan Kjellson och Oscar Svensson för hjälpsamma kommentarer.

Innehållsförteckning

1. Inledning	3
1.1. Problembakgrund.....	3
1.2. Syfte.....	4
1.3. Bidrag	4
1.4. Avgränsningar	5
2. Teori och tidigare forskning.....	5
2.1. VD-hybris	6
2.2. Övrig relevant teori.....	8
3. Hypotesbildning.....	10
4. Metod	11
4.1. Ansats	11
4.2. Hypotes 1	12
4.3. Hypotes 2.....	19
4.4. Hypotes 3	23
5. Data	27
5.1. Företag	27
5.2. Förvärv.....	28
5.3. Insiderhandel	29
5.4. Företagsår	29
6. Resultat och analys	30
6.1. Hypotes 1	30
6.2. Hypotes 2.....	31
6.3. Hypotes 3	34
7. Problematisering och känslighetsanalys	36
7.1. Hybris	36
7.2. Skillnader mellan delmängder	37
7.3. Feldefinierat eventfönster	37
7.4. Utelämnade variabler.....	37
7.5. Multikollinearitet	39
8. Slutsatser	39
8.1. Validitet	40
8.2. Reliabilitet	40
8.3. Generaliserbarhet.....	41
9. Slutdiskussion och förslag till framtida forskning.....	41
10. Källförteckning	42
11. Appendix.....	44

1. Inledning

Studier på anglosaxiska marknader visar att personlighetsdrag hos företagsledare påverkar deras investeringsbeslut. En VD som är överdrivet optimistisk och har en övertro på sin egen förmåga är mer benägen att genomföra företagsförvärv än andra VD:ar, och de förvärv som denne genomför är dessutom mer värdeförstörande (Doukas & Petmezas, 2007; Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008). Vår studie är en kartläggning av detta personlighetsdrag, som vi benämner som hybris, på den svenska marknaden. Vi undersöker förekomsten av hybris bland VD:ar i Sverige med hjälp av två kvantitativa metoder som baseras på aktieköp i det egna företaget och konstaterar att fenomenet förekommer hos 31 % av VD:arna i vårt urval. Vi fastställer att dessa VD:ar är 27 % mer benägna att genomföra förvärv än övriga VD:ar, men finner inget signifikant stöd för att VD:ar med hybris i företag på den svenska marknaden är sämre på att skapa värde vid förvärv. Det sistnämnda resultatet står i kontrast till resultat från studier på anglosaxiska marknader vilket indikerar att konsekvenserna av VD-hybris varierar på olika marknader.

1.1. Problembakgrund

Företagsförvärv är vanligt förekommande bland företag världen över. Detta trots att statistik visar på att förvärv oftast inte tillför något värde till aktieägarna i det förvärvande företaget (Andrade, Mitchell, & Stafford, 2001). Förvärv är ibland även skadliga, Moeller et al. (2003) visar i en studie att företagsförvärv i USA orsakade förluster på hela 226 miljarder dollar under perioden 1980-2001.

Många forskare har därför intresserat sig för motiven bakom misslyckade företagsförvärv, och en förklaring som fått allt större uppmärksamhet det senaste årtiondet är ett personlighetsdrag hos VD:n vilket får honom eller henne att fatta felaktiga investeringsbeslut. Att företagsledares personlighetsdrag påverkar investeringsbeslut fastställdes först av Hambrick & Mason (1984) som menar att de beslut en ledningsmedlem ställs inför kommer att tolkas utifrån hans eller hennes tidigare erfarenhet och personlighet, vilket medför att dessa faktorer inverkar på de strategiska beslut som fattas.

Kopplingen mellan företagsledares personlighetsdrag och förvärv gjordes först av Roll (1986) som i sin studie utformar en teori som han benämner hybrishypotesen. Roll menar att företagsledare överskattar värdet på förvärvet på grund av hybris, och därför betalar ett överpris vilket i sin tur skadar aktieägarna. Studien saknar kvantitativa bevis för fenomenet men för ett logiskt resonemang som lägger grund för vidare studier.

Rolls (1986) hypotes har fått nytt genomslag under det senaste årtiondet i samband med att författarna Malmendier & Tate (2005) gör de första empiriska studierna på området. De myntar begreppet ”CEO overconfidence” som syftar till ett personlighetsdrag hos VD:n, som på svenska exempelvis kan beskrivas som överdriven självsäkerhet, övermod, överdriven optimism eller hybris. Vi kommer härnäst att använda oss av uttrycket hybris för att beskriva fenomenet i denna studie.¹ Författarna menar att VD-hybris innebär att en VD överskattar sin egen förmåga att påverka avkastningen på investeringar. Detta leder i sin tur till att VD:n konsekvent överskattar avkastningen på investeringar och underskattar de inblandade riskerna.

Genom att utveckla kvantitativa metoder för att identifiera hybris hos VD:ar lägger Malmendier & Tate (2005) grunden för vidare forskning på området. Studier som gjorts på anglosaxiska marknader visar att de attribut en VD med hybris tillskrivs leder till en tydlig tendens hos VD:ar med hybris att genomföra företagsuppköp i större utsträckning än VD:ar som inte har hybris (Doukas & Petmezas, 2007; Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008). De påvisar också att de förvärv som görs av VD:ar med hybris är mer värdeförstörande, då aktiekursreaktionen vid annonserandet av förvärvet är mer negativ bland VD:ar med hybris än andra.

1.2. Syfte

Vår studie syftar till att kartlägga VD-hybris och dess effekter på företagsförvärv i Sverige. Vi undersöker förekomsten av hybris bland VD:ar på den svenska marknaden, huruvida personlighetsdraget påverkar benägenheten att genomföra förvärv samt om förvärv som gjorts av VD:ar med hybris är mer eller mindre värdeskapande.

Det ovan nämnda syftet leder oss till frågeställningarna:

- 1. I vilken utsträckning förekommer VD-hybris på den svenska marknaden?*
- 2. Är VD:ar med hybris mer benägna att göra förvärv än VD:ar som inte har hybris?*
- 3. Skapar VD:ar med hybris mindre värde vid förvärv än VD:ar som inte har hybris?*

1.3. Bidrag

Majoriteten av de studier som har gjorts på området har gjorts i anglosaxiska länder såsom USA och England. Urvalet i de befintliga studierna är relativt homogena då data härstammar från länder med liknande finansiella system och företagsstyrning. Bristen på studier utanför

¹ Vi uppmärksammar det faktum att översättningen hybris inte till fullo fångar innebörden av det engelska ordet ”overconfidence”, men väljer genomgående detta ord för att göra texten mer lättläst.

dess länder har medfört att förekomst och effekter av VD-hybris på andra marknader inte har fastställts.

Vårt främsta bidrag är därför en första undersökning av hybris på den svenska marknaden. Förekomsten av hybris i Sverige har tidigare undersökts i en D-uppsats (Johansson & Olvebrink, 2013) men effekterna av personlighetsdraget har inte studerats närmare. Våra resultat kommer därmed även att ge en fingervisning om huruvida konsekvenser av VD-hybris kan generaliseras till andra marknader än de anglosaxiska.

1.4. Avgränsningar

Vi väljer att avgränsa studien till åren 2000-2012. Spannet är stort nog för att ge oss tillräckligt med data för statistiska analyser samtidigt som vi undviker att inkludera data som riskerar att vara obsolet.

Vi avgränsar även studien till företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm under slutet av observationsperioden, det vill säga år 2012, för att i möjligaste mån ge en bild av den rådande situationen på marknaden. Samtliga tre underkategorier av företag inkluderas, Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Detta innebär att antalet undersökta företag blir tillräckligt stort för att genomföra statistiska analyser utan att för den delen inkludera allt för små företag vilket skulle kunna snedvrider våra resultat.

Eftersom att vårt främsta syfte är att fastställa hur situationen på den svenska marknaden ser ut, väljer vi att inte undersöka *varför* förekomsten och konsekvenserna av VD-hybris potentiellt skiljer sig mellan den svenska och de anglosaxiska marknaderna. Vi begränsar därmed vår studie till att undersöka *om* de skiljer sig eller ej.

2. Teori och tidigare forskning

Då vi ämnar undersöka VD-hybris och dess konsekvenser på den svenska marknaden redogör vi först för centrala teorier på området som ligger till grund för framtida resonemang, antaganden och metodmässiga val. Vi presenterar den gängse definitionen av VD-hybris, hur personlighetsdraget identifieras samt vilka konsekvenser draget implicerar vid företagsförvärv. Eftersom hybris inte är den enda faktorn som inverkar på de frågor kopplade till företagsförvärv vi syftar till att undersöka följer därefter en redogörelse för övriga relevanta, inverkan faktorer.

2.1. VD-hybris

2.1.1. Definition av VD-hybris

Begreppet VD-hybris introducerades först av Malmendier & Tate (2005) som också utformar den vedertagna definitionen på vad hybris hos en VD innebär. De baserar sina antaganden om hybris på att personlighetsdraget i grund och botten innebär att man anser sig vara bättre än genomsnittet. En person med hybris överskattar sin egen förmåga och möjligheten att påverka utfallen av de situationer han eller hon är involverad i.

Utifrån de allmänna antagandena om hybris drar de sedan slutsatser om hur hybris torde ta sig i uttryck hos en VD. De kommer fram till att VD-hybris innebär att VD:n omedvetet överskattar sin egen förmåga att generera avkastning, vilket i sin tur innebär att han eller hon systematiskt överskattar avkastningen på investeringar och underskattar den inblandade risken. Dessa slutsatser om hybris ligger sedan till grund för de kvantitativa metoder som författarna utvecklar för att identifiera hybris.

De flesta forskare på området VD-hybris är eniga om personlighetsdragets innebörd, men åsikterna om huruvida draget är konstant eller föränderligt över tid går isär. Malmendier & Tate (2005) antar att personlighetsdraget är konstant, vilket ligger i linje med forskning inom psykologi där bland andra McCrae & Costa (1997) konstaterar att personlighetsdrag är i stor utsträckning är universella och konstanta över tid. Kolasinski & Li (2013) menar dock att VD:n lär sig av sina misstag och att hybris därför i viss utsträckning är övergående.

2.1.2. Identifiering av hybris

Utvecklandet av kvantitativa metoder för att identifiera hybris har varit ett viktigt genombrott i forskningen på området. Eftersom hybris endast kan mätas indirekt är identifieringen av hybris hos VD:ar problematisk och är något som än idag diskuteras då ingen metod ensamt har trätt fram som dominerande. Den första ansatsen, som också vann erkännande snabbt, gjordes av Malmendier & Tate (2005). De utvecklar två typer av metoder för att identifiera VD-hybris, och klassificerar sedan VD:ar utifrån om de har hybris eller ej.

Den första typen utgår från hur VD:n uppfattas av omvärlden vilket de undersöker genom att studera omnämnanden i media. Genom att vikta omnämnanden i press som beskriver en VD som självsäker och optimistisk mot deras motsatser avgör författarna huruvida en VD har hybris eller ej.

Den andra typen utgår från VD:ns hanterande av erhållna optioner. Författarna gör ett grundläggande antagande. En VD är utsatt för en stor idiosynkratisk, företagsspecifik, risk på

grund av tungt viktade aktieportföljer mot det egna företagets aktier. Även VD:ns humankapital anses vara investerat i det egna företaget vilket ytterligare späder på exponeringen mot den idiosynkratiska risken. Författarna menar att en VD inte borde vänta med att utnyttja sina optioner till löptidens slut, utan istället utnyttja optionerna tidigare för att på så sätt minska riskexponeringen mot det egna företaget.

En VD med hybris överskattar dock avkastningen på företagets investeringar systematiskt, varför han eller hon tror att aktiepriset på det egna företaget kommer att stiga under sin tid på ledarposten. Av denna anledning kan VD:n välja att skjuta upp utnyttjandet av sina optioner för att personligen åtnjuta de förväntade vinsterna. Detta står i kontrast till vad författarna menar är rationellt enligt det ovan nämnda resonemanget och en VD som uppvisar detta beteende betraktas således ha hybris. De utformar utifrån denna argumentation tre metoder som syftar till att identifiera VD:ar som väntar med att utnyttja sina optioner bortom en viss gräns.

Det finns också studier som använder de resultat Malmendier & Tate (2005) finner för att avgöra huruvida VD:ar har hybris eller inte. Doukas & Petmezas (2007) utgår från förvärvsfrekvens för att identifiera hybris. De anser att det är irrationellt att genomföra flertalet förvärv under kort tid då företagsledningen inte hinner utvärdera sina investeringar fullgott. Motivet till detta irrationella beteende tros vara att VD:n konsekvent är överdrivet optimistisk i sina värderingar, där han eller hon systematiskt överskattar sin förmåga att utse lönsamma uppköp och övervärderar de förväntade synergieffekterna. Baserat på detta resonemang menar författarna att hög förvärvsfrekvens är ett tecken på hybris. Författarna utvecklar också ett mått som baseras på nettoköp av aktier i det egna företaget. Då en VD med hybris förväntas övervärdera de positiva effekterna av ett förvärv kommer han felaktigt uppfatta en möjlighet att köpa aktier i det egna företaget till underpris. VD:ar som nettoköper aktier i nära anslutning till ett förvärv anses därför ha hybris.

I en av de senaste studierna på området VD-hybris utvecklar Kolasinski & Li (2013) en ny metod för att identifiera hybris hos VD:ar. De undersöker likt tidigare studier VD:ns köp av aktier i det egna företaget och menar att köp av aktier med negativ avkastning är ett tecken på att VD:n felaktigt anser att aktien är undervärderad. Om VD:n genomför flertalet köp av denna karaktär i följd anses han ha hybris. Misstaget att konsekvent och felaktigt tro att företagets aktie är undervärderad ligger i linje med att konsekvent överskatta framtida avkastning. Således överensstämmer den logiska grunden för detta mått väl med tidigare studier och definitionen av hybris.

2.1.3. Konsekvenser av VD-hybris i samband med förvärv

Då VD-hybris innebär att VD:n värderar investeringar felaktigt, så är den centrala konsekvensen att VD:n fattar felaktiga investeringsbeslut (Malmendier & Tate, 2005). Ett investeringsbeslut som ofta är av stor vikt är företagsförvärv. Malmendier & Tate (2008) menar att eftersom en VD med hybris överskattar avkastningen på investeringar, så överskattar han eller hon även avkastningen på förvärv. Författarna konstaterar att detta medför att VD:ar med hybris är mer benägna att genomföra förvärv då de bedömer ett större antal uppköp som lönsamma än en VD som inte har hybris. De fastställer att sannolikheten att genomföra ett förvärv är 65 % högre om VD:n har hybris. Detta resultat bekräftas av Kolasinski & Li (2013) som i sin studie finner ett motsvarande värde på 35 %.

Malmendier & Tate (2008) argumenterar också för att en VD med hybris tenderar att betala ett överpris vid förvärvet, vilket leder till värdeförluster. Att VD-hybris är kopplat till överpris stämmer överens med hybrishypotesen (Roll, 1986) och författarna finner empiriskt stöd för att så är fallet när de undersöker värdeskapande genom att studera aktiekursreaktionen vid annonserandet av förvärvet. De konstaterar att aktiekursreaktionen är mer negativ när ett förvärv som gjorts av en VD med hybris annonseras (-0,90 %) jämfört med när ett förvärv som gjorts av en VD som inte har hybris annonseras (-0,12 %). Deras slutsatser har även bekräftats av Doukas & Petmezas (2007) som påvisat att VD-hybris är relaterat till lägre aktieavkastning vid annonserandet av ett förvärv samt sämre aktieprestation i det långa loppet.

Malmendier & Tate (2008) nämner i sin studie att det inom litteraturen om förvärv ofta nämns att imperiebyggande är en möjlig källa till olönsamma förvärv. Imperiebyggande innebär att en företagsledare försöker att maximera makt och inflytande genom att expandera företaget. Författarna lyfter fram att VD-hybris skiljer sig från imperiebyggande då en VD med hybris faktiskt själv tror att han eller hon maximerar värdet för aktieägarna, därmed är han eller hon omedveten om de skadliga konsekvenserna av sitt agerande. Det är också därför metoderna för att identifiera VD-hybris utgår från att VD:n visar en övertro på framtida avkastning i det egna företaget. Således är det effekten av hybris som fångas, och inte imperiebyggande.

2.2. Övrig relevant teori

För att det ska vara möjligt att undersöka konsekvenserna av hybris på den svenska marknaden är det viktigt att undersöka vilka övriga faktorer som påverkar de två fenomen vi vill undersöka: benägenheten att göra förvärv och aktiekursreaktionen i samband med offentliggörandet av ett förvärv.

2.2.1. Faktorer som påverkar benägenheten att göra förvärv

Flera forskare har intresserat sig för att undersöka vilka faktorer som gör att vissa företag är mer benägna att genomföra förvärv än andra. Harford (1999) fastställer att stora kassalikvider ökar sannolikheten för att förvärv genomförs, ett fynd som han menar kan förklaras av Jensens (1986) teori om att agentproblem såsom imperiebyggande ökar vid kassaöverskott. En VD har större möjlighet att ägna sig åt imperiebyggande i de fall tillgången till interna medel är god, eftersom han eller hon undslipper övervakning av externa finansiärer.

Ytterligare en faktor som påverkar benägenheten att göra förvärv är marknadsvärderingen av företaget och dess skulder ställt i relation till tillgångarnas bokförda värde. Detta är en kvot som ofta benämns som Tobins Q. Lang et al. (1989) konstaterar att en typisk förvärvare har ett lågt värde på Tobins Q.

Forskare har även observerat det faktum att förvärv tenderar att komma och gå i vågor, så kallade *merger waves*. Harford (2005) undersöker vad som orsakar det oscillerande beteendet och finner att branschspecifika förändringar, såsom förändring i skatteregleringar, ny teknik eller nya konkurrenssituationer, driver benägenheten att göra förvärv. Dock tenderar dessa branschspecifika förändringar att vara jämt utspridda över tid varför ytterligare en faktor krävs för att förklara det cykliska mönstret. Författaren bevisar att denna faktor är likviditeten på marknaden då tillgång till likvida medel och möjlighet att sälja skulder till marknaden är en förutsättning för att kunna genomföra förvärv. Benägenheten att göra förvärv påverkas alltså av såväl branschspecifika förändringar som när i tiden man befinner sig.

2.2.2. Faktorer som påverkar aktiekursreaktionen vid offentliggörandet

Ett annat stort område inom förvärvslitteraturen rör hur marknaden reagerar när nyheten om ett förvärv offentliggörs. Studierna undersöker specifikt aktiens överavkastning, vilket innebär den avkastning som genereras utöver det normala, det vill säga så som om det inte hade skett ett tillkännagivande av ett förvärv. Harford (1999) konstaterar att företag med stora kassor genererar lägre överavkastning vid tillkännagivandet, vilket har sin grund i de agentproblem som är förknippade med kassaöverskott.

Lang et al. (1989) undersöker kopplingen mellan Tobins Q och aktiekursreaktionen vid annonserandet av ett förvärv och finner att förvärv som görs av företag med ett lågt värde på Tobins Q skapar mindre, alternativt förstör mer värde än företag med höga värden. De argumenterar för att värdet på Tobins Q speglar ledningens förmåga att driva företaget och konstaterar att låga värden är förknippad med låg förmåga. Författarna visar att en låg

förmåga att effektivt driva företaget skapar oro på marknaden när ett förvärv görs, då marknaden tenderar att tro det förvärvade företaget kommer att ledas ineffektivt. Marknaden reagerar således negativt på förvärvet. Det omvända gäller för företag med höga värden på Tobins Q enligt studiens resultat.

Lang & Stulz (1994) bevisar att diversifierande förvärv, det vill säga att målföretaget har en annan kärnverksamhet, har en lägre överavkastning än förvärv som inte är diversifierande. Detta tros bero på att diversifierande förvärv ofta betraktas som ett tecken på avsaknad av interna tillväxtmöjligheter.

Forskare finner också att stora förvärv genererar en högre överavkastning. Jarrell & Poulsen (1989) fastställer att det finns en positiv korrelation mellan den relativa storleken på målföretaget och köparens överavkastning.

Det förekommer också studier som visar att faktorer bortom förvärvet och det förvärvande företaget påverkar avkastningen i samband med annonserandet av förvärvet. Rosen (2006) lyfter fram två faktorer som betydelsefulla; aktiemarknadens utveckling och hur marknaden har bemött andra förvärv perioden innan förvärvet annonseras. Författaren visar att aktiemarknadens utveckling är positivt korrelerad med överavkastning vid annonserandet av förvärvet och att marknaden reagerar mer positivt om tidigare förvärv genererat positiv överavkastning. Rosen (2006) konkluderar att både marknadens utveckling och dess mottagande av offentliggörandet av förvärv varierar över tid, varför tidpunkten för annonserandet är avgörande för den överavkastning som genereras.

3. Hypotesbildning

Vår undersökning innefattar tre hypoteser. Den första hypotesen avser förekomsten av VD-hybris i företag på den svenska marknaden, där två metoder används för att undersöka frågan. Då hybris är ett universellt personlighetsdrag och att det påvisats förekomma i både amerikanska och brittiska företag torde fenomenet även förekomma i Sverige.

Hypotes 1: VD-hybris förekommer i företag på den svenska marknaden

Om den första hypotesen visar sig vara riktig, används resultaten från denna undersökning för att besvara vår andra och tredje hypotes. Vår andra hypotes rör benägenheten att genomföra förvärv hos VD:ar med hybris respektive utan hybris. Då VD-hybris innebär en tendens att överskatta sin egen förmåga att generera avkastning så bör en VD med hybris generellt sett beräkna en högre förväntad avkastning inför ett förvärvsbeslut. Detta innebär att en VD med

hybris bör anse att ett större antal förvärv är attraktiva än en VD utan hybris, vilket i sin tur torde leda till att VD:n är mer benägen att genomföra ett förvärv. Vår hypotes stöds också av att bland annat Malmendier & Tate (2008) som i sin undersökning på den amerikanska marknaden påvisar att det är större sannolikhet att en VD med hybris gör ett förvärv jämfört med en VD utan hybris. Således finner vi det intressant att undersöka om sambandet även finns på den svenska marknaden.

Hypotes 2: VD:ar med hybris är mer benägna att genomföra förvärv än VD:ar som inte har hybris

Vår tredje hypotes rör värdeskapandet vid förvärv. Då VD:ar med hybris tenderar att överskatta avkastningen på investeringar bör de också betala ett högre pris för de förvärv de genomför, varför deras förvärv torde generera mindre värde än förvärv gjorda av övriga VD:ar som inte betalar detta överpris. Detta har bevisats vara fallet på den amerikanska marknaden, varför vi anser att det är intressant att undersöka om sambandet gäller för den svenska marknaden.

Hypotes 3: Förvärv som görs av VD:ar med hybris genererar mindre värde än förvärv som görs av VD:ar utan hybris

4. Metod

Tillvägagångssättet i denna studie är tredelad. Vi börjar med att undersöka förekomsten av hybris på den svenska marknaden. Om det visar sig att hybris förekommer går studien vidare i att undersöka våra andra två hypoteser. Metoddelen inleds med en redogörelse för vår ansats vilken lägger grunden för vidare metodval.

4.1. Ansats

Vår studie har en deduktiv ansats där vi utgår från relevant teori på området och utifrån denna bildar hypoteser som vi slutligen testar. Detta framkommer i tidigare avsnitt kring teori och hypotesbildning. Vetenskapsteoretiker såsom Bryman & Bell (2013) menar att en deduktiv ansats kan begränsa kreativiteten och innovationsförmågan i forskningen. Enligt detta resonemang begränsas vår frågeställning och våra hypoteser av vad tidigare forskning har fastställt. Detta ser vi dock inte som ett problem då denna studies främsta bidrag är att studera huruvida resultat från tidigare studier beträffande VD-hybris även gäller på den svenska marknaden. Den deduktiva ansatsen kritiserar också för att öka risken att teori väljs på ett sätt så att den passar in med det författarna syftar till att kommunicera snarare än att ge en sann

bild av det relevanta området. Detta manar till medvetenhet i valet av teori och belyser vikten av att sträva efter objektivitet.

För att kunna svara på vår frågeställning är vår bedömning att det krävs en kvantitativ ansats där ett stort stickprov av publika företag på den svenska marknaden studeras för att på så sätt kunna dra slutsatser om hela marknaden. En kvantitativ metod medför att studien grundas på en stor mängd data men att informationen inte är djuplodande (Jacobsen, 2002). Vi kommer således inte erhålla någon djupare förståelse kring fenomenet VD-hybris i enskilda företag. Inte heller detta anser vi vara ett problem eftersom vi strävar efter att undersöka existensen och konsekvenser av VD-hybris på hela den svenska marknaden, vilket är intressant då det inte tidigare har gjorts. Vår bedömning är att de grundläggande aspekterna som denna studie syftar till att undersöka är en förutsättning för att djupare analyser ska kunna genomföras i vidare studier.

En positivistisk vetenskapssyn genomsyrar uppsatsen. Vi baserar vårt val av tillvägagångssätt på teori vilken i sin tur är grundad i erfarenhet och logik och inte tro och tyckande. Vi strävar efter att uppnå objektiva och entydiga resultat som vi i möjligaste mån verifierar genom objektiva iakttagelser och statistisk testning.

4.2. Hypotes 1

4.2.1. Identifiering av hybris

För att möjliggöra testning av vår första hypotes börjar vi med att undersöka huruvida hybris förekommer på den svenska marknaden och i så fall i vilken utsträckning. Då det inte finns någon ensamt dominerande metod väljer vi att använda två separata metoder som kompletterar varandra för att identifiera hybris.

Vid valet av dessa två identifieringsmetoder tvingas vi se till förutsättningarna som råder på den svenska marknaden. Optionsbaserade identifieringsmetoder är inte lämpliga då insyn i utformningen av optionsprogram saknas samt eftersom optioner inte är en av de vanligare formerna av incitamentsprogram, exempelvis utgjorde de endast 5 % av det totala antalet under 2003 (Edhall & Boström, 2011). Vi väljer också att inte använda oss av ett mått baserat på mediala skrivelser om VD:ar eftersom metoden är mycket tidskrävande och således inte är rimlig att genomföra inom den tidsram som står till vårt förfogande.

Flertalet av de metoder som utvecklats de senaste åren har utgått från VD:ars insiderhandel av aktier i det egna företaget (Doukas & Petmezas, 2007; Kolasinski & Li, 2013). Dessa metoder kräver mindre manuellt arbete än andra identifieringsmetoder och är möjliga att genomföra

med data som finns tillgänglig för den svenska marknaden. Med dessa två fördelar som bakgrund väljer vi att operationalisera VD-hybris med två metoder som båda använder aktiehandel i det egna företaget som utgångspunkt för att identifiera hybris hos VD:ar.

4.2.1.1. Identifieringsmetod 1 – Nettoköp

Givet att definitionen av hybris föreskriver att VD:ar med hybris överskattar potentialen att realisera synergier vid ett förvärv, kommer dessa VD:ar att göra bedömningen att de betalar ett lägre pris för förvärvet än vad de bedömer marknadsvärdet vara. Konsekvensen av detta blir att de tror att förvärvet kommer att generera värde till aktieägarna, och har därför ett incitament att själv köpa aktier i företaget. Dock menar Doukas och Petmezas (2007) att det är irrationellt av en VD att nettoköpa aktier i samband med ett förvärv då en VD allt som oftast är underdiversifierad. Detta irrationella beteende anses därför vara ett tecken på hybris. Således utgår vi i vår första identifieringsmetod från att urskilja detta beteende för att kunna identifiera VD:ar med hybris.

Vi studerar likt Doukas & Petmezas (2007) insynshandel som VD:n utövat under ett tidsspänn på 6 månader innan förvärvet och 3 månader efter förvärvet. Vi beräknar det totala investerade värdet under perioden genom att multiplicera antalet köpta aktier med aktiepriset vid köptillfället. Motsvarande metod används för att beräkna det totala försäljningsvärdet. Vi jämför sedan dessa två poster och beräknar skillnaden dem emellan, vilket då utgör det totala nettoköpet under perioden. Om detta nettoköp är positivt, det vill säga att VD:n köper mer än vad han säljer, klassificerar vi VD:n som att han eller hon har hybris. Dessa beräkningar utförs för samtliga VD:ar och förvärv i vårt urval.

4.2.1.2. Identifieringsmetod 2 – Avkastning

Definitionen av VD-hybris stipulerar också att en VD med hybris konsekvent överskattar framtida avkastning. En följd av detta blir att en sådan VD konsekvent upplever att marknaden undervärderar det egna företaget. VD:n har därför ett incitament att köpa aktier i det egna företaget, men eftersom VD:n felaktigt bedömt avkastningen på denna investering kommer aktiekursen inte att konvergera mot det aktiepris han eller hon anser är rättfärdigat. Därmed lyckas inte VD:n realisera den avkastning han eller hon förväntat sig (Kolasinski & Li, 2013). Således är konsekvent misslyckade köp av aktier i det egna företaget ett tecken på att en VD har hybris, ett beteende som blir utgångspunkten i vår andra identifieringsmetod. Denna metod är tvådelad och vardera del förklaras nedan.

Steg 1: Överavkastning 180 dagar

För att avgöra om ett aktieköp är bra eller ej studerar vi vilken överavkastning som investeringen genererar. Överavkastning utgör skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen. Vi beräknar överavkastningen med den justerade marknadsmodellen, där aktiekursen jämförs med ett lämpligt jämförelseindex. Överavkastningen beräknas som skillnaden mellan aktiekursutvecklingen, som motsvarar den faktiska avkastningen, och aktieindexutvecklingen, som motsvarar den förväntade avkastningen (MacKinlay, 1997). Likt Kolasinski & Li (2013) ser vi vikten av att mäta avkastningen på aktieköpen i termer av överavkastning då detta eliminerar risken att variationer i avkastning beror på hur marknaden rör sig under samma tidsperiod. Vi väljer också att mäta överavkastningen på samma sätt som dessa författare.

Vi studerar den faktiska avkastningen under en period om 180 dagar, där vi jämför stängningskursen på köpdagen med stängningskursen på den 180:e dagen från köpet. Vi väljer OMX Stockholm PI (OMXSPI) som jämförelseindex. OMXSPI sammanväger samtliga aktier som är noterade på Nasdaq OMX Stockholm och är rensat för aktieutdelningar, splittar, omvända splittar och andra faktorer som hindrar jämförbarheten då vi endast vill studera aktiekursförändringar (Nasdaq OMX, 2013). Vi anser därför att detta index bäst speglar vårt urval av företag vilka har plockats från samma index, och beräknar avkastningen på detta index på samma sätt som för aktien. Valet att studera överavkastning under en tidsperiod på 180 dagar är grundat på att Kolasinski & Li (2013) använder sig av detta tidspann och genom att välja samma tidsperiod möjliggörs jämförelser mellan deras studie och vår.

Sammanfattningsvis beräknar vi överavkastning för aktie i vid ett köp på dag t på följande sätt:

$$\text{Överavkastning}_{it} = \text{Faktisk avkastning}_{it} - \text{Förväntad avkastning}_{it}$$

Där faktisk avkastning baseras på stängningskursen:

$$\text{Faktisk avkastning}_{it} = \frac{(\text{Stängningskurs}_{t+180} - \text{Stängningskurs}_t)}{\text{Stängningskurs}_t}$$

Och normal avkastning baseras på index OMXSPI:

$$\text{Förväntad avkastning}_{it} = \frac{(\text{OMXSPI}_{t+180} - \text{OMXSPI}_t)}{\text{OMXSPI}_t}$$

Givet att överavkastningen är negativ fortsätter vi med steg 2. Om så inte är fallet, sluter vi oss till att inga tecken på att VD:n har hybris framträder i samband med detta aktieköp.

Steg 2: Köp under 2 år framåt

För att skilja mellan köp som genererar en negativ överavkastning av ren otur och köp som genererar negativ överavkastning på grund av att VD:n har hybris måste mer än ett enskilt köp studeras (Kolasinski & Li, 2013). Vi studerar därför alla aktieköp som sker två år framåt i tiden, från det att VD:n gjort ett aktieköp med negativ överavkastning, på samma sätt som ovan. Vi beräknar sedan en viktad genomsnittlig överavkastning för samtliga köp under tvåårsperioden. Om denna genomsnittliga överavkastning är negativ anses VD:n ha hybris.

Vi tillämpar den andra identifieringsmetoden i sin helhet på samtliga aktieköp av samtliga VD:ar i vårt urval. Om VD:n uppvisar detta mönster minst en gång klassificeras han eller hon som en VD med hybris. Således antar vi i båda identifieringsmetoderna att personlighetsdraget är konstant med motiveringen att vår undersökning av förekomsten av VD-hybris blir mer lättolkad, samt att Malmendier & Tate (2005; 2008) som får anses vara de ledande forskarna på området gör detta antagande.

För att simplificera identifieringen av hybris och tolkningen av våra resultat väljer vi att inte upprätta skalor över i vilken utsträckning VD:ar påvisar hybris, utan noterar endast om en VD har hybris eller ej.

4.2.2. Statistisk testning

4.2.2.1. Test av andel VD:ar med hybris

För att statistiskt testa vår hypotes om att hybris förekommer bland VD:ar i företag på den svenska marknaden gör vi ett *one sample t-test*. Detta test syftar till att fastställa huruvida medelvärdet i populationen är signifikant skilt från 0. Ett t-test är ett parametriskt test som kräver att stickprovet är normalfördelat, eftersom vi har ett stort antal observationer (över 30) kan vi anta att stickprovet är approximativt normalfördelat enligt centrala gränsvärdesatsen. Följande formel används för beräkning av t-statistika (Lantz, 2013):

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{s / \sqrt{n}}$$

Där $\bar{x}$ är urvalets medelvärde, s urvalets standardavvikelse, n är antalet observationer och μ motsvarar det specificerade värde man vill undersöka om medelvärdet är skilt från, som i vårt fall är 0.

Av naturliga skäl kan inte andelen VD:ar med hybris anta ett negativt värde, således gör vi ett enkelsidigt test. Testet utförs på tre olika stickprov, ett för vardera identifieringsmetod och ett för en kombination av de två metoderna. Vi konstruerar det stickprov som är en kombination

av de båda metoderna så att en VD som klassificerats med hybris enligt minst en av de två metoderna anses ha hybris. Våra hypoteser ser därför ut som följer:

$$H_0: \text{Andelen VD: ar med hybris} \leq 0$$

$$H_1: \text{Andelen VD: ar med hybris} > 0$$

Vi följer de konventionella gränserna för att avgöra huruvida resultatet är signifikant eller inte där signifikans på 5 % eller lägre är att betrakta som signifikant. Vid ett enkelsidigt test med signifikansnivån 5 % förkastar vi H_0 om värdet på t-statistikan överstiger 1,645 och antar i så fall vår hypotes om att hybris förekommer på den svenska marknaden.²

4.2.2.2. Test av korrelation mellan identifieringsmetoder

För att säkerställa att vi identifierar samma personlighetsdrag med båda våra identifieringsmetoder testar vi huruvida det finns en positiv korrelation mellan de två variablerna hybris enligt identifieringsmetod 1 och hybris enligt identifieringsmetod 2. Vi mäter korrelationen mellan de två variablerna genom att beräkna *Pearson's sample correlation coefficient*. Vi väljer ett mått som syftar till att mäta korrelationen i ett stickprov i motsats till hela populationen, då vi vill dra slutsatser om en större grupp VD:ar än de som ingår i vårt urval. Korrelationen beräknas enligt nedanstående formel (Lantz, 2013):

$$\text{Corr}(X, Y) = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2} \sqrt{\sum_{i=1}^n (Y_i - \bar{Y})^2}}$$

Där X_i och Y_i utgör värdet för varje observation i respektive stickprov och $\bar{X}$ och $\bar{Y}$ är stickprovets medelvärden.

Korrelationen mellan de två identifieringsmetoderna kan endast ligga mellan -1 och 1, där -1 är en fullständigt negativ korrelation mellan de två grupperna, 0 är ingen korrelation och 1 är en fullständigt positiv korrelation. Då identifieringsmetoderna är utformade för att fånga samma personlighetsdrag förväntar vi oss en positiv korrelation, varför testet görs enkelsidigt.

$$H_0: \text{Corr}(X, Y) \leq 0$$

$$H_1: \text{Corr}(X, Y) > 0$$

Om korrelationen är positiv på en signifikansnivå på 5 % eller lägre förkastar vi H_0 och finner att det är statistiskt säkerställt att variablerna korrelerar positivt och att korrelationen inte kan

² Vi antar att antalet frihetsgrader är oändligt då antalet observationer är 669 vilket är så pass många att skillnaden i kritiskt värde mellan oändligheten och det faktiska antalet observationer är mycket liten.

förklaras av slumpen. Vi argumenterar för att en positiv korrelation är ett bevis på att de två identifieringsmetoderna vi har valt de facto mäter samma egenskap, hybris.

4.2.3. Metodens antaganden och begränsningar

Eftersom hybris hos VD:ar endast kan studeras indirekt är alla försök att kvantifiera detta personlighetsdrag endast en uppskattning (Kolasinski & Li, 2013). Detta medför att alla identifieringsmetoder har både styrkor och svagheter, så även de mått vi har valt att använda oss av.

Båda våra metoder använder sig av aktietransaktioner genomförda av den studerade VD:n. Detta skapar osäkerhet i vår klassificering eftersom dessa transaktioner kan ha flera motiv utöver de vi argumenterar är ett uttryck för hybris. I tidigare studier har framför allt försäljningar av aktier bevisats vara intetsägande, främst på grund av att insynspersonen som säljer aktier kan göra så på grund av likviditetsbehov (Lakonishok & Lee, 2001). Detta leder till att vår första identifieringsmetod riskerar att misslyckas med att identifiera hybris hos VD:ar som har köpt aktier på grund av att de felaktigt överskattar investeringens potential, men inom 9-månadersspannet tvingas sälja aktier på grund av att de uppbundna pengarna behövs på annat håll.

Det finns också en möjlighet att aktieköp av en VD beror på andra anledningar än att han eller hon felaktigt anser aktien vara undervärderad. Kolasinski & Li (2013) nämner att framförallt aktieköp med avsikt att köpa sig kontroll i företaget potentiellt skulle kunna vara en viktig störande faktor i klassificeringen. Vi kan dock konstatera att mindre än 1 % av alla aktieköp vi studerar motsvarar ett köp av mer än 1 % ägarandel i företaget. På grund av den marginella andelen bedömer vi att detta inte stör klassificeringen av VD:ar i vår studie.

En viktig begränsning vid studier av aktiehandel av insynspersoner är de strikta regleringarna på området. *Lagen om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument* reglerar när personer med insyn, så som VD:ar, får och inte får köpa aktier i det egna företaget. 15 § i lagen stipulerar att den som har insynsställning i bolaget inte får handla med bolagets aktier 30 dagar inför en ordinarie delårsrapport (Finansdepartementet, 2000). Denna begränsning borde ej störa någon av våra klassificeringsmetoder då tidspannen är långa nog att möjliggöra köp av aktier under en stor del av de undersökta intervallen. Vidare får inte handel med aktier i det egna företaget ske i de fall då priskänslig information besitts av VD:n utan att informationen har nått marknaden (Finansdepartementet, 2000). Information om ett nära förestående uppköp av ett företag skulle i många fall kunna betraktas som priskänslig

och handel av aktier i det egna bolaget bör därför vara förbjudet. Trots detta framgår det tydligt i vårt dataurval att en stor del av alla VD:ar handlar aktier i det egna bolaget i spannet 6 månader innan det att ett förvärv annonseras till 3 månader därefter. Tidigare studier visar också på att individer med insyn handlar aktier i ett strategiskt mönster baserat på informationsövertag. Dessa studier visar att individer med insyn handlar aktier inför annonserandet av priskänslig information så som resultatrappporter (Jagolinzer, 2009) och specifikt inför annonserandet av förvärv (Seyhun, 1986).

Att både vårt och tidigare studiers sampel av insynshandel innehåller transaktioner i nära anslutning till annonserandet av företagsförvärv behöver inte betyda att det inte finns VD:ar som är avskräckta att handla aktier i det egna bolaget på grund av risken för lagföring. Vi håller därför för troligt att det förekommer VD:ar som väljer att inte handla aktier på grund av att det strider mot rådande lagstiftning. Det medför att vår första identifieringsmetod riskerar att misslyckas med att identifiera hybris hos VD:ar som önskar köpa aktier i närheten av ett förvärv men väljer att inte göra det på grund av denna risk. Dock finns det inga hinder för dessa VD:ar att klassificeras som VD:ar med hybris med vår andra identifieringsmetod.

Vidare kan det inte uteslutas att ren otur ligger till grund för den negativa överavkastning vi använder för att klassificera VD:ar enligt vår andra metod. Vi justerar för denna risk genom att mäta just överavkastning där marknadens rörelser elimineras. Dock elimineras inte effekten av oförutsägbara idiosynkratiska händelser som genererar negativ överavkastning. Detta riskerar att leda till att VD:ar som egentligen inte har hybris klassificeras som VD:ar med hybris. Kolasinski & Li (2013) menar dock att detta endast påverkar studien genom att förminska effekten av hybris på benägenhet att göra förvärv då den undersökta effekten späds ut. Detta problem är betydligt mindre allvarligt än om den felaktiga klassificeringen hade förstärkt det undersökta sambandet. Denna argumentation är endast hållbar om oförutsägbara framtida idiosynkratiska risker är okorrelerade med nutida förvärv och redovisningsdata som används i kontrollvariabler, vilket per definition är fallet för idiosynkratiska händelser.

Sammanfattningsvis anser vi att de två valda metoderna i stor utsträckning kompletterar varandras brister och begränsningar. Således väljer vi härnäst att anta att en VD har hybris om han eller hon har identifierats ha hybris enligt någon av de två identifieringsmetoderna.

4.3. Hypotes 2

4.3.1. Benägenhet att göra företagsförvärv

Vår andra hypotes rör VD:ars benägenhet att göra företagsförvärv. Detta operationaliserar vi genom att undersöka huruvida ett företag genomför minst ett förvärv under ett visst år. Eftersom det vi ämnar undersöka observeras för varje enskilt företag och år krävs det att vi har en observation för varje år som företaget finns i vårt urval. Ett företag som finns i vårt urval under samtliga år i vår undersökningsperiod förekommer därför 13 gånger. Varje sådan förekomst benämner vi härnäst som företagsår. Vi konstruerar sedan variabeln **Förvärv**, där vi noterar om det har skett minst ett förvärv under varje specifikt företagsår. Denna variabel antar värdet 1 om företaget i fråga har gjort minst ett förvärv under det studerade året och värdet 0 om så inte är fallet.

Eftersom att vi vill testa hypotesen att VD:ar med hybris är mer benägna att göra förvärv, använder vi resultaten från vår första undersökning (hypotes 1) och utformar en variabel vi kallar **Hybris**. Denna variabel anger huruvida den sittande VD:n under det givna företagsåret har hybris eller ej. Variabeln antar värdet 1 om VD:n har hybris och värdet 0 om så inte är fallet.

Tidigare studier på området använder sig av en liknande uppställning av företagsår och variablerna förvärv och hybris (Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008). Vi väljer att använda oss av samma struktur för att genomföra en liknande undersökning och således kunna jämföra resultaten mellan studierna.

4.3.2. Statistisk testning

4.3.2.1. Test av skillnad i benägenhet att göra förvärv

Vi testar först huruvida det finns en skillnad i benägenheten att göra förvärv mellan gruppen VD:ar med hybris och gruppen VD:ar utan hybris.

För varje år i vår undersökningsperiod summerar vi antalet VD:ar med hybris som har gjort minst ett förvärv och ställer det mot det totala antalet VD:ar med hybris, detsamma görs för VD:ar som inte har hybris. På så sätt erhåller vi andelen VD:ar i varje grupp som gjort minst ett förvärv under året. För att statistiskt testa huruvida medelvärdet för andelen VD:ar som gör förvärv är större i hybrisgruppen krävs ett icke-parametriskt test. Testet måste vara icke-parametriskt då endast 13 observationer i varje grupp finns tillgängliga för analysen och det är inte självklart att en normalfördelning i observationerna kan antas. Då vi jämför två olika grupper är *Mann-Whitney U-test* det mest lämpliga testet. Testning av skillnad i medelvärde

är med detta test inte möjligt, utan det är skillnad i medianvärde som testas. Beräkningen av Mann-Whitney U-test presenteras nedan (Lantz, 2013):

$$U_1 = n_1 n_2 + \frac{n_1(n_1 + 1)}{2} - R_1$$

Där n representerar antalet observationer i respektive grupp. För att beräkna R_1 rangordnas samtliga observationer i stigande storleksordning och rangordningarna för alla observationer i hybrisgruppen summeras. Eftersom vår hypotes stipulerar att medianvärdet för hybrisgruppen (θ_{Hybris}) är högre än medianvärdet för den andra gruppen ($\theta_{Ej Hybris}$) gör vi ett enkelsidigt test:

$$H_0: \theta_{Hybris} \leq \theta_{Ej Hybris}$$

$$H_1: \theta_{Hybris} > \theta_{Ej Hybris}$$

H_0 förkastas om U-värdet understiger en kritisk nivå som fastställs i tabell över kritiska värden för U-fördelningen beroende på stickprovets storlek. Det aktuella kritiska värdet är 51 och erhålls då de två grupperna består av 13 observationer vardera. Om så är fallet antas H_1 och vi fastställer att VD:ar med hybris är mer benägna att göra förvärv än övriga VD:ar.

4.3.2.2. Logistisk regression

I nästa steg vill vi undersöka hur hybris inverkar på benägenheten att göra förvärv, vilket vi gör i en regressionsanalys. Vi använder den ovan definierade variabeln **Förvärv** som beroende variabel. Eftersom att den beroende variabeln är binär (den kan endast anta två värden) är en linjär regression inte lämplig, då denna förutsätter en kontinuerlig beroende variabel. I studier där den beroende variabeln är binär används ofta logistiska regressioner. En logistisk regressions huvudsakliga syfte är att förutsäga värdet på en binär variabel utifrån den data som ges i de oberoende variablerna. Regressionen uppskattar varje oberoende variabels påverkan på den beroende variabeln i termer av odds, odds att den beroende variabeln antar ett specifikt värde (Lantz, 2013).

Eftersom vi ämnar undersöka hybris inverkan på benägenheten att göra förvärv använder vi den ovan definierade variabeln **Hybris** som oberoende, undersökande variabel. Genom att studera de skattade oddsen från regressionen utläser vi hur mycket mer benägna VD:ar med hybris är att göra förvärv än övriga VD:ar.

Utöver den beroende variabeln och den undersökande variabeln använder vi oss av en rad kontrollvariabler för att säkerställa att skillnader i benägenhet att göra förvärv mellan de två VD-grupperna inte beror på andra faktorer än det vi ämnar att undersöka, hybris.

Kassa definieras som kassa och övriga likvida medel genom totala tillgångar vid årets början. Som beskrivet i teoriavsnittet medför god tillgång till likvida medel ökad sannolikhet för att ett förvärv sker (Harford, 1999). Därför kontrollerar vi för den effekt andelen kassa har på benägenheten att göra förvärv. Vi justerar kontrollvariabeln för totala tillgångar då mätningen av likvida medel skall ställas i proportion till varje företags storlek.

LN Tobins Q definierar vi som summan av marknadsvärdet och skulder genom det bokförda värdet på totala tillgångar vid årets början. På grund av snedvriden data tar vi den naturliga logaritmen av värdet. Eftersom att Lang et al. (1989) finner att ett lågt värde på Tobins Q förknippas med hög sannolikhet för förvärv väljer vi att kontrollera för den negativa inverkan som ett högt värde på Tobins Q har på benägenhet att göra förvärv.

LN Storlek är det förvärvande företags storlek och definieras som marknadsvärdet vid årets början. Då ett stort företag medför större tillgång till resurser torde möjligheten att genomföra ett förvärv öka. Forskare som studerat de effekter hybris har på benägenhet kontrollerar för just storlek i sina respektive studier, och finner att storleken har en signifikant positiv påverkan på benägenheten att genomföra förvärv (Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008).

Rt står för räntabilitet på totala tillgångar och definieras som årets resultat före finansiella kostnader genom bokvärdet av totala tillgångar vid årets början. Denna variabel är relevant att kontrollera för då god finansiell prestation troligen leder till ökad benägenhet att göra förvärv. Stora studier på området VD-hybris inkluderar ett resultatmått i sina kontrollvariabler och just räntabilitet på totalt kapital är det vanligast förekommande måttet (Kolasinski & Li, 2013).

År är en grupp dummyvariabler som antar värdet 1 för det givna året mellan 2000 och 2012. Dessa variabler låter oss kontrollera för skillnader mellan år. Detta är av stor vikt eftersom att Harford (2005) finner att *merger waves* kommer och går över tid och är kopplade till konjunkturläget samt branschspecifika förändringar. Då dessa branschspecifika förändringar är jämnt utspridda över tid kan vi inte kontrollera för konjunktur eftersom dessa inte ensamt har stor inverkan, och vi väljer därför att kontrollera för just år.

Bransch är också en grupp dummyvariabler som visar vilken bransch det förvärvande företaget tillhör. Indelningen görs med hjälp av ICB-koder som erhålls från Nasdaq OMX Nordics hemsida. I branscher med en hög utvecklingstakt är det troligt att det förekommer fler förvärv till följd av branschspecifika förändringar såsom förändrad konkurrensbild, nya teknologier och regleringar, än i branscher som är stabila och förändras långsamt (Harford,

2005). Med detta som bakgrund väljer vi att kontrollera för vilken bransch varje företag verkar i.

Sammanfattningsvis använder vi följande regressionsformel för att testa vår andra hypotes rörande benägenheten att göra förvärv:

$$P(\text{Förvärv} = 1)_i = \gamma(\alpha_t + \beta_1 \text{Hybris}_i + \beta_2 \text{Kassa}_i + \beta_3 \text{LN Tobins } Q_i + \beta_4 \text{LN Storlek}_i + \beta_5 \text{Rt}_i + \beta_6 \text{År}_i + \beta \text{Bransch}_i)$$

Där γ är den kumulativa fördelningsfunktionen för den logistiska fördelningen.

Bland resultaten från vår logistiska regression väljer vi att fokusera på $\text{Exp}(\beta)$ framför β -koefficienten då vi anser denna vara mer lättolkad. $\text{Exp}(\beta)$ är talet e (basen för den naturliga logaritmen) upphöjt till det skattade β -värdet. $\text{Exp}(\beta)$ anger ett oddsförhållande (Lantz, 2013). I vårt fall kommer oddsförhållandet för variabeln Hybris ange förhållandet mellan oddset för att ett förvärv sker om VD:n har hybris, och oddset för att förvärv sker om VD:n inte har hybris. Ett oddsförhållande på 1 innebär därför att oddsen för att ett förvärv sker är lika stora i båda grupperna. Ett oddsförhållande som överstiger 1 innebär att oddset för hybrisgruppen är högre än för den andra gruppen, det vill säga att sannolikheten för att ett förvärv sker är högre om VD:n har hybris jämfört med om han eller hon inte har det. Eftersom vi tror att hybris kommer att påverka benägenheten positivt testar vi oddsförhållandet för vår undersökande variabel enkelsidigt.

$$H_0: \text{Exp}(\beta_1) \leq 1$$

$$H_1: \text{Exp}(\beta_1) > 1$$

H_0 förkastas om $\text{Exp}(\beta)$ -värdet är större än 1 och är signifikant på 5 % nivå. I så fall antas H_1 och vi kan konstatera att hybris ökar benägenheten att genomföra förvärv.

4.3.3. Metodens antaganden och begränsningar

Vi noterar att det finns en viss problematik med att vi baserar en av våra identifieringsmetoder på förvärv för att sedan undersöka huruvida hybris inverkar på förvärv. Detta skapar ett endogenitetsproblem där valet av identifieringsmetod riskerar att driva vårt resultat.

Endogenitetsproblemet grundar sig i att identifieringsmetod 1 studerar nettoköp av aktier i det egna företaget under en tidsperiod kring ett företagsförvärv. Det leder till att en VD måste ha genomfört ett företagsförvärv för att hybris överhuvudtaget ska kunna identifieras. VD:ar som inte genomför ett förvärv har då ingen möjlighet att kunna klassificeras som en VD med

hybris och anses då inte ha hybris. Detta är problematiskt när vi studerar benägenhet att göra förvärv, eftersom samtliga VD:ar som klassificeras med hybris per definition kommer att ha gjort minst ett förvärv, vilket inte är fallet bland de VD:ar som inte har hybris. Detta riskerar att felaktigt förstärka skillnaden i benägenheten att göra förvärv mellan de två grupperna. Även om inte alla VD:ar som gör förvärv klassificeras som VD:ar med hybris så är vår bedömning att det snedvrider vårt resultat så markant att vi måste finna en lösning på problemet.

För att komma tillrätta med problemet väljer vi att begränsa vårt dataurval så att endast VD:ar som har gjort minst ett förvärv inkluderas i vår regression. Alla de företagsår som har en VD som inte har genomfört ett förvärv måste exkluderas ur urvalet, vilket medför en minskning av urvalet med cirka 40 %. Sammanfattningsvis exkluderas dessa företagsår på grund av att VD:n som satt det året inte har kunnat klassificeras med eller utan hybris enligt båda våra identifieringsmetoder, således kringgår vi endogenitetsproblemet.

4.4.Hypotes 3

4.4.1. Eventstudie vid offentliggörandet

Vår tredje hypotes rör värdeskapande vid förvärv. För att operationalisera begreppet värdeskapande väljer vi att undersöka aktiekursreaktionen vid annonserandet av ett förvärv genom att göra en eventstudie där vi studerar varje enskilt förvärv i vårt urval. Enligt Andrade et al. (2001) är en eventstudie vid tillkännagivandet av ett förvärv det mest statistiskt tillförlitliga beviset på huruvida ett förvärv skapar värde för aktieägarna.

En eventstudie används för att mäta hur en ekonomisk händelse påverkar företagets värde som i detta fall mäts med aktiepriset. Marknaden antas vara semieffektiv, vilket innebär att den är effektiv avseende publik information. Således antas effekterna från händelsen inkorporeras i marknadspriset omedelbart. Detta gör att eventstudien är lämplig för att se vilket ekonomiskt värde händelsen genererar genom att bara studera en kort tidsperiod (MacKinlay, 1997).

Vi utgår från MacKinlays (1997) metodik i vår eventstudie. Först definierar vi händelsen som ska studeras, i detta fall annonserandet av ett förvärv. Sedan definierar vi ett eventfönster vilket inbegriper den tidsperiod aktiepriset ska undersökas för att effekten från händelsen ska mätas. Det är vanligt att eventfönstret expanderas till en viss tid innan samt efter den specifika händelsen. I vårt fall är den dag som förvärvet offentliggörs den mest intressanta perioden att undersöka som således sätts till dag 0. Vi väljer att expandera fönstret så att ett antal dagar i

anslutning till annonserandet inkluderas.³ Detta gör vi eftersom marknaden kan ha fått information om händelsen strax innan den sker samt att vissa effekter kan vara förskjutna till efter börsstängning på annonseringsdagen.

För att studera effekten på aktiepriset mäter vi aktiens dagliga överavkastning. I detta fall utgör den förväntade, eller normala avkastningen, den avkastning som förväntas om händelsen inte inträffar. På så sätt fångar en undersökning av överavkastningen den effekt som själva händelsen har på aktiepriset.

Vi beräknar också i detta fall överavkastningen med den justerade marknadsmodellen som definierats ovan. Vi beräknar överavkastningen genom att jämföra stängningskursen för dagen med föregående dags stängningskurs och subtraherar indexets utveckling som beräknas på samma sätt. Även i detta fall väljer vi OMX Stockholm PI (OMXSPI) som jämförelseindex.

Eftersom vi väljer ett eventfönster som sträcker sig över ett flertal dagar beräknas överavkastningen för varje dag inom fönstret för att sedan ackumuleras (MacKinlay, 1997). Detta innebär att vi summerar den dagliga överavkastningen i det valda tidsfönstret för varje aktie, och får på så sätt ett mått som vi härnäst kallar CAR (förkortning av engelskans *Cumulative Abnormal Return*).

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \text{Överavkastning}_{it}$$

Där τ_1 är eventfönstrets början och τ_2 eventfönstrets slut.

4.4.2. Statistisk testning

4.4.2.1. Test av skillnad i medelvärde av CAR

Vi testar först om medelvärdena för CAR i våra två grupper är signifikant skilda från varandra, där den ena gruppen är förvärv som görs av VD:ar med hybris och den andra gruppen är förvärv som görs av VD:ar som inte har hybris. Vi använder även här ett t-test, vi kan anta att fördelningen är approximativt normalfördelad enligt centrala gränsvärdessatsen eftersom vårt stickprov är stort. Vi gör ett *independent samples t-test* eftersom våra två grupper är oberoende, det vill säga att det inte finns något samband mellan de två grupper vi jämför. Vi antar att varianserna för de två grupperna är skilda (vilket vi även testat med Levene's test) och erhåller följande t-statistika (Lantz, 2013):

³ Vi väljer att enbart studera börsdagar, i de fall offentliggörandet sker i nära anslutning till en dag då börsen är stängd inkluderas nästkommande börsdag(ar).

$$t = \frac{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}{s_{\bar{X}_1 - \bar{X}_2}}$$

Där $\bar{X}_1$ är medelvärdet av CAR för gruppen VD:ar med hybris, $\bar{X}_2$ är medelvärdet av CAR för gruppen VD:ar utan hybris och där:

$$s_{\bar{X}_1 - \bar{X}_2} = \sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}$$

Där s^2 är en estimator för variansen i vardera grupp och n representerar antalet observationer i respektive grupp.

Givet att vår hypotes är att CAR är lägre för VD:ar med hybris gör vi ett enkelsidigt test. Således ser vårt test ut som följer:

$$H_0: \overline{CAR}_{Hybris} \geq \overline{CAR}_{Ej\ hybris}$$

$$H_1: \overline{CAR}_{Hybris} < \overline{CAR}_{Ej\ hybris}$$

Där $\overline{CAR}$ är medelvärdet av den kumulativa överavkastningen i gruppen.

Vi förkastar H_0 om t-statistikan för testet är mindre än -1,645. I så fall antar vi vår hypotes om att överavkastningen för hybrisgruppen är lägre än för den andra gruppen.

4.4.2.2. Linjär OLS-regression

Nästa steg i vår undersökning är att testa hur hybris påverkar CAR, vilket vi väljer att göra i en regressionsanalys. I regressionen är den beroende variabeln **CAR** som definierats ovan. Vår undersökande, oberoende variabel är **Hybris**, som vi fastställer med hjälp av resultaten från vår första hypotes. För varje enskild observation, det vill säga förvärv, noterar vi om den förvärvande VD:n har hybris eller ej med en dummyvariabel som antar värdet 1 om VD:n påvisats ha hybris med någon av våra identifieringsmetoder och värdet 0 om så inte är fallet. Eftersom att den beroende variabeln, CAR, är kontinuerlig gör vi en linjär OLS-regression, *linear ordinary least squares regression* (Lantz, 2013).

Som vi redogjort för i teoriavsnittet finns det ett antal variabler som påverkar CAR som inte är relaterade till hybris. Vi måste därför kontrollera för dessa effekter i vårt test. Nedan definierar vi ett antal kontrollvariabler på både företags- och förvärvsnivå baserat på tidigare forskning.

Kassa definieras som i föregående regression. Då stora kassor förknippas med ökade agentproblem kan investerare vara mer misstänksamma till ett förvärv som görs av ett företag

med stor kassa (Harford, 1999), varför vi vill kontrollera för denna negativa inverkan på CAR.

LN Tobins Q definieras som i föregående regression. Vi använder den naturliga logaritmen av värdet på grund av snedvriden data. Då tidigare studier visar att ett lågt Tobins Q har en negativ inverkan på CAR och vice versa (Lang et al., 1989) väljer vi att kontrollera för denna effekt.

LN Transaktion/Storlek definieras som den angivna köpeskillingen dividerat med köparens marknadsvärde vid årets början. Denna kontrollvariabel är relevant då tidigare studier visat att stora förvärv i förhållande till det förvärvande företags storlek har en positiv inverkan på CAR (Jarrell & Poulsen, 1989). Således inkluderar vi denna variabel för att säkerställa att resultatet inte störs av att marknaden reagerar på förvärvets storlek. Vi använder den naturliga logaritmen av förhållandet på grund av snedvriden data.

Div är en dummyvariabel som antar värdet 1 om förvärvet är diversifierande och 0 om så inte är fallet. Ett förvärv definieras som diversifierande om de tre första siffrorna i NAICS-koderna hos det förvärvande företaget och det uppköpta företaget är olika. Vi begränsar oss till att enbart se till företagens respektive primära NAICS-koder då dessa speglar företagens huvudsakliga verksamhet. Då diversifierande förvärv anses vara mer värdeförstörande och marknaden torde reagera mer negativt på ett sådant förvärv (Lang & Stulz, 1994) inkluderar vi denna variabel för att kontrollera för effekten.

År är en rad dummyvariabler som representerar varje år i vår undersökningsperiod. Då tidigare studier fastställt att det finns flertalet effekter på CAR kopplade till tidpunkten för annonserandet av förvärvet (Rosen, 2006), kontrollerar vi för dessa effekter med dessa variabler.

Bransch är en rad dummyvariabler som utformas på samma sätt som i den logistiska regressionen ovan. Då tidigare studier visat att benägenheten att göra förvärv påverkas av vilken bransch företaget är verksam inom bedömer vi det även troligt att CAR varierar mellan branscher, vilket leder oss till att kontrollera för bransch även i denna regression.

Tillsammans utgör dessa variabler följande regressionsmodell:

$$CAR_i = \alpha_i + \beta_1 Hybris_i + \beta_2 Kassa_i + \beta_3 LN\ Tobins\ Q_i + \beta_4 LN\ Transaktion/Storlek_i + \beta_5 Div_i + \beta \text{År}_i + \beta \text{Bransch}_i + \varepsilon_i$$

Då vi testar huruvida hybris inverkar på CAR är koefficienten β_1 av störst betydelse. Eftersom vår hypotes är att hybris har en negativ inverkan på CAR gör vi ett enkelsidigt test. Våra hypoteser ser därför ut som följer:

$$H_0: \beta_1 \geq 0$$

$$H_1: \beta_1 < 0$$

H_0 förkastas om β_1 är negativ med en signifikans på 5 % eller bättre. I detta fall antar vi H_1 och fastställer att hybris har en negativ inverkan på CAR.

4.4.3. Metodens antaganden och begränsningar

Att undersöka överavkastning vid annonserandet av ett förvärv för att operationalisera begreppet värdeskapande kräver ett antagande om att marknaden är effektiv vad gäller publik information. Detta innebär att de värdeförändringar som förvärvet för med sig till fullo inkorporeras i aktiepriset i samband med tillkännagivandet (MacKinlay, 1997). Detta antagande medför en begränsning i vårt tillvägagångssätt, eftersom vi i de fall antagandet inte håller missar potentiella effekter på aktiepriset som sker utanför den studerade tidsperioden.

Ett alternativ för att lösa detta problem hade varit att förlänga vårt eventfönster. Dock medför detta en ökad risk för att andra faktorer stör resultatet, varför vi anser att vårt val av ett kort tidsfönster är det mest lämpliga. Även om det också med ett kort eventfönster finns en risk för att offentliggörandet av förvärvet i vissa fall sammanfaller med andra nyheter såsom kvartalsrapporter och ryktesspridning, är denna risk betydligt mindre än om fönstret hade förlängts.

5. Data

5.1. Företag

Vi undersöker företag noterade på Nasdaq OMX Stockholm under slutet av år 2012. Listor över dessa företag hämtas från Nasdaq OMX Nordics hemsida. Det enda kriterium vi har för dessa företag är att vi någon gång under perioden 2000-2012 har insyn via insynsregistret. Med detta menar vi att vi har tillgång till information om vem som innehar VD-posten och dennes insiderhandel i företaget. Detta krav baseras på att våra identifieringsmetoder utgår från VD:ns insiderhandel i det egna företaget. I Tabell 1 nedan redovisas bortfall och antalet undersökta företag.

Tabell 1. Bortfall och antal företag som ingår i studien

Kriterium	Bortfall	Antal
Inom avgränsning		256
Insyn saknas	14	242
Antal undersökta företag		242

Med hjälp av data från insynsregistret noterar vi att i dessa 242 företag sitter totalt 669 VD:ar under de perioder vi har insyn i varje enskilt företag.

5.2. Förvärv

Eftersom företagsförvärv är en central utgångspunkt i alla våra hypotestestningar krävs en noggrann specificering över vilka förvärv som skall inkluderas i vårt urval. Förvärvsdata hämtas från databasen Zephyr och data för kontrollvariabler såsom redovisningsdata och kursinformation hämtas från Thomson Datastream. I de fall redovisningsdata hämtas i en annan valuta än SEK omvandlar vi datan med hjälp av valutakursen vid bokslutsdatumet. Valutakurser hämtas från Thomson Datastream.

Vi kräver att vi har insyn i VD:ns insiderhandel i en period runt förvärvet eftersom våra identifieringsmetoder utgår från aktiehandel i det egna företaget. Vi kräver att en majoritetsandel erhålls eftersom vi vill att förvärvaren får beslutsfattande rätt i det förvärvande företaget, och får på så sätt en mer homogen grupp av förvärv. Som en följd av ovanstående kriterium kräver vi även att det enbart är en köpare, då det är svårt att urskilja hur stor andel som köpts av det studerade företaget ifall flera andra företag är involverade i köpet. Slutligen måste data för samtliga kontrollvariabler i vår studie finnas tillgängliga för att möjliggöra våra regressioner. I Tabell 2 nedan presenteras bortfall och antalet observationer.

Tabell 2. Bortfall och antal undersökta förvärv

Kriterium	Bortfall	Antal
Inom avgränsning		2186
Insiderhandel saknas	151	2035
Ej majoritetsandel	328	1707
Flera förvärvare	16	1691
Data för kontrollvariabler saknas	1021	670
Antal undersökta förvärv		670

Det enskilt största bortfallet är på grund av saknade kontrollvariabler varav ett bortfall på hela 990 beror på avsaknaden av ett officiellt transaktionsvärde. Trots att bristen på ett känt transaktionsvärde minskar antalet observationer markant anser vi att vikten av att kunna

kontrollera för denna variabel är så stor att vi inte kan undgå bortfallet. Detta på grund av att studier vi har redogjort för tidigare finner en stor inverkan av transaktionsvärdet på aktiekursreaktionen.

5.3. Insiderhandel

Efter att urval av företag och förvärv har gjorts samlar vi in de aktietransaktioner som VD:arna gjort för att möjliggöra identifiering av hybris med våra identifieringsmetoder. Vi hämtar insiderhandel manuellt från insynsregistret för varje enskilt företag i vårt urval där den sittande VD:n är insynspersonen.

Eftersom endast aktiv aktiehandel i det egna företaget studeras i våra identifieringsmetoder tar vi bort transaktioner såsom aktier som erhålls via incitamentsprogram, nyemissioner och där orsaken till transaktionen är okänd. Vi väljer att utesluta transaktioner som görs av en juridisk person trots att VD:n listas som insynsperson då dessa transaktioner riskerar att inkludera aktieåterköpsprogram vilket inte är önskvärt. I Tabell 3 nedan presenteras antalet undersökta transaktioner och bortfall.

Tabell 3. Bortfall och antal insidertransaktioner

Kriterium	Bortfall	Antal
Inom avgränsning		9164
Ej köp eller försäljning av aktie	5650	3514
Transaktioner av juridisk person	879	2635
Antal transaktioner		2635

5.4. Företagsår

För att möjliggöra vår logistiska regression över benägenheten att göra förvärv behövs som ovan förklarat en indelning av data utifrån företagsår. Det teoretiskt möjliga antalet företagsår är antalet företag (242) multiplicerat med antalet år i undersökningsperioden (13). Också här omvandlas redovisningsdata till SEK i de fall den hämtade datan är i en annan valuta.

Vi kräver insyn i företaget under hela året eftersom vi måste ha möjlighet att identifiera hybris hos VD utifrån våra identifieringsmetoder. Vi rensar bort de år som ett VD-byte skett eftersom att vi inte kan avgöra vilken VD som tagit beslutet att genomföra förvärv eller ej. På grund av vårt endogenitetsproblem beskrivet ovan tar vi bort de företagsår där sittande VD aldrig gjort förvärv, eftersom han eller hon därför inte kunnat klassificeras med eller utan hybris enligt identifieringsmetod 1. Slutligen faller även de företagsår där vi inte har tillgång

till data för kontrollvariabler bort eftersom detta hindrar vår regressionsanalys. Bortfall och antal företagsår redovisas i Tabell 4 nedan.

Tabell 4. Bortfall och antal undersökta företagsår

Kriterium	Bortfall	Antal
Inom avgränsning		3146
Insyn saknas	701	2445
VD-byte	431	2014
VD har aldrig gjort förvärv	797	1217
Kontrollvariabler saknas	61	1156
Antal undersökta företagsår		1156

6. Resultat och analys

6.1. Hypotes 1

6.1.1. Resultat

Tabell 5 nedan visar resultatet av det t-test där vi testar om andelen VD:ar med hybris skiljer sig från 0. Vi testar detta för tre grupper: de två identifieringsmetoderna och kombinationen av de båda. Vi ser för samtliga grupper att andelen VD:ar med hybris är skilt från 0 på 1 % signifikansnivå, då t-värdet i samtliga fall överstiger 2,054. Andelen VD:ar med hybris i vårt stickprov är 19,6 % enligt identifieringsmetod 1 och 20,5 % enligt identifieringsmetod 2. Vid kombineringen av dessa två är den totala andelen 31 %. Med 95 % säkerhet ligger andelen i hela populationen mellan 27 % och 34 %, således förkastas H_0 och vi konstaterar att andelen VD:ar med hybris överstiger 0.

Tabell 5. Resultat från test av andel VD:ar med hybris

Variabel	Medelvärde	95 % konfidensintervall		t	Sig. (2-tailed)
		Nedre gräns	Övre gräns		
Hybris 1	0,196	0,166	0,266	12,754	0,000
Hybris 2	0,205	0,174	0,235	13,116	0,000
Hybris 1 och/eller 2	0,310	0,270	0,340	17,240	0,000
Testvärde: 0				Antal observationer: 669	

Resultatet från korrelationstestet mellan de två identifieringsmetoderna vi valt visar att korrelationen är positiv (0,328) på 1 % signifikansnivå. Vi förkastar därför H_0 och fastställer att det finns en positiv korrelation mellan utfallen från de två identifieringsmetoderna.

6.1.2. Analys

I tidigare studier på området finner vi att andelen VD:ar som har hybris varierar kraftigt mellan olika identifieringsmetoder. Exempelvis varierar två av de mått Malmendier & Tate

(2005) mellan 13 % och 61 % vilket är en betydligt större variation än den vi erhåller mellan de två identifieringsmetoder vi använder i denna studie. Vi kan dock konstatera att den genomsnittliga andelen VD:ar som identifieras ha hybris i Malmendier & Tates (2005) fall är 32 % vilket är mycket nära den andel vi finner genom att kombinera våra två metoder.

Vi konstaterar att de resultat vi finner är starkt beroende av våra antaganden. Vårt antagande om att hybris är ett personlighetsdrag som är konstant medför högre andelar än i studier där hybris är ett övergående drag. I det senare fallet går det inte att studera andelen enskilda individer. Kolasinski & Li (2013) som använder denna övergående version av hybris klassificerar istället specifika företagsår, där de finner att 8 % av företagsåren har en VD som påvisat hybris under just det året. Detta är lägre än i vårt fall där 33 % av företagsåren har en VD med hybris, vilket är att förvänta sig med tanke på skillnaden i antagande rörande personlighetsdragets natur.

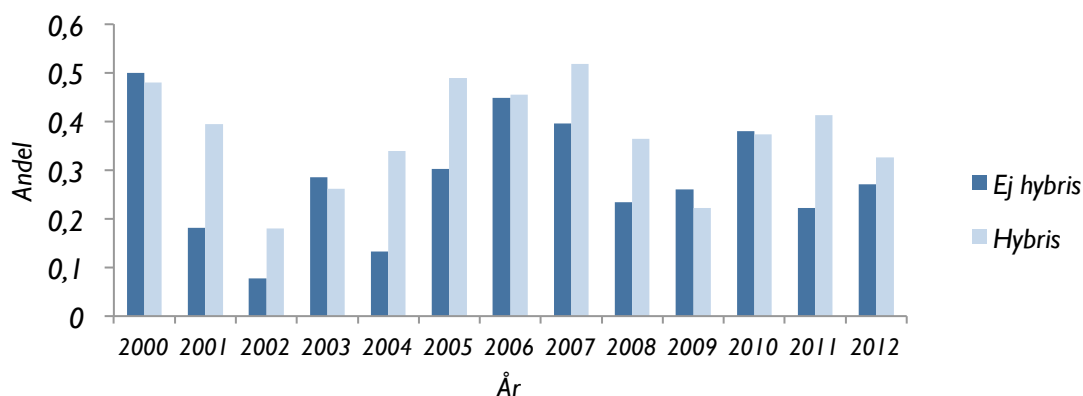
För att sätta vår korrelation i relation till andra studier vänder vi oss till Malmendier & Tate (2005) som erhåller en korrelation på 0,247 mellan två identifieringsmetoder, och drar slutsatsen att måtten därmed fångar samma effekt. Då vi har en högre korrelation finner vi det rimligt att dra slutsatsen att våra mått identifierar samma personlighetsdrag.

Eftersom vi visar att det finns en andel VD:ar med hybris i företag noterade på den svenska börsen går vi vidare med testning av våra andra två hypoteser.

6.2. Hypotes 2

6.2.1. Resultat

Figur 1 nedan visar andelen VD:ar som genomför minst ett förvärv under ett år, uppdelat i de två grupperna hybris och ej hybris. Vi noterar att andelen VD:ar som gör förvärv är högre bland VD:ar som har hybris i 9 av de 13 åren.



Figur 1. Stapeldiagram över andelen VD:ar som genomför minst ett förvärv under ett år

Data från Figur 1 ovan används i ett Mann-Whitney U-test för att avgöra huruvida medianvärdet för andelen VD:ar med hybris som gör förvärv är högre än för andelen VD:ar utan hybris. U-värdet (49,5) understiger det kritiska värdet på 51. Vi förkastar därför H_0 på 5 % signifikansnivå och fastställer att det finns en skillnad i medianvärde mellan de två grupperna där medianvärdet för hybrisgruppen är högre än för den andra gruppen. I vårt stickprov är medianvärdet för andelen VD:ar med hybris som genomför förvärv 10 procentenheter högre än för VD:ar som inte har hybris.

Resultatet från den logistiska regressionen, där vi testat om hybris har en signifikant inverkan på benägenheten att genomföra förvärv, presenteras i Tabell 6 nedan. Deskriptiv statistik för samtliga variabler återfinns i Tabell A1 i appendix. Vi ser att oddsförhållandet, $\text{Exp}(\beta)$, för hybris är 1,27 och överstiger därmed 1 vilket är vad vi förväntade oss. Vi ser också att oddsförhållandet är signifikant på 10 % nivå vid dubbelsidigt test, vilket innebär 5 % signifikansnivå i vårt fall då vi gör ett enkelsidigt test. Därför förkastar vi H_0 och antar vår hypotes om att hybris har en positiv inverkan på benägenheten att göra förvärv.

Bland våra kontrollvariabler finner vi att LN Tobins Q, LN Storlek, 4 av våra branschvariabler och 5 av våra årvariabler är signifikanta. Oddsförhållandet för variabeln Kassa är mindre än 1 vilket inte är i linje med våra förväntningar, den är dock icke-signifikant varför vi inte kan sluta oss till att oddsförhållandet är skilt från 0. Variabeln RT är icke-signifikant tillsammans med en rad bransch- och årvariabler.

Tabell 6. Resultat från logistisk regression över benägenheten att göra förvärv

Variabler	β	S.E.	Exp (β)	Sig. 2-tailed
Hybris	0,239 **	0,138	1,270 **	0,083
Kassa	-0,207	0,144	0,813	0,152
LN Tobins Q	-0,340 ***	0,141	0,712 ***	0,016
LN Storlek	0,230 ***	0,037	1,259 ***	0,000
RT	0,005	0,005	1,005	0,400
År ^a				
Bransch ^a				
Konstant	-2,505 ***	0,471	0,082 ***	0,000
Pseudo-R ² : 0,161			Antal observationer: 1156	
Beroende variabel: P(Förvärv=1)				
*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%				
^a Redovisas separat i appendix, se tabell A2				

En logistisk regression har inte det klassiska R^2 som finns i en linjär regression, istället beräknas ett pseudo- R^2 , vanligen Nagelkerke R^2 . Detta är ett konstruerat mått som efterliknar det klassiska R^2 -värdet. Istället för att ange andelen förklarad variation som det vanliga R^2 gör, så anger Nagelkerke R^2 hur mycket bättre modellen predicerar värdet på den beroende variabeln än noll-modellen⁴, där noll-modellen innebär en modell utan några oberoende variabler. Nagelkerke R^2 antar ett värde mellan 0 och 1, där 0 är låg och 1 är hög prediktionskraft (Menard, 2002). I vår modell uppgår Nagelkerke R^2 till 0,16.

Prediktionsförmågan kan också uttryckas i form av andelen korrekta prediktioner. Vi finner att andelen korrekta gissningar i vår modell är 70,9 %. Detta värde är bättre än 67,1 % vilket är den högsta möjliga andelen rätt utan modellering av utfallen, det vill säga som att man gissar att inga förvärv sker under något företagsår.

6.2.2. Analys

Precis som vi förväntade oss visar både Mann-Whitney U-test och regressionen att hybris inverkar på benägenheten att göra förvärv. Oddsförhållandet på 1,27 för vår undersökande variabel hybris tolkas som att sannolikheten för att ett förvärv sker ökar med 27 % om VD:n har hybris. Detta resultat överensstämmer väl med tidigare studier där hybris påvisas öka benägenheten att genomföra förvärv med 65 % (Malmendier & Tate, 2008) och 35 % (Kolasinski & Li, 2013). Beträffande våra kontrollvariabler är effekterna av LN Tobins Q och LN Storlek i linje med såväl våra förväntningar som resultat i tidigare studier. Däremot har inte variablerna Kassa och RT någon signifikant inverkan i vår modell, vilket står i motsats till de resultat andra författare finner (Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008). Två möjliga förklaringar till att våra resultat skiljer sig är att vårt urval är mindre samt att effekterna inte är lika tydliga på den svenska marknaden.

Som förväntat ser vi att bransch och år påverkar benägenheten att göra förvärv. Bland branschvariablerna finner vi stöd för vårt tidigare resonemang om att det inom branscher med hög utvecklingstakt såsom telekombranschen är högre sannolikhet för att förvärv görs jämfört med mer reglerade branscher, såsom finansbranschen. Vi noterar att sannolikheten att göra förvärv ökar de år där det råder högkonjunktur, men att en tydlig motsatt effekt under lågkonjunktur saknas i vår modell. Endast ett av åren har en signifikant negativ inverkan på benägenheten att göra förvärv.

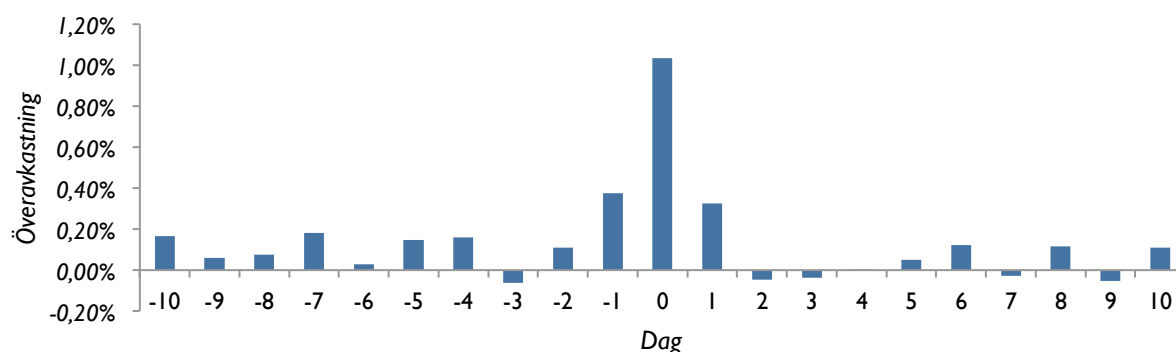
⁴ Fritt översatt från engelskans ”null model”

Pseudo- R^2 -värdet på 0,16 innebär att modellens prediktionsförmåga är 16 % bättre än noll-modellen. Vi finner att tidigare studiers modeller har än lägre pseudo- R^2 , exempelvis 0,13 i Kolasinski & Lis (2013) studie vilket medför att vår modell kan betraktas ha en godtagbar förklaringsförmåga.

6.3. Hypotes 3

6.3.1. Resultat

I Figur 2 nedan presenteras den genomsnittliga överavkastningen för alla observationer under dag -10 till 10, där dag 0 utgör dagen för offentliggörandet av ett förvärv. Vi ser att det finns en tydlig effekt på överavkastningen mellan dag -1 och 1, vilket tyder på att effekten till viss del är utspridd till kort innan och kort efter dagen för tillkännagivandet. Därmed fastställer vi att det är lämpligt att använda ett eventfönster som sträcker sig från dag -1 till dag 1 i vår analys av överavkastningen.



Figur 2. Stapeldiagram över genomsnittlig överavkastning vid tillkännagivandet av förvärv

Resultatet från det t-test där vi testat huruvida medelvärdet av CAR är lägre för förvärv som gjorts av VD:ar med hybris än för förvärv som gjorts av VD:ar som inte har hybris presenteras i Tabell 7 nedan. T-testet visar att t-värdet inte understiger det kritiska värdet på -1,645, och vi kan därför inte fastställa att medelvärdet för hybrisgruppen är lägre på 5 % signifikansnivå. Således kan H_0 inte förkastas. Däremot är medelvärdesskillnaden signifikant på 10 % nivå vid enkelsidigt test. Detta kan tolkas som att det finns en indikation på en medelvärdesskillnad, varför vi väljer att gå vidare med en linjär regression.

Tabell 7. Resultat från test av medelvärdesskillnad i CAR

Variabel	Medelvärdesskillnad	95 % konfidensintervall		t	Sig. (2-tailed)
		Nedre gräns	Övre gräns		
% CAR(-1,1)	1,550	-0,287	3,388	1,485	0,138
Antal observationer: 670					

Resultatet från den linjära OLS-regressionen presenteras i Tabell 8 nedan, tillhörande deskriptiv statistik återfinns i Tabell A3 i appendix. Vi fastställer att koefficienten för hybris är icke-signifikant, och förkastar därmed inte H_0 . Inte heller kontrollvariablerna Kassa och Div är signifikanta. LN Tobins Q och LN Transaktion/Storlek är båda signifikanta på 1 % nivå. Detta implicerar en positiv inverkan på CAR vilket är den förväntade effekten i båda fall. Bland år- och branschvariablerna är två av åren och en av branscherna signifikanta. R^2 uppgår till 0,07 vilket innebär att 7 % av variationen i CAR förklaras av modellen.

Tabell 8. Linjär OLS-regression över aktiekursreaktionen vid annonserandet av förvärv

Variabler	β	S.E.	t	Sig. 2-tailed
Konstant	0,070 ***	0,023	3,024	0,003
Hybris	-0,005	0,100	-0,560	0,575
Kassa	-0,001	0,004	-0,222	0,824
LN Tobins Q	0,031 ***	0,006	2,967	0,003
LN Transaksjon/Storlek	0,006 ***	0,031	3,778	0,000
Div	0,005	0,005	0,568	0,570
År ^a				
Bransch ^a				
R ² : 0,070			Antal observationer: 670	
Beroende variabel: CAR(-1,1)				
*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%				
^a Redovisas separat i appendix, se tabell A4				

6.3.2. Analys

Vi finner en indikation på att VD:ar med hybris i genomsnitt genererar ett lägre CAR än övriga VD:ar, men när vi kontrollerar för andra variablers inverkan på CAR i vår linjära regression försvagas signifikansen ytterligare till nivåer där värdet på koefficienten är ovidkommande. Vi drar därför slutsatsen att hybris inte inverkar på CAR, vilket står i motsats till tidigare studier som finner en signifikant negativ inverkan (Doukas & Petmezas, 2007; Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008). Bland kontrollvariablerna är LN Tobins Q och LN Transaktion/Storlek signifikanta med förväntad inverkan på CAR. Kassa och Div är icke-signifikanta, dock är detta också fallet i tidigare studier (Doukas & Petmezas, 2007; Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008). Värt att notera är att bransch- och årvariabler inte har lika stor inverkan på CAR som vi tidigare fastställt i regressionen över benägenheten att göra förvärv. Endast ett av åren har en inverkan på CAR på 5 % signifikansnivå, vid 10 % signifikansnivå har ytterligare ett år och en bransch en inverkan.

Regressionsmodellens förklaringsvärde, R^2 , uppgår till 0,07 vilket ligger i linje med tidigare studier av aktiekursreaktionen som erhåller värden mellan 0,03 och 0,10 (Doukas & Petmezas, 2007; Kolasinski & Li, 2013; Malmendier & Tate, 2008).

Vi ser ett antal möjliga förklaringar till att vårt resultat avviker från tidigare studier. En av dessa förklaringar är att vår stickprovsstorlek är betydligt mindre än de studier vi jämför med. Ökad stickprovsstorlek skulle leda till en ökning i antalet frihetsgrader i den statistiska testningen som i sin tur skulle driva ned det kritiska t-värdet. En ökad stickprovsstorlek skulle också kunna minska variansen, vilket i sin tur skulle kunna öka t-värdet och således också signifikansen för variabeln. Vår bedömning är dock att t-värdet i vår regression är så pass lågt att detta inte skulle göra någon större skillnad för resultatet.

En annan möjlig förklaring är att hybris inte inverkar på värdeskapandet vid förvärv på den svenska marknaden på samma sätt som på anglosaxiska marknader. Eftersom inga liknande studier har gjorts i Sverige är vårt resultat obestritt. Innan vi fastställer att det verkligen finns en skillnad mellan marknaderna, måste vi problematisera och testa hur känsligt vårt resultat är för de antaganden vi har gjort samt identifiera potentiella felkällor. Detta görs i avsnittet problematisering och känslighetsanalys nedan.

7. Problematisering och känslighetsanalys

De resultat vi presenterar är avhängiga en rad antaganden som har gjorts under studiens gång. I detta avsnitt problematiserar vi våra resultat och utför känslighetsanalyser för att se hur känsliga våra resultat är för förändringar i antaganden. Vi redovisar detaljerade resultat från våra känslighetsanalyser i appendix och sammanfattar resultaten nedan.

7.1. Hybris

Vi använder en kombination av våra två identifieringsmetoder för att definiera hybris i vår studie med motiveringen att dessa kompletterar varandra. Det finns dock en risk att det är ett av våra mått som driver resultatet mer än det andra. Vi testar därför båda regressionerna med de olika identifieringsmetoderna som oberoende, undersökande variabel. Resultaten återfinns i Tabell A5 och Tabell A6 i appendix. Vad gäller testningen av benägenheten att göra förvärv ser vi att både signifikansen och värdet för $\text{Exp}(\beta)$ -koefficienten blir högre när vi använder identifieringsmetod 1, och lägre när vi använder identifieringsmetod 2. Detta tyder på att identifieringsmetod 1 driver resultatet i något större utsträckning än identifieringsmetod 2. Vi kan, åtminstone på 10 % signifikansnivå, fastslå att benägenheten är högre för VD:ar med hybris även med identifieringsmetod 2. Detta indikerar att våra resultat håller även när vi

ändrar våra antaganden, samt att det endogenitetsproblem vi redogjort för i tidigare avsnitt troligen är avhjälp. Beträffande testningen av aktiekursreaktionen visar samtliga typer av mått att hybris inte har någon inverkan på CAR.

7.2. Skillnader mellan delmängder

Ett av våra antaganden är att effekten av hybris är jämt fördelad över hela vårt urval, vilket inte nödvändigtvis behöver vara fallet. Det finns en risk att hybris inverkar olika på olika typer av företag, vi skulle då bara kunna uttala oss om subgrupper i vårt urval och inte hela urvalet. Vi testar därför att dela upp våra observationer utifrån de kontrollvariabler vi definierat. Resultaten redovisas i Tabell A7 och A8 i appendix. I regressionen över benägenhet ser vi att signifikansen för hybriskoefficienten sjunker i samtliga subgrupper. En möjlig förklaring är att stickprovsstorleken krymper betydligt när indelningen i olika grupper görs. Värt att notera är att de signifikanta resultat vi finner på 10 % nivå är i subgrupperna stor kassa, högt tobins Q och stora företag, vilket tyder på att det är i dessa typer av företag som hybris får störst inverkan. Att hybris får större effekt bland företag med stor kassa stöds av Malmendier & Tate (2008) som menar att god tillgång till interna resurser förstärker effekten av hybris på benägenheten att göra förvärv. När vi undersöker korrelationen mellan dessa tre grupper finner vi ingen signifikant korrelation vilket indikerar att det inte är en ensam subgrupp med alla dessa karaktäristiska som driver vårt resultat. Resultatet kan därmed anses vara giltigt för hela populationen. Vad gäller regressionen över aktiekursreaktionen finner vi att resultatet är detsamma som för hela urvalet förutom i två subgrupper. Hybris inverkar på CAR vid diversifierande förvärv (5 % signifikans) och det finns en indikation på att hybris påverkar CAR vid förvärv i små företag (10 % signifikans).

7.3. Feldefinierat eventfönster

Vid undersökningen av aktiekursreaktionen definierar vi vårt eventfönster som dag -1 till dag 1. Detta antagande kan påverka vårt resultat och vi testar därför denna regression med flera olika eventfönster, resultaten återfinns i Tabell A9 i appendix. Vi finner att resultatet förblir detsamma, hybris har ingen inverkan på CAR.

7.4. Utelämnade variabler

Ytterligare en möjlig felkälla är utelämnade variabler i våra regressioner som inverkar på våra beroende variabler. Om så är fallet skulle en för stor inverkan kunna tillskrivas våra undersökande variabler och på så sätt skada validiteten i våra resultat. Vi utvärderar möjligheten att variabler har utelämnats och finner ett antal variabler vi inte inkluderat i vår

statistiska testning. Dessa variabler uteslöts tidigt i studien då preliminära resultat indikerade låg korrelation mellan dem och den beroende variabeln, men vi väljer att utvärdera dem i detta avsnitt för att säkerställa att de inte påverkar studiens resultat. Resultaten från dessa regressioner redovisas i Tabell A10 och A11 i appendix.

Eftersom en VD sällan fattar beslutet att göra ett förvärv ensam torde även styrelsen ha en inverkan på detta beslut. Därför är det troligt att hybris inom denna grupp av individer påverkar ett företags benägenhet att göra förvärv samt hur börsern reagerar på förvärvet, vilket medför att hybris i styrelsen kan vara en störande variabel. Vidare finner Kolasinski & Li (2013) att stora och oberoende styrelser kan begränsa de negativa effekterna av att ha en VD med hybris. Vi utvecklar därför variabeln *Nettoköp Styrelse* som mäter styrelsens nettoköp av aktier för att kontrollera för både effekten av hybris i styrelsen och styrelsens oberoende. Nettoköp av aktier är en indikation på hybris i styrelsen enligt resonemanget för identifieringsmetod 1. Nettoköp innebär också minskat oberoende, då detta ökar ledamöternas ägarandel i företaget. Vi fastställer dock i separata regressioner att varken benägenheten eller aktiekursreaktionen påverkas av nettoköp inom styrelsen, och kan därmed utesluta denna felkälla.

Vidare konstaterar Kolasinski & Li (2013) att tidigare erfarenheter av förvärv påverkar framtida beslut om förvärv. De finner att VD:ar som nyligen gjort minst ett framgångsrikt förvärv, det vill säga ett förvärv med positiv överavkastning, är mer benägna att göra förvärv framöver. Det omvända gäller för nyligen genomförda förvärv med negativ överavkastning. Författarna konstaterar också att utfallet av tidigare förvärv även påverkar aktiekursreaktionen. Vi inkluderar därför två dummyvariabler, *Lyckat Förvärv* och *Misslyckat Förvärv* i båda våra regressioner som anger huruvida minst ett framgångsrikt eller misslyckat förvärv skett under de senaste två åren, men finner återigen att dessa variabler inte påverkar våra resultat i något av fallen. När vi testar för variabeln Misslyckat Förvärv kan resultatet också tolkas som en indikation på huruvida VD:n lär sig av sina misstag eller ej. Eftersom variabeln inte har någon negativ inverkan på benägenheten att göra förvärv konstaterar vi att vår data tyder på att VD:ar inte lär sig av sina misstag. Således kan vi fastställa att vårt antagande om att personlighetsdraget är konstant är rimligt.

Slutligen visar även tidigare studier att kontanter som betalningsmetod har en inverkan på aktiekursreaktionen (Malmendier & Tate, 2008). Vi testar därför med dummyvariabeln *Kontant* som anger huruvida förvärvet betalats med eller delvis med kontanter, men finner ingen inverkan på aktiekursreaktionen. Tillgången till data beträffande denna variabel är

begränsad vilket medför att stickprovsstorleken minskar kraftigt, vilket är anledningen till att variabeln inte använts i studiens huvudsakliga regression.

7.5. Multikollinearitet

Det finns också en risk för att multikollinearitet, det vill säga att våra oberoende variabler korrelerar med varandra, påverkar vårt resultat. Ifall våra kontrollvariabler korrelerar med variabeln hybris, finns en risk för att effekten från hybris förskjuts till kontrollvariablerna och på så sätt minskar inverkan av hybris på den beroende variabeln. Vi testar dock för multikollinearitet och finner att detta inte är ett problem i någon av våra regressioner, vilket gör att denna förklaring kan uteslutas.⁵

8. Slutsatser

Givet de presenterade resultaten och känslighetsanalysen återkopplar vi nu till studiens syfte och frågeställningar.

I vilken utsträckning förekommer VD-hybris på den svenska marknaden?

Våra identifieringsmetoder genererar ett resultat som tydligt visar att VD-hybris förekommer på den svenska marknaden. Vi finner att med 95 % säkerhet är andelen VD:ar med hybris på den svenska marknaden mellan 27 % och 34 %.

Är VD:ar med hybris mer benägna att göra förvärv än VD:ar som inte har hybris?

Vi finner stöd för att andelen VD:ar som gör minst ett förvärv under ett visst år är högre för VD:ar med hybris än övriga VD:ar. Vi ser också att hybris har en signifikant positiv inverkan på benägenheten när vi kontrollerar för andra variabler. Vi betraktar resultatet vara relativt robust för val av identifieringsmetod. Dock är resultatet känsligt för uppdelning i delmängder, men ingen ensam delmängd framstår som drivande av resultatet. Sett till hela populationen konstaterar vi därmed att VD:ar med hybris är mer benägna att genomföra förvärv än VD:ar som inte har hybris.

Skapar VD:ar med hybris mindre värde vid förvärv än VD:ar som inte har hybris?

Vi finner inget stöd för att VD:ar med hybris genererar ett lägre CAR vid offentliggörandet av ett förvärv än VD:ar utan hybris på konventionella signifikansnivåer. Inte heller när vi kontrollerar för andra variabler tyder våra resultat på att hybris har någon inverkan på CAR. Vår känslighetsanalys visar att resultatet är robust. Vid uppdelning i delmängder finner vi dock att VD:ar med hybris genererar ett lägre CAR vid diversifierande förvärv, men då detta

⁵ Testen är ej redovisade, resultaten lämnas på begäran.

resultat endast framträder i en av flertalet olika uppdelningar av hela stickprovet föranleder detta inga slutsatser om hela populationen. Således sluter vi oss till att VD:ar med hybris inte skapar mindre värde vid förvärv än övriga VD:ar.

8.1. Validitet

Den metod vi använder följer huvudsakligen tidigare studier på området VD-hybris. Det tillvägagångssätt vi väljer för att undersöka benägenhet och aktiekursreaktion är väl etablerade och används i stor utsträckning inom vetenskapliga studier, vilket medför att studiens validitet i dessa avseenden anses vara hög.

Det finns dock en risk att problem rörande validitet finns i de två metoder vi använder för att identifiera hybris bland VD:ar. Kvantifiering av personlighetsdraget hybris hos VD:ar är ett relativt nytt område inom ekonomisk forskning och introducerades först för cirka 10 år sedan. Detta medför viss osäkerhet vilket försvåras av det faktum att det är problematiskt att kvantifiera personlighetsdrag. Det finns i dag ingen tydligt dominerande metod och inte heller har någon metod bekräftats mäta just hybris. Samtliga vanligt förekommande identifieringsmetoder utgår från ett logiskt resonemang för att definiera kvantifierbara handlingar unika för VD:ar med hybris, men validiteten i dessa logiska resonemang har aldrig bekräftats empiriskt. Dock finns tydliga indikationer på att det är samma personlighetsdrag som identifieras då metodernas utfall korrelerar samt att konsekvenserna av personlighetsdraget är likvärdiga i de olika studierna. Då resultaten stämmer väl överens med det logiska resonemanget som ligger till grund för metodvalet så anser vi det vara troligt att just hybris identifieras. Med detta som bakgrund torde validiteten i detta avseende ändå vara godtagbar.

8.2. Reliabilitet

Vi anser att studiens reliabilitet är hög. Studiens tillvägagångssätt är väl beskriven och bör utan svårighet kunna replikeras av framtida forskare. Vi tillämpar inga subjektiva bedömningar eller beräkningar vilka skulle vara svåra att efterlikna.

Vid en analys av vår metod och datainsamling finner vi att de främsta potentiella felkällorna är information hämtad från databaserna Zephyr och Datastream. Då mängden inhämtad data från dessa källor är stor, är det svårt att identifiera och korrigera fel som inte är uppenbara extremvärden. Vi gör dock stickprov där vi jämför vår data med information från årsredovisningar och finner att detta inte är ett så stort problem att det hotar studiens reliabilitet.

8.3. Generaliserbarhet

Vi anser att generaliserbarheten i våra resultat varierar mellan våra olika hypoteser. Förekomsten av hybris torde vara generaliserbar även utanför Sverige då studier visar att personlighetsdrag är universella. Detta styrks också av våra resultat som finner en snarlik förekomst av hybris bland VD:ar på den svenska marknaden och de anglosaxiska marknaderna.

Vi anser att våra resultat bekräftar de konsekvenser hybris får på VD:ars benägenhet att göra förvärv som tidigare studier har fastställt på andra marknader. Därmed anser vi generaliserbarheten vara god beträffande benägenheten att göra förvärv inom liknande företag på marknader utanför Sverige. Däremot skiljer sig våra resultat gällande aktiekursreaktionen från tidigare studier, vilket indikerar att generaliserbarheten i detta avseende är låg.

9. Slutdiskussion och förslag till framtida forskning

Vår studie bidrar till den befintliga forskningen på området VD-hybris genom att tillhandahålla en aktuell, tillförlitlig undersökning av en marknad utanför de anglosaxiska länderna. Vår undersökning kan läggas till grund för en bedömning av tidigare studiers generaliserbarhet, och vårt resultat tyder på att förekomsten av hybris samt dess inverkan på benägenheten att göra förvärv är liknande utanför de anglosaxiska länderna. Dock fastställer vi att hybris inverkan på värdeskapande vid förvärv inte är densamma i Sverige som i de anglosaxiska länderna.

Eftersom vårt resultat beträffande värdeskapande i samband med förvärv skiljer sig från tidigare studier ser vi att det vore intressant att undersöka saken närmare. I ett första steg vore en större studie på området önskvärd för att bekräfta våra resultat, det vore också intressant att undersöka fenomenet på marknader liknande den svenska så som våra grannländers. Om det avvikande resultatet kvarstår skulle vidare studier som syftar till att förklara *varför* resultatet inte är det samma som i de anglosaxiska länderna vara intressant. Vidare skulle ett stort bidrag till hela forskningsområdet vara en studie som empiriskt testar enskilda identifieringsmetoders validitet. Detta skulle exempelvis kunna göras genom experiment som utformas för att undersöka om VD:ar som identifierats ha hybris värderar en investeringsmöjlighet annorlunda än övriga VD:ar.

10. Källförteckning

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.

Bryman, A., & Bell, E. (2013). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (2nd ed.). Stockholm: Liber.

Doukas, J. A., & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577.

Edhall, K., & Boström, E. (2011). Incitamentsprogram – något om rättsutvecklingen samt olika program- och hedgestrukturer över tid. Retrieved 28/03, 2014, Retrieved from http://www.aktiemarknadsnamnden.se/UserFiles/AMN25ar_kap08_medKOM_kap08-165x242%20%282%29.pdf

Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, (2000).

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.

Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969.

Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77(3), 529-560.

Jacobsen, D. I. (2002). *Vad, hur, varför: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen* (1st ed.). Lund: Studentlitteratur.

Jagolinzer, A. D. (2009). Sec rule 10b5-1 and insiders' strategic trade. *Management Science*, 55(2), 224-239.

Jarrell, G. A., & Poulsen, A. B. (1989). The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades. *Financial Management*, 18(3), 12-19.

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323.

Johansson, J., & Olvebrink, J. (2013). *External factors' effect on CEO overconfidence in mergers and acquisitions: Board composition and monitoring*. (Degree Project Master of Science, Lund University).

Kolasinski, A. C., & Li, X. (2013). Can strong boards and trading their own firm's stock help CEOs make better decisions? evidence from acquisitions by overconfident CEOs. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 48(4), 1173-1206.

- Lakonishok, J., & Lee, I. (2001). Are insider trades informative? *Review of Financial Studies*, 14(1), 79-111.
- Lang, L. H. P., Stulz, R., & Walkling, R. A. (1989). Managerial performance, tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 137-154.
- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248-1280.
- Lantz, B. (2013). *Grundläggande statistisk analys* (2nd ed.). Lund: Studentlitteratur.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.
- McCrae, R. R., & Costa Jr., P. T. (1997). Personality trait structure as a human universal. *American Psychologist*, 52(5), 509.
- Menard, S. (2002). *Applied logistic regression analysis* (2nd ed.) SAGE Publications, Inc.
- Moeller, S., Schlingemann, F., & Stultz, R. (2003). Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? *Research Technology Management*, 46(6), 62-62.
- Nasdaq OMX. (2013). Rules for the construction and maintenance of the nasdaq OMX all-share, benchmark and sector indexes. Retrieved 20/04, 2014, Retrieved from https://indexes.nasdaqomx.com/docs/NASDAQ_OMX_Equity_Indexes.pdf
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Rosen, R. J. (2006). Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements. *Journal of Business*, 79(2), 987-1017.
- Seyhun, H. N. (1986). Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 16(2), 189-212.

11. Appendix

Tabell A1. Deskriptiv statistik över data till logistisk regression

Variabel	Medel	Std. Avvikelse	Min	Max
Förvärv	0,33	0,47	0,00	1,00
Hybris	0,53	0,50	0,00	1,00
Kassa	0,12	0,14	0,01	0,96
LN Tobins Q	0,08	0,58	-2,08	2,41
LN Storlek	7,91	2,14	2,30	13,65
RT	0,04	0,15	-1,08	0,73
Antal observationer: 1156				

Tabell A2. Resultat från logistisk regression över benägenheten att göra förvärv

Variabler	β	S.E.	Exp (β)	Sig. 2-tailed
Konstant	-2,505 ***	0,471	0,082 ***	0,000
Hybris	0,239 **	0,138	1,270 **	0,083
Kassa	-0,207	0,144	0,813	0,152
LN Tobins Q	-0,340 ***	0,141	0,712 ***	0,016
LN Storlek	0,230 ***	0,037	1,259 ***	0,000
RT	0,005	0,005	1,005	0,400
År				
2000	0,908 **	0,393	2,479 **	0,021
2001	0,014	0,385	1,014	0,971
2002	-0,904 **	0,435	0,405 **	0,038
2003	0,072	0,364	1,075	0,844
2004	-0,177	0,355	0,838	0,618
2005	0,584 *	0,343	1,793 *	0,089
2006	0,783 **	0,333	2,188 **	0,019
2007	0,815 **	0,333	2,259 **	0,014
2008	0,066	0,344	1,068	0,847
2009	-0,303	0,350	0,739	0,386
2010	0,420	0,328	1,522	0,201
2011	0,139	0,346	1,149	0,687
2012				
Bransch				
Industri	-0,449 *	0,270	0,638 *	0,097
Teknologi	0,247	0,310	1,280	0,426
Konsumentvaror	-0,231	-0,332	0,794	0,486
Telecom	0,980 *	0,538	2,664 *	0,068
Finans	-1,396 ***	0,337	0,248 ***	0,000
Bruksindustri	0,802	1,452	2,230	0,581
Tjänster				
Sjukvård	-0,113	0,329	0,893	0,731
Råvaror	-0,907 **	0,406	0,404 **	0,025

Pseudo-R²: 0,161

Antal observationer: 1156

Beroende variabel: P(Förvärv=1)

*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%

År 2006 och branschen industri saknas på grund av att de exkluderas ur regressioner för att de utgör det fall då samtliga andra dummyvariabler antar värdet 0

Tabell A3. Deskriptiv statistik över data till linjär OLS-regression

Variabel	Medel	Std. Avvikelse	Min	Max
% CAR (-1,1)	3,43	8,77	-17,19	55,70
Hybris	0,60	0,49	0,00	1,00
Kassa	0,11	0,13	0,01	0,89
LN Tobins Q	0,13	0,50	-1,44	2,27
LN Transaktion/Storlek	-8,74	3,06	-18,84	0,51
Div	0,41	0,49	0,00	1,00
Antal observationer: 670				

Tabell A4. Resultat från linjär OLS-regression över aktiekursreaktionen vid offentliggörandet av förvärv

Variabler	β	S.E.	t	Sig. 2-tailed
Konstant	0,070 ***	0,023	3,024	0,003
Hybris	-0,005	0,100	-0,560	0,575
Kassa	-0,001	0,004	-0,222	0,824
LN Tobins Q	0,031 ***	0,006	2,967	0,003
LN Transaktion/Storlek	0,006 ***	0,031	3,778	0,000
Div	0,005	0,005	0,568	0,570
År				
2000	-0,011	0,021	-0,515	0,607
2001	-0,010	0,024	-0,411	0,681
2002	0,043	0,027	1,620	0,106
2003	0,024	0,023	1,073	0,284
2004	0,046 *	0,025	1,792	0,074
2005	0,025	0,019	1,298	0,195
2006				
2007	0,007	0,019	0,347	0,729
2008	0,020	0,021	0,952	0,341
2009	0,057 **	0,024	2,417	0,016
2010	0,002	0,019	0,097	0,923
2011	0,016	0,021	0,788	0,431
2012	0,014	0,024	0,589	0,556
Bransch				
Industri				
Teknologi	0,021	0,013	1,560	0,119
Konsumentvaror	0,031 *	0,016	1,874	0,061
Telecom	0,009	0,023	0,391	0,696
Finans	0,000	0,018	0,022	0,982
Bruksindustri	0,114	0,119	0,963	0,336
Tjänster	-0,020	0,019	-1,087	0,277
Sjukvård	0,001	0,018	0,061	0,951
Råvaror	0,002	0,029	0,071	0,943
R ² : 0,070				
Antal observationer: 670				

Beroende variabel: CAR(-1,1)

*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%

År 2006 och branschen industri saknas på grund av att de exkluderas ur regressioner för att de utgör det fall då samtliga andra dummyvariabler antar värdet 0

Tabell A5. Logistisk regression utförd med olika identifieringsmetoder

	Hybris 1 och/eller 2	Hybris 1 och 2	Hybris 1	Hybris 2
Variabler	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)
Konstant	0,082 ***	0,084 ***	0,081 ***	0,086 ***
Hybris 1 och/eller 2	1,270 **			
Hybris 1 och 2		1,186 *		
Hybris 1			1,383 ***	
Hybris 2				1,068 *
Kassa	0,813	0,820	0,812	0,817
LN Tobins Q	0,712 ***	0,699 ***	0,708 ***	0,700 ***
LN Storlek	1,259 ***	1,268 ***	1,252 ***	1,270 ***
RT	1,005	1,005	1,004	1,005
År	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Bransch	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Pseudo-R2	0,161		0,164	0,158
Beroende variabel: P(Förvärv=1)			Antal observationer: 1156	
*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%				

Tabell A6: Linjär OLS-regression utförd med olika identifieringsmetoder

	Hybris 1 och/eller 2	Hybris 1 och 2	Hybris 1	Hybris 2
Variabler	β	β	β	β
Konstant	0,070 ***	0,064 ***	0,069 ***	0,066 ***
Hybris 1 och/eller 2	-0,005			
Hybris 1 och 2		0,008		
Hybris 1			-0,020	
Hybris 2				0,004
Kassa	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
LN Tobins Q	0,031 ***	0,032 ***	0,031 ***	0,032 ***
LN Transaktion/Storlek	0,006 ***	0,006 ***	0,006 ***	0,006 ***
Div	0,005	0,005	0,005	0,005
År	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Bransch	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
R ²	0,070	0,070	0,069	0,069
Beroende variabel: CAR (-1,1)			Antal observationer: 670	
*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%				

Tabell A7. Logistisk regression för olika delmängder

Variabler	Kassa		Tobins Q		Storlek		Konjunktur	
	Låg	Hög	Låg	Hög	Låg	Hög	Låg	Hög
	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)
Konstant	0,055 ***	0,063 ***	0,201 **	0,095 ***	0,020 ***	0,063 ***	0,276 *	0,200 **
Hybris	1,207	1,314 *	1,165	1,272 *	1,260	1,249 *	0,904	1,065
Kassa	0,739	0,864	0,918	0,230	0,484	0,874	0,232	0,029
LN Tobins Q	0,597 **	0,795	1,045	0,459 ***	0,881	0,464 ***	0,860	0,842
LN Storlek	1,365 ***	1,203 ***	1,278 ***	1,271 ***	1,655 ***	1,281 ***	1,179 ***	1,305 ***
RT	1,038 ***	0,997	1,013	0,998	0,997	1,025 *	1,011	0,998
År	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Bransch	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Antal observationer	578	578	551	605	578	578	375	318
Pseudo-R2	0,246	0,177	0,167	0,197	0,188	0,195	0,125	0,222

Beroende variabel: P(Förvärv=1)

*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%

Tabell A8. Linjär OLS-regression för olika delmängder

Variabler	Kassa		Tobins Q		Storlek		Konjunktur		Diversifiering	
	Låg	Hög	Låg	Hög	Låg	Hög	Låg	Hög	Nej	Ja
	β	β	β	β	β	β	β	β	β	β
Konstant	0,128 ***	0,062 **	0,065 **	0,103 ***	0,177 ***	0,011	0,085 *	0,053 **	0,101 ***	0,046
Hybris	-0,006	0,008	0,006	-0,020	-0,026 *	-0,005	-0,013	0,002	0,004	-0,033 **
Kassa	-0,507	-0,001	0,000	0,010	-0,001	0,004	-0,065	0,000	0,000	-0,013
LN Tobins Q	0,042 **	0,024 **	0,051	0,023	0,043 ***	0,018 *	0,038	0,038 ***	0,038 ***	0,008
LN TransaktionStorlek	0,009 ***	0,003 *	0,004 **	0,009 ***	0,013 ***	-0,001	0,007 **	0,003 *	0,009 ***	0,002
Div	0,017	-0,008	0,016	-0,009	-0,009	0,012	0,004	-0,002		
År	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Bransch	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Antal observationer	335	335	278	392	335	335	173	247	392	278
R2	0,114	0,123	0,104	0,121	0,171	0,125	0,084	0,106	0,102	0,140

Beroende variabel: CAR(-1,1)

*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%

Tabell A9. Linjär OLS-regression med olika eventfönster

	CAR (-1,1)	CAR(-2,2)	CAR (-3,3)	CAR (-5,5)	CAR (0)
Variabler	β	β	β	β	β
Konstant	0,070 ***	0,059 ***	0,086 ***	0,087 ***	0,062 ***
Hybris	-0,005	0,004	-0,009	-0,008	-0,002
Kassa	-0,001	-0,002	-0,001	-0,003	-0,001
LN Tobins Q	0,031 ***	0,034 ***	0,041 ***	0,035 ***	0,022 ***
LN Transaktion/Storlek	0,006 ***	0,006 ***	0,007 ***	0,007 ***	0,005 ***
Div	0,005	0,000	0,003	0,002	-0,005
År	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Bransch	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
R ²	0,070	0,091	0,078	0,055	0,078

*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%

Antal observationer: 670

Tabell A10. Logistisk regression med ytterligare kontrollvariabler

Variabler	Exp(β)	Exp(β)	Exp(β)
Konstant	0,082 ***	0,084 ***	0,082 ***
Hybris	1,270 **	1,284 **	1,275 **
Kassa	0,813	0,815	0,825
LN Tobins Q	0,712 ***	0,700 ***	0,717 ***
LN Storlek	1,259 ***	1,267 ***	1,252 ***
RT	1,005	1,005	1,005
Nettoköp Styrelse		0,799	
Lyckat Förvärv			1,206
Misslyckat Förvärv			0,924
År	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Bransch	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Pseudo-R ²	0,161	0,164	0,163

Beroende variabel: P(Förvärv=1)

Antal observationer: 1156

*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%

Tabell A11. Linjär OLS-regression med ytterligare kontrollvariabler

Variabler	β	β	β	β
Konstant	0,070 ***	0,113 ***	0,072 ***	0,070 ***
Hybris	-0,005	-0,007	-0,005	-0,006
Kassa	-0,001	0,000	-0,001	-0,001
LN Tobins Q	0,031 ***	0,020 *	0,030 ***	0,031 ***
LN Transaktion/Storlek	0,006 ***	0,006 ***	0,006 ***	0,006 ***
Div	0,005	0,011	0,005	0,005
Kontant		-0,021		
Nettoköp Styrelse			-0,004	
Lyckat Förvärv				0,010
Misslyckat Förvärv				-0,005
År	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Bransch	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej	Redovisas ej
Antal observationer	670	419	670	670
R ²	0,070	0,081	0,070	0,071

Beroende variabel: CAR(-1,1)

*** Signifikant på 1%, ** Signifikant på 5%, * Signifikant på 10%