

# Företagsförvärv

---

- En studie av redovisningsdatas inverkan på förvärvspremien

Christian Larsson Hanséus (20216) & Jonas Ullman (20267)

---

**Abstract:** Although previous research conclude that mergers and acquisitions do not always lead to improved profitability or increased shareholder return, the number and size of M&A's is steadily increasing. In this thesis we examine why an acquirer pays a price higher than the market value. Can accounting data explain the size of the premium?

618 European transactions between 1997 and 2008 are examined and relationships between the targets' accounting data and the premium is analysed through statistical regressions.

Results show support for a positive relationship between the premium and the asset turnover rate. Factors that inversely affect the premium are found to be size, profitability and high Market Capitalisation to Enterprise Value ratios. However, explanatory values are found to be low for all the tested variables.

---

Handledare: Henrik Andersson

Framläggning: 2009-06-02

Keywords: Mergers, Acquisitions, Premium, Accounting, Förvärv, Redovisningsdata, Premie

## Innehåll

1. Företagsförvärv – Varför? .....	1
1.1 Syfte och Frågeställning .....	2
1.2 Vad är redan sagt? .....	2
1.3 Avgränsningar .....	3
2. Metod.....	4
2.1 Val av metod .....	4
3. Företagsförvärv .....	5
3.1 Historiska förvärvsvågor .....	5
3.2 Köpare, säljare och förvärv .....	6
3.3 Förvärvspremien .....	8
3.4 Vad händer efter förvärvet? .....	9
3.5 Innan studien fortsätter... ..	11
4. Data .....	12
4.1 Definitioner av använda variabler.....	12
4.2 Det genomsnittliga förvärvet.....	16
4.3 Företagsförvärv under perioden – En ny våg?.....	17
4.4 En uppdelning av data utifrån premiens storlek.....	19
5. Empiri .....	20
5.1 Resultat av och kommentarer till de enkla regressionerna .....	20
5.2 Multipla regressioner.....	24
6. Analys och diskussion.....	26
6.1 Teoretiska grunder .....	26
6.2 Kopplingen mellan teori och verklighet .....	27
6.2 Det ideala förvärvet .....	27
6.3 Diskussion .....	28
7. Slutsatser.....	29
8. Förslag till fortsatt forskning.....	29
Referenser.....	30

## 1. Företagsförvärv – Varför?

I sitt ständiga sökande efter möjligheter att förbättra sin verksamhet och öka sin lönsamhet försöker många företag som alternativ till organisk tillväxt skapa värde genom företagsförvärv. Dessa förvärv har historiskt sett skett i vågor, vilka under det senaste århundradet har blivit allt större både i omfattning och i geografisk utsträckning (Martynova & Renneboog, 2008). Trots intentionerna att det sammanslagna bolaget ska ta marknadsandelar och öka sin lönsamhet pekar dock mycket forskning på motsatsen. Förvärv leder ofta varken till ökad lönsamhet i det sammanslagna bolaget eller till ökad avkastning för dess aktieägare. Detta gör det lätt att ställa sig frågan varför förvärven bara blir fler och fler.

Tidigare forskning inom området fokuserar ofta på förvärvens effekter för aktieägarna eller de operativa och finansiella konsekvenserna för det förvärvande bolaget. Walker (2000) fastställer till exempel att förvärv inte leder till ökad avkastning för aktieägarna oavsett anledningarna till förvärven, Porter (1987) kommer fram till att fler företagsförvärv avknoppas än behålls och Kitching (1973) påpekar att endast drygt 50 procent av förvärven i hans studie anses vara lyckade av de chefer som planerat och genomfört dem. Martynova & Renneboog (2008) sammanfattar en stor del av den forskning som har gjorts på företagsförvärv under det senaste århundradet. En majoritet av dessa studier fokuserar på förvärvsverksamheten under 1900-talets fem identifierade förvärvsvågor. Resultaten visar på att företagsförvärv kortsiktigt leder till visst värdeskapande, framförallt för det förvärvade bolagets aktieägare, men att de i ett mer långsiktigt perspektiv snarare förstör värde.

Med tanke på att en stor del av den genomförda forskningen visar på att förvärv inte får någon större positiv verkan är vi i denna studie intresserade av vad som föranleder förvärven och framförallt vad som får förvärvaren att betala en förvärvspremie över målbolagets marknadsvärde. Kan exempelvis det förvärvade bolagets lönsamhet, storlek eller industritillhörighet förklara en högre premie? Vilka mått på lönsamhet respektive storlek kan i så fall förklara dessa resultat bäst?

*”Förmodligen finns det inga andra beslut [än beslutet att förvärva ett annat företag] som innebär större möjligheter för snabb tillväxt, eller större risker för katastrof”*

/Kitching (1973)

## 1.1 Syfte och Frågeställning

Vi vill i denna studie undersöka de förutsättningar som finns vid företagsförvärv för att försöka förstå varför en förvärvare betalar ett förvärvspris som är högre än målbolagets marknadsvärde. Är det möjligt att förklara förvärvspremien och dess storlek med hjälp av målbolagets redovisningsdata? Den fråga vi ställer oss i denna uppsats är:

*”Kan redovisningsdata förklara förvärvspremiens storlek?”*

Vi vill besvara denna fråga genom att använda förhållandet mellan det pris (P) som betalas vid ett förvärv och målbolagets marknadsvärde (MV) som ett mått på den betalda förvärvspremien ( $P/MV-1$ ). Premien relaterar vi sedan till det förvärvade bolagets redovisningsdata. Genom en sådan analys hoppas vi kunna bringa klarhet i om det finns något samband mellan förvärvspremien och, till exempel, det förvärvade bolagets lönsamhet, storlek, industritillhörighet eller marknadens förväntningar på bolaget.

Studien syftar därmed till att klargöra huruvida det finns mönster i vad förvärvare betalar för vid företagsförvärv. Vi hoppas finna skillnader i företagsspecifik redovisningsdata mellan de bolag som förvärvas för procentuellt sett olika stora premier. Med ett urval på 618 europeiska transaktioner under de senaste tolv åren är vår förhoppning att genom regressionsanalys kunna se vad som föranleder en större premie.

## 1.2 Vad är redan sagt?

Tidigare forskning ser allt som oftast till *orsaker till* eller *konsekvenser av* förvärv som avgränsade företeelser. Det vill säga de undersöker antingen anledningarna till förvärvsverksamhet eller de kort- och/eller långsiktiga effekterna av förvärv för aktieägarna i antingen det förvärvade eller det förvärvande bolaget.

När det gäller anledningar till förvärv inriktar sig forskningen främst på de yttre faktorer, såsom industrichocker och konjunkturläge, som påverkar det allmänna förvärvsklimatet och fokuserar inte alls lika mycket på företagsspecifika anledningar såsom industritillhörighet eller redovisningsdata. Dessutom är det endast en mindre del av forskningen som tar upp premien som en explicit variabel och studier som relaterar förvärvsverksamhet till förvärvspremiens storlek är ovanliga. Glenn (2008) gör dock ett försök att, vid företagsförvärv inom bankindustrin, förklara premien över det förvärvade bolagets *bokförda värde* med hjälp av finansiell information för såväl förvärvaren som för målbolaget. Glens slutsats är dock att marknads- och makroekonomiska variabler förklarar den betalda premien bättre än den finansiella informationen. Andra studier som tar upp redovisningsdata relaterar den oftare till huruvida förvärvet kan anses vara lyckat än till förvärvspremiens storlek, se till exempel Kitching (1973). Större studier som relaterar bokföringsdata till premien mätt som det betalda priset i förhållande till målbolagets marknadsvärde har vi däremot inte funnit.

Den andra delen av tidigare forskning tar istället för anledningarna till förvärv upp vad konsekvenserna blir för målbolagets respektive förvärvarens aktieägare alternativt för det sammanslagna bolaget som en enhet. Sammantaget kommer dessa studier fram till flertydiga resultat men pekar i stort på att målbolagets aktieägare gör en vinst, att förvärvarens aktieägare gör en förlust och att det är svårt att

förutse vilka följer ett förvärv får för verksamheten i det förvärvande bolaget. Även här finns det ett fåtal studier som tar upp den betalda premien. Bland annat testar Antoniou et al. (2008) huruvida stora premier över målbolagets marknadsvärde kan vara förklaringen till att en stor del av förvärvarna försämrar resultat och avkastning efter förvärv. De finner, liksom en klar majoritet av tidigare studier, att förvärv i ett långsiktigt perspektiv inte gynnar aktieägarna men de finner inga bevis för att detta orsakas av att förvärvaren betalar en för hög premie.

### 1.2.1 Denna studies bidrag till forskningen

Till skillnad från tidigare forskning är vi inte intresserade av *varför* företagsförvärv sker eller *vilka* konsekvenser de får, utan *vad* det är som förvärvaren egentligen betalar för. Då vi intresserar oss för mer företagsspecifika anledningar använder vi oss av premien över målbolagets marknadsvärde. Efter en grundläggande genomgång av tidigare studier ser vi inte att det finns någon djupare forskning som kopplar storleken på den betalda premien i termer av betalt pris/marknadsvärde till explicit redovisningsdata för det förvärvade bolaget. Detta gör en sådan studie intressant att genomföra.

## 1.3 Avgränsningar

Vi har valt att inrikta studien på europeiska bolag då dessa har många gemensamma drag, framförallt när det gäller förvärvshistorik, men även med avseende på redovisningsprinciper. Företagsförvärv har historiskt sett varit betydligt vanligare i USA än i Europa, först i slutet av 1990-talet nådde de europeiska länderna samma förvärvsaktivitet som USA (Martynova & Renneboog, 2008). Visserligen har dokumentationen av tidigare förvärvsaktivitet i Europa varit sämre, men utifrån de många studier som har gjorts står det klart att den europeiska förvärvsmarknaden har upplevt en stark tillväxt under den senaste femtonårsperioden. Med hänsyn till detta är vår avgränsning att fokusera på europeiska bolag relevant även om den kan medföra att undersökningens globala validitet minskar.

En annan avgränsning är att studien endast innefattar företagsförvärv från och med 1997 till och med 2008. Detta begränsar visserligen studiens generaliserbarhet något, men med tanke på de förändringar som har skett på såväl den globala som den europeiska förvärvsmarknaden kan denna avgränsning mycket väl hjälpa oss att få en mer rättvisande bild av dagsläget. Trots allt har den europeiska förvärvsmarknaden, som nämndes ovan, vuxit rejält och genomgått stora förändringar under de senaste femton åren. Dessutom innehåller den studerade perioden alla delar av konjunkturcykeln. Det är mycket möjligt att andra mönster kan finnas om man går ännu längre bak i tiden, men frågan är hur relevanta dessa skulle vara på dagens förvärvsmarknad. Sett till tidigare studier inom området behöver dessutom tidsperspektivet inte betraktas som ovanligt kort, snarare som en relevant avgränsning för att finna tidstypiska samband.

Vidare har vi i denna studie valt att låta termen företagsförvärv omfatta rena företagsköp (acquisitions), sammanslagningar (mergers), olika typer av utköp (buy-outs) samt joint ventures. Därmed utesluter vi exempelvis aktieåterköp och nyintroduktioner från det slutgiltiga urvalet. Dessutom har vi valt att avgränsa studien till att endast omfatta förvärv där det förvärvande företaget efter förvärvet kontrollerar 51 procent eller mer av målbolaget. Detta för att utesluta små poster där förvärvaren inte har någon avsikt att överta kontrollen över det förvärvade bolaget.

## **2. Metod**

För att på ett tillförlitligt sätt kunna svara på den fråga vi ställer oss har vi gjort vissa val när det gäller metod och genomförande av studien. Vår förhoppning är att dessa val resulterar i en studie med trovärdiga resultat som går att relatera till tidigare forskning inom området.

En stor del av den tidigare forskningen inom området har antingen bedrivits som studier av enskilda fall eller som mer övergripande studier av utvecklingen inom området över tid. Metodvalen beror såväl på tidigare forskning och tillgängliga teorier som på undersökningarnas syften. Den förstnämnda metoden, fallstudier, ger som namnet tyder på en djupare förståelse för det enskilda fallet och är lämplig vid studier där de bakomliggande orsakerna endast kan klagöras genom ingående empiriska undersökningar. I studier av longitudinell art är däremot ett mer kvantitativt tillvägagångssätt lämpligt eftersom ett stort antal observationer leder till större generaliserbarhet av resultaten.

En naturlig svaghet med en studie av kvantitativ art är att djupgående undersökningar av de enskilda fallens bakomliggande orsaker inte är möjliga och att man därigenom introducerar en viss osäkerhet. Detta förväntas dock vägas upp av det stora antalet observationer där det enskilda fallet får mindre inverkan på det slutliga resultatet. Därmed kommer extremfall till följd av exceptionella omständigheter inte att påverka slutsatser i tillnärmelsevis lika stor utsträckning som vid en kvalitativ studie där ett fåtal fall undersöks på djupet.

### **2.1 Val av metod**

För att få ett generaliserbart svar på forskningsfrågan genomförs studien som en kvantitativ analys. Detta ger oss möjligheten att föra in såväl ett longitudinellt perspektiv som ett tvärsnittsperspektiv i vår analys.

Efter det att data har samlats in testar vi genom såväl enkla som multipla regressioner olika företagskaraktäristika för målbolaget mot den betalda premien. De använda variablerna definieras utifrån en genomgång av tidigare teorier om företagsvärdering. Resultatet av regressionerna utvärderas sedan utifrån hur väl de stämmer överens med den genomgångna teorin.

### 3. Företagsförvärv

#### 3.1 Historiska förvärvsvågor

Sedan 1900-talets början kan, än så länge, fem större förvärvsvågor identifieras. Dessa vågor har inträffat under 1900-talets början samt under 1920-, 60-, 80- och 90-talen och det är tydligt att förvärven under det senaste århundradet har vuxit i såväl antal och värde som i geografisk utsträckning (Martynova & Renneboog, 2008). Det är framförallt de tre senaste vågorna som särskiljer sig och det är uppenbart att den senaste vågen har varit den största och mest utbredda. För första gången var då den europeiska förvärvsmarknaden större än den nordamerikanska. Även den asiatiska marknaden har vuxit stadigt och var 2004 nästan ikapp såväl den europeiska som den amerikanska.

##### 3.1.2 Vad utlöste och vad karaktäriserar förvärvsvågorna - den neoklassiska modellen

Den första vågen, som tog fart i slutet av 1890-talet, ägde rum i en period full av ekonomisk, teknologisk och industriell utveckling och karaktäriseras enligt Stigler (1950) som en våg av horisontell konsolidering inom olika industrier, företag gick samman för att skapa starka *monopol*. Den andra vågen beskriver Stigler sedan som ett steg mot *oligopol*, det bildades nu flera starka aktörer inom de olika industrierna. Den tredje vågen, som till största del ägde rum under 60-talet, dominerades istället av *diversifiering* och starkare konglomerat skapades (Goudie & Meeks, 1982). Både den andra och den tredje vågen föranleddes av ekonomisk återhämtning efter första respektive andra världskriget samt politiska reformer i USA, där vågorna var som störst (Martynova & Renneboog, 2008). De efterföljande förvärvsvågorna har även de sitt ursprung i perioder av ekonomisk återhämtning, men det är även perioder av stark teknologisk utveckling samt ökad globalisering. Den fjärde vågen kännetecknas av utveckling bort från de konglomerat som skapats under den föregående vågen, de var helt enkelt inte effektiva, medan den femte vågen utmärks av ökad globalisering. Sammanfattningsvis har alla vågor förutom den tredje betytt att företagen har fokuserat sin verksamhet, medan den tredje vågen istället skedde i diversifieringens tecken.

Detta ger den neoklassiska förklaringen till företagsförvärv, att företagsförvärv görs ur ett aktieägarperspektiv (Sudarsanam, 1995) och kan ses som reaktioner på underliggande ekonomiska händelser eller chocker såsom ekonomisk återhämtning, politiska reformer, teknologisk utveckling, överkapacitet, ökad kapitaltillgång och/eller globalisering (Rhodes-Kropf et al. 2004). Harford (2005) instämmer i att det är dessa neoklassiska förklaringar som ger upphov till de större, industrivisa förvärvsvågorna, men poängterar att även andra faktorer kan påverka förvärvsaktiviteten. Dessa kan dock vara mer företagsspecifika och har därmed inte samma förmåga att skapa stora vågor.

##### 3.1.3 Varför stagnerade förvärvsaktiviteten?

Samtliga fem förvärvsvågor har avtagit då det ekonomiska klimatet har försämrats. Försvagade aktiemarknader och påföljande recessioner har följts av minskad förvärvsverksamhet (Martynova & Renneboog, 2008). Dessa avmattningar har skett relativt samtidigt såväl i Europa som i Nordamerika och Asien.

### 3.1.2 En ny våg på 2000-talet?

Efter en avmattning i antalet förvärv under perioden 2001-2003 noterar Martynova & Renneboog (2008) återigen en stadig uppgång. Denna våg har ännu inte undersökts och jämförts med de tidigare vågorna i någon större omfattning, men det är högst sannolikt att vi snart kan läsa om en sjätte förvärvsvåg som inletts under återhämtningen efter IT-kraschen och avslutats i och med den globala ekonomiska krisen från och med 2008.

## 3.2 Köpare, säljare och förvärv

Huruvida ett förvärv är intressant för både köpare och säljare beror i slutändan på om de tror att affären kan öka värdet på deras respektive tillgångar. För säljaren är då det självklara målet att sälja sina tillgångar till ett högre pris än de är värda på marknaden. För aktieägarna i noterade målbolag innebär detta att en försäljning blir aktuell endast om de kan få mer betalt för sina innehav än det aktuella börsvärdet. För det köpande bolaget är målen istället tillväxt i tillgångar, försäljning och marknadsandel. Dessa mål kan dock, enligt Sudarsanam (1995), ses som delmål där det slutgiltiga målet även för förvärvaren är att skapa värde för sina aktieägare.

### 3.2.1 Anledningar till förvärv

Vi såg ovan de neoklassiska förklaringarna till förvärvsaktivitet och att dessa framförallt tydliggör varför företagsförvärv sker i vågor. Men förvärv sker även under de perioder som inte beskrivs som toppar i dessa vågor, finns det då några mer företagsspecifika förklaringar till varför förvärv sker i de enskilda fallen?

När det gäller vad som driver förvärvsaktivitet, det vill säga vad som kan få både säljaren och köparen att tro att deras tillgångar kommer att öka i värde, är empirisk data mångtydig. Tidigare forskning pekar dock mot tre mer huvudsakliga motiv. För det första kan tillgångarnas marknadsvärde antas öka i det sammanslagna bolaget, för det andra kan antingen säljaren eller köparen anse att motparten har värderat tillgångarna på ett felaktigt sätt och att de därigenom gynnas av en affär och slutligen kan företagsledningen helt enkelt överskatta sin egen förmåga, det vill säga de lider av hybris.

I enlighet med den första förklaringen, att ett förvärv föranleds av att förvärvaren antar att tillgångarna ökar i värde i det sammanslagna bolaget, menar Gort (1969) att de nya ägarna motiverar sitt förvärv med ekonomiska fördelar såsom minskad konkurrens, skalfördelar eller andra synergieffekter. Dessa synergieffekter kan vara att resurser, teknik eller dylikt kan utnyttjas mer effektivt. Synergieffekterna är utifrån detta resonemang rimligtvis företagsspecifika då varierande kompetens, teknik, marknadsställning, och så vidare alltid kommer att medföra skillnader mellan potentiella förvärvare.

Den andra förklaringen, att förvärvsaktiviteten drivs av felvärderingar, stöds av bland andra Rhodes-Kropf et al. (2004). De finner i sin studie starka bevis för felvärdering som en drivande faktor både när det gäller valet att vara förvärvare eller målbolag och när det gäller valet av betalningsmetod. De använder sig av kvoten marknadsvärde/bokfört värde (MV/BV) som värderingsmått och kommer fram till att de förvärvande bolagen är avsevärt högre värderade än målbolagen, detta samtidigt som nästan 60 procent av förvärvarens marknadsvärde kan hänföras till företagsspecifika värderingsfel. Motsvarande siffra för målbolagen är nästan noll. Som en följd av detta menar de att företag med för



tillfället starkt övervärderade marknadsvärden inom en högt värderad industri "passar på" att förvärva relativt lägre värderade företag med egna aktier som betalningsmedel. De påpekar dock att detta endast stämmer i ett kortsiktigt perspektiv. I ett mer långsiktigt perspektiv finner de, till skillnad från den klassiska litteraturen, att förhållandet är det omvända och att lågt värderade bolag köper upp bolag som är högre värderade. Det bör även nämnas att författarna får störst förklaringsgrad när dessa resultat kombineras med neoklassiska förklaringar.

Den sista förklaringen, företagsledningens hybris, ser Rhodes-Kropf et al. som en möjlig förklaring till det ovan nämnda förhållandet att lägre värderade företag köper på sig bolag som är högt värderade. Företagsledningen väljer helt enkelt att köpa högre värderade företag för att stärka sin ställning internt och på marknaden. Denna hypotes undersöks även av bland andra Malmendier & Tate (2008) och Rau & Vermaelen (1998). De senare nämner att både företagsledningen och marknaden har en tendens att övervärdera ett högt värderat bolags historiska prestationer när de utvärderar förutsättningarna för ett förvärv. Detta gör att de är mer positivt inställda till ett förvärv med en högt värderad förvärvare trots att förutsättningarna för att förvärvet faktiskt ska lyckas inte är större än i andra fall. Detta visar sig också i deras resultat som visar på att glamour-bolag, karakteriserade av höga MV/BV-värden, i större utsträckning gör misslyckade förvärv. Malmendier & Tate konstaterar i sin studie att hybris faktiskt inte leder till fler förvärv men att det är en faktor som kan förklara den generella förvärvsverksamheten. Även dessa författare kommer fram till att hybris, kombinerat med stora interna resurser, kan leda till förvärv med lägre potential att lyckas.

### 3.2.2 Fler förklarande variabler

Förutom de övergripande teorier som presenterats ovan har författare till ett flertal studier testat andra, mer specifika, variabler som pådrivare av förvärvsverksamhet. Kitching (1973) studerar till exempel europeiska förvärv under perioden 1965 till 1970 och kommer fram till att ett flertal variabler kan förklara huruvida förvärvet blivit lyckat eller inte. Hans resultat tyder på följande:

- Diversifiering leder i högre grad än fokusering till misslyckade förvärv.
- Förvärv i vissa länder lyckas bättre än förvärv i andra.
- Förvärv inom vissa industrier lyckas bättre än förvärv inom andra.
- Förvärv av mer lönsamma företag lyckas bättre än förvärv av mindre lönsamma företag.
- Ju större marknadsandel det förvärvade bolaget har desto större är chansen att förvärvet lyckas.
- Ju större det förvärvade bolaget är i förhållande till det förvärvande (mätt i försäljning) desto större är chansen att det lyckas.

Kitchings mått på huruvida ett förvärv är lyckat eller inte tar hänsyn till om de mål som sattes upp av företagsledningen innan förvärvet har uppnåtts eller ej.

En annan vanligt förekommande förklaring, som även nämndes ovan i samband med Rhodes-Kropf et al.s forskningsresultat, är den att det är rimligt att anta att potentialen för förbättringar, och därmed högre framtida avkastning är större ju lägre ett företags marknadsvärde är i förhållande till dess bokförda värde. Detta samband omnämns ofta i den ekonomiska litteraturen och bolag med låga MV/BV-värden kallas då för "värde"-bolag, medan företag med höga MV/BV-värden kallas för "glamour"-bolag

(Andrade et al. 2001, Kohers et al. 2007). Förvärvare borde enligt denna teori främst rikta in sig på målbolag med ett relativt sett lägre MV/BV-värde.

### 3.2.3 Sammanfattningsvis...

Vi kan konstatera att det är svårt att peka på enskilda faktorer som isolerade anledningar till varför vissa företag väljer att förvärva vissa andra företag. De neoklassiska modellerna försöker att klargöra varför förvärv sker utifrån ett makroekonomiskt perspektiv och kan framförallt förklara varför förvärv sker i vågor. Ytterligare studier går igenom vad som påverkar förvärvsaktiviteten i de mer enskilda fallen och visar på resultat som delvis kan förklara hur förvärvsmarknaden fungerar. Utifrån dessa resultat kan resonemang föras om vad företag bör betala extra för vid ett förvärv.

## 3.3 Förvärvspremien

Den premie ( $P/MV-1$ ) som förvärvaren betalar för att få kontroll över det förvärvade bolaget måste vara tillräckligt stor för att målbolagets aktieägare ska vara intresserade av att sälja samtidigt som den för köparen måste vara lägre än det extra värde som skapas i och med transaktionen. Detta gör premien till en kritisk och mycket intressant variabel vid ett företagsförvärv. Förvärvspremien definieras vanligtvis (se bl.a. Gort, 1969) som:

*”Allt överskott, antingen i kontanter eller i förvärvarens aktier till marknadspris, över de förvärvade andelarnas marknadsvärde, mätt precis innan anbudet offentliggjorts”*

Med tanke på premiens centrala roll vid ett förvärv är det förvånande att mer forskning inte har fokuserat på denna och dess betydelse. De studier som har gjorts diskuterar framförallt premiens storlek och dess inverkan på framtida avkastning för de två bolagen som en gemensam enhet, fluktuationer i betalda premier över tiden samt skillnader i premier mellan olika industrier. Däremot finns det färre studier som tar upp vad som faktiskt ger upphov till en hög premie, det vill säga vad det är förvärvaren betalar för. Varför betala ett pris som är högre än målbolagets marknadsvärde?

### 3.3.1 Varför en premie?

Givet en effektiv marknad, det vill säga en marknad där prissättningen tar alla kända fakta och förväntningar i beaktning, skall ett bolags marknadsvärde ses som det pris vilket informerade aktörer är villiga att betala för bolaget. När förvärvaren vill och kan betala ett pris som är högre än marknadsvärdet, en positiv förvärvspremie, måste det alltså finnas någonting i transaktionen som förvärvaren anser adderar ytterligare värde.

Studier som relaterar premien över det *bokförda värdet* till potentiellt drivande faktorer har gjorts (se bl.a. Glenn, 2007). Glenn undersöker 405 företagssammanslagningar mellan 1992 och 2002 och kommer fram till att såväl makroekonomiska faktorer, såsom växelkurser och utländska direktinvesteringar, som marknadsekonomiska variabler var signifikant korrelerade med den betalda premien. Dessa samband blev extra tydliga då de marknads- och makroekonomiska faktorerna kombinerades. Han rapporterar även att finansiella och operationella företagspecifika variabler var av vikt men när dessa analyserades tillsammans med övriga variabler försvann deras signifikans. Detta tyder på att företagspecifik redovisningsinformation är av mindre vikt när premien över målbolagets bokförda värde fastställs.

Vi har ovan nämnt tre huvudsakliga spår i forskningen när det gäller anledningar till förvärv: att förvärvaren betalar för framtida ekonomiska fördelar, att man tack vare värderingsfel anser sig göra en bra affär alternativt att företagsledningen "lider" av hybris. I alla dessa tre spår har värderingen av transaktionen företagsspecifika grunder. Ett visst företag ser inte samma synergier, gör inte samma värderingsmisstag eller har inte samma företagsledning som ett annat. Givet det ovan nämnda antagandet om en effektiv marknad bör marknadens framtida förväntningar tas i beaktning vid fastställandet företagets marknadsvärde och alltså avspeglas i måttet marknadsvärde/bokfört värde, eller marknadspremien ( $MV/BV-1$ ).

Enligt ovan förda resonemang är det rimligt att tro att det ytterligare värde som förvärvaren betalar, det vill säga premien över *marknadsvärdet* ( $P/MV-1$ ) är grundat på förvärvarens särskilda intresse för målbolaget. Kan denna del av premien över det bokförda värdet förklaras bättre med hjälp av målbolagets finansiella karaktäristika?

### 3.3.2 Sammanfattningsvis...

Vid ett företagsförvärv måste de ekonomiska fördelarna för köparen vara minst lika stora som den betalda premien, annars kommer transaktionen att förstöra värde för det förvärvande bolaget. Dessutom måste premien vara tillräckligt stor för att övertyga målbolagets ägare om att sälja. Vid förvärv med ett högt pris relativt tillgångarnas bokförda värde kan en stor premie enligt tidigare forskning bäst förklaras av makroekonomiska faktorer eller att företaget är attraktivt för marknaden. Enligt vår teoretiska genomgång bör det även kunna förklaras av att målbolaget är av särskilt intresse för förvärvaren. Givet en effektiv marknad bör därmed det företag som anser sig kunna utnyttja det förvärvade bolagets resurser bäst också vara den slutgiltiga förvärvaren, då man kan erbjuda de tidigare ägarna den högsta premien över bolagets marknadsvärde.

## 3.4 Vad händer efter förvärvet?

Ett flertal studier tar upp vad som händer efter ett förvärv, om värde faktiskt skapas och i så fall för vem. Då en stor del av finasteorin anser att aktieägarna är den viktigaste intressentgruppen i ett bolag och att företag i slutänden finns till för deras skull har en stor del av forskningen riktat in sig på konsekvenserna för denna grupp.

Det vanligaste angreppssättet är *eventstudier* som över både kortare och längre tidsperspektiv studerar hur bolagets avkastning till aktieägarna förändras efter att planerna på förvärv av ett annat bolag har offentliggjorts. Bolagets onormala avkastning (abnormal return) mäts i dessa studier genom att jämföra faktisk avkastning med avkastningen i en referensgrupp som inte har genomfört förvärv. Då man använder sig av ett relativt kort eventfönster, i de flesta studier 10-30 dagar, kan den uppmätta onormala avkastningen med större säkerhet hänföras till förvärvet. Det är dock inte säkert att man i det korta tidsperspektivet hinner fånga in alla konsekvenser av förvärvet. Vid ett längre perspektiv, ofta 1-3 år, är chansen istället större att få med alla dessa konsekvenser, men då är det däremot uppenbart att även andra händelser kan påverka och faktiskt påverkar företagets avkastning (Bhagat et al. 2005).

Som komplement till dessa studier av onormal avkastning för aktieägarna finns det även studier som ser till det sammanslagna bolagets finansiella resultat och jämför detta med hur bolagen presterade på

egen hand. Då utvärderas förvärven ofta i termer av omsättningstillväxt, avkastning på det egna kapitalet eller bruttomarginal.

### 3.4.1 Kortsiktiga följder för aktieägarna

Martynova & Renneboog (2008) sammanställer i sin studie en stor del av den forskning som har gjorts på området under det senaste århundradet och resultaten från 65 genomförda studier visar på betydande positiva resultat för målbolagets aktieägare. Den onormala avkastningen är för denna grupp positiv under samtliga förvärvsvågor, har hela tiden ökat och var under perioden 1990-2001 mellan 32 och 45 procent.

För köparen är resultaten däremot dystrare. Såväl Martynova & Renneboog (2008) som Sudarsanam (1995) konstaterar att den onormala avkastningen för aktieägarna i de förvärvande bolagen är praktiskt taget noll. Gjorda studier visar på liknande resultat under alla de fem förvärvsvågorna med undantaget att avkastningarna under den tredje vågen var betydligt lägre och till och med negativa. Detta förklaras av författarna med att denna våg karaktäriserades av diversifierande förvärvsverksamhet medan övriga vågor var av mer fokuserande karaktär.

Då avkastningen för målbolagets aktieägare är betydligt högre än den normala avkastningen samtidigt som avkastningen för förvärvarens aktieägare inte påverkas nämnvärt blir den sammanlagda kortsiktiga effekten att företagsförvärv *skapar* värde. Bhagat et al. (2005) kommer fram till att störst värde skapas under förvärvsvågornas uppgångar och då allra mest tidigt under uppgångarna.

### 3.4.2 Långsiktiga följder för aktieägarna

Studier med längre eventfönster visar på långsiktiga konsekvenser av annan karaktär. En stor del av dessa kommer fram till att företagsförvärv över en tidsperiod på ett till tre år leder till minskningar i aktievärdet och att transaktionerna därmed *förstör* värde (Martynova & Renneboog, 2008). Dessa värdeminskningar är i många fall så pass stora att de leder till att förvärv i bästa fall endast är neutrala när man ser till den sammanlagda onormala avkastningen för målbolagets och förvärvarens aktieägare och att de i värsta fall till och med förstör värde. Detta trots att målbolagets aktieägare i stort sett alltid vinner på ett förvärv (Sudarsanam, 1995).

En svaghet med dessa studier är dock att de oftast mynnar ut i olika resultat beroende på vilka metoder och värderingsmått som används. Dessutom kan det, vilket även nämnts ovan, vara svårt att fånga in de långsiktiga effekterna av ett enskilt förvärv då förvärvaren i ett längre perspektiv även påverkas av andra händelser såsom ytterligare förvärv (Jensen & Ruback, 1983). De övergripande resultaten av studierna är dock tillräckligt samstämmiga för att de långsiktiga konsekvenserna för aktieägarna i genomsnitt måste anses vara negativa.

### 3.4.3 Hur klarar sig det förvärvande bolaget?

Förutom att undersöka vad konsekvenserna blir för aktieägarna har ett flertal studier även inriktats på vad följderna blir för det sammanslagna bolagets verksamhet i förhållande till hur de båda bolagen klarade sig på egen hand. Sudarsanam (1995) har tittat på och sammanfattat ett flertal sådana studier och redovisar att cirka 40 procent av de studerade bolagen faktiskt förbättrade sin sammanlagda lönsamhet efter sammanslagningen. Visserligen innebär detta att cirka 60 procent av förvärven inte

ledde till förbättrad lönsamhet, men Sudarsanam väljer att vända på det och påpekar att vissa förvärv faktiskt leder till förbättringar, vissa förvärvare verkar ha den kunskap och det omdöme som behövs för att göra en lyckad affär. Även Martynova & Renneboog (2008) finner liknande resultat och visar att 14 av 26 undersökta studier rapporterar minskningar i den operativa lönsamheten, 7 rapporterar oförändrad lönsamhet och endast 5 redovisar signifikanta ökningar.

Det finns även studier som undersöker vilken inverkan använd betalningsmetod eller förvärvets karaktär, diversifierade eller fokuserande, har på lönsamheten. Resultaten är tvetydiga men exempelvis Carline et al. (2004) kommer fram till att fientliga förvärv som är finansierade med aktier i förvärvaren ofta leder till sämre resultat än förvärv som betalats kontant. Huruvida bolagen är verksamma inom samma industri eller inte har däremot inte någon avgörande betydelse för den framtida lönsamheten i deras studie.

Vidare finns det studier som undersöker vad som händer med andra företagsmått än lönsamheten, exempelvis försäljning, marknadsandelar eller kassaflöde. Även dessa studier visar på flertydiga resultat. Gugler et al. (2003) granskar hur ett stort urval av företag har klarat av sammanslagningar och kommer fram till att lönsamheten i genomsnitt ökar något medan den sammanlagda försäljningen däremot minskar och att den största minskningen sker vid diversifierande sammanslagningar. De poängterar också utifrån sina resultat att huruvida en sammanslagning kan anses vara lyckad eller inte ofta beror på vilket mått man ser till. Även Ghosh (2001) undersöker hur försäljningen förändras i det sammanslagna bolaget. Han får i sin studie olika resultat beroende på hur förvärvet är finansierat, vid kontantfinansierade affärer ser han signifikanta ökningarna medan han ser små minskningar då förvärvet finansierats med aktier i det förvärvande bolaget. Ghosh granskar även hur kassaflödet förändras och ser även där skillnader beroende på finansieringsform i form av signifikanta förbättringar vid kontantförvärv men försämringar vid aktiefinansierade förvärv.

### **3.5 Innan studien fortsätter...**

Vi har nu sett att företagsförvärv blir allt vanligare samtidigt som dess följder uppenbarligen är svåra att få grepp om. Det finns ett flertal teorier om vilka makro- och/eller marknadsekonomiska faktorer som leder till förvärv. Utöver dessa finns det studier som tyder på att vissa företagsspecifika variabler kan påverka förvärvsverksamheten i de enskilda fallen.

Även när det gäller konsekvenserna av förvärv är forskningen flertydig, men säkert är i alla fall att förvärv inte per automatik skapar värde. Vissa förvärv slutar visserligen väl, med ökade marknadsandelar och förbättrad lönsamhet. Dock leder en minst lika stor andel till de motsatta resultaten, särskilt för det förvärvande bolaget och dess aktieägare. Vad är det då förvärvaren betalar för?

## 4. Data

Studien bygger på ett urval innehållande 618 företagsförvärv genomförda under perioden 1997 till 2008. För att öka jämförbarheten mellan förvärven har studien begränsats till att omfatta endast de förvärv där det uppköpta bolaget ligger i ett av de länder som idag utgör det utvidgade EU-området, det vill säga de nuvarande EU-länderna samt Norge och Schweiz, totalt 29 länder.

Därtill uteslöts fall där det saknas viktiga data, där det finns uppenbara fel i data, eller där det förekommer störande faktorer såsom extremt låga marknadsvärden eller konkursliknande situation vid förvärvet.

Utifrån dessa avgränsningar ger databasen (Zephyr) ett slutgiltigt urval på 618 transaktioner. En klar majoritet av målbolagen i detta urval, 570 stycken, är noterade på en aktiemarknad. Den stora övervikten av noterade bolag beror främst på de avgränsningar vi gjort angående tillgången på information. I många fall finns det mycket lite data från bolag som inte är bundna att släppa information till allmänheten vilket gör att de till stor del saknas i vårt urval. Eftersom vi i vår beräkning av premien relaterar det betalda priset till det förvärvade bolagets marknadsvärde är det viktigt att vi har tillförlitliga marknadsvärden att använda oss av. Dessa är av naturliga skäl lättare att få fram för noterade bolag. Därmed har vi, för att öka studiens tillförlitlighet, valt säker information framför ett större antal observationer.

### 4.1 Definitioner av använda variabler

Inför den fortsatta studien, där den betalda premien i ett antal regressioner relateras till målbolagets redovisningsdata eller annan företagsspecifik data, har vi valt ut och definierat ett antal variabler; den beroende variabeln, förvärvspremien, samt ett antal oberoende variabler. De oberoende variablerna valdes utifrån vad tidigare forskning kommit fram till angående värde drivande faktorer vid företagsförvärv. Dessa kompletterades med ytterligare faktorer som kan tänkas påverka det betalda priset.

Då förvärven skett inom ett flertal sektorer med olika företagsstrukturer och mellan bolag av skilda storlekar har vi, för att öka jämförbarheten, valt att arbeta med kvoter och avkastningar istället för absoluta tal.

#### 4.1.1 Förvärvspremien

Förvärvspremien definieras som skillnaden mellan det betalda priset (P) och marknadsvärdet (MV) för den förvärvade andelen av målbolaget dagen innan budet offentliggjordes, uttryckt i procent. Vid förvärv av onoterade bolag bygger marknadsvärdet på publika värderingar och annan offentlig information som funnits tillgänglig. Trots att dessa marknadsvärden inte är lika tillförlitliga som det faktiska marknadspriset får de anses vara bra approximationer då det främst handlar om stora, väl-dokumenterade förvärv.

Då priset jämförs med föregående dags stängningskurs finns det viss risk att den undersökta premien påverkas av ryktesspridning eller insiderhandel under dagarna innan offentliggörandet. Effekten av detta bör dock inte inverka nämnvärt på studiens resultat då påverkan bedöms vara relativt liten och dessutom konsekvent över urvalet.

$$\frac{P}{MV} - 1$$

**Måter:** Procentuell förvärvspremie över målbolagets marknadsvärde.

**Fångar:** Hur mycket utöver marknadens värdering en förvärvare är villig att betala.

#### 4.1.2 Oberoende variabler

Gällande företagsspecifika faktorer som påverkar huruvida ett företagsförvärv lyckas uppfylla de förutbestämda målen är tidigare forskning, som tidigare nämnts, allt annat än säker. Därför valde vi ut ett flertal variabler för att representera olika drivkrafter såsom lönsamhet, storlek, industritillhörighet och kapitalomsättningshastighet. I en förstudie kunde dock flera av dessa uteslutas då de gav samma information som liknande, mer lättförståeliga, mått. Vidare inkluderade vi även nyckeltal som tar hänsyn till marknadens syn på företaget, såsom p/e-talet. Inför den fortsatta studien valde vi till slut ut elva oberoende variabler att testa mot den beroende variabeln, förvärvspremien.

I vårt slutliga urval av oberoende variabler anser vi oss ta hänsyn till relevanta potentiella drivkrafter för en hög alternativt låg premie.

$$\frac{EBIT}{EV}$$

**Måter:** Företagets lönsamhet före finansiella poster (EBIT) i relation till marknadsvärdet av dess operativa kapital (Enterprise Value, EV). EV är detsamma som summan av det egna kapitalet och nettoskulderna (EV=MV+NS).

**Fångar:** Företagets operativa lönsamhet i förhållande till det investerade kapitalet.

$$\frac{EBIT}{Total}$$

**Måter:** Företagets operativa resultat i förhållande till dess bokförda totala tillgångar, det vill säga lönsamhet oberoende av finansiering.

**Fångar:** Företagets operationella räntabilitet på sitt totala kapital. Underlättar jämförelser mellan företag där skuldsättningsgraden skiljer.

$$\frac{Vinst}{MV}$$

**Måter:** Företagets vinst före skatt i relation till marknadsvärdet av det egna kapitalet.

**Fångar:** Lönsamheten i relation till kostnaden för att ta kontroll över bolaget.

$$\frac{\text{Omsättning}}{\text{Total}}$$

**Måter:** Kapitalomsättningshastigheten av de totala tillgångarna.

**Fångar:** Kapitalintensiteten i företaget men också företagens förmåga att skapa omsättning i jämförelse med sina konkurrenter.

$$\frac{MV}{EV}$$

**Måter:** Marknadsvärdet på det egna kapitalet dividerat med marknadsvärdet på det operativa kapitalet.

**Fångar:** Då marknadsvärdet på det egna kapitalet ingår i både täljare och nämnare ( $EV = MV + NS$ ) beror kvoten på nettoskuldens storlek vilket gör att måttet ger en antydning om bolagets finansiering. En hög skuldsättningsgrad kan tyda på problem med att skaffa nytt kapital. Då EV också visar marknadsvärdet på tillgångarna representerar detta mått även priset i relation till det kontrollerade värdet.

$$\frac{EBIT}{\text{Omsättning}}$$

**Måter:** Företagets operativa lönsamhet uttryckt i procent av omsättningen.

**Fångar:** Ett tydligt mått på företagens rörelsemarginal. Även ett bra jämförelsemått inom en industri.

$$\frac{MV}{\text{Vinst}}$$

**Måter:** Företagets marknadspris i förhållande till dess senaste rapporterade vinst, även kallat p/e-ratio.

**Fångar:** Marknadens värdering av företaget, det vill säga hur många årsvinster företaget värderas till.

$$\text{Finalandel (\%)}$$

**Måter:** Slutgiltig andel av marknadsvärdet i målbolaget som ägs av förvärvaren.

**Fångar:** Förvärvarens intresse i och möjligheter till kontroll av det förvärvade bolaget.



$DiffNACE$ 

**Måter:** Skillnaden i branschtillhörighet mellan förvärvaren och målbolaget enligt NACE-klassificeringen av industrier. 0 betyder att företagen är inom samma bransch, 1 visar på olika verksamheter.

**Fångar:** Huruvida förvärvaren och målbolaget är verksamma inom samma bransch, det vill säga om förvärvet är fokuserande eller diversifierande.

 $\ln(Omsättning)$ 

**Måter:** Logaritmen för målbolagets omsättning året innan förvärvet. Värdet har logaritmerats för att få en bättre relation mellan skillnader i storlek och premien, vilken mäts i procent.

**Fångar:** Målbolagets storlek med avseende på dess omsättning.

 $\ln(Total)$ 

**Måter:** Logaritmen för det totala bokförda värdet av företagets tillgångar. Även detta värde har logaritmerats för att bättre kunna användas i regressionerna.

**Fångar:** Målbolagets storlek med avseende på det bokförda värdet av dess tillgångar.

## 4.2 Det genomsnittliga förvärvet

I tabell 1 presenteras en översikt av de studerade variablerna och dess genomsnittliga värden i vårt urval. Vi kan med utgångspunkt i dessa värden beskriva det "genomsnittliga förvärvet".

Variabel	Förklarar	Medel
(Pris/MV) - I	Premie	46.30%
EBIT/EV	Operativ lönsamhet	4.79%
EBIT/Totalt Kapital	Lönsamhet	5.17%
Vinst/Marknadsvärde	Lönsamhet	0.99%
Omsättning/Totalt	Kapitalomsättning	1.03x
Marknadsvärde/EV	Finansieringsstruktur	68.68%
EBIT/Omsättning	Operativ marginal	1.75%
MV/Vinst (p/e)	Marknadens värdering	10.90x
Final andel (%)	Andel ägd efter förvärv	96%
Diff. NACE	Industritillhörighet, 0=samma, 1=olika	0.58
ln(Omsättning)	Storlek	11.70
ln(Totalt Kapital)	Storlek	12.11

Tabell 1: Sammanfattning av studerade variabler

Utifrån det urval på 618 europeiska transaktioner som vi har tittat på betalar förvärvaren vid det genomsnittliga förvärvet en premie över målbolagets marknadsvärde på drygt 46 procent. Målbolaget har en svagt positiv operativ lönsamhet, lönsamhetens storlek beror dock på vilket mått som används. De operativa lönsamhetsmått, med EBIT i täljaren, visar på några högre resultat än det lönsamhetsmått som även tar finansnettot i beaktning (Vinst/MV). Vidare har målbolaget en kapitalomsättningshastighet på 1,03ggr och omsätter därmed sina totala tillgångar drygt 1 gång per år.

Marknadens värdering av det förvärvade bolaget, p/e-talet, är knappt 11 gånger bolagets senaste rapporterade årsvinst, ett intuitivt sett vettigt resultat då det ger ett avkastningskrav [ $1/(p/e)$ ] på ca 9,2 procent (Koller et al., 2005). Vidare kan vi konstatera att de studerade målbolagen efter förvärvet nästan uteslutande, till 96 procent, ägs av den aktuella förvärvaren. Vi ser även att det i stort sett är lika vanligt som ovanligt att förvärvaren och målbolaget tillhör samma industri, en viss övervikt finns dock för diversifierande förvärv då variabeln antar ett värde strax över 0,5.

### 4.3 Företagsförvärv under perioden – En ny våg?

Vid en genomgång av data ser vi en dominerande uppåtgående trend över de undersökta åren, både sett till antalet förvärv och till dess genomsnittliga värde i absoluta tal. Det finns under perioden två tydliga toppar som inträffar 1999 och 2007. Efter en granskning av underliggande data kan vi konstatera att den första toppen till största delen beror på ett fåtal mycket stora förvärv som drar upp medelvärdet utan att antalet förvärv ökar nämnvärt. Under 2007 ser vi dock tydliga ökningar både i antalet förvärv och i transaktionernas genomsnittliga värde. Värt att notera är dock att det även under 2007 fanns åtminstone tre riktigt stora förvärv inom läkemedels och tekniksektorerna vilka driver upp medelvärdet något. Under 2008 ser vi effekterna av den nedåtgående konjunkturen, antalet genomförda förvärv såväl som det genomsnittliga värdet sjunker dramatiskt. Detta bekräftar den allmänna tron om att vi såg en ny förvärvsvåg under 2000-talets senare del. Årsvis uppdelad data över antalet förvärv samt dess genomsnittliga värde presenteras i diagram 1.

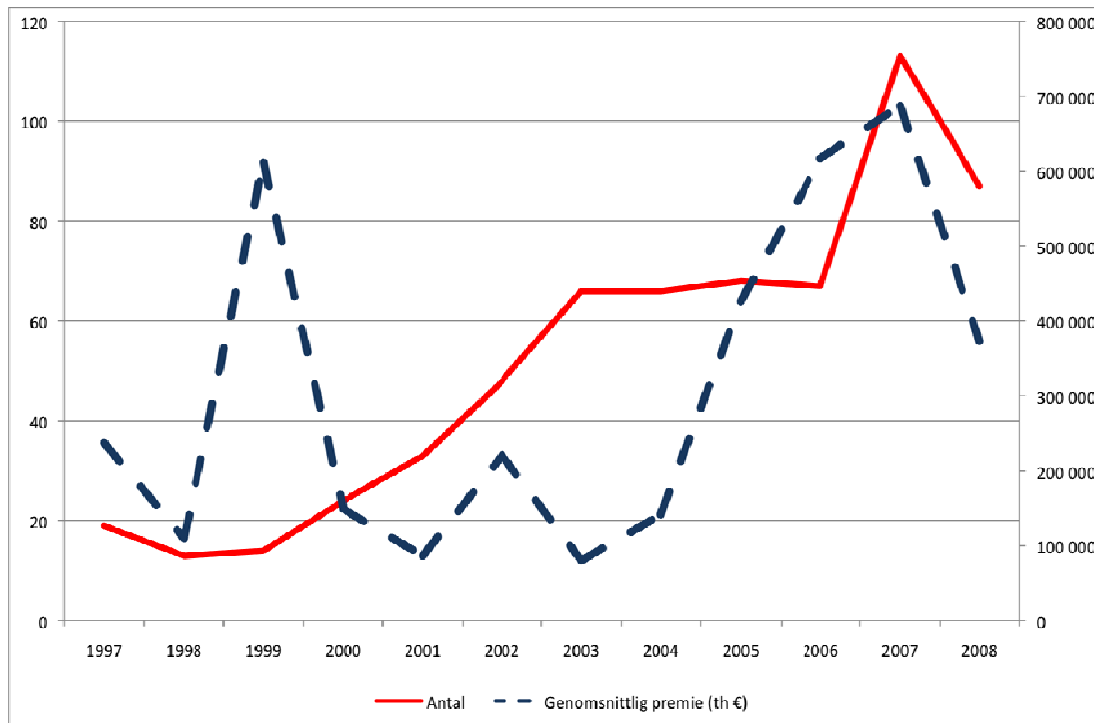
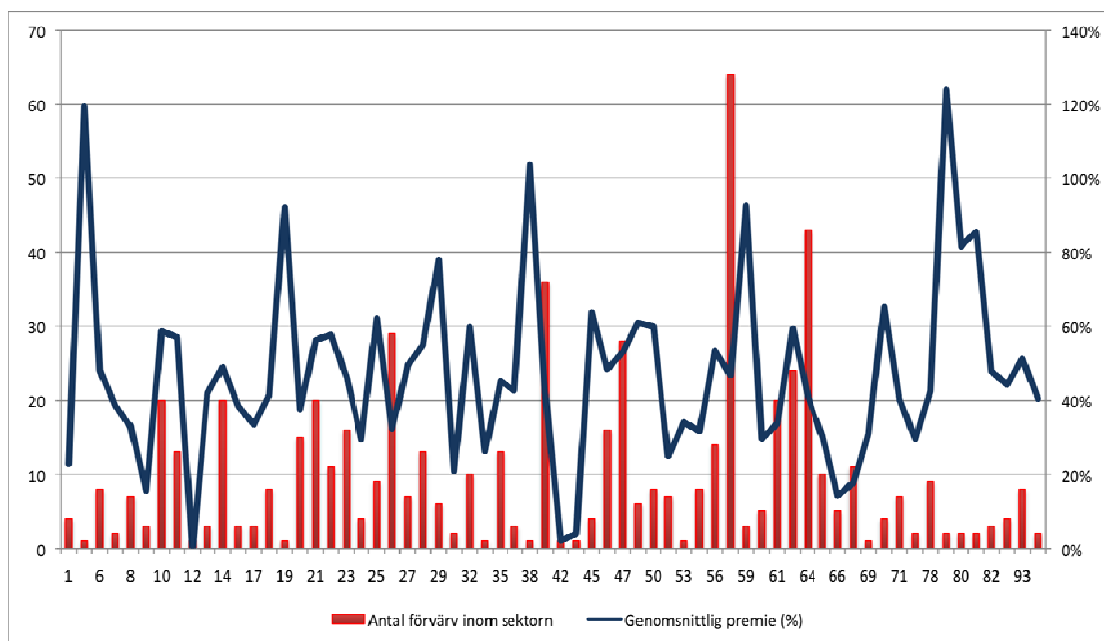


Diagram 1: Antalet förvärv och dess genomsnittliga värde årsvis.

Vidare ser vi att ett antal sektorer dominerar urvalet; flest förvärv skedde under perioden till exempel inom NACE gruppen media (58), vilken innefattar såväl fysiska publikationer som mjukvara. Det stora antalet förvärv inom sektorn kan förklaras av att det är verksamheter med stora skalfördelar och en tydlig trend mot konsolidering. Det stora antalet förvärv inom denna bransch runt millennieskiftet, i samband med telekomsektorns expansion, driver upp siffrorna. Ett stort antal förvärv har också genomförts inom byggindustrin samt finans- och IT-hårdvarusektorerna (26, 64 och 41). Däremot

återfinns inte de allra högsta premierna inom dessa sektorer, samtliga premier ligger till och med under den genomsnittliga premien för alla förvärv.

De högsta premierna återfinns istället i sektorer med mycket få förvärv, speciellt inom turist- och resenäring (79) samt gruvnäring (05). I diagram 2 presenteras antalet förvärv i urvalet industrivis utifrån det förvärvade bolagets industritillhörighet. Dessutom visas de genomsnittliga premierna inom respektive industri. I diagrammet framgår ett visst motsatsförhållande mellan dessa två variabler, inom de industrier där det skett ett mindre antal förvärv är premierna större. Då de högsta premierna återfinns i grupper med färre än tio förvärv får enskilda förvärv större genomslag i statistiken. Den höga premien skulle därmed kunna bero på icke industrispecifika faktorer, vilket skulle göra sambandet begränsat intressant. Man skulle dock även kunna tänka sig mer systematiska anledningar till dessa resultat såsom alternativt att höga premier inom en industri avskräcker potentiella förvärvare eller att hård konkurrens om enstaka förvärvsobjekt inom industrin pressar upp premierna.



**Diagram 2: Industrivis uppdelning av förvärv och genomsnittlig premie.**  
Uppdelningen är gjord utifrån målbolagets industritillhörighet

När de gäller de förvärvande bolagen finns det en klar dominans av företag inom finanssektorn (64). I cirka 30 procent av alla undersökta förvärv var ett företag inom denna sektor slutgiltig förvärvare. Denna dominans förklaras av att sektorn innehåller holdingbolag och andra företagskonstruktioner för förvärv och ägande. Det är i dessa fall svårt att avgöra industritillhörigheten för den faktiska förvärvaren.

#### 4.4 En uppdelning av data utifrån premiens storlek

För att få en överskådlig och mer lättbegriplig översikt av data delade vi upp urvalet i 20 lika stora delar, vingtiler, vilka baserades på förvärvspremiens storlek. Genom detta förfarande minskar uteliggarnas betydelse och trender påverkas därmed inte lika mycket av dessa extremvärden. Uppdelningen ger en tabell (se tabell 2) innehållande 20 grupper med vardera cirka 30 förvärv.

Vingtil	Premie	EBIT/EV	EBIT/ Totalt	Vinst/ MV	Oms./ Totalt	MV/EV	EBIT/Oms.	p/e	% Final andel	Diff. NACE	In(Oms.)	In(Total)
1	0,62%	6,25%	7,06%	5,78%	1,04	88,72%	9,57%	7,26	0,94	0,55	12,41	12,90
2	2,49%	-1,91%	1,30%	-1,02%	0,91	99,31%	5,46%	7,06	0,96	0,65	11,88	12,62
3	5,59%	3,36%	7,65%	-11,62%	1,04	79,77%	11,61%	13,46	0,98	0,68	12,38	12,65
4	8,68%	4,16%	5,84%	-0,81%	0,99	126,24%	3,06%	2,25	0,97	0,58	11,55	12,17
5	12,69%	-3,35%	1,56%	-13,44%	1,00	83,83%	-7,33%	20,58	0,96	0,58	12,24	12,60
6	16,17%	4,91%	5,09%	2,35%	0,81	83,67%	10,31%	19,26	0,96	0,61	11,64	12,26
7	19,32%	8,06%	3,77%	-1,03%	1,01	75,28%	3,38%	13,28	0,97	0,58	11,89	12,49
8	23,44%	10,50%	7,97%	4,72%	0,81	49,76%	-15,31%	3,17	0,95	0,61	11,55	12,18
9	28,05%	17,39%	8,04%	9,34%	1,00	86,14%	-2,21%	9,20	0,98	0,55	11,59	11,99
10	32,91%	6,05%	8,34%	6,33%	0,89	69,17%	8,41%	-7,46	0,96	0,55	11,38	11,80
11	38,55%	18,45%	9,41%	2,30%	1,04	59,03%	-13,95%	1,92	0,94	0,52	11,65	12,15
12	43,72%	3,85%	6,02%	5,85%	0,84	69,94%	12,41%	12,22	0,96	0,52	11,73	12,35
13	50,13%	3,33%	6,56%	6,01%	1,12	67,89%	12,99%	4,59	1,00	0,52	11,69	11,96
14	56,74%	3,25%	6,12%	5,19%	0,88	65,68%	10,27%	39,75	0,98	0,71	11,80	12,28
15	64,40%	9,09%	5,42%	5,69%	1,13	58,95%	14,84%	9,89	0,96	0,48	11,79	12,04
16	71,81%	-13,04%	1,87%	-0,65%	1,20	16,91%	-22,14%	14,51	0,98	0,61	11,71	11,88
17	79,85%	2,65%	5,31%	-0,25%	1,07	53,32%	15,32%	0,42	0,95	0,61	11,41	11,68
18	93,19%	5,24%	5,34%	5,68%	1,24	52,56%	2,67%	13,02	0,96	0,58	11,42	11,53
19	119,16%	-1,17%	-1,00%	-4,24%	1,26	43,90%	-23,96%	10,90	0,98	0,58	11,39	11,46
20	166,16%	9,39%	1,14%	-6,63%	1,22	42,08%	3,50%	23,30	0,94	0,55	10,92	11,15
<b>Medel</b>	<b>46,30%</b>	<b>4,79%</b>	<b>5,17%</b>	<b>0,99%</b>	<b>1,03</b>	<b>68,68%</b>	<b>1,75%</b>	<b>10,90</b>	<b>96%</b>	<b>0,58</b>	<b>11,70</b>	<b>12,11</b>

Tabell 2: Genomsnittliga värden för variabler. Sorterat efter premie från minsta (1) till största (20).

Premierna i de 20 grupperna varierar stort, från 0,62 procent till 166,16 procent. Med tanke på det globala medelvärdet på 46,30 procent och ett medianvärde på 35,89 procent kan vi konstatera att de flesta förvärven sker till lägre premier men att ett färre antal transaktioner med högre premier driver upp medelvärdet.

Då de flesta av de övriga variablerna fluktuerar ganska kraftigt är det svårt att se några mönster och dra några tydliga slutsatser redan på detta stadium. För att tydliggöra eventuella samband genomför vi därför i nästa steg av studien regressioner där de oberoende variablerna ställs mot premien.

## 5. Empiri

Efter den översiktliga undersökningen av data fortsätter vi nu med att genomföra enkla regressioner där en oberoende variabel i taget ställs mot förvärvspremien. Resultaten av de enkla regressionerna sammanfattas i tabell 3 och kommenteras nedan. I nästa steg undersöker vi huruvida variablerna kan förklara premien bättre om de kombineras än om de står på egen hand. Detta gör vi genom att genomföra ett antal multipla regressioner där de oberoende variablerna med högst förklaringsvärde och bäst signifikans från de enkla regressionerna kombineras.

### 5.1 Resultat av och kommentarer till de enkla regressionerna

Det kan direkt konstateras att samtliga regressioner endast visar på svaga eller inga förklaringsvärden för den betalda premien, det vill säga regressionernas R<sup>2</sup>-värden ligger i samtliga fall nära noll. Dessutom kan det endast i fem av fallen med säkerhet sägas att koefficienten (Beta) är skild från noll. Fyra av dessa, EBIT/Total, MV/EV, ln(Oms) och ln(Total), visar på negativa samband mellan den undersökta variabeln och premien medan kapitalomsättningshastigheten, Oms./Total, uppvisar ett positivt samband.

Övriga sex undersökta oberoende variabler visar samtliga på negativa, eller neutrala, samband i förhållande till premien. Dessa har dock begränsad relevans då det inte med rimlig säkerhet kan styrkas att de är skilda från noll.

Nedan presenteras resultaten av de enkla regressionerna, med fokus på de signifikanta resultaten, mer detaljerat.

Regressions-variabel	Beta	t	Sig.	R <sup>2</sup>
EBIT/EV	-,020	-,363	,716	,000
EBIT/Total	<b>-,262</b>	<b>-2,151</b>	<b>,032</b>	<b>,008</b>
Vinst/MV	-,015	-,317	,751	,000
Oms./Total	<b>,059</b>	<b>2,843</b>	<b>,005</b>	<b>,013</b>
MV/EV	<b>-,069</b>	<b>-4,167</b>	<b>,000</b>	<b>,027</b>
EBIT/Oms.	-,029	-1,036	,301	,000
p/e	,000	,962	,336	,000
Final andel (%)	-,008	-,042	,967	,000
Diff NACE	-,017	-,514	,608	,000
ln(Oms.)	<b>-,027</b>	<b>-3,124</b>	<b>,002</b>	<b>,016</b>
ln(Total)	<b>-,040</b>	<b>-4,792</b>	<b>,000</b>	<b>,036</b>

Tabell 3: Sammanfattning av de enkla regressionerna.  
(Variabler signifikanta på 5% nivån fetmarkerade)

#### 5.1.1 Storlek

Regressionerna med de båda måtten på målbolagets storlek, omsättning respektive totalt kapital, som oberoende variabler visar på att den procentuella premien minskar med storleken på företaget. Att koefficienten inte antar ett positivt värde bör kunna förklaras med att omsättning eller stor kapitalbas i sig inte är värdeskapande. Variablerna säger ingenting om lönsamhet, tillväxtpotential eller avkastning i förhållande till risk eller investerat kapital. Att enbart vara stor är med andra ord enligt dessa resultat inte tillräckligt för att generera en procentuellt sett stor premie då data visar på det omvända förhållandet.

Intuitivt skulle detta samband kunna förklaras med att den procentuella premien i faktiska tal vid större förvärv ökar så snabbt med storleken på förvärvet att nivåerna blir avskräckande för förvärvaren. Då högre premier inte medför ökning i skapat värde är större premier direkt kopplade till lägre marginaler för det förvärvande bolaget. Vid transaktioner som involverar stora målbolag blir därför varje procentenhet än mer avgörande för lönsamheten i det sammanslagna bolaget, vilket i sin tur gör att en ökning av den procentuella premien sker mer försiktigt. Vidare är de absolut största förvärven ofta strategiska sammangående inom en bransch och så stora att endast *en* köpare finns. Detta utesluter då att flera potentiella förvärvare bjuder över varandra och på så sätt trissar upp premien och minskar marginalerna.

Värt att notera är att urvalsperioden innefattar åren runt 2000, det vill säga IT-bubblan, med stort fokus på den nya ekonomin. Inom IT-sektorn skedde då vissa mycket stora och spektakulära förvärv av företag med praktiskt taget obefintlig omsättning eller kapitalbas vilket till viss del kan ha påverkat våra resultat. En liknande trend kan finnas inom Biotech-sektorn under de senare åren av 2000-talet, även då köptes företag till höga premier enbart på grund av patenträttigheter eller idéer.

Det bör dock noteras att förklaringsvärdena,  $R^2$ , för de båda storleksvariablerna är mycket låga och att de därmed endast ger vaga förklaringar till premien (1,6 respektive 3,6 procent).

### 5.1.2 Kapitalomsättningshastighet

När omsättningen eller kapitalbasen inte tas som enskilda faktorer utan istället relateras till varandra i form av kapitalomsättningshastigheten (Oms./Total) är koefficienten svagt positiv (0,059). Detta innebär att givet en viss kapitalstock premieras en högre omsättning, alternativt att för en given omsättning premieras det företag som skapar denna med minst kapital. Intuitivt är ingen av dessa tolkningar särskilt svåra att ta till sig, att förvärvaren premieras effektiv försäljning ter sig ganska självklart.

### 5.1.3 Lönsamhet

Lönsamhet nämns i tidigare forskning som en av de värdedrivande faktorerna och borde därmed inverka positivt på premien. En stor del av tidigare forskning kommer dock fram till att huruvida en hög lönsamhet hos målbolaget bidrar till att förvärvet skapar värde beror på vilket lönsamhetsmått man använder sig av. Av de lönsamhetsmått som vi har använt oss av är resultaten signifikanta endast för EBIT/Totalt Kapital, det mått som visar på den operativa lönsamheten i förhållande till det totala kapitalet, oberoende av finansiering. Något förvånande visar sig koefficienten även för denna variabel vara negativ.

Att våra resultat visar på ett negativt samband mellan lönsamhet och förvärvspremie kan bero på att lönsamheten är känd för marknaden redan innan förvärvet och därmed är inräknad i målbolagets marknadspris. En hög lönsamhet skulle därför, enligt den definition av förvärvspremien som vi använder oss av, inte leda till en högre premie. Det negativa sambandet beror då snarare på definitionen av premien än på definitionen av lönsamheten. Detta kan också vara en förklaring till varför det till och med finns ett, om än svagt, negativt samband. Om marknaden har en övertro på företag med hög lönsamhet och fäster alltför stort värde vid dessa marginaler kommer marknadsvärdet att öka och förvärv sker till ett högt pris relativt bokfört värde. Detta leder dock inte per automatik till en högre

förvärvspremie, snarare tvärtom då höga marknadsvärderingar ger mindre utrymme för en hög premie så som den definieras i denna studie.

Ytterligare en tolkning kan göras utifrån det resonemang som fördes i teoriavsnittet avseende att köparen vid ett förvärv rimligtvis bör söka efter och betala mer för de företag där det finns störst potentiella förbättringar att göra, det vill säga där de ser möjligheter till synergieffekter. Detta gäller särskilt om dessa förbättringar är unika för förvärvaren till följd av skalfördelar, gemensamma logistikled eller liknande. Dessa fördelar och besparingar kan rymmas inom det undersökta EBIT-måttet och det kan därmed i urvalet finnas ett svagt stöd för att företag faktiskt väljer att förvärva företag där de anser sig ha en fördel gentemot marknaden och att de då betalar en större premie trots att företaget i dagsläget uppvisar sämre lönsamhet.

#### 5.1.4 Finansieringsstruktur

Slutligen ger regressionerna signifikanta resultat även då vi undersöker sambandet mellan förvärvspremien och målbolagets finansieringsstruktur i form av aktiernas värde i relation till marknadsvärdet för det operativa kapitalet (MV/EV). Data pekar på en negativ koefficient även för denna variabel.

Då marknadsvärdet för det egna kapitalet är lika stort i både täljare och nämnare ( $EV = MV + NS$ ) beror variabeln som tidigare nämnts på nettoskuldens storlek. En förenkling av olika scenarion gällande nettoskuldens sammansättning och inverkan på variabeln presenteras nedan i tabell 4.

Skulder	Kassa	MV/EV
Stora	Liten	↓
Stora	Stor	→
Små	Liten	→
Små	Stor	↑

Tabell 4: Nettoskuldens inverkan på MV/EV.

Utifrån definitionen av variabeln är det negativa Beta-värdet något förvånande då ett företag med stora likvida tillgångar och få skulder bör vara en bättre kandidat för uppköp tack vare sin finansiella styrka. Istället visar data på att förvärvare premierar stora skulder och/eller liten kassa. En förklaring till detta kan vara de fördelar som kommer med hög skuldsättning, till exempel avdragsrätten för räntekostnaderna. Detta skulle kunna stödja en teori om långsiktighet, förvärvaren planerar att bära räntekostnaderna och samtidigt dra fördel av de tillgångar som finansierats istället för att målets likvida medel tas ur bolaget.

Förklaringen till detta kan ligga i de förpliktelser som kommer med förvärvet; Enterprise Value (EV) kan ses som det faktiska priset för förvärvaren genom att värdet på skulderna är löften om betalning och värdet på kassan kommer förvärvaren till godo (Koller et al. 2005). Enligt detta resonemang kan måttet



ses som andelen av tillgångarna som måste finansieras av köparen och ett lågt värde innebär att förvärvaren tar kontroll över stora tillgångar till ett lågt pris.

### 5.1.5 Kommentarer till de icke signifikanta resultaten

Av våra elva undersökta variabler ger data signifikanta resultat endast för fem vid de enkla regressionerna. Att övriga regressioner inte ger någon förklaringsgrad är dock intressant då det är variabler som delvis berörs i tidigare forskning och delvis intuitivt kan tänkas förklara att förvärvaren är villig att betala ett annat pris än vad marknaden värderar bolaget till.

Tre mått på *lönsamhet* som i undersökningen inte hade någon betydelse vid förvärvarens prissättning var EBIT/EV, Vinst/MV samt EBIT/Oms. Att förändringar i dessa lönsamhetsmått inte kan förklara en högre eller lägre premie är inte förvånande då mycket av den tidigare forskningen pekar på att olika lönsamhetsmått leder till olika resultat. Huruvida ett visst mått leder till lyckade förvärv kan till stor del bero på vad förvärvaren letar efter i ett förvärv.

Att *p/e-talet* inte har någon inverkan på det betalade priset kan tyckas vara märkligt då detta är ett värderingsmått som tar marknadens värderingar av bolagets framtid i beaktning. I denna studie är detta resultat dock inte så förvånande då vi ser till vad som får förvärvaren att betala mer än vad den effektiva marknaden tycker är rimligt. Mervärdet för den individuella köparen kan rimligtvis inte fångas av marknadens förväntningar.

En variabel som dock skulle kunna tänkas ha betydelse för vilket pris förvärvaren är villig att betala är *hur stor del av målbolaget som ägs efter förvärvet*. Rimligtvis borde ett förvärv där köparen får betydande inflytande i målbolaget medföra en högre premie då man vid sådana fall är mer angelägen om att vara den slutgiltige förvärvaren. Detta borde i så fall medföra att förvärv där köparen kommer över juridiskt betydelsefulla ägandenivåer i målbolaget görs till allt högre premier. Det positiva samband som enligt detta resonemang genomgående borde finnas, åtminstone upp till gränsen för tvångsinlösen, stöds dock inte i den utförda regressionen.

Slutligen undersöker vi huruvida *skillnader eller likheter i industritillhörighet* leder till högre eller lägre förvärvspremier. En mycket stor del av tidigare forskning tyder på att denna variabel borde ha ett negativt samband till premien, det vill säga att målbolag som förvärvas av företag inom samma sektor borde erhålla en högre premie än målbolag inom andra sektorer. Detta samband skulle förklaras av att diversifierande förvärv historiskt sett har lett till sämre resultat för det förvärvande bolaget än fokuserande förvärv. Trots detta visar våra resultat inte på att denna variabel har någon avgörande betydelse vid fastställandet av förvärvspremien.

### 5.1.6 Sammanfattningsvis...

De negativa koefficienterna för storleksmåttens relation till premien tyder på att prissättningen är mer komplex än att kunna sammanfattas av enbart omsättning eller kapital. När vi istället relaterar omsättningen till totalt kapital får vi ett mått på effektiviteten i kapitalanvändningen, och förbättringar i detta mått ger enligt de enkla regressionerna en högre premie. Dessutom visar regressionerna på att företag vid en försäljning premieras för att utnyttja skuldfinansiering men straffas för hög EBIT relativt Totalt Kapital. Övriga undersökta variabler ger inga signifikanta resultat.

## 5.2 Multipla regressioner

I nästa steg testas de signifikanta variablerna från de enkla regressionerna i kombination med varandra för att se om premien då kan förklaras ytterligare. Resultaten av de multipla regressionerna sammanfattas i tabell 5.

	R <sup>2</sup>	Variabel	Beta	t-värde
Regression	1	EBIT/Total	-0,317	-2,597
		Omsättning/Total	0,067	3,115
	2	EBIT/Total	-0,287	-2,379
		Omsättning/Total	0,071	3,335
		MV/EV	-0,065	-3,938
	3	0,069	EBIT/Total	-0,192
Omsättning/Total			0,054	2,505
MV/EV			-0,066	-4,068
ln(Total)			-0,033	-3,459

Tabell 5: Sammanfattning av multipla regressioner.

I den första multipla regressionen testas förvärvspremien mot en kombination av variablerna (EBIT/Totalt Kapital) och (Omsättning/Totalt Kapital). Tanken bakom detta är att lönsamhet tillsammans med kapitalomsättningshastighet fångar dels hur effektivt företaget skapar omsättning med det givna kapitalet men också hur stor den operativa avkastningen på kapitalet är. Trots att regressionen resulterar i en något högre determinationskoefficient än när variablerna undersöktes var för sig är förklaringsgraden fortfarande låg, endast 2,4 procent. Värt att notera är att variablernas Beta-värden har olika tecken trots att de har samma nämnare och båda täljarna kommer från resultaträkningen, endast rörelsekostnaderna skiljer. I övrigt hänvisar vi till de ovan nämnda resonemangen angående variablernas betydelse i de enkla regressionerna.

Då de enkla regressionerna även visade på att finansieringsstrukturen, MV/EV, var av betydelse för premien inkluderades sedan denna variabel i modellen och ytterligare en multipel regression genomfördes. Detta ledde till en ökning av förklaringsgraden, i denna regression når R<sup>2</sup> ett värde av 5,0 procent.

I ett sista steg lade vi även till en av våra variabler för företagets storlek. Högst förklaringsgrad fås då logaritmen för totalt kapital används, vilket ger ett R<sup>2</sup>-värde på 0,069. Detta innebär att 6,9 procent av förändringarna i premien kan förklaras av denna modell. Värt att notera är dock att t-värdet för EBIT-variabeln försämras i och med tillägget av en storleksvariabel. P-värdet ökar dock endast till omkring 0,15 vilket fortfarande får anses vara acceptabelt i sammanhanget.

För att undersöka huruvida inbördes korrelation mellan variablerna påverkar resultaten av de multipla regressionerna genomförde vi en korrelationsanalys med de fyra använda måtten (se tabell 6). Även om viss korrelation finns bedöms den inte vara tillräcklig stor för att störa analysen genom multikollinearitet och inga tecken på att detta sker syns heller i resultatet. Den svaga korrelationen kan dock inverka negativt på förklaringsvärdena för regressionen genom att variablerna inte tillför lika mycket ny information som helt orelaterade mått hade gjort.

	EBIT/Total	Omsättning/ Total	MV/EV	ln(Total)
EBIT/Total	1	0,145**	0,07	0,19**
Omsättning/Total	0,145**	1	0,053	-0,264
MV/EV	0,07	0,053	1	-0,01
ln(Total)	0,19**	-0,264	-0,01	1

Tabell 6: Sammanfattning av korrelation mellan variabler  
(\*\* = signifikant på 1 % -nivå)

### 5.2.1 Sammanfattningsvis...

I regression 3 kombineras målbolagets lönsamhet, kapitalomsättningshastighet, finansieringsstruktur och storlek som förklarande variabler till den betalda premien. Dessa variabler fångar väl in bolagets övergripande finansiella ställning och ger också det globalt sett största förklaringsvärdet till förvärvspremien (6,9 procent).

## 6. Analys och diskussion

I uppsatsens teoriavsnitt gick vi igenom en stor del av slutsatserna från den tidigare forskningen inom företagsförvärvsområdet. Denna genomgång gjordes för att se huruvida det finns forskning som pekar på explicita faktorer som pådrivare av förvärvsverksamhet eller om viss företagskaraktäristika för ett målbolag med säkerhet kan sägas få betydelse för ett förvärvs finansiella och/eller operativa följder. Vår förhoppning var sedan att dessa faktorer i så fall även skulle påverka den erlagda premien.

Vi fann i teoridelen att forskningsdata var mångtydig men att man i tidigare studier har funnit att vissa faktorer kan bidra till om ett företagsförvärv blir lyckat eller inte. Utifrån dessa fynd gjorde vi i de följande avsnitten egna analyser av ett eget urval av företagsförvärv. I detta avsnitt vill vi koppla samman teoridelen med våra egna resultat för att se huruvida de enligt teorin drivande faktorerna för förvärvsverksamhet även i praktiken ger upphov till högre förvärvspremier.

### 6.1 Teoretiska grunder

I teoriavsnittet diskuterades olika trender och faktorer som har funnits påverka premien:

- *Makro- och marknadsekonomiska faktorer* påverkar förvärvsverksamheten i stort och till viss del även premien över målbolagets bokförda värde mer specifikt. I vår studie ser vi dock till premien över målbolagets marknadsvärde och därför fokuserar vi i vår analys mer på företagsspecifika faktorer än på de neoklassiska förklaringarna.
- *Diversifiering* leder ofta till sämre avkastning i det sammanslagna bolaget varför *fokusering*, förvärv av en köpare i samma industrisektor, borde medföra en högre premie.
- Förvärv av bolag med hög *lönsamhet* leder ofta till bättre resultat varför dessa borde medföra en högre premie. Lönsamhetens betydelse beror dock allt som oftast på vilket lönsamhetsmått som används.
- *Storleken* på målbolaget, både i absoluta tal och i relation till det övertagande bolaget, har visat sig vara positivt relaterat till att förvärvet blir lyckat. Detta gäller för storleken mätt i såväl totala tillgångar som i omsättning.

Vi har även diskuterat *p/e-talets* inverkan på premien, och framförallt huruvida en multipel som tar hänsyn till marknadens värdering av bolaget bör ha någon inverkan på den premie som betalas utöver målbolagets marknadsvärde. Enligt det resonemang vi har fört innebär en hög marknadsvärdering inte nödvändigtvis att förvärvaren bör betala en högre premie. Här kan även en koppling till företagets *MV/BV-ratio* göras. Den klassiska litteraturen nämner att högt värderade "glamour-företag" bör förvärva lågt värderade "värde-företag" vilka har större potential för förbättring. Lägre marknadsvärderingar ger då dessutom ett större utrymme för högre premier. Ett resonemang med den omvända effekten på premien går ut på att en högre marknadsvärdering visar på ett attraktivt företag där priset och därmed premien kan komma att drivas upp genom exempelvis budgivning.

Sammanfattningsvis bör höga premier, enligt teorin, ses vid förvärv av bolag med stor omsättning, höga marginaler samt vid förvärv där målbolag och förvärvare återfinns inom samma industri.

## 6.2 Kopplingen mellan teori och verklighet

I tabell 7 sammanfattas de konsekvenser som en variabel enligt den teoretiska genomgången borde ha på premien samt de konsekvenser den verkligen hade vid de undersökta förvärven.

Variabel	Mått	Effekt på premie enligt teori	Observerat beta	Signifikant (5%)
EBIT/Totalt	Lönsamhet	+	-0.262	<b>Ja</b>
Vinst/MV			-0.015	Nej
EBIT/EV			-0.020	Nej
EBIT/Omsättning			-0.029	Nej
Omsättning/Total	Kapitalomsättning	+	0.059	<b>Ja</b>
ln(Totalt)	Storlek	+	-0.040	<b>Ja</b>
ln(Omsättning)			-0.027	<b>Ja</b>
MV/EV	Finansiell struktur	+/-	-0.069	<b>Ja</b>
Final andel (%)	Förvärvsegenskaper	?	-0.008	Nej
Diff. NACE	Fokusering vs. diversifiering	+	-0.017	Nej
p/e	Marknadsvärderingsmultipel	+/-	0.000	Nej

Tabell 7: Sammanfattning av variabelernas inverkan på förvärvspremien.

Som tabellen visar finner vi i undersökningen stöd för få av de teorier som presenterats i tidigare forskning och resultaten visar i de flesta fallen på direkt motsatta förhållanden. Endast för en av de testade variabelerna, kapitalomsättningshastigheten, visar den uppmätta koefficienten det förväntade tecknet.

### 6.2 Det ideala förvärvet

Istället för de förväntade resultaten pekar studien mot att de ideala förutsättningarna för en hög premie finns hos ett relativt litet målbolag med låg lönsamhet men med hög kapitalomsättningshastighet. Detta tyder på att attraktiva företag har en etablerad omsättning, relativt stor i relation till totalt kapital, men låga marginaler. En etablerad förvärvare med höga marginaler, till följd av exempelvis stordriftsfördelar, och möjligheten att överföra dessa egenskaper till målbolaget skulle då kunna öka sin omsättning genom ett förvärv och sedan, förhoppningsvis, öka marginalerna i det förvärvade bolaget. Detta förvärv skulle kunna göras relativt billigt om det förvärvade bolaget lider av en låg värdering på marknaden till följd av de pressade marginalerna.

Vidare tyder den negativa koefficienten för MV/EV på att det ideala målbolaget finansierat en del av sina tillgångar med lånat kapital och på så sätt ökat sin nettoskuld. Enligt teorin om att EV är kostnaden för alla tillgångar indikerar låga värden på ration tillfällen då köparen, genom att betala MV, kan förvärva betydligt större EV. Möjligheter skulle då finnas för de förvärvare som kan erbjuda alternativa finansieringslösningar att köpa tillgångar billigt tack vare strukturen i målbolaget.

## 6.3 Diskussion

Sammantaget visar studien på svaga samband mellan viss redovisningsdata och den betalda förvärvspremien. Förklaringsvärdena för variablerna är dock låga i såväl de enkla som de multipla genomförda regressionerna.

Som redan nämnts är det få studier som tidigare har studerat sambandet mellan premien över målbolagets marknadsvärde och målbolagets redovisningsdata. Detta har gjort att vi istället för att utgå från tidigare undersökta variabler till stor del har utgått från antagandet att lyckade sammanslagningar borde ge upphov till en högre premie och i studien sett till de faktorer som tidigare beskrivits som drivande för lyckade förvärv. Det antagna sambandet mellan lyckade förvärv och höga premier bör överlag vara rimligt men kan i vissa fall ge en missvisande bild, framförallt inom sektorer med en stor andel lyckade förvärv då yttre omständigheter i dessa fall kan påverka och störa reliabiliteten av studien.

Resultaten kan även påverkas av att studien endast inkluderar genomförda förvärv och därför, analogt med *survivorship bias*, inte tar hänsyn till faktorer som förhindrar förvärv. Detta skulle kunna lösas genom att jämföra resultaten från denna undersökning med ett urval bestående av påbörjade förvärv som avbrutits. Det kommer dock alltid att vara en osäkerhet i dessa fall då värdena måste skattas och bedömas.

### 6.3.1 Reliabilitet och validitet

Som vid alla undersökande studier är resultatens giltighet en central fråga. Reliabilitet behandlar möjligheten att upprepa studien med samma resultat. I denna studie bör detta inte vara något problem då slumpmässiga faktorer, med reservation för fel i data, inte bör förekomma. Möjligheten att nå samma resultat i en senare studie förväntas därför vara stora.

En studies validitet delas upp i inre validitet, som behandlar hur väl resultaten stämmer överens med verkligheten, och yttre validitet som berör generaliserbarheten och giltigheten för framtida studier. En fördel med en kvantitativ studie av detta slag är att den inre validiteten blir högre än i en fallstudie där personliga åsikter och tolkningar kan påverka resultaten. Förutsatt att variabler definieras konsekvent och beräknas på samma sätt över urvalet finns det ingen anledning att tvivla på att resultaten i en kvantitativ studie reflekterar verkligheten. Vi ser inte heller att finns faktorer i denna studie som stör den yttre validiteten. Givet gjorda avgränsningar bör resultaten kunna ligga till grund för framtida forskning.

## 7. Slutsatser

Den fråga vi ville besvara i och med denna studie var:

*”Kan redovisningsdata förklara förvärvspremiens storlek?”*

Som ett komplement till tidigare studier vilka kommer fram till att makroekonomiska faktorer bäst förklarar premien över målbolagets bokförda värde ser vi till premien över bolagets marknadsvärde och undersöker därmed effekterna av mer företagsspecifika faktorer. Genom insamling, sammanställning och analys av data från 618 fullbordade företagsförvärv inom det utvidgade EU-området under de senaste 12 åren kan vi nu konstatera att vissa redovisningsrelaterade mått förklarar en del av den betalda premien.

- *Målbolagets storlek*, mätt i såväl omsättning som totala tillgångar, har en negativ inverkan på erlagd premie.
- Förvärvare premierar målbolag med hög *kapitalomsättningshastighet*, det vill säga företag som utnyttjar sina tillgångar effektivt.
- Förvärvare premierar inte nödvändigtvis målbolag med hög *lönsamhet*. Data är tvetydiga men signifikanta resultat tyder på ett negativt samband mellan operativ lönsamhet och premien.
- Målbolag med *skuldfinansierade tillgångar* erhåller en högre premie.
  
- Genom en multipel regression som kombinerar de ovan nämnda faktorerna; lönsamhet, kapitalomsättningshastighet, finansieringsstruktur och storlek ges studiens högsta förklaringsvärde.

Överlag är dock förklaringsvärdena för de testade variablerna svaga, något som kan ge ytterligare stöd åt de tidigare studier som kommer fram till att makro- och marknadsekonomiska faktorer spelar en stor roll för premiens storlek. De svaga resultaten kan också tyda på att generella samband är svåra att finna då varje förvärv är unikt i sin sammansättning och sina förutsättningar.

## 8. Förslag till fortsatt forskning

Förvärvsområdet är som tidigare nämnts komplext och trots omfattande forskning finns det fortfarande många obesvarade frågor.

På grund av de många faktorer som inverkar på förvärvsprocessen bör rent kvantitativa studier kombineras med fallstudier för att skilja på generella och unika omständigheter. Mest intressant skulle vara att kombinera tidigare forskning med mer djupgående undersökningar av målbolaget *innan* förvärvet sker. Framförallt skulle studier av företagsspecifika faktorerers påverkan på förvärvsutvecklingen som helhet vara intressanta.

Vidare kan ytterligare kvantitativa studier av ett smalare område, exempelvis en specifik industrisektor, bidra till kunskapen inom området, även om det då sker på bekostnad av resultatens generaliserbarhet.

## Referenser

- Andrade, G., Mitchell, M., Stafford, E. (2001), *New Evidence and Perspectives on Mergers*. Journal of Economic Perspectives, 2001:15 (2), ss. 103-120.
- Antoniou, A., Arbour P., Zhao, H. (2008), *How Much Is Too Much: Are Merger Premiums Too High?* European Financial Management, 2008:14(2), ss. 268-287.
- Bhagat, S., Dong, M., Hirshleifer, D., Noah, R. (2005), *Do tender offers create value? New methods and evidence*. Journal of Financial Economics, 2005:76(1), ss. 3-60.
- Carline, N. F., Scott, C.L., Yadav, P. K. (2004), *Can the Stock Market Systematically Make Use of Firm- and Deal-Specific Factors when Initially Capitalizing the Real Gains from Mergers and Acquisitions?* EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 1463.
- Ghosh, A. (2001), *Does operating performance really improve following corporate acquisitions?* Journal of Corporate Finance, 2001:7(2), ss. 151-178.
- Glenn, J. (2007), *Determinants of Premiums to Book Value Paid in Banking Mergers*. International Advances in Economic Research, 2007:13(2), ss. 245-246.
- Gort, M. (1969), *An economic disturbance theory of mergers*. Quarterly Journal of Economics, 1969:83(4), ss. 624-642.
- Goudie, A.W., Meeks, G. (1982), *Diversification by Merger*. Economica, 1982:49(196), ss. 447-459.
- Gugler, K., Mueller, D.C., Yurtoglu, B.B., Zulehner, C. (2003), *The effects of mergers: an international comparison*. International Journal of Industrial Organization, 2003:21(5), ss.625-653.
- Harford, J. (2003), *What drives merger waves?* Journal of Financial Economics, 2005:77(3), ss. 529-560.
- Jensen, M. C., Ruback, R.S. (1983), *The market for corporate control: the scientific evidence*. Journal of Financial Economics, 1983:11(1-4), ss. 5-50.
- Kitching, J. (1973), *Acquisitions in Europe - Causes of Corporate Successes and Failures*. Business International S.A. Research Report 73-3.
- Kohers, N., Kohers, G., Kohers, T. (2007), *Glamour, value and form of takeover*. Journal of Economics and Business, 2007:59(1), ss. 74-87.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2005), *Valuation*. Fourth Edition. John Wiley & Sons, inc., United States of America.
- Malmendier, U., Tate, G. (2008), *Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction*. Journal of Financial Economics, 2008:89(1), ss. 20-43.
- Martynova, M., Renneboog, L. (2008), *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?* Journal of Banking & Finance, 2008:32(10), ss. 2148-2177.



- Porter, M. E. (1987), *From competitive advantage to corporate strategy*. Harvard Business Review, May-June 1987, ss. 43-59.
- Rau, P. R., Vermaelen, T. (1998), *Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms*. Journal of Financial Economics, 1998:49(2), ss. 223-253.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., Viswanathan, S. (2005), *Valuation waves and merger activity: The empirical evidence*. Journal of Financial Economics, 2005:77(3), ss. 561-603.
- Stigler, G. J. (1950), *Monopoly and oligopoly power by merger*. American Economic Review, 1950:40(2), ss. 23-34.
- Sudarsanam, P.S. (1995), *The Essence of Mergers and Acquisitions*. Prentice Hall International, Cornwall, Great Britain.
- Walker, M. (2000), *Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth*. Financial Management, 2000:29 (1), ss. 53-66.
- Zephyr. Sammanställning av data hämtad från förvärvsdaten Zephyr ([www.bvdep.com](http://www.bvdep.com)). Bureau van Dijk Electronic Publishing, Amsterdam: Bureau van Dijk Electronic Publishing, 1996.