



NHH

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, våren 2010

HVA PÅVIRKER VALG AV BETALINGSMIDDEL I OPPKJØPSTRANSAKSJONER?

- EN EMPIRISK STUDIE AV NORSKE OG SVENSKE OPPKJØP

Av Pål Gravem Kumle og Eirik Rosseland Haugland

Veileder: Per Östberg

Masterutredning i fordypningsområdet Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne utredningen studerer betalingsmiddelet brukt i 490 oppkjøpstransaksjoner i Norge og Sverige i perioden 1999-2009 for børsnoterte selskaper. Oppkjøpene er analysert etter totalt seks bestemte karakteristika for å avdekke trender og forskjeller for de ulike betalingsmidlene.

Våre analyser viser at det er flere faktorer som signifikant har innvirkning på valget av betalingsmiddelet. Vi finner at sannsynligheten for at kjøper utsteder aksjer øker signifikant med transaksjonens verdi, samt at store selskaper mer sannsynlig betaler i form av kontanter enn mindre selskaper. Dette er konsistent med resultatene til Faccio og Masulis (2005). Videre vil også kjøper oftere foretrekke finansiering i form av aksjer når den relative verdien av transaksjonen er høy i forhold til verdien av det kombinerte selskapet, som underbygger Hansens (1987) argument om at økt informasjonsasymmetri øker sannsynligheten for en aksjetransaksjon. Kjøpers fremtidige vekstmuligheter og relative verdsettelse, representert ved Tobins Q, finner vi også at er relativt høy for selskaper som velger å finansiere oppkjøp med aksjer. Tilsvarende funn gjorde også Martin (1996) i sin studie av amerikanske transaksjoner.

Vi finner imidlertid ikke at kjøpers unormale avkastning og aksjemarkedets avkastning i forkant av oppkjøpet har signifikant forklaringskraft på valget av betalingsmiddel. Tidligere empiri er på dette området er noe tvetydig; Martin (1996) fant signifikante forskjeller for begge faktorene, mens Faccio og Masulis' (2005) studie kun fant signifikante forskjeller for kjøpers avkastning.

Forord

Denne utredningen er et ledd i siviløkonomutdanningen på Norges Handelshøyskole (NHH) og er skrevet innen vårt fordypningsområde Finansiell økonomi, våren 2010. Utredningen baserer seg på kunnskap vi har tilegnet oss gjennom bachelor- og masterstudier ved NHH.

Utgangspunktet for valget av tema og problemstilling kom som et resultat av vår interesse for corporate finance, og spesielt fusjoner og oppkjøp. Vi fant lite empiri på det norske og svenske markedet, særs på betalingsmiddelet som anvendes i denne typen finansielle transaksjoner. Da temaet ble valgt fant vi raskt at det var flere determinanter for valget av betalingsmiddel, og formålet med oppgaven ble dermed å analysere hvilke faktorer som påvirker betalingsmiddelet brukt i et oppkjøp i Norge og Sverige, for børsnoterte selskaper.

Arbeidet med oppgaven har vært spennende, og ikke minst meget lærerikt. En stor mengde tallmateriale har vært analysert gjennom en hendelsesstudie og statistisk analyse. Vi føler vi har nådd vår målsetning om å korrekt kunne gjennomføre en empirisk studie.

Til slutt vil vi rette en takk til Per Östberg for veiledning underveis.

Bergen, 16. juni 2010

Eirik Rosseland Haugland og Pål Gravem Kumle

Innholdsfortegnelse

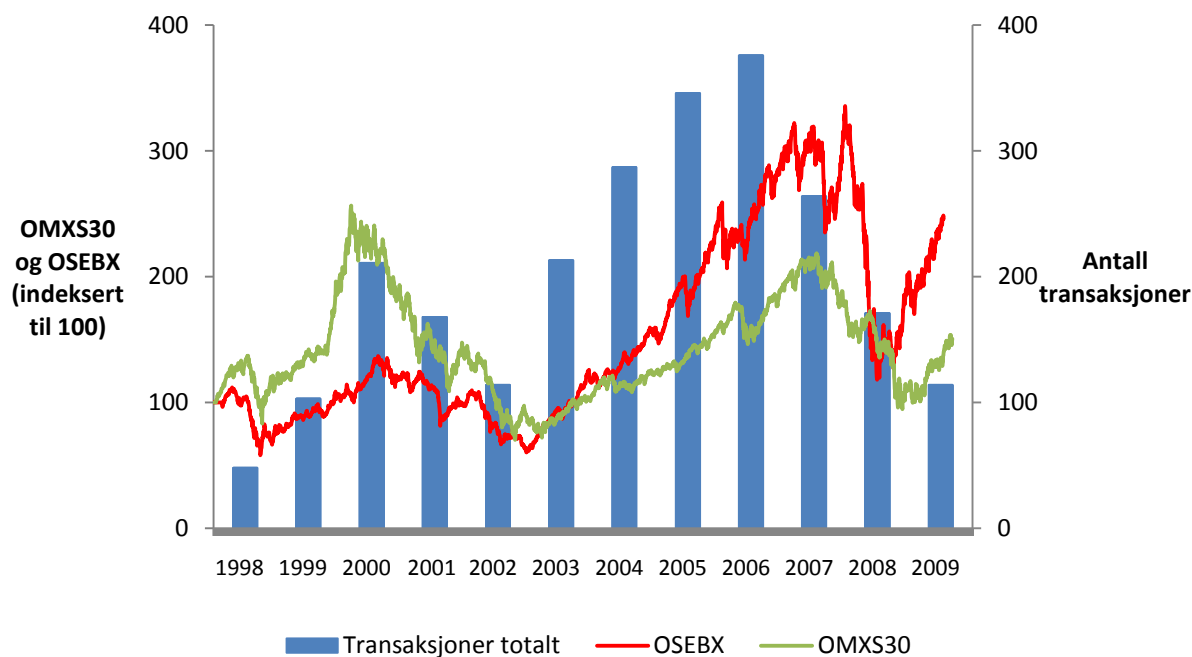
Sammendrag	2
Forord	3
1. Introduksjon	6
1.1 Disposisjon	7
2. Teoretisk rammeverk	8
2.1 Betalingsmiddel i oppkjøpstransaksjoner	8
2.2 Faktorer som kan påvirke valget av betalingsmiddel.....	9
2.2.1 Pecking order-teorien	9
2.2.2 Kjøpers avkastning	11
2.2.3 Aksjemarkedets avkastning	13
2.2.4 Transaksjonsverdi	14
2.2.5 Størrelsen på kjøpende selskap.....	15
2.2.6 Relativ størrelse.....	16
2.2.7 Fremtidige vekstmuligheter	16
2.2.8 Eierskapsstruktur	17
2.2.9 Fiendtlige oppkjøp.....	18
2.3 Problemstilling og hypoteser	19
3. Data og deskriptiv statistikk	22
3.1 Datainnsamlingen.....	22
3.2 Krav satt til talldataene.....	22
3.2.1 Geografisk begrensning.....	22
3.2.2 Tidsperiode.....	22
3.2.3 Transaksjonene.....	23
3.2.4 Betalingsmiddel	23
3.2.5 Avkastning	23
3.2.6 Markedsverdi og balansetall.....	24
3.3 Markedsindeks og risikofritt aktivum	24
3.4 Det endelige utvalget.....	24
3.5 Deskriptiv statistikk.....	27
4. Hendelsesstudie av unormal avkastning	28
4.1 Om hendelsesstudier	28
4.2 Utdyping av Markedsmodellen.....	28
4.2.1 Normalavkastning.....	28
4.2.2 Normal <i>mer</i> avkastning.....	30
4.2.3 Variablene	30

4.2.4	Tidsintervaller i markedsmodellen.....	30
4.2.5	Unormal avkastning.....	31
4.2.6	Signifikanstest.....	33
4.3	Mulige begrensninger ved hendelsesstudier.....	33
4.4	Resultater fra hendelsesstudien.....	35
5.	Analyse av valg av betalingsmiddel.....	37
5.1	Metodisk rammeverk.....	37
5.1.1	Multinomisk logit modell.....	37
5.1.2	Faktorer analysert.....	38
5.1.3	To-utvalgstest.....	39
5.2	Resultater.....	39
5.2.1	CAR.....	41
5.2.2	Markedsindeks.....	42
5.2.3	Kjøpers markedsverdi av egenkapital.....	44
5.2.4	Transaksjonsverdi.....	45
5.2.5	Relativ størrelse.....	47
5.2.6	Tobins Q.....	49
5.3	Sammenligning av funn med tidligere empiriske studier.....	50
6.	Oppsummering og konklusjon.....	52
6.1	Svakheter ved oppgaven og forslag til videre studier.....	52
6.1.1	Utvalgets størrelse.....	52
6.1.2	Andre variabler som påvirker avkastning.....	52
6.1.3	Forslag til videre studier.....	52
6.2	Konklusjon.....	53
	Litteraturliste.....	55
	Appendiks A: Endelig utvalg etter betalingsmiddel.....	59
A1.	Aksje.....	59
A2.	Kombinasjon.....	60
A3.	Kontant.....	61
	Appendiks B: Multinomisk logit modell.....	69

1. Introduksjon

Vi lever i dag i en globalisert verden, hvor bedrifter preges av utfordrende økonomiske omgivelser av variert karakter. I kjølvannet av denne utviklingen må selskaper kjempe for å forbli konkurransedyktige og for å skape verdier for sine aksjonærer. Som et resultat av dette har fusjoner og oppkjøp, blant andre investeringer, blitt et populært virkemiddel for å øke aksjonærverdier. Fusjons- og oppkjøpsaktiviteten har i løpet av de siste 10-15 årene økt betraktelig globalt, både i antall og samlet verdi. Som man ser fra Figur 1 har også aktiviteten i det norske og svenske markedet økt kraftig i perioden.

FIGUR 1: ANTALL FUSJONER & OPPKJØP OG MARKEDSUTVIKLING I NORGE OG SVERIGE



Kilde: MergerMarket og DataStream

Litteraturen rundt fusjoner og oppkjøp er omfattende, særs på det amerikanske og europeiske markedet, blant annet vedrørende valget av betalingsmiddel. Mangelen på studier på det skandinaviske markedet gjør det naturlig å spørre seg om funn gjort i amerikanske og europeiske studier også er representative for det skandinaviske markedet. Dette motiverer oss til å etterprøve tidligere studier og videre eksaminere hva som påvirker valg av betalingsmiddel i mer hjemlige transaksjoner. I denne utredningen studerer vi oppkjøp gjort av norske og svenske børsnoterte selskaper. Vår

antakelse er at valg av betalingsmiddel er påvirket av ulike markeds-, selskaps- og transaksjonsspesifikke karakteristika. Vi ønsker nettopp å analysere konkrete påvirkningskrefter kjøpende selskap i Norge og Sverige står overfor ved valg av betalingsmiddel i oppkjøpstransaksjoner. I denne utredningen vil følgende karakteristika bli studert: Kjøpers unormale avkastning i forkant av transaksjonen, aksjemarkedets utvikling i forkant av transaksjonen, kjøpers størrelse, transaksjonsverdi, transaksjonens relative størrelse samt kjøpers fremtidige vekstmuligheter, representert ved Tobins Q. Kjøpers valg av finansieringsmetode blir gjerne en avveining mellom disse og andre, ofte konkurrerende, faktorene.

1.1 Disposisjon

Vi har valgt følgende fremgangsmåte for vår utredning: I Kapittel 2 vil vi gjennomgå relevant teori samt tidligere empiriske studier, hvor vi vil drøfte ulike økonomiske karakteristika og faktorer som kan ha innvirkning på valget av betalingsform. I slutten av Kapittel 2 vil vi presentere våre hypoteser som vi ønsker å besvare gjennom denne utredningen. Videre vil vi i Kapittel 3 presentere datagrunnlaget vi har valgt for analysen. Kapittel 4 består av en hendelsesstudie av kjøpers unormale avkastning i forkant av oppkjøpstransaksjonen. Ved bruk av en multinomisk logit modell vil vi i Kapittel 5 analysere hvordan de seks faktorene nevnt over påvirker valget av betalingsmiddel. Til slutt vil vi oppsummere vår utredning og konkludere i Kapittel 6.

2. Teoretisk rammeverk

I denne delen av utredningen vil vi gjennomgå ulike faktorer og karakteristika ved kjøper, transaksjonen og markedet vi vurderer kan ha påvirkning på valget av betalingsform. Først vil vi imidlertid presentere ulike typer betalingsmiddel, før vi deretter diskuterer teori sammen med tidligere empiri. Formålet med denne delen er dermed å gi bakgrunnsstoff for formulering og utvikling av problemstilling og hypoteser som blir presentert i slutten av kapitlet. Teoriene forklarer ikke fullt ut valget av finansieringsstrategi i forbindelse med oppkjøpet, men de kan gi innsikt i fordeler og ulemper under ulike forhold.

2.1 Betalingsmiddel i oppkjøpstransaksjoner

Betalingsmiddelet som anvendes i et oppkjøp har stor betydning for kjøper av en rekke grunner. Årsaker kan eksempelvis være at ulike betalingsstrukturer kan medføre forskjellig regnskapsføring og skattelegging i forbindelse med oppkjøpet og ved integreringen av et nytt selskap.

Historisk har det mest vanlige betalingsmiddelet vært kontanter, i hvert fall når det kommer til *antall* transaksjoner. Aksjer har vært mer vanlig ved større transaksjoner, og har derfor spist en større andel av den totale *transaksjonsverdien*. Nyere empiriske studier viser at kontanter fortsatt er den mest benyttede betalingsformen (Sudarsanam, 2005; Faccio og Masulis, 2005).

Tabell 1 under viser ulike metoder for hvordan et oppkjøp kan finansieres. Helt grunnleggende finner man tre ulike betalingsmetoder ved oppkjøp; *kontanter*, *aksjer* eller en *kombinasjon av kontanter og aksjer*. Med dette anses gjeldsfinansiering som betaling med kontanter.

TABELL 1: BETALINGSALTERNATIVER VED OPPKJØP

Betalingsalternativer for kjøper:	Selgende aksjonærer mottar:
1. Kontanter	Kontanter i bytte mot egne aksjer
2. Gjensidig bytte av aksjer	Et spesifisert antall av kjøpers aksjer for hver eksisterende aksje i eget selskap
3. Kontant garanterte aksjer (vendor placing)	Kjøpers aksjer, for så å selge disse videre til en finansinstitusjon
4. Gjeldsbrev	Gjeldsbrev i bytte mot egne aksjer
5. Konvertibelt lån	Et gjeldsbrev som kan konverteres til kjøpers alminnelige aksjer til en bestemt konverteringskurs over en spesifisert periode
6. Preferanseaksje	Aksje som gir rett til avtalt utbytte
7. Utsatt betaling (earn-out)	Deler av betalingen etter en spesifisert periode, priggitt avtalte prestasjonskriterier

Kilde: Sudarsanam, 2005

2.2 Faktorer som kan påvirke valget av betalingsmiddel

Det er en rekke faktorer som kan påvirke valget av betalingsmiddel i en oppkjøpstransaksjon. Som utgangspunkt bør man studere de som både er endogent og eksogent gitt. Det være seg kjøpers avkastning i forkant av kunngjøringen, eller mer eksogene faktorer som det økonomiske klimaet i kjøpers hjemland. Disse kan være nært knyttet til hverandre, da den økonomiske tilstanden til landet påvirker aksjens utvikling og dermed avkastning. Det er imidlertid en kjent sak at det er flere faktorer som påvirker kjøpers aksjes avkastning enn landets økonomiske klima. På lik linje er det en rekke faktorer som kan påvirke avgjørelsen av betalingsmiddel ved et oppkjøp. Vi vil i det følgende gå inn på karakteristika og faktorer som kan ha betydning for valget.

2.2.1 Pecking order-teorien

Ifølge Myers og Majluf (1984) har selskaper et foretrukket hierarki av finansieringsmuligheter, forklart ved pecking order-teorien. Bakgrunnen for teorien er at det er informasjonsasymmetri mellom selskapets ledelse og markedet.

Informasjonsasymmetri mellom en kjøper og en selger oppstår fordi begge parter har privat informasjon om sitt selskap, eksempelvis om fremtidig vekst og lønnsomhet. Myers og Majluf (1984) antar at både ledelse og aksjonærer opptrer rasjonelt, men at ledelsen har fordelaktig informasjon. Teorien sier at selskaper heller ønsker å ta opp gjeld, enn å utstede nye aksjer, når internt genererte midler ikke er tilstrekkelig for finansiere investeringer. Den foretrukne rekkefølgen er som følger:

1. Kontanter (Innskutt egenkapital eller tilbakeholdt overskudd)
2. Gjeld
3. Hybridkapital, eksempelvis konvertible obligasjoner
4. Preferanse- eller alminnelige aksjer

Det underliggende konseptet er at kontant betaling inneholder mindre asymmetrisk informasjon sammenlignet med aksjeutstedelse. Ifølge Travlos (1987) vil betalingsmetode i en verden med asymmetrisk informasjon være verdifull informasjon for markedet. Vedrørende selskapets verdi, tolker markedsaktørene et kontant bud som gode nyheter og et bud i form av aksjer som dårlige nyheter. Dette er fordi ledelsen i et selskap alltid vil ha bedre informasjon om selskapet enn det markedet har. Signaliseringshypotesen impliserer at en oppkjøpsfinansiering gjennom gjensidig bytte av aksjer sender negativ informasjon til markedet om at kjøper er overpriset fordi markedet antar at ledelsen ønsker å dra nytte av informasjonsasymmetrien. Rekkefølgen over reflekterer altså hvor mye asymmetrisk informasjon hvert alternativ innebærer.

Konsistent med Myers og Majlufs (1984) argument viser flere studier (Asquith og Mullins, 1986; Masulis og Korwar, 1986; Mikkelson og Partch, 1986) at den mest vanlige reaksjonen i markedet på en utstedelse av nye aksjer er signifikant negativ. Grunnen til den negative reaksjonen er at markedet ikke klarer å skille mellom selskaper som utsteder aksjer fordi de er høy priset, og selskaper som utsteder aksjer for å gjennomføre oppkjøp. En annen fellesnevner for tidligere empiriske studier er at kjøpers langsiktige avkastning etter oppkjøpet er signifikant høyere i transaksjoner betalt kontant enn i transaksjoner finansiert ved aksjeutstedelse.

I pecking order-teorien er det gjort to antakelser om selskapets ledelse. Den første gjelder asymmetrisk informasjon, som forklart over. Denne informasjonen bør holdes

beskyttet, såfremt det er mulig og det ikke strider mot regelverk om informasjonsplikt. Den andre antakelsen er at ledelsen handler i eksisterende aksjonærers beste interesse. Ifølge teorien vil ledelsen ikke alltid gjennomføre prosjekter med positiv netto nåverdi dersom det krever utstedelse av nye aksjer. Dette fordi for mye verdi vil tilfalle nye aksjonærer på bekostning av eksisterende aksjonærer. For å unngå problemet som følge av asymmetrisk informasjon vil ledelsen foretrekke sikreste finansieringsmåte først, det vil si kontanter.

I motsetning til det reviderte Modigliani-Miller teoremet, og dets trade-off teori, eksisterer det ingen optimal gjeldsgrad ifølge pecking order-teorien (Franks og Goyal, 2003). Teorien er en dynamisk modell, som betyr at observert kapitalstruktur for hvert selskap avhenger av dets historie. Eksempelvis vil et meget profitabelt selskap i en næring med lav vekst, det vil si få investeringsmuligheter, ende opp med uvanlig lav gjeld. Et slikt selskap har ingen insentiver til å ta opp gjeld eller distribuere overskudd til aksjonærer. Et ulønnsomt selskap i samme bransje vil ende opp med en høy gjeldsgrad.

Pecking order-teorien har derimot flere svakheter. Teorien tar ikke for seg hvilken effekt en økning av gjeld har på selskapets aksjekurs og hvilke implikasjoner underinvesteringer har. Kritikere hevder også at gjeld kan redusere prinsipal-agent problemer og redusere informasjonsasymmetri, og vil derfor ha en positiv effekt på selskapets aksjekurs (Harris og Raviv, 1991).

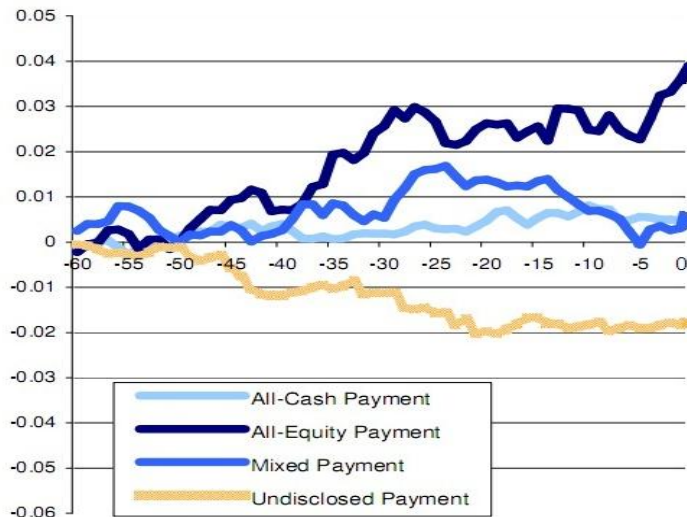
2.2.2 Kjøpers avkastning

Både Myers og Majluf (1984) og Hansen (1987) konkluderer med at kjøpende selskap vil foretrekke å finansiere et oppkjøp med aksjer når de mener sin aksje er overpriset i markedet. På samme måte vil de foretrekke finansiering i form av kontanter når de anser egen aksje for å være underpriset. I en studie av Graham og Harvey (2001) svarte 67 prosent av spurte finansdirektører at hvordan deres selskaps aksje var priset i markedet var en viktig eller meget viktig faktor når selskapet tok avgjørelsen om nye aksjer skulle utstedes i forbindelse med et oppkjøp. Dette er basis i teorien om at avkastningen i forkant av budet har innvirkning på valget av betalingsmiddel.

Figur 2 under viser kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning for 60 dager før kunngjøring (Martynova og Renneboog, 2006). Unormal avkastning vil si avkastningen utover forventet avkastning ut ifra en normalavkastningsmodell (se Kapittel 4). Deres

utvalg bestod av 2.419 europeiske oppkjøp og fusjoner i perioden 1993-2001, fra 28 europeiske land. Vi kan se at selskapene som har valgt finansiering i form av aksjer har hatt den høyeste unormale avkastningen i forkant av kunngjøringsdatoen, mens selskaper som har valgt andre betalingsstrukturer hadde en unormal avkastning tilnærmet lik eller under null.

FIGUR 2: KJØPERNES KUMULATIVE GJENNOMSNIITTLIGE UNORMALE AVKASTNING (CAAR)



Kilde: Martynova og Renneboog (2006)

Avkastningen i forkant av oppkjøpet vil påvirke valget av finansiering mye på grunn av at man tar hensyn til eksisterende aksjonærer. Jo høyere kortsiktig avkastning selskapets aksje kan vise til, desto lavere vil utvanningen av eksisterende aksjonærers eierskap i selskapet være. Derfor vil eksisterende eiere ha fordel av en nylig kursoppgang ved betaling i form av aksjer. På grunn av dette kan en aksjeutstedelse bli sett på som et billigere alternativ enn betaling med kontanter. Andre empiriske resultater viser resultater som er konsistente med Figur 2. Faccio og Masulis (2005) fant at kjøpende selskaps kursutvikling ett år i forkant av annonseringen av budet er høyest for aksjefinansiering og lavest for finansiering i form av kontanter (signifikant på 10 prosent signifikansnivå).

2.2.3 Aksjemarkedets avkastning

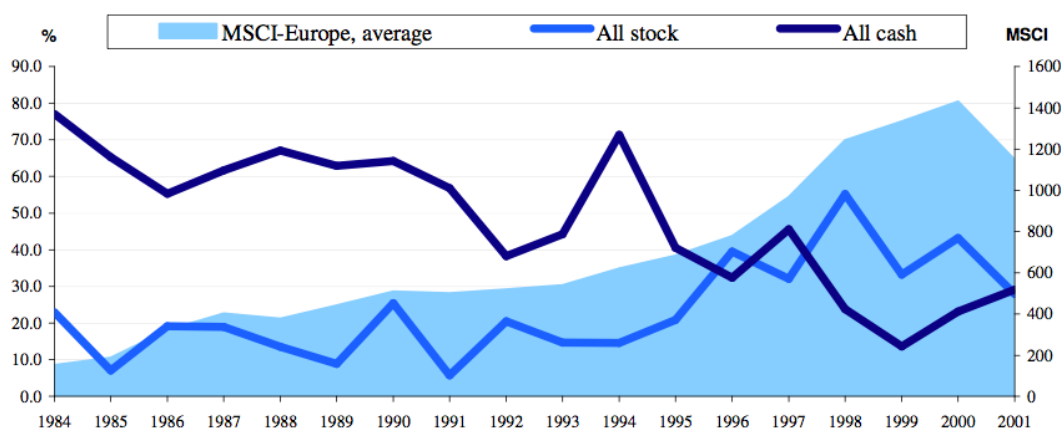
Nelson (1959) var en av de første som belyste ideen om at prisingen av aksjemarkedet påvirker oppkjøpsaktiviteten:

It appears that merger expansion was not only a phenomenon of prosperity, but that it was also closely related to the state of the capital market.

At aktiviteten innen fusjoner og oppkjøp følger bølgene i den generelle verdensøkonomien har vært analysert i flere studier. Moore (1980) dokumenterte at andelen aksjeoppgjør var høyere når den økonomiske syklusen var under ekspansjon, enn under økonomisk tilbakegang. Dette er spesielt knyttet opp mot toppene og bunnene i aksjemarkedets utvikling, og ikke nødvendigvis veksten i et lands brutto nasjonalprodukt. Fra Figur 1 så vi at det under it-boblen rundt år 2000, samt fra 2005-2007, var høy aktivitet innen fusjoner og oppkjøp, mens aktiviteten falt betydelig etter disse periodene i takt med børsene.

Martin (1996) fant at sannsynligheten for betaling med aksjer i oppkjøp økte signifikant når markedsavkastningen var høy i forkant av oppkjøpet, da han i sin analyse sammenliknet amerikanske oppkjøpstransaksjoner med Standard & Poors 500-indeks. Ifølge Faccio og Masulis (2005) vil en større andel selskaper finansiere sine oppkjøp med utstedelse av aksjer når hjemlandets aksjemarked i sin helhet har opplevd en vesentlig oppgang i perioden før oppkjøpet. Deres funn var dog ikke signifikante. Mitchell og Mulherin (1996) fant at fusjoner og oppkjøp kom periodisk, og som en følge av økonomisk klima, teknologisk utvikling og regelmessige sjokk, da de studerte den fjerde bølgen av oppkjøp og fusjoner i løpet av 1980-tallet. Martynova og Renneboog (2006) tok for seg den femte bølgen som tok til på 1990-tallet. De hevder det er en vanlig forventning at oppgangstider, såkalte bull-markeder, i tillegg medfører et skifte fra betaling i form av kontanter til aksjer ved oppkjøp. Overprising av aksjer gir kjøpende selskap billig finansiering for sine eventuelle oppkjøp. Dette støttes av Figur 3 der en kan se den positive korrelasjonen mellom aksjeoppgjør og markedet (MSCI-Europe). Vi kan samtidig observere en negativ korrelasjon mellom kontantoppgjør og indeksen.

FIGUR 3: PROSENTANDELER FOR RENE AKSJE- OG KONTANTOPPGJØR



Merke: Tallene er basert på den totale verdien av europeisk fusjons- og oppkjøpsaktivitet. Transaksjoner hvor vederlaget er en kombinasjon av aksjer og kontanter inngår ikke i utvalget.

Kilde: Martynova og Renneboog (2006)

Med generell optimisme blant *selgerne* av et selskap, kan muligens aksjer være et like attraktivt betalingsmiddel dersom de har tro på eget selskap og de eventuelle synergier som skapes etter oppkjøpet. Det er da nærliggende å tro at de fortsatt vil ta del i veksten ved å motta aksjer i budgivende selskap, i stedet for å kun motta kontanter der man ikke har samme mulighet for å være med på selskapets videre vekst.

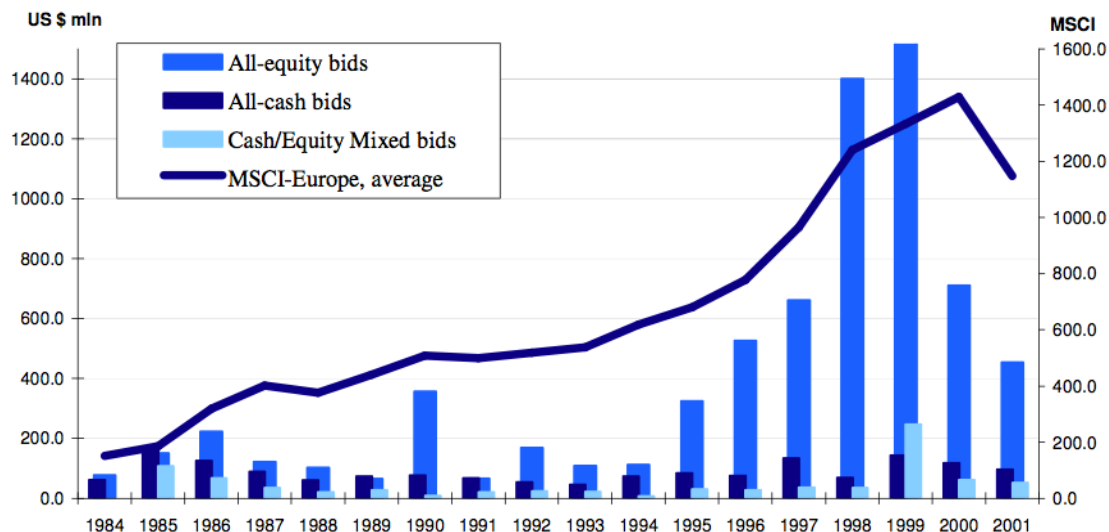
Ved studie av økonomisk klima i lys av betalingsmiddel, kan det videre være naturlig å trekke paralleller til tilgjengelighet på gjeldsfinansiering. Bankfinansiering har vist seg å være tilgjengelig i større grad under økonomisk ekspansjon. Dette viste Ivashina og Scharfstein (2009) der de fant at større utlån falt med 47 prosent i fjerde kvartal 2008, da verdens kredittmarkeder kollapset, sammenlignet med kvartalet før. Relativt til da økonomien var under full ekspansjon i andre kvartal 2007, hadde bankenes utlån blitt redusert med om lag 80 prosent. På grunn av tilgangen på kapital under oppgangstider kan dermed også kontanter være et naturlig betalingsmiddel, og ikke nødvendigvis aksjer som hevdet i avsnittet over. Det er altså mange faktorer som kan spille inn og påvirke valg av betalingsmiddel under ulike makroøkonomiske forhold.

2.2.4 Transaksjonsverdi

Den er en vanlig antakelse at størrelsen på budet har innvirkning på valg av betalingsmiddel (Martynova og Renneboog, 2006). Dette kan leses av Figur 4, der snittet i transaksjonsverdi er høyest ved finansiering gjennom aksjer. Samtidig kan vi tydelig se

den positive korrelasjonen mellom aksjetransaksjonenes størrelse og den valgte markedsindeksen, MSCI-Europe.

FIGUR 4: SNITT ÅRLIG TRANSAKSJONSVERDI FOR BETALINGSMIDDELET, INKLUDERT GJELD



Kilde: Martynova og Renneboog (2006)

Faccio og Masulis (2005) fant også at gjennomsnittlig verdi på transaksjonen for betaling med aksjer var mye høyere enn for kontanter. Deres studie viste at transaksjonsverdien i snitt var hele 17 ganger høyere for aksjer enn for kontanter, mens kombinasjonsbetalinger var i snitt om lag 5 ganger større.

2.2.5 Størrelsen på kjøpende selskap

Faccio og Masulis (2005) finner at når kjøper blir større, øker dette sannsynligheten signifikant for kontant betaling. De antar at større selskaper generelt er mer diversifiserte og dermed har en proporsjonalt lavere forventet konkurskostnad. De har dermed lavere finansieringskostnader og generelt bedre tilgang til gjeldsmarkedet, noe som gjør gjeldsfinansiering mer sannsynlig. Bruk av kontant betaling gjør også at selskapene slipper transaksjonskostnadene i forbindelse med eventuell utstedelse av nye aksjer.

Zhang (2003) har gjort en studie på hvilke finansielle mål som har betydning på valg av betalingsmiddel. Hans data inkluderer 103 oppkjøp i perioden 1990 til 1999, hvor kjøper var listet på London Stock Exchange. Han finner en signifikant sammenheng mellom oppkjøpers utbyttegrad og sannsynligheten for at oppkjøpet ble betalt kontant. En mulig forklaring er at dette indikerer høye frie kontantstrømmer som gir lettere

tilgang på finansiering gjennom internt genererte midler. Det er videre nærliggende å tro at store selskaper har lettere for å stille omsettelige eiendeler som sikkerhet for bankfinansiering, og at de dermed har høyere sannsynlighet for å gjennomføre oppkjøp med oppgjør i kontanter.

2.2.6 Relativ størrelse

Ifølge Hansen (1987) har kjøper sterkere insentiver til å finansiere et oppkjøp med aksjer når den asymmetriske informasjonen om målselskapets verdi er stor. Denne informasjonsasymmetrien øker trolig ytterligere når verdien av transaksjonen er relativt stor i forhold til verdien av kjøper. På den annen side vil bruk av aksjer når oppkjøpet er relativt stort skape en kraftigere utvanning av eksisterende aksjonærer, hvor sannsynligheten for å miste kontrollerende eierskap øker. Økt størrelse på budgiver fører dermed til mindre bekymring om finansieringsmetoden siden det er en relativt mindre effekt på eierskapsstrukturen etter oppjøret. Verdien av budet, relativt til størrelsen på kjøper, kan da ha signifikant påvirkning på valg av betalingsmiddel.

Flere studier har tatt for seg sammenhengen mellom betalingsmiddel og transaksjonsverdien relativt til verdien av det kombinerte selskapet, men resultatene er blandet. Faccio og Masulis (2005) fant at den relative størrelsen på budet i forhold til verdien på det kombinerte selskapet i snitt var 18, 16 og 7 prosent, for henholdsvis aksje, kombinasjon og kontant. Forskjellen mellom kontant og de to alternativene var signifikant på 1 prosent signifikansnivå. Martins (1996) statistikk på den samme determinanten finner også at den er av betydning for fastsettelsen av betalingsmetode. Hans multinomiske logit modell gir derimot ikke signifikante resultater. Grullon et al. (1997) dokumenterer imidlertid med tilsvarende modell at den relative størrelsen på oppkjøpte banker i forhold til kjøpende banker, er den faktoren som har størst innvirkning på valget av betalingsmiddel. Deres resultater viser en signifikant sammenheng mellom målselskapets relative størrelse og sannsynligheten for betaling i form av aksjer.

2.2.7 Fremtidige vekstmuligheter

Hvordan et oppkjøp finansieres avgjør hvordan fremtidig avkastning fordeles mellom de to involverte aksjonærgruppene. Selskaper med store vekstmuligheter skaper en høyere informasjonsasymmetri mellom selskapet og investorer fordi risikoen med tanke på fremtidig avkastning øker. Slike selskaper burde derfor oftere foretrekke å utstede aksjer

for å dra nytte av denne informasjonsfordelen (Myers og Majluf, 1984). Høye fremtidige vekstmuligheter hos kjøper vil gjerne også gjøre selgende aksjonærer mer villig til å godta aksjer som vederlag. Er de fremtidige vekstmulighetene hos målselskapet i tillegg store, øker dette sannsynligheten for et gjensidig bytte av aksjer ytterligere (Martin, 1996), fordi informasjonsasymmetrien mellom partene vokser.

Ifølge Myers (1977) vil det for selskaper med mye gjeld ofte ikke være optimalt å gjennomføre sine realinvesteringer, da dette overfører verdier fra eierne til kreditorer. Verdien av fremtidige investeringsmuligheter for aksjonærene kan nemlig sees på som en kjøpsopsjon, som for aksjonærene øker i verdi med investeringenes risiko. Når et selskap tar opp gjeld for å finansiere en investering vil kreditorene kreve høyere premier grunnet høyere risiko. Etter hvert som utfallsrommet av investeringens verdi blir mindre, vil verdier overføres fra aksjonærer til kreditorer fordi selskapet fremdeles må betale den høye premien, på tross av at risikoen har falt. Myers (1977) hevder derfor at for selskaper hvor verdien består mye av fremtidige vekstmuligheter vil tilbøyeligheten være høyere for å utstede aksjer.

I empirien blir ofte Tobins Q benyttet som et mål på fremtidige vekstmuligheter. Tobins Q er forholdstallet mellom markedets verdsettelse av selskapet inkludert gjeld, og gjenanskaffelsesverdi av selskapets eiendeler. Både Faccio og Masulis (2005) og Martin (1996) finner i sine studier signifikante resultater på at selskaper med relativt høy Tobins Q har høyere sannsynlighet for å utstede aksjer enn selskaper med relativt lav Tobins Q. Grunnen til dette er at generelt er et selskaps kontanter og tilgang på gjeld negativt korrelert med fremtidige vekstmuligheter. Selskaper med lav vekst har ofte høye frie kontantstrømmer, mens selskaper med høy vekst vil utstede aksjer for å dra nytte av informasjonsasymmetrien, og for å slippe å overføre verdier til kreditorer.

2.2.8 Eierskapsstruktur

Fra et perspektiv på eierskapsstruktur vil valg av oppkjøpsfinansiering også kunne ha implikasjoner. Utstedelse av aksjer vanner ut eksisterende aksjonærers eierandeler, noe som øker risikoen for å miste kontrollerende eierskap. Dersom det å opprettholde relativt eierskap er av stor betydning for kjøper, vil de velge kontant- over aksjefinansiering. Spesielt gjelder dette om det er fare for å miste selskapskontroll (Shleifer og Vishny, 2003). Incentivet for å velge kontant betaling er angivelig størst når selgers eierskapsstruktur er konsentrert og kjøper har en eierskapsstruktur hvor største

eier kontrollerer 20-60 prosent av selskapet, hvor denne eieren har størst risiko for å miste selskapskontroll (Faccio og Masulis, 2005). Incentivene for kontant vederlag faller dersom eierskapsstrukturen hos enten kjøper eller selger er fragmentert, siden kontrollerende eierskap hos kjøper da ikke er truet. Det samme kan gjelde dersom kjøper har én stor eier, og den relative størrelsen på selskapet som kjøpes ikke er betydelig. I slike tilfeller vil aversjonen mot å utstede nye aksjer kunne falle.

Selgende aksjonærer ønsker heller gjerne ikke å bli minoritetsaksjonærer i et større selskap med lite fragmentert eierskap, og vil ofte foretrekke kontantbetaling for ikke å måtte bekymre seg over adferdsrisiko (moral hazard) hos kjøper (Faccio og Masulis, 2005). Når det gjelder eierskapsstruktur konstaterer Faccio og Lang (2002) at 63 prosent av selskapene som er listet på 13 europeiske børser har en stor eier som kontrollerer 20 prosent eller mer av stemmerettene i selskapet. Dette står i kontrast til det amerikanske markedet hvor tilsvarende andel bare er 28 prosent av selskapene. Martin (1996), Stulz (1988) og Grullon et al. (1997) har alle gjort studier på forholdet mellom ledelsens eierskap og betalingsmiddel ved oppkjøp. De finner alle signifikante sammenhenger mellom ledelsens eierandel i kjøper og sannsynligheten for kontant betaling. Når ledelsens eierskap er mellom 5-25 prosent er sannsynligheten for kontant betaling stor, ellers vil de lide som følge av utvanning.

2.2.9 Fiendtlige oppkjøp

Flere empiriske studier viser at fiendtlige oppkjøp i større grad blir gjort med kontant oppgjør, i motsetning til vennlige oppkjøp (Asquith et al., 1983; Greogry, 1997; Jarrel og Poulsen, 1980). I vennlige oppkjøp er betalingsstrukturen gjerne fremforhandlet mellom ledelsen i de to selskapene og oftere inneholder innslag av aksjeutstedelse som betaling. Videre viser empirien at fiendtlige oppkjøp resulterer i høyere avkastning for selger i form av høyere oppkjøpspremie, men også at kjøper opplever en høyere avkastning enn i vennlige oppkjøp. Nettogevinsten i fiendtlige transaksjoner er muligens høyere enn i andre transaksjoner på grunn av at målselskapene er dårlig ledet i utgangspunktet, og det kan skapes ytterligere verdi ved å erstatte ledelsen.

2.3 Problemstilling og hypoteser

Teorigjennomgangen over ga oss innsikt i enkelte faktorer som kan påvirke kjøpers valg av betalingsmiddel i en oppkjøpstransaksjon. I denne oppgaven vil vi analysere om det er sammenheng mellom disse selskaps-, transaksjons- og markedsspesifikke faktorene og betalingsform i oppkjøpstransaksjoner. Vi tar utgangspunkt i dette og vår problemstilling lyder som følger:

Hvilke faktorer påvirker valget av betalingsmiddel i oppkjøpstransaksjoner?

For å besvare problemstillingen vil vi prøve å bekrefte eller avkrefte flere hypoteser i forhold til emnet. En stor del av studien består i å analysere utviklingen i kjøpers aksjekurs før oppkjøpet gjennomføres, for så å se om det er sammenheng mellom aksjekursens utvikling og valg av betalingsform. Vi ønsker å teste teoriene til Myers og Majluf (1984) og Hansen (1987) om at selskaper vil ha en høyere tilbøyelighet for å utstede aksjer når deres selskaper er relativt høyt priset i aksjemarkedet. Vi tror, som Faccio og Masulis (2005), at kjøpers kursutvikling i forkant av transaksjonen påvirker hvordan de velger å finansiere sine oppkjøp. Basert på kursutviklingen og forventninger om fremtiden kan ledelsen konstruere betalingsformen slik at den optimaliseres for eksisterende aksjonærer. Vår hovedhypotese er derfor at det er en sammenheng mellom utvikling i kjøpers aksjekurs i forkant av oppkjøpet og valg av betalingsform:

Hovedhypotese:

H_{H0}: Utviklingen i kjøpers aksjekurs i forkant av et oppkjøp har ingen betydning for valget av betalingsmiddel

H_{HA}: Utviklingen i kjøpers aksjekurs i forkant av et oppkjøp har betydning for valget av betalingsmiddel

I likhet med Shleifer og Vishny (2003) tror vi at markedet ikke er effisient, men at det kan feilprise både kjøpere, oppkjøpskandidater og kombinasjonen av disse. Som en kontrast antar vi at selskapers ledelse og eiere er rasjonelle, forstår aksjemarkedets ineffisiens, og forsøker å dra nytte av den, blant annet gjennom oppkjøpstransaksjoner.

Videre ønsker vi å teste om det er noen sammenheng mellom betalingsmiddel i oppkjøpstransaksjoner og andre bestemte karakteristika. Vi vil i den sammenheng teste følgende underhypoteser:

Underhypotese 1:

H_{U10}: Aksjemarkedets utvikling i forkant av oppkjøpet har ingen betydning for valget av betalingsmiddel

H_{U1A}: Aksjemarkedets utvikling i forkant av oppkjøpet har betydning for valget av betalingsmiddel

Gjennom Underhypotese 1 ønsker vi å studere betydningen av generelt høyere prising i aksjemarkedet. Fra Figur 4 så vi en sterk økning i oppkjøpsaktiviteten i form av aksjeutstedelser for oppgangstiden i forkant av it-boblen rundt år 2000. Disse funnene er konsistente med Martin (1996), som fant at sannsynligheten for aksjetransaksjoner økte signifikant i oppgangstider. Faccio og Masulis (2005) fant derimot ikke signifikante forskjeller i sin studie av det europeiske markedet, noe som kan tyde på at bedre tilgjengelighet på gjeld øker sannsynligheten for bruk av kontanter som betalingsmiddel i oppgangstider.

Underhypotese 2:

H_{U20}: Kjøpers størrelse har ingen betydning for valget av betalingsmiddel

H_{U2A}: Kjøpers størrelse har betydning for valget av betalingsmiddel

Gjennom Underhypotese 2 ønsker vi å teste vår antakelse om at store selskaper har mer likvide midler og bedre tilgang på gjeld enn mindre selskaper, og derfor oftere betaler oppkjøp kontant. Faccio og Masulis (2005) fant at en signifikant positiv sammenheng mellom kjøpers størrelse og sannsynligheten for å benytte kontanter som vederlag. Dette antyder at større selskaper har en større finansiell styrke og frihet, hvilket gjør de bedre i stand til å velge betalingsmiddelet foretrukket av eksisterende aksjonærer. Ut fra pecking order-teorien er dette betaling i form av kontanter.

Underhypotese 3:

H_{U30}: Transaksjonsverdien har ingen betydning for valget av betalingsmiddel

H_{U3A}: Transaksjonsverdien har betydning for valget av betalingsmiddel

Underhypotese 4:

H_{U40}: Oppkjøpets relative størrelse har ingen betydning for valget av betalingsmiddel

H_{U4A}: Oppkjøpets relative størrelse har betydning for valget av betalingsmiddel

Underhypotese 3 og 4 tar utgangspunkt i Hansen (1987) sitt argument om at kjøper har sterkere insentiver til å finansiere et oppkjøp med aksjer når den asymmetriske informasjonen om målselskapets verdi er stor. Informasjonsasymmetrien vil trolig øke når verdien av målselskapet øker, som vi velger å måle både i absolutte og relative termer ved underhypotesene. Høy relativ størrelse for målselskapet fører derimot til at eksisterende aksjonærer kan oppleve en betydelig utvanning dersom nye aksjer trykkes som betalingsmiddel, noe som antakelig vil redusere sannsynligheten for økt bruk av aksjer når oppkjøpets relative størrelse øker.

Underhypotese 5:

H_{U50}: Kjøpers fremtidige vekstmuligheter, representert ved Tobins Q, har ingen betydning for valget av betalingsmiddel

H_{U5A}: Kjøpers fremtidige vekstmuligheter, representert ved Tobins Q, har betydning for valget av betalingsmiddel

Til slutt vil vi, gjennom Underhypotese 5, analysere markedets prising av kjøper i forhold til bokførte eiendeler. Høy Tobins Q vil si at selskapet er relativt høyt priset, gjerne på grunn av fremtidige vekstmuligheter. Ifølge Myers og Majulf (1984) vil informasjonsasymmetrien mellom partene i transaksjonen øke dersom en betydelig del av kjøpers verdi består av fremtidige vekstmuligheter. Dersom selskaper med relativt høy Tobins Q oftere utsteder aksjer enn andre selskaper, tyder det på at kjøperne prøver å utnytte denne informasjonsasymmetrien til sin fordel.

3. Data og deskriptiv statistikk

I denne delen av oppgaven vil vi gjennomgå prosessen rundt datainnsamlingen. Vi vil presentere hvilke krav vi satte til tallmaterialet, og til slutt hvilke trekk vi så i det endelige utvalget.

3.1 Datainnsamlingen

Formålet med datainnsamlingen var å sikre et bredt og tilstrekkelig datagrunnlag for å teste våre hypoteser. Vi ønsket et så stort som mulig utvalg med et utgangspunkt om minimum 200 observasjoner. Hovedsakelig var det i en to-trinns prosess vi hentet inn tall. For det første måtte vi oppdrive lister over finansielle transaksjoner i form av fusjoner og oppkjøp. Videre måtte vi i trinn to innhente data for alle kjøpende selskaper for å kunne analysere valgte faktorer i forkant av transaksjonen. Innhenting av data for vårt formål ble gjort gjennom flere kilder. Vi har imidlertid lagt vekt på å hente enkelte typer tall fra samme kilde for å sikre best mulig konsistens mellom dataene.

3.2 Krav satt til talldataene

De neste avsnittene vil greie ut om begrensningene satt til tallmaterialet, samt hvilke kilder som ble brukt for å finne det endelige utvalget av oppkjøp.

3.2.1 Geografisk begrensning

Vi har analysert oppkjøpstransaksjoner i Sverige og Norge. I Norge alene ville utvalget blitt noe tynt, så ved å supplere med Sverige utvidet vi antall hendelser til å gjøre datautvalget tilstrekkelig stort for vår studie.

3.2.2 Tidsperiode

Vi avgrenset utvalget til å gjelde transaksjoner hvor kunngjøringsdato fant sted i perioden 1. januar 1999 frem til 31. desember 2009. Tidsperioden strekker seg dermed over de 11 siste hele årene. I denne perioden har aksjemarkedene i de to landene opplevd to perioder med sterk oppgang i aksjemarkedene, en på starten av 2000-tallet og en som toppet seg sommeren 2008 (se Figur 1).

3.2.3 Transaksjonene

Gjennom MergerMarket, en uavhengig opplysningstjeneste for finansielle transaksjoner, har vi generert lister over alle fusjons- og oppkjøpstransaksjoner gjort i Norge og Sverige innenfor den gitte tidsperioden. MergerMarket benytter de respektive børsene hvor selskapene er notert som kilde. Da formatet er noe enklere og datainnsamling mer effektiv valgte vi å hente transaksjonene fra MergerMarket i stedet for selv via de respektive børsene direkte. Den initiale tallinnhentingene resulterte i et totalt utvalg på 2.415 observasjoner.

Dataene analysert i studien er offentlig kjente kunngjøringer om oppkjøp gjennom et såkalt "tender offer". Vi begynte med å ekskludere fusjoner da disse i stor utstrekning stort sett kun bruker oppgjør i form av aksjer. Eksempelvis er det kun tillatt med 20 prosent kontantelement i norske fusjoner. Dermed omhandler denne utredningen kun oppkjøp. Vi begrenset videre dataene til å omfatte kun kjøpere børsnotert på enten Oslo Børs eller på Stockholmbørsen da vi blant annet la fokus på kjøpers avkastning i forkant av transaksjonen. Det var ikke et krav at målselskap var notert. Videre var det heller ingen forutsetning at transaksjonen ble gjennomført, da vi studerte faktorer med basis i tall fra før kunngjøringsdato, og anså valget av betalingsmiddel som upåvirket av aksept eller ikke aksept fra selgende selskap¹. På bakgrunn av begrensningene nevnt i dette avsnittet ble totalt 1.448 observasjoner fjernet fra utvalget.

3.2.4 Betalingsmiddel

Gitt formålet med analysen måtte vi skille transaksjonene fra hverandre ut ifra hvilket betalingsmiddel som har vært brukt. Hver enkelt transaksjon har blitt delt inn i *Kontant*, *Aksjer* eller *Kombinasjon*. For flere av transaksjonene har ikke betalingsmiddelet vært oppgitt eller mulig å innhente informasjon om. Som en følge av at vår oppgave har et klart fokus på nettopp betalingsmiddelet, har disse observasjonene blitt eliminert fra utvalget. Totalt eliminerte vi 365 observasjoner på bakgrunn av dette.

3.2.5 Avkastning

Vi har studert kjøpers avkastning i forkant av kunngjøringsdatoen for hvert bud. Til dette trengte vi historisk data for alle budgivende selskaper. Historiske aksjekurser ble

¹ Selv om enkelte av observasjonene i vårt utvalg ikke er gjennomførte transaksjoner, men bud, vil vi for enkelthets skyld omtale samtlige observasjoner som transaksjoner.

hentet fra Thompson Reuters DataStream både for de norske og de svenske selskapene. Dataene er justert for eventuelt utbytte, aksjesplitt eller aksjespleis. I tilfeller der kjøper har flere typer aksjer, ble a-aksjer brukt da de er stemmeberettigede.

For å bestemme aksjekursenes utvikling før kunngjøringsdato t, har vi analysert tidsperioden før transaksjonen. I de tilfeller der det ikke har vært mulig å måle avkastningen 400 handelsdager tilbake, eksempelvis på grunn av at selskapet ikke har vært børsnotert i hele perioden, har transaksjonen blitt utelatt fra utvalget (mer om analyseperiodene i Kapittel 4). Dersom et selskap har gjort flere oppkjøp samme dag har kun en av observasjonene blitt inkludert. Totalt ble 99 hendelser utelatt på grunn av disse begrensningene.

3.2.6 Markedsverdi og balansetall

I tillegg til variablene forklart over har blant annet historiske tall på kjøpers markedsverdi og balansetall blitt hentet fra Thompson Reuters DataStream. Vi har i tillegg valgt å eliminere observasjoner hvor Tobins Q oversteg 8 da vi anser disse verdiene for å være ekstremverdier. Disse begrensningene reduserte vårt utvalg med totalt 11 observasjoner.

3.3 Markedsindeks og risikofritt aktivum

For å sammenligne den historiske avkastningen til kjøper med et referansepunkt, har vi valgt ut en markedsindeks for Norge, og en for Sverige. For Norge brukte vi Oslo Børs' Hovedindeks, også kjent som OSEBX (Oslo Stock Exchange Benchmark Index). Hovedindeksen i Oslo er en investerbar indeks og vanlig benchmark for avkastning for aksjer handlet på Oslo Børs, og består av et utvalg aksjer notert på børsens hovedliste. Listen revideres på halvårlig basis. Som benchmark i Sverige brukte vi OMXS30 som består av de 30 mest likvide aksjene notert på Stockholmbørsen (NASDAQ OMX Nordic). Som risikofri rente har vi benyttet 12 måneders LIBOR (London InterBank Offered Rate). Dataene ble hentet fra Thompson Reuters DataStream.

3.4 Det endelige utvalget

Totalt har utvalget for Sverige blitt redusert fra 1.723 til 388 observasjoner. I Norge har 692 observasjoner blitt til totalt 102 observasjoner. Etter å ha filtrert listene fra utgangspunktet har det totale tallmaterialet blitt kuttet fra 2.415 til 490 transaksjoner. Detaljer for transaksjonene inkludert i utvalget er presentert i Appendiks A.

Begrensningene har ført til eliminering av om lag 80 prosent av det opprinnelige datagrunnlaget. Kort oppsummert, opererte vi med følgende kriterier:

- Et bud (tender offer) av et børsnotert norsk eller svensk selskap
- Kunngjøringsdatoen fant sted mellom 1. januar 1999 og 31. desember 2009
- Observasjonen er et oppkjøp (ikke fusjon)
- Budgivende selskap børsnotert i minimum 400 dager før kunngjøringsdato
- Betalingsmiddel Kontant, Aksjer eller Kombinasjon mulig å oppdrive
- Fravær av flere oppkjøp per dag, av samme kjøper
- Bokført verdi for gjeld og eiendeler tilgjengelig
- Tobins Q under 8

TABELL 2: FORDELING AV TRANSAKSJONER ETTER BETALINGSMIDDEL (1999-2009)

	Aksjer	Kombinasjon	Kontant	Totalt
1999	2	1	18	21
2000	2	2	27	31
2001	2	3	21	26
2002	1	0	24	25
2003	2	3	27	32
2004	7	5	33	45
2005	5	13	48	66
2006	7	9	72	88
2007	10	8	64	82
2008	3	4	37	44
2009	6	3	21	30
Totalt	47	51	392	490

Tabell 2 over viser at kontantoppgjør skiller seg ut som det klart mest vanlige betalingsmiddelet i vårt utvalg, med 80 prosent av de totale observasjonene. Betaling i form av aksjer eller kombinasjon står totalt for om lag 10 prosent hver. Faccio og Masulis (2005) hadde i sitt utvalg av europeiske oppkjøp fra perioden 1997-2000 80 prosent av utvalget i form av kontant betaling, mens kombinasjon og aksjer stod for henholdsvis 12 og 8 prosent. For Martins (1996) utvalg av amerikanske oppkjøp i perioden 1978-1988 var andelene 57, 30 og 13 prosent for henholdsvis kontant, aksje og kombinasjon. Det er verdt å merke seg at til tross for at 1997-2000 var en periode med sterk oppgang i aksjemarkedene var kontantandelen betydelig høyere i Faccio og Masulis' utvalg enn for Martins, noe som kan indikere at aksjevederlag er mer vanlig i det amerikanske markedet. Vårt utvalg antyder at Norge og Sverige samlet er relativt

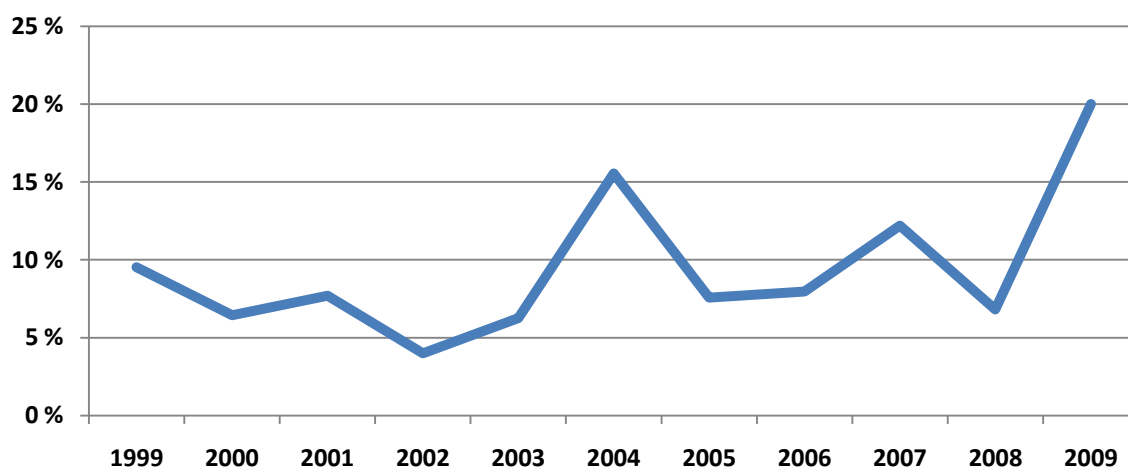
representativt for trendene i Europa, og at vårt utvalg er konsistent med funnene til Eckbo og Thorburn (2000) om at kontant oppgjør er mer vanlig i Skandinavia enn i USA. Videre ser vi tilnærmet ingen forskjeller i fordelingen mellom betalingsmiddel i de to landene. Dette kan tyde på at selskaper i de to landene står overfor relativt like beslutningsvariabler ved valg av betalingsmiddel. Den endelige fordelingen mellom landene er gjengitt i Tabell 3, der en ser at om lag 20 prosent er transaksjoner fra Norge.

TABELL 3: FORDELING AV TRANSAKSJONER ETTER LAND (PERIODEN 1999-2009)

	Aksjer	Kombinasjon	Kontant	Totalt
Norge	9	12	81	102
Sverige	38	39	311	388
Totalt	47	51	392	490

Dersom vi ser på andelen av aksjer kan vi se av Figur 5 under at den er høyest i 2004 og 2009. Kjennetegnene for disse årene er at de kommer rett etter et kraftig fall i aksjemarkedene. Det er nærliggende å tro at når oppkjøpsaktiviteten igjen tar til etter en urolig periode i aksjemarkedene, er aksjer mest brukt på bakgrunn av mangelen på kontanter. Lav tilgjengelighet på kontanter kan komme som et resultat av svake kontantstrømmer for kjøperne i året før oppkjøpet, men kanskje viktigere, som et resultat av dårlig eller ingen tilgang på gjeldsfinansiering.

FIGUR 5: ANDELEN AKSJER SOM BETALINGSMIDDEL (1999-2009)



Kilde: MergerMarket

3.5 Deskriptiv statistikk

I Tabell 4 følger en oppsummering av den deskriptive statistikken fra det endelige utvalget. Tallene viser gjennomsnitt- og medianverdier for de totalt 490 transaksjonene. Forskjellene var stort sett som forventet ut fra tidligere empiri presentert i Kapittel 2.

TABELL 4: DESKRIPTIV STATISTIKK

		Aksjer	Kombinasjon	Kontant
Unormal avkastning (CAR)	Snitt	7.5%	(6.5%)	(0.8%)
	Median	(0.7%)	(6.8%)	(2.1%)
Markedsavkastning	Snitt	13.4%	8.4%	8.1%
	Median	20.9%	12.5%	11.8%
Markedsverdi (USDm)	Snitt	1,299	921	5,992
	Median	140	228	1,324
Transaksjonsverdi (USDm)	Snitt	482	191	223
	Median	47	35	48
Relativ størrelse	Snitt	34.9%	27.0%	10.1%
	Median	32.9%	18.0%	5.0%
Tobins Q	Snitt	1.66	1.54	1.21
	Median	1.13	1.12	0.94

Snittet i *Unormal avkastning* og *Markedsavkastning* er høyest for aksjer sammenliknet med de to alternativene, noe som er konsistent med våre antakelser. Videre betaler de største selskapene målt ved markedsverdi av egenkapital helst med kontanter, vist ved faktoren *Markedsverdi*. Determinanten *Transaksjonsverdi* viser at for de største oppkjøpene er det større sannsynlighet for oppgjør i aksjer. Forholdstallet i faktoren *Relativ Størrelse* (størrelsen på oppkjøpet i forhold til størrelsen på det kombinerte selskapet) er igjen størst for aksjer, konsistent med at enten store transaksjoner eller mindre kjøpere oftere benytter aksjer som vederlag. Videre ser vi fra *Tobins Q* at selskaper med lave fremtidige vekstmuligheter tenderer mot kontant betaling.

Det er samtidig enkelte resultater som er noe overraskende. For det første har selskapene som velger oppgjør i form av kombinasjon i snitt den laveste unormale avkastningen i forkant av oppkjøpet. Et annet uventet funn er de beskjedne differansene i medianen for transaksjonsverdi mellom Aksje og de to andre alternativene. Det er grunn til å tro at selskaper som gjør større oppkjøp har sterkere behov for å utstede aksjer. I Kapittel 6 vil vi gå mer grundig gjennom hver enkelt faktor.

4. Hendelsesstudie av unormal avkastning

For vår analyse av unormal avkastning i forkant av oppkjøpet har vi valgt å utføre en hendelsesstudie ved bruk av Markedsmodellen. Vi vil i dette kapittelet forklare hvilke fremgangsmåter og metoder som ble benyttet, samt presentere resultatene fra hendelsesstudien.

4.1 Om hendelsesstudier

Hendelsesstudier har som formål å studere om en bestemt begivenhet i kapitalmarkedene har innvirkning på selskapets verdi. En slik type studie er derfor det vanligste verktøyet når man vurderer effekten av offentliggjøring av ulike typer informasjon som er gjenstand for tolkning blant deltakerne i et bestemt marked. Begivenheten kan være ulike annonseringer fra ledelsen i et gitt selskap, som oppkjøp, emisjoner, utbetaling av dividende og lignende. Argumenter som støtter bruken av hendelsesstudier er basert på antakelsen om effisiente markeder, da man studerer normalavkastning mot faktisk avkastning. Generelt sett er altså hovedhensikten ved en hendelsesstudie å finne empiriske bevis som viser om et eller flere selskapers avkastning er signifikant forskjellig fra hva man kan forvente fra en normalavkastningsmodell. I vår studie har hendelsesperioden vært avkastningen selskapet hadde i forkant av transaksjonen.

Vi vil i det videre forklare steg for steg hvordan vi utførte hendelsesstudien, der vi vurderte transaksjonens betalingsmiddel opp mot kjøpers avkastning i forkant av oppkjøpet, samt andre forhold. Generelt kan man si at hovedformålet med hendelsesstudien var å vurdere om enkelte kjøpere overpresterer i forhold til forventet utvikling, og om det var en sammenheng med betalingsmiddelet brukt i transaksjonen.

4.2 Utdyping av Markedsmodellen

I vår analyse av unormal avkastning har vi gjennomgående brukt MacKinlay (1997) sitt rammeverk for hendelsesstudier.

4.2.1 Normalavkastning

Vi har sammenliknet betalingsmiddelet brukt i oppkjøpstransaksjonene opp mot den unormale avkastningen (AR) til kjøpende selskap i forkant av transaksjonen. Unormal

avkastning er den faktiske avkastningen minus den normale (forventede) avkastningen til aksjen i samme periode. For selskap i over perioden τ er den unormale avkastningen formulert som følger:

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - E(R_{i\tau}|X_\tau) \quad (1)$$

der $AR_{i\tau}$, $R_{i\tau}$ og $E(R_{i\tau}|X_\tau)$ er henholdsvis den unormale, faktiske og normale avkastningen for tidsperioden τ . Den forventede normale avkastningen $E(R_{i\tau})$ er gitt den betingende informasjonen X_τ fra normalavkastningsmodellen vi bruker.

Det finnes forskjellige metoder for måling av normalavkastning til et selskaps aksje. I denne studien har vi brukt Markedsmodellen, en meget vanlig modell for kalkulering av unormal aksjeavkastning. Metoden bygger på mindre strenge forutsetninger enn den mer kjente Kapitalverdimodellen (CAPM), og er i tillegg enklere i bruk. Den store forskjellen er at i Markedsmodellen vil forventet avkastning hos en aksje også avhenge av et konstantledd (α). Det forutsettes blant annet at avkastningen til aksjen og markedet er uavhengige over tid. Modellen sikrer samtidig normalfordeling i feilleddene, og man unngår derfor faren CAPM er utsatt for i form av skjeve resultater. Énfaktormodellens lineære sammenheng mellom selskap og relevant markedsindeks uttrykkes gjerne på følgende vis:

$$r_i = \alpha_{im} + \beta_i r_m + \varepsilon_i \quad (2)$$

der

$$E(\varepsilon_i) = 0$$

$$\text{var}(\varepsilon_i) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Formelen over tilsier, mye på samme vis som CAPM, at avkastningen til en aksje, r_i , avhenger av eksponeringen, β_i , mot avkastningen til relevant markedsindeks, r_m . Dette er dermed markedsspesifikk risiko, også kalt systematisk risiko. Leddet ε_i representerer et feilledd knyttet til selskaps-spesifikk risiko. Den forventede unormale avkastningen når markedets avkastning er lik null, er gitt ved modellens konstantledd α_{im} .

4.2.2 Normal meravkastning

Ved utførelse av hendelsesstudier brukes ofte avkastningen utover risikofri rente, det vil si meravkastning (Vaihekoski, 2007). Markedsmodellen på meravkastnings form kan uttrykkes slik:

$$R_i = \alpha_{im} + \beta_i R_m + \varepsilon_i \quad (3)$$

Forskjellen fra Markedsmodellen presentert tidligere er at både avkastningen til selskap, i , og markedet, m , nå er korrigert for den risikofrie renten, R_t^d . Vi får dermed en meravkastning, R_i , lik $r_i - R_t^d$, mens markedsindeksens meravkastning kalkuleres som $R_m = r_m - R_t^d$. Bruk av meravkastning i Markedsmodellen eliminerer problematikken ved estimering av risikofri rente (Vaihekoski, 2007). Bakgrunnen for at vi har korrigert for risikofri rente er også for å unngå skjevdeling og unødig støy i resultatene, noe som ble påpekt av Binder (1998) i sin artikkel om hendelsesstudier.

4.2.3 Variablene

Parameterne i Markedsmodellen er β_i , α_i og $\sigma_{\varepsilon_i}^2$:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\mu}_i)(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2} \quad (4)$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m \quad (5)$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i R_{m\tau})^2 \quad (6)$$

der

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i\tau} \quad \text{og} \quad \hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m\tau}$$

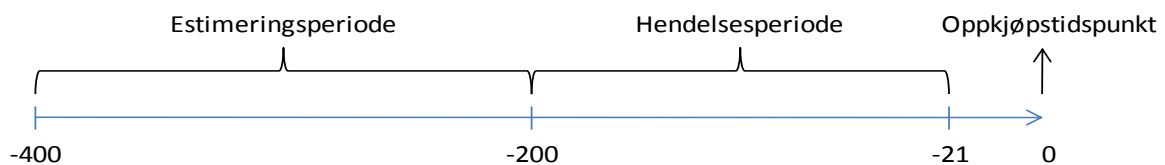
4.2.4 Tidsintervaller i markedsmodellen

Estimeringsperioden, L_1 , skal være lang nok til å gi et statistisk signifikant bilde av aksjens og markedsindeksens bevegelser, samtidig kort nok til å vise at bevegelsene har påvirkning på utfallet av hendelsen. Videre bør estimeringsperioden i teorien settes tilstrekkelig stor nok til at den andre komponenten i variansen konvergerer mot null. Vi

benytter en estimeringsperiode på 200 dager, da MacKinlay (1997) anbefaler en estimeringsperiode i størrelsesordenen 180-250 dager.

Som hendelsesperiode benyttet vi et vindu på 180 dager, opp til og med 21 dager før kunngjøringsdatoen for hvert enkelt oppkjøp. Denne perioden er betydelig lengre enn hva som normalt sett benyttes i hendelsesstudier, hvor hendelsesperioden vanligvis omfatter dagene rundt kunngjøringsdatoen. Da vi har estimert unormal avkastning i perioden *før* selve transaksjon, fulgte vi metodologien til blant andre Martin og McConnel (1991) og Martynova og Renneboog (2006), og benyttet en relativt lang hendelsesperiode. De siste 20 dagene før kunngjøringsdatoen utelot vi da tidligere studier hevder at lekkasje av informasjon vedrørende transaksjonen ofte påvirker aksjekursen i denne perioden (Dodd og Ruback, 1978; Kummer og Hoffmeister, 1978; og Jarrell og Bradley, 1980). Figur 6 under viser en tidslinje for hvordan vi fordelte periodene i forkant av oppkjøptidspunktet.

FIGUR 6: ANALYSERTE PERIODER



Vi har også valgt å dele opp hendelsesperioden i tre forskjellige perioder: [-200,-21], [-110,-21] og [-70, -21]. Dette gjøres for å teste periodenes signifikans overfor hverandre og studere eventuelle forskjeller. Vårt hovedfokus har imidlertid ligget på perioden [-200,-21]. Som vi kommer inn på senere under avsnittet om mulige begrensninger ved hendelsesstudien, kan bruk av for lang hendelsesperiode medføre uønsket støy i tallmaterialet på grunn av såkalte "additional events" i løpet av perioden. Slike hendelser kan påvirke aksjens bevegelse og videre dens unormale meravkastning. Dette taler for bruk av en kortere tidsperiode.

4.2.5 Unormal avkastning

Gitt estimatene som følger av Markedsmodellen kan man nå måle og analysere unormal avkastning (AR). For selskap i i perioden τ er den unormale avkastningen:

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau} \quad (7)$$

Den unormale avkastningen har som formål å gi en indikasjon på hvorvidt aksjeprisen har beveget seg unormalt i forhold til hva man kunne forventet, gitt Markedsmodellen vi bruker. Vi forventet at man kunne se trender i den unormale avkastningen i forhold til valget av betalingsmiddel.

Unormal avkastning representerer feilleddet, ε_i , i Markedsmodellen som forklart tidligere. Det vil si den avkastningen aksjen har hatt utover det forventet avkastning, her representert ved $\hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$. Avkastningen vil være normalfordelt med betinget middelvei lik null og varians definert som:

$$\sigma^2(AR_{i\tau}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[1 + \frac{(R_{m\tau} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right] \quad (8)$$

Vi ser variansen forklares ved to komponenter. Den ene er varians knyttet til støy fra Markedsmodellen der vi hadde $\text{var}(\varepsilon_i) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$, mens den andre er ytterligere varians relatert til feil i utvalgets parametere (α_i og β_i).

De enkelte selskapers unormale avkastning kan aggregeres med å bruke AR fra (7) for hver periode. Gitt N hendelser fant vi utvalgets gjennomsnittlige unormale avkastning ved for periode τ slik:

$$AAR_{\tau} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i\tau} \quad (9)$$

Den unormale avkastningen for observasjonene kan aggregeres todimensjonalt; over tid og for flere transaksjoner. Over tid leder akkumulering av den unormale avkastningen til CAR (Cumulative Abnormal Return) definert som:

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i\tau} \quad (10)$$

Vi har dermed funnet de individuelle selskapers kumulative unormale avkastning for hver hendelsesperiode.

Gitt N hendelser fant vi så den gjennomsnittlige kumulative unormale avkastningen for de ulike selskapene for periode τ som følger:

$$CAAR(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} CAR_i(\tau_1, \tau_2) \quad (11)$$

CAAR (Cumulative Average Abnormal Return) er nyttig for å illustrere hvorvidt det foreligger en trend knyttet til valget av betalingsmiddel.

4.2.6 Signifikanstest

Etter å ha estimert CAAR ønsket vi å teste om våre resultater var statistisk signifikante, og ikke bare skyldtes tilfeldigheter. Vi gjorde dette ved å teste om unormal avkastning er signifikant ulik null. For å teste nullhypotesen vår om at unormal avkastning ikke eksisterer benyttet vi testobservatoren gitt av MacKinlay (1997), uttrykt ved:

$$\theta_1 = \frac{CAAR(\tau_1, \tau_2)}{\text{var}(CAAR(\tau_1, \tau_2))^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (12)$$

For stor L_1 er variansen gitt ved:

$$\text{var}(AAR_\tau) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon_i}^2 \quad (13)$$

I praksis, fordi $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ er ukjent, måtte en estimator benyttes for å finne den gjennomsnittlige unormale avkastningens varians i (6). I henhold til MacKinlay (1997) benyttet vi feilledet fra estimeringsperioden i markedsmodellen som estimator.

Variansen for CAAR fant vi ved å aggregere over hendelsesperioden slik:

$$\text{var}(CAAR(\tau_1, \tau_2)) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \text{var}(AAR_\tau) \quad (14)$$

Testen forutsetter at selskaper med høy varians har også høy unormal avkastning. Derfor er hver enkelt aksje vektet likt, og utvalget er forutsatt å følge en Student-t fordeling.

4.3 Mulige begrensninger ved hendelsesstudier

Hendelsesstudier har svakheter ved seg og kan derfor være kilde til forventningsskjevhet. Blant annet brytes den semi-sterke markedseffisiensen som sier

at all tilgjengelig informasjon alltid er tilgjengelig for alle interessenter. Empirien viser at markedet kan forutse hendelser basert på rykter gradvis opp i mot hendelsesdatoen. Dette bryter dermed med den semi-sterke delen av hypotesen, og av den grunn har vi avbrutt hendelsesperioden 20 dager før kunngjøringsdatoen for å begrense problemet.

En annen begrensning ved hendelsesstudier er det vi kaller "additional events", eller tilleggshendelser, eksempelvis om kjøpende selskap foretar flere oppkjøp i løpet av hendelsesperioden. Slike hendelser kan påvirke sluttresultatet, men også parametrene α_i og β_i som vi kalkulerte på basis av data fra estimeringsperioden.

Brown og Warner (1985), Barber og Lyon (1997) og Brav (2000) studerer alle hvordan spesielle karakteristika ved daglig aksjekursdata kan påvirke statistiske tester. Et viktig fokus i alle studiene er effekten av ikke-normalfordelte daglige avkastningstall på parametriske tester. Som McWilliams og Siegel (1997) poengterer, er forutsetningen om normalfordelte unormale avkastningstall en nøkkelforutsetning bak hendelsesstudier. Brown og Warner (1985) har analysert effekten på tilfeldig valgte aksjer ved New York Stock Exchange (NYSE) og American Stock Exchange (AMEX). De finner at ikke-normalfordeling ikke har noen alvorlig påvirkning på hendelsesstudiemetodologien. Disse to markedene er derimot blant de mest likvide børsene i verden. Ifølge Campbell og Wasley (1993) blir problemet større når utvalget består av mindre likvide aksjer. Sentralgrenseteoremet sier derimot at summen av mange, likt fordelte, uavhengige stokastiske variabler med endelig varians er tilnærmet normalfordelte.

Barber og Lyon (1997) hevder i sin studie at det ikke nødvendigvis er optimalt å bruke en referanseportefølje (markedsindeks) for å kalkulere mer langsiktig unormal avkastning. Det er hovedsakelig to grunner til forventningsskjevhet i testobservatoren:

- **Nye selskaper i referanseporteføljen**

Nye selskaper listes jevnlig både ved Oslo Børs og Stockholmsbørsen, og inkluderes da gjerne i markedsindeksen. Siden nylig noterte selskaper i snitt gjør det dårligere enn markedet (Ritter, 1991) kan dette føre til en positiv forventningsskjevhet.

- **Rebalansering**

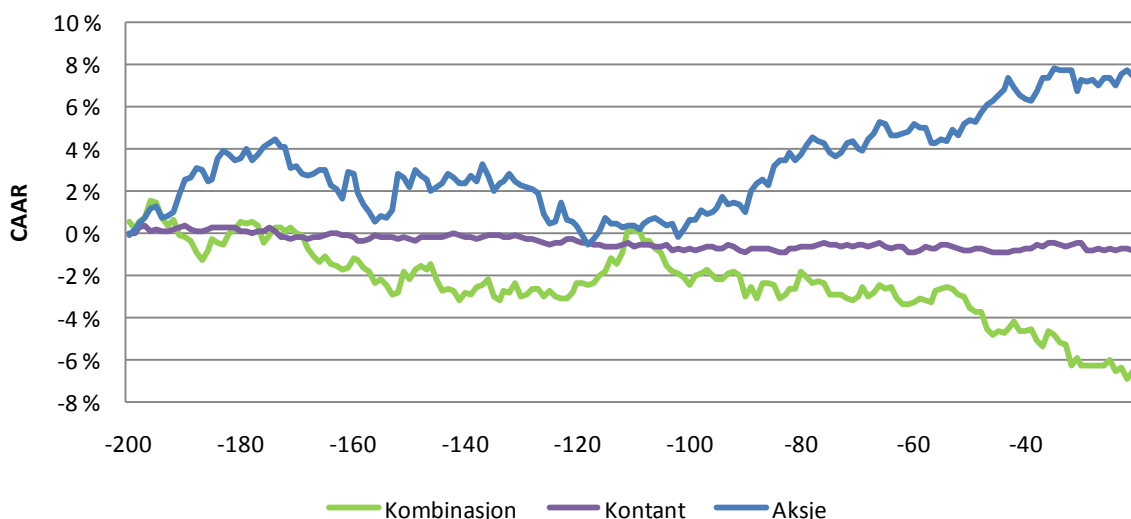
Referanseporteføljer rebalanseres jevnlig. De ulike selskapene i markedsindeksen blir da ulikt vektet i gjennom de totalt 380 dagene vi har inkludert i våre estimerings- og hendelsesperioder.

4.4 Resultater fra hendelsesstudien

Figur 7 under viser resultatene fra hendelsesstudien, det vil si kumulativ gjennomsnittlig unormal avkastning (CAAR) fra våre analyserte oppkjøp for perioden [-200, -21]. Det første som er verdt å merke seg er forskjellen i CAAR mellom Aksje, som er viser en positiv utvikling, og Kombinasjon og Kontant, som har en negativ utvikling. Utvalget for aksjetransaksjoner har en CAAR på 7,5 prosent over de 180 dagene. Kombinasjon og Kontant viser en CAAR på henholdsvis -6,5 prosent og -0,8 prosent.

Det andre som er verdt å merke seg er at forskjellen i CAAR mellom betalingsmetodene ser ut til å være størst det siste halvåret før oppkjøpet. Det er noe overraskende at man ikke ser klarere forskjeller før t-110, da avgjørelsen om betalingsform antakelig blir bestemt i god tid før annonseringstidspunktet. Generelt kan vi si at dersom CAR er en betydningsfull faktor for valg av betalingsmiddel, burde vi muligens sett en sterkere forskjell i CAAR mellom de tre alternativene tidligere i perioden presentert i Figur 7. Videre kan man også se at volatiliteten i CAAR også er høyere for aksje- og kombinasjonstransaksjoner. Dette kan være på grunn av at utvalget er betydelig mindre der enn for Kontant. En annen forklaring kan være at høyere volatilitet generelt gjør gjeldsfinansiering dyrere på grunn av høyere (indirekte) konkurskostnader, noe som øker sannsynligheten for bruk av aksjer.

FIGUR 7: KUMULATIV GJENNOMSNI TT LIG UNORMAL AVKASTNING (CAAR), [-200,-21]



Økonomisk teori og empiri, presentert i Kapittel 2, sier at selskaper som har opplevd en positiv unormal avkastning i forkant av et oppkjøp vil ha sterkere insentiver til å utstede aksjer som hele, eller deler av oppjøret. Funnene fra Figur 7 over er dermed i hovedsak

som man skulle forvente. CAAR for Aksje er høyere enn for Kombinasjon og Kontant. Derimot er CAAR for Kombinasjon noe overraskende lavere enn for Kontant. En mulig forklaring kan være at en del selskaper som ønsker å betale kontant ikke har tilstrekkelig likviditet eller kredittfasiliteter, og blir tvunget til å utstede aksjer som en del av oppgjøret for å få gjennomført oppkjøpet.

Tabell 5 under viser CAAR for ulike perioder innenfor hendelsesperioden. Gitt vår nullhypotese, at aksjekursutvikling ikke har noen påvirkning på valg av betalingsmiddel, er forventet CAAR for de tre utvalgene lik null. Som vi ser er ikke CAAR for noen av betalingsalternativene statistisk signifikant ulik null når man ser på *hele hendelsesperioden*.

TABELL 5: STATISTISK SIGNIFIKANS FOR CAAR

Periode	Aksje		Kombinasjon		Kontant	
	CAAR	T-verdi	CAAR	T-verdi	CAAR	T-verdi
(-70, -21)	3.1 %	0.92	(3.3 %)	(1.25)	(0.2 %)	(0.22)
(-110, -21)	7.1 %	1.56	(6.8 %)	(1.90)*	(0.4 %)	(0.36)
(-200, -21)	7.5 %	1.17	(6.5 %)	(1.29)	(0.8 %)	(0.56)

Merk: * indikerer signifikante resultater på 10 prosent signifikansnivå

Fra tabellen over ser vi imidlertid at den statistiske signifikansen øker når vi reduserer hendelsesperioden til [-110, -21], men kun resultatet for Kombinasjon er signifikant, da på 10 prosent signifikansnivå. De begrensede utvalgene samt høyere variasjonene i CAR for Kombinasjon og Aksje må ta store deler av skylden for at man kun kan si at denne er signifikant ulik null.

Før vi trekker en endelig konklusjon vedrørende hovedhypotesen vil vi i neste kapittel inkludere CAR som en faktor i en multinomiske logit modell, som vi har benyttet for å analysere hva som påvirker valg av betalingsmiddel.

5. Analyse av valg av betalingsmiddel

Vi vil her gå gjennom de seks ulike faktorene vi har valgt å analysere i denne utredningen, for å se om vi kan finne signifikante forskjeller på tvers av betalingsmidlene. Først vil vi derimot presentere det metodiske rammeverket vi har benyttet til denne analysen.

5.1 Metodisk rammeverk

Vi har benyttet en multinomisk logit modell for å analysere sammenhengen mellom ulike selskaps-, markeds- og transaksjonsspesifikke karakteristika og sannsynligheten for valget av ulike betalingsmiddel.

5.1.1 Multinomisk logit modell

Nytte-modeller blir ofte brukt for å analysere og predikere valg mellom et diskret sett av alternativer. Slike modeller er basert på antakelsen om at individers preferanser mellom tilgjengelige alternativer kan beskrives ved en nyttefunksjon, og at individet velger det alternativet med høyest nytte (Ben-Akiva og Lerman, 1985). I vårt tilfelle antok vi at selskapets ledelse velger den betalingsstrukturen som gir eksisterende aksjonærer høyest nytte. Vi antok derfor at det eksisterte en nyttefunksjon for selskapene.

Selskapene kan velge mellom tre ulike betalingsmiddel, $j = 1, 2$ eller 3 . Nyten for hvert enkelt selskap kan formuleres som:

$$U_{ij} = \beta_j x_i + u_{ij} \quad (15)$$

der x_i er individuelle karakteristika, β_j er betalingsmiddelets koeffisient og u_{ij} er feilledet.

Sannsynligheten for valg av betalingsmiddel j kan uttrykkes som:

$$P_{ij}(y = j | x_i) = \frac{\exp(x_i \beta_j)}{1 + \sum_{k=2}^J \exp(\beta_k x_i)} \quad (16)$$

Formelen over gir sannsynligheten for betalingsmiddel j som en funksjon av verdien på de uavhengige variablene x_i , for betalingsmiddel j .

$$P_{i1} = \frac{1}{1 + \sum_{j=2}^3 (\beta_j x_i)} \quad (17)$$

P_{i1} over er sannsynligheten for å velge betalingsmiddel 1 (referansealternativet). Når man estimerer referansealternativets koeffisienter normaliseres disse i praksis til null. Dette er fordi sannsynligheten for de mulige alternativer må summere seg til null. Av de tre mulige betalingsalternativene kan bare to (J-1) distinkte sett parametere identifiseres og estimeres.

Logaritmen av uttrykk (16) og (17) gir:

$$\ln\left(\frac{P_{ij}}{P_{i1}}\right) = \beta_j x_i \quad (18)$$

Uttrykket over gir den relative sannsynligheten for betalingsmiddel 2 eller 3 i forhold til referansealternativet. De estimerte koeffisientene for hvert betalingsmiddel reflekterer derfor effektene de valgte variablene (x_i 'ene) har på sannsynligheten for at selskapene velger et annet betalingsmiddel enn referansealternativet.

5.1.2 Faktorer analysert

- *Unormal avkastning* (CAR) for hvert enkelt selskap i forkant av transaksjonen har blitt beregnet kumulativt fra 200 til 21 dager før kunngjøringen.
- *Markedsavkastning* er avkastningen den valgte indeksen har hatt fra 200 til 21 dager før kunngjøringen.
- *Markedsverdien* er den verdien kjøper prises til i markedet 21 dager før kunngjøringsdatoen. Den er beregnet som antall utestående aksjer multiplisert med aksjens pris ved handel slutt dag t-21 der t er kunngjøringsdatoen.
- *Transaksjonsverdien* er prisen som betales for å kjøpe målselskapet, eller den andelen av selskapet som kjøpes.
- *Relativ størrelse* er transaksjonsverdien over verdien av det kombinerte selskapet etter at transaksjonen er gjennomført (transaksjonsverdi/ (transaksjonsverdi + markedsverdi på kjøper 21 dager før oppkjøpet)).
- *Tobins Q* er summen av kjøpers markedsverdi 21 dager før kunngjøring og bokført verdi av total gjeld over selskapets gjenanskaffelsesverdi. Da gjenanskaffelsesverdi

er vanskelig å måle har vi benyttet bokført verdi av selskapets eiendeler 31.12 året før annonsering, som Faccio og Masulis (2005) og Martin (1996).

5.1.3 To-utvalgstest

Vi brukte i tillegg en to-utvalgs t-test for å analysere om faktorenes gjennomsnittsverdier er signifikant ulik mellom betalingsalternativene. Vi antok ulik varians mellom utvalgene, da dette gjør testen sikrere. Testestimatoren kan på generelt grunnlag uttrykkes som:

$$t = \frac{(\bar{x}_1 - \bar{x}_2) - (\mu_1 - \mu_2)}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}} \quad (19)$$

Denne er også student-t fordelt hvor antall frihetsgrader er uttrykt ved:

$$v = \frac{\left(\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}\right)^2}{\frac{\left(\frac{s_1^2}{n_1}\right)^2}{n_1 - 1} + \frac{\left(\frac{s_2^2}{n_2}\right)^2}{n_2 - 2}} \quad (20)$$

5.2 Resultater

Resultatet fra modellen presenteres i Tabell 6 under. Vi fokuserer her på hvilken effekt de seks valgte variablene har på sannsynligheten for valget mellom de tre mulige alternativene; *Aksje*, *Kombinasjon* eller *Kontant*. Før vi tok i bruk modellen forsikret vi oss om at den var tilfredsstillende spesifisert, ved å teste forutsetningen om uavhengige alternativer. Disse resultatene er gjengitt i Appendiks B.

TABELL 6: SANNSYNLIGHETS RATER FRA MULTINOMISK LOGIT-MODELL

Referansealternativ: Kontant			
Aksje	Sann.rate	z-verdi	p-verdi
CAR	1.24	0.51	0.613
Markedsavk	1.22	1.06	0.289
Markedsverdi	0.99	(1.33)	0.184
Transaksjonsverdi	1.01	0.52	0.603
Relativ str	225.24	6.10***	0.000
Tobins Q	1.46	3.12***	0.002

Kombinasjon	Sann.rate	z-verdi	p-verdi
CAR	0.64	(1.12)	0.261
Markedsavk	1.03	0.04	0.968
Markedsverdi	0.99	(1.73)*	0.083
Transaksjonsverdi	0.99	(0.47)	0.639
Relativ str	69.11	4.71***	0.000
Tobins Q	1.42	2.83***	0.005

Referansealternativ: Kombinasjon			
Aksje	Sann.rate	z-verdi	p-verdi
CAR	1.95	1.33	0.184
Markedsavk	2.16	0.84	0.400
Markedsverdi	1.01	0.71	0.480
Transaksjonsverdi	1.01	0.71	0.478
Relativ str	3.26	1.28	0.199
Tobins Q	1.03	0.25	0.802

Merk: *, ** og *** viser signifikante resultater på henholdsvis 10, 5 og 1 prosent signifikansnivå

De originale koeffisientene fra modellen kan være vanskelige å tolke. Tabellen over viser derfor eksponentielle koeffisienter, eller sannsynlighetsrater (odds ratios) for å gjøre forståelsen lettere. Sannsynlighetsratene viser sannsynligheten for å velge et bestemt betalingsmiddel i forhold sannsynligheten for å velge referansealternativet dersom man øker den aktuelle variabelen. Vi valgte først Kontant som referansealternativ, og fant dermed sannsynlighetsratene relativt til Aksje og Kombinasjon. I Tabell 6 er også sannsynlighetsratene for Aksje relativt til Kombinasjon som referansealternativ presentert, da disse ikke er mulige å beregne ved Kontant som referansealternativ.

En sannsynlighetsrate > 1 indikerer at sannsynligheten for å velge det aktuelle alternativet i stedet for referansealternativet øker når den aktuelle variabelen øker. Med andre ord er et annet alternativ enn referansealternativet mer sannsynlig dersom variabelen øker. En sannsynlighetsrate < 1 indikerer at sannsynligheten for å velge det

aktuelle alternativet fremfor referansealternativet faller når den aktuelle variabelen øker. I Tabell 6 over kan man eksempelvis se at for Aksje relativt til Kontant (referansealternativ) har CAR en sannsynlighetsrate på 1,24, hvilket vil si at når CAR øker med 1 prosentpoeng øker sannsynligheten for betaling i form av Aksje i stedet for Kontant med 24 prosent. Vi vil nå presentere resultatene for hver enkelt variabel vi har analysert.

5.2.1 CAR

Den multinomiske logit modellen viser, som nevnt over, at økt CAR øker sannsynligheten for Aksje i forhold til Kontant. Sannsynligheten for Aksje i forhold til Kombinasjon ser vi øker enda kraftigere når CAR øker, som forventet ut fra funnene i Figur 7. Disse sannsynlighetene er derimot ikke signifikante (p-verdi på 0,613 og 0,184). Øker CAR ser man også at sannsynligheten for Kombinasjon synker i forhold til Kontant (sannsynlighetsrate = 0,64). Dette er også i samsvar med funnene i Figur 7 i forrige kapittel, men sannsynlighetene er heller ikke her signifikante.

Videre har vi testet om gjennomsnittlig CAR (CAAR) er signifikant forskjellig fra hverandre ved å bruke en to-utvalgstest hvor vi forutsetter ulik varians mellom alternativene. Som vi ser fra resultatene i Tabell 7 under finner vi heller ikke at CAAR er signifikant ulik mellom noen av betalingsmidlene.

TABELL 7: T-VERDIER FRA TOUTVALGSTEST OM ULIK CAAR

	Aksje	Kombinasjon	Kontant
Aksje	-	1.007	0.641
Kombinasjon	(1.007)	-	(0.780)
Kontant	(0.641)	0.780	-

Merk: Ingen av forskjellene er signifikant på 10 prosent signifikansnivå eller lavere

Konsistent med Myers og Majluf (1984) og Hansen (1987) finner vi at selskaper noe oftere velger å gjøre rene aksjetransaksjoner når selskapets utvikling i forkant transaksjonen har vært bedre enn forventet. Forskjellene mellom de tre utvalgene er derimot ikke så klare som man skulle tro. Eksempelvis finner Faccio og Masulis (2005) og Martin (1996) signifikante forskjeller i unormal avkastning i sine studier. Våre funn antyder derfor at det kan være andre faktorer enn unormal avkastning i forkant av oppkjøpet som har en større betydning for valget av betalingsmiddel.

Under er transaksjonene delt inn i kvartiler etter CAR. Vår hypotese om at høy avkastning for kjøper i forkant av oppkjøpet gir høy sannsynlighet for Aksje, blir i noen grad underbygget, men ut ifra Tabell 8 ser CAR også ut til å ha kun begrenset forklaringskraft.

TABELL 8: KVARTILER RANGERT ETTER CAR [-200,-21]

		CAR [-200,-21]	Markeds- indeks [-200,-21]	Kjøpers EK-verdi (USDm)	Transak- sjonsverdi (USDm)	Relativ størrelse	Tobins Q	Andel Aksje	Andel Kombi	Andel Kontant
1. Kvartil	Gj.sn	43.5%	11.5%	4,559	325	16%	1.49	15%	11%	75%
	Median	35.0%	13.5%	757	48	10%	1.08			
2. Kvartil	Gj.sn	8.4%	9.3%	5,504	213	13%	1.05	5%	7%	88%
	Median	8.7%	12.3%	1,313	41	6%	0.76			
3. Kvartil	Gj.sn	(11.3%)	7.7%	6,767	235	12%	1.23	9%	10%	81%
	Median	(11.2%)	11.4%	1,342	52	7%	0.96			
4. Kvartil	Gj.sn	(43.0%)	5.9%	3,245	205	16%	1.36	10%	14%	76%
	Median	(38.0%)	10.2%	659	44	7%	1.04			

Andelen for betaling med aksjer i første kvartil for CAR er 15 prosent av alle oppgjørene, mens den i fjerde kvartil har en aksjeandel på 10 prosent. Forskjellen kan dermed ikke sies å være vesentlig. Ellers ser vi heller ingen spesiell sammenheng mellom CAR og Relativ størrelse, Transaksjonsverdi, Tobins Q eller Kjøpers EK-verdi, men CAR korrelerer til en viss grad positivt med markedets avkastning i forkant av oppkjøpet.

Våre analyser tyder altså på at økt CAR øker sannsynligheten noe for å utstede aksjer kontra alternative betalingsmidler, konsistent med hva vi trodde på forhånd. Videre gir redusert CAR økt sannsynlighet for å velge Kombinasjon. På bakgrunn av at våre funn over ikke er signifikante vil vi derimot *ikke forkaste* vår hovedhypotese om at utviklingen i kjøpers aksjekurs i forkant av et oppkjøp ikke har betydning for valg av betalingsform i transaksjonen.

5.2.2 Markedsindeks

Fra den deskriptive statistikken (Tabell 4) så vi at aksjetransaksjoner i snitt hadde opplevd en høyere markedsavkastning i forkant av kunngjøring enn de to andre betalingsalternativene (13,4 prosent mot henholdsvis 8,4 og 8,0 prosent). Logit-modellen viser tilsvarende, ved at økt markedsavkastning gir en høyere sannsynlighet for å velge Aksjer kontra Kombinasjon eller Kontant (Tabell 5). Resultatene fra logit-modellen er dog et godt stykke unna å være signifikante. Resultatene fra to-

utvalgstesten om ulik gjennomsnittlig markedsavkastning under viser også at man ikke kan fastslå at det er signifikante forskjeller mellom de tre utvalgene.

TABELL 9: T-VERDIER FRA TOUTVALGSTEST OM ULIK MARKEDSAVKASTNING

	Aksje	Kombinasjon	Kontant
Aksje	-	1.084	1.462
Kombinasjon	(1.084)	-	0.084
Kontant	(1.462)	(0.084)	-

Merk: Ingen av forskjellene er signifikante på 10 prosent signifikansnivå eller lavere

Våre funn er konsistente med Faccio og Masulis (2005), som heller ikke finner at aksjemarkedets utvikling i forkant har signifikant påvirkning på betalingsstruktur. En trolig forklaring på resultatene er, som påpekt i avsnitt 2.2.3, at i oppgangstider er også gjeld generelt mer tilgjengelig. Flere selskaper har dermed mulighet til å finansiere sine oppkjøp i ved å ta opp gjeld. Bedret tilgjengelighet på gjeld svekker sannsynligheten for bruk av aksjer. Dette fordi ledelsen oftest foretrekker kontant betaling, da aksjer er forbudt med en høyere informasjonsasymmetri enn kontanter. Ifølge Faccio og Masulis (2005) er dette grunnen til at de ikke finner signifikant sammenheng mellom markedets utvikling og valget av betalingsmiddel.

Kvartilene under, rangert etter markedsavkastning, antyder at markedets utvikling har kun begrenset forklaringskraft. Vi ser at andelen kontantoppgjør er 84 prosent i fjerde kvartil mot 78 prosent i første kvartil, hvilket med andre ord svakt kan antyde at når markedet har hatt en relativt svak utvikling i forkant av oppkjøpet velger kjøper oftere kontanter som betalingsmiddel.

TABELL 10: KVARTILER RANGERT ETTER MARKEDSAVKASTNING [-200,-21]

		CAR	Markeds-	Kjøpers	Transak-	Relativ	Tobins Q	Andel	Andel	Andel
		[-200,-21]	indeks	EK-verdi	sjonsverdi					
1. Kvartil	Gj.sn	7.1%	35.5%	5,145	268	14%	1.45	15%	7%	78%
	Median	3.9%	30.2%	946	48	8%	1.10			
2. Kvartil	Gj.sn	(1.3%)	17.5%	5,954	312	16%	1.47	8%	16%	76%
	Median	(4.4%)	17.2%	817	67	10%	1.09			
3. Kvartil	Gj.sn	(2.8%)	5.4%	5,039	238	13%	1.20	7%	11%	82%
	Median	(2.9%)	6.4%	1,085	37	7%	1.06			
4. Kvartil	Gj.sn	(5.3%)	(23.9%)	3,926	162	13%	1.01	7%	9%	84%
	Median	(4.4%)	(23.7%)	866	48	6%	0.75			

Som vi også ser fra Tabell 10 er det en positiv korrelasjon mellom markedsindeks, CAR og Tobins Q. Korrelasjonen med Tobins Q er ikke overraskende, da den er et resultat av prising i markedet.

Våre analyser viser altså at økt markedsavkastning øker sannsynligheten noe for å utstede aksjer kontra alternative betalingsmidler. Da funnene derimot ikke er signifikante vil vi *ikke forkaste* Underhypotese 1 om at markedsavkastningen i forkant av et oppkjøp ikke har betydning for valg av betalingsform.

5.2.3 Kjøpers markedsverdi av egenkapital

Kjøpers markedsverdi av egenkapital er i snitt cirka fem ganger så stor for Kontant som for Kombinasjon og Aksje (Tabell 4). Dette er mye som ventet ut fra resultatene til Faccio og Masulis (2005), der de hevder større selskaper har bedre tilgang til kontanter, både internt genererte og i form av gjeld. Resultatene fra logit-modellen viser også at økt markedsverdi av kjøpers egenkapital øker sannsynligheten for Kontant i forhold til Aksje og Kombinasjon. Sannsynligheten for Kombinasjon versus Kontant er signifikant på 10 prosent signifikansnivå.

TABELL 11: T-VERDIER FRA TOUTVALGSTEST OM ULIK MARKEDSVERDI AV EGENKAPITAL

	Aksje	Kombinasjon	Kontant
Aksje	-	0.628	(2.697)***
Kombinasjon	(0.628)	-	(3.047)***
Kontant	2.697***	3.047***	-

Merk: *** indikerer signifikante resultater på 1 prosent signifikansnivå

Resultatene fra to-utvalgstesten om ulik gjennomsnittlig markedsverdi viser klart at det er store forskjeller mellom størrelsen på selskapene i de tre utvalgene. Testen viser at selskaper som velger Kontant er større enn selskaper som har aksjer som deler av eller hele oppgjøret. Funnene kan tyde på at selskaper følger pecking-order teorien når tilstrekkelig finansiell styrke gjør dette mulig. Disse resultatene er som man ser signifikante på 1 prosent signifikansnivå. På tilsvarende signifikansnivå fant også Faccio og Masulis (2005) økt sannsynlighet for Kontant ved økt størrelse på kjøper.

TABELL 12: KVARTILER RANGERT ETTER MARKEDSVERDIEN PÅ KJØPERS EGENKAPITAL

		CAR [-200,-21]	Markeds- indeks [-200,-21]	Kjøpers EK-verdi (USDm)	Transak- sjonsverdi (USDm)	Relativ størrelse	Tobins Q	Andel Aksje	Andel Kombi	Andel Kontant
1. Kvartil	Gj.sn	(0.1%)	8.8%	17,356	522	4%	1.46	2%	2%	95%
	Median	(1.9%)	11.7%	11,009	135	1%	1.14			
2. Kvartil	Gj.sn	(4.6%)	10.5%	1,948	244	9%	1.13	5%	7%	89%
	Median	(2.0%)	13.1%	1,666	73	5%	0.73			
3. Kvartil	Gj.sn	(1.3%)	6.1%	572	155	15%	1.17	5%	7%	88%
	Median	(4.5%)	10.5%	568	48	9%	0.85			
4. Kvartil	Gj.sn	3.7%	9.0%	120	58	29%	1.37	26%	25%	49%
	Median	(0.7%)	12.7%	113	23	20%	1.05			

Fra tabellen over ser vi at en klar overvekt av aksje- og kombinasjonstransaksjonene ligger i fjerde kvartil når hele utvalget deles inn i kvartiler etter markedsverdien på kjøpers egenkapital. Andelen Kontant på hele 95 prosent i første kvartil faller til 49 prosent i fjerde kvartil. 64 prosent av samtlige aksje- og kombinasjonstransaksjoner finner vi i fjerde kvartil. Vi kan også, som forventet, se at det er en positiv sammenheng mellom størrelsen på kjøper og størrelsen på transaksjonen og at det er en negativ sammenheng mellom størrelsen på kjøper og oppkjøpets relative størrelse. Forholdene kan sies å være naturlige ettersom de små selskapene ikke har finansiell styrke til større transaksjoner, og samtidig gjerne foretar store oppkjøp i forhold til egen markedsverdi.

Analysene underbygger vår teori om at store selskaper foretrekker å benytte kontanter som betalingsmiddel i et oppkjøp, konsistent med pecking order-terorien. Større selskaper er ofte mer modne selskaper, med høye frie kontantstrømmer. En annen mulig forklaring er at større selskaper har bedre tilgang på gjeld. Funnene over gjør at vi kan *forkaste* vår Underhypotese 2 om at det ikke er en sammenheng mellom kjøpers størrelse og valg av betalingsmiddel.

5.2.4 Transaksjonsverdi

Den gjennomsnittlige aksjetransaksjonen er i overkant av dobbelt så stor som for Kombinasjon og Kontant. Denne størrelsen er imidlertid drevet opp av et fåtall store aksjetransaksjoner², slik at dersom man ser på medianverdiene i den deskriptive statistikken er det små forskjeller mellom de tre utvalgene. Faccio og Masulis (2005) påpeker ikke dette aspektet, og deres utvalg viser at aksjetransaksjonene er relativt

² Hydros oppkjøp av Saga Petroleum i 1999 (USDm 5.062), og Telias oppkjøp av Sonera i 2002 (USDm 8.695).

store både i snitt og i median (henholdsvis 17 ganger og 4 ganger større enn for kontant). En trolig forklaring på forskjellene mellom vårt utvalg og Faccio og Masulis' utvalg er at skandinaviske oppkjøp er relativt små i forhold til resten av Europa. Gjennomsnittlig transaksjonsverdi i deres utvalg var USDm 578 mot USDm 245 i vårt utvalg. Logit-modellen viser også at sannsynligheten for Aksje øker relativt til de to andre alternativene. Resultatene er dog ikke signifikante (p-verdi fra 0,478 og høyere).

TABELL 13: T-VERDIER FRA TO-UTVALGSTEST OM ULIK TRANSAKSJONSVERDI

	Aksje	Kombinasjon	Kontant
Aksje	-	1.403	2.354**
Kombinasjon	(1.403)	-	(0.392)
Kontant	(2.354)**	0.392	-

Merk: ** indikerer signifikante resultater på 5 prosent signifikansnivå

Resultatene fra to-utvalgstesten om ulik transaksjonsverdi viser også at Aksje i snitt har høyere transaksjonsverdi enn Kombinasjon og Kontant. Resultatene for Aksje kontra Kontant ser vi er signifikante på 5 prosent signifikansnivå. Resultatene er nok en gang påvirket av de to store aksjetransaksjonene, men med bakgrunn i hva Faccio og Masulis (2005) fant, samt det faktum at de største transaksjonene som regel involverer aksjer, kan vi antyde en relativt klar trend. Vi kan dermed også trekke paralleller til konklusjonene til Hansen (1987) som viste at økt transaksjonsverdi reduserte sannsynligheten for Kontant, som følge av at informasjonsasymmetrien mellom partene vedrørende målselskapets verdi øker. Betaling i form av aksjer gjør dermed at selgende aksjonærer må bære deler av risikoen for at oppkjøpet er overpriset. Resultatene var i Hansens studie også signifikante på 5 prosent nivå.

TABELL 14: KVARTILER RANGERT ETTER DEN TOTALE TRANSAKSJONSVERDIEN

		Markeds- Kjøpers			Transak- sjonsverdi (USDm)	Relativ		Andel Aksje	Andel Kombi	Andel Kontant
		CAR [-200,-21]	indeks [-200,-21]	EK-verdi (USDm)		størrelse	Tobins Q			
1. Kvartil	Gj.sn	3.9%	13.4%	8,429	835	23%	1.43	11%	14%	75%
	Median	3.8%	15.4%	3,388	425	17%	0.83			
2. Kvartil	Gj.sn	(4.1%)	5.4%	5,275	99	15%	1.12	7%	5%	89%
	Median	(4.5%)	8.8%	890	91	9%	0.78			
3. Kvartil	Gj.sn	(5.0%)	8.3%	4,202	30	11%	1.36	7%	12%	80%
	Median	(3.1%)	11.6%	484	28	6%	1.09			
4. Kvartil	Gj.sn	2.8%	7.3%	2,147	12	8%	1.22	13%	11%	76%
	Median	1.7%	11.9%	618	12	2%	1.06			

Fra Tabell 14 over ser vi ingen klare forskjeller i andel av betalingsmiddel når man rangerer hele utvalget etter transaksjonsverdi. Faktisk er andelen aksjer noe større for fjerde kvartil (13 prosent) enn i første kvartil (11 prosent). Vi ser videre at transaksjonsverdi korrelerer positivt med markedsverdien av kjøpers egenkapital og den relative størrelsen på oppkjøpet. Disse sammenhengene drar andelene i hver sin retning. At de store oppkjøpene blir gjort av større selskaper reduserer andelen aksjetransaksjoner for første kvartil ettersom vi i 5.2.3 fant at kjøpers størrelse har betydning for valg av betalingsmiddel. Høyere relativ størrelse i de øvre kvartilene vil dra opp andelen Aksje i disse kvartilene, da høyere relativ størrelse øker sannsynligheten for å velge Aksje (se avsnitt 5.2.5).

Funnene tyder på at det er en sammenheng mellom transaksjonsverdi og valg av betalingsmiddel. Det faktum at de store selskapene også gjør de store oppkjøpene ser derimot ut til å svekke sammenhengen mellom transaksjonsverdi og betalingsmiddel. Dette fordi større selskaper oftere velger Kontant. I og med at to-utvalgstesten viser signifikante resultater velger vi å *forkaste* Underhypotese 3 om at transaksjonsverdi ikke har betydning for valg av betalingsmiddel i transaksjonen.

5.2.5 Relativ størrelse

I vårt utvalg er den gjennomsnittlige relative størrelsen på transaksjonen omtrent tre ganger høyere for Aksje (34,9 prosent) og Kombinasjon (27,0 prosent) enn for Kontant (10,1 prosent). Fra logit-modellen ser vi at økt relativ størrelse klart øker sannsynligheten for Aksje og Kombinasjon relativt til Kontant, og disse funnene er signifikante på 1 prosent signifikansnivå. Sannsynligheten for Aksje øker også i forhold til Kombinasjon når relativ størrelse øker, men denne sannsynligheten er dog ikke signifikant. Resultatene er i samsvar med hva Faccio og Masulis (2005) fant for europeiske oppkjøp og funn gjort av Zhang et al. (u.å.) i det britiske markedet. Et paradoks er at Martin (1996) i sin studie av amerikanske oppkjøp ikke fant at relativ størrelse var av signifikant betydning, noe som kan tyde på forskjeller mellom variabelens betydning mellom det europeiske og amerikanske markedet.

TABELL 15: T-VERDIER FRA TOUTVALGSTEST OM ULIK RELATIV STØRRELSE

	Aksje	Kombinasjon	Kontant
Aksje	-	1.604	10.390***
Kombinasjon	(1.604)	-	7.433***
Kontant	(10.390)***	(7.433)***	-

Merk: *** indikerer signifikante resultater på 1 prosent signifikansnivå

Resultatene fra to-utvalgstesten om ulik gjennomsnittlig relativ størrelse for de tre utvalgene viser et tilsvarende bilde, hvor relativ størrelse for Aksje og Kombinasjon er signifikant høyere enn for Kontant. Tilsvarende resultater fikk Zhang et al. (u.å.) og Faccio og Masulis (2005).

TABELL 16: KVARTILER RANGERT ETTER DEN TRANSAKSJONENS RELATIVE STØRRELSE

		CAR [-200,-21]	Markeds- indeks [-200,-21]	Kjøpers EK-verdi (USDm)	Transak- sjonsverdi (USDm)	Relativ størrelse	Tobins Q	Andel Aksje	Andel Kombi	Andel Kontant
1. Kvartil	Gj.sn	0.1%	10.4%	953	544	40%	1.22	26%	20%	54%
	Median	(4.1%)	13.8%	247	151	33%	0.78			
2. Kvartil	Gj.sn	1.3%	10.3%	1,725	224	12%	1.30	8%	14%	78%
	Median	(0.3%)	12.7%	468	63	12%	1.05			
3. Kvartil	Gj.sn	0.4%	5.8%	3,845	149	4%	1.27	3%	5%	92%
	Median	(0.0%)	10.2%	1,137	42	4%	0.96			
4. Kvartil	Gj.sn	(4.1%)	7.9%	13,497	62	1%	1.34	1%	2%	97%
	Median	(3.2%)	11.3%	5,671	21	1%	1.17			

Merk: Relativ størrelse = (Transaksjonsverdi / (Transaksjonsverdi + Markedsverdi av kjøpers egenkapital i forkant av oppkjøpet))

Som vi ser fra Tabell 16 over er det en klart større andel Aksje og Kombinasjon i første kvartil enn i de andre kvartilene. Hele 58 prosent av samtlige aksje- og kombinasjonstransaksjoner finner man i det øverste kvartilet. Det er også, som forventet, en klar negativ korrelasjon mellom relativ størrelse og markedsverdien av kjøpers egenkapital, noe som har sammenheng med at vi i 5.2.3 i viste at store selskaper oftere betaler i form av kontanter.

Våre analyser bekrefter at jo større den relative størrelsen på oppkjøpet er jo mer tilbøyelig er kjøper til å bruke aksjer som hele, eller en del av betalingen. Dette støtter Hansens (1987) hypotese om at finansiering i form av aksjer er mer sannsynlig når kjøpers informasjonsasymmetri, med tanke på målselskapets verdi, øker. Dette til tross for at stor relativ størrelse fører til en betydelig utvanning dersom aksjer utstedes.

Sjansen for at man mister kontrollerende eierandel er da større, men likevel velger selskapene å utstede aksjer. Dette tyder på at eksisterende aksjonærer velger å godta betraktelig utvanning på grunn av informasjonsasymmetrien. En annen mulig forklaring til at aksjeelementet i vederlaget øker når relativ størrelse øker, er at kjøper mangler finansiell styrke til å gjøre et rent kontantoppkjøp, eksempelvis ved ikke å ha tilfredsstillende sikkerhet for å kunne ta opp tilstrekkelig gjeld.

Funnene presentert over gjør at vi kan *forkaste* Underhypotese 4 om at transaksjonens relative størrelse ikke har en betydning for valg av betalingsmiddel i transaksjonen.

5.2.6 Tobins Q

Fra den deskriptive statistikken (Tabell 4) ser vi at selskaper som foretar kontanttransaksjoner har hatt en noe lavere Tobins Q enn for Aksje og Kombinasjon, samt at den i snitt er høyere for Aksje enn Kombinasjon. Dette er i tråd med teorien om at ledelsen ønsker å betale med kontanter dersom selskapet har moderate fremtidige vekstmuligheter, og dermed lavt/normalt priset i markedet relativt til bokførte eiendeler. Resultatene fra logit-modellen viser signifikant økning i sannsynligheten for Kombinasjon og Aksje i forhold til Kontant når Tobins Q stiger. Resultatene er i modellen signifikante på 1 prosent signifikansnivå.

TABELL 17: T-VERDIER FRA TOUTVALGSTEST OM ULIK TOBINS Q

	Aksje	Kombinasjon	Kontant
Aksje	-	0.384	2.522**
Kombinasjon	(0.384)	-	2.054**
Kontant	(2.522)**	(2.054)**	-

Merk: ** indikerer signifikante resultater på 5 prosent signifikansnivå

Videre viser resultatene fra to-utvalgstesten også signifikante forskjeller i Tobins Q mellom utvalgene, her på 5 prosent signifikansnivå. Både Faccio og Masulis (2005) og Martin (1996) finner i sine studier liknende signifikante funn på 1 prosent signifikansnivå. Andelen for hvert betalingsmiddel fra kvartilene i Tabell 18 understøtter til en viss grad argumentet om at en lav Tobins Q øker sannsynligheten for betaling i form av kontanter. Første kvartil har en kontantandel på 74 prosent, mens den stiger til 83 prosent for fjerde kvartil.

TABELL 18:KVARTILER RANGERT ETTER TOBINS Q

		CAR [-200,-21]	Markeds- indeks [-200,-21]	Kjøpers EK-verdi (USDm)	Transak- sjonsverdi (USDm)	Relativ størrelse	Tobins Q	Andel Aksje	Andel Kombi	Andel Kontant
1. Kvartil	Gj.sn	(2.8%)	15.7%	8,271	209	11%	2.78	11%	15%	74%
	Median	(4.7%)	17.5%	1,028	41	6%	2.23			
2. Kvartil	Gj.sn	0.9%	8.1%	4,610	217	12%	1.25	11%	8%	80%
	Median	1.1%	11.7%	768	35	7%	1.21			
3. Kvartil	Gj.sn	0.3%	7.8%	3,617	288	14%	0.73	5%	12%	83%
	Median	(0.7%)	11.7%	1,024	67	8%	0.71			
4. Kvartil	Gj.sn	(0.7%)	2.9%	3,544	266	20%	0.36	11%	7%	83%
	Median	(2.5%)	7.0%	856	65	9%	0.39			

Merk: Tobins Q = (Markedsverdi egenkapital + bokført verdi av gjeld 31.12 året før kunngjøring) / Bokførte eiendeler 31.12 året før kunngjøring

Som vi også har sett tidligere er det en korrelasjon mellom Tobins Q og markedsavkastningen, noe som er naturlig i og med at Tobins Q i snitt øker når det er en positiv utvikling i aksjemarkedet. Imidlertid bekrefter ikke kvartilene en eventuell sammenheng med CAR. Dette er noe overraskende da en skulle tro at CAR er et resultat av at markedet over tid har endret sitt syn på selskapets vekstpotensial, der høy Tobins Q ofte er assosiert med høye fremtidige vekstmuligheter. Det er derfor noe overraskende å se denne positive sammenhengen, da det er nærliggende å tro at store selskaper gjerne er mer modne og dermed har lavere fremtidige vekstmuligheter.

Analyser viser at selskaper med moderate fremtidige vekstmuligheter og dermed moderat relativ prising har en lavere tilbøyelighet til å benytte aksjer som vedlag i oppkjøpstransaksjoner. Vi velger derfor å *forkaste* Underhypotese 5 om at det ikke er en sammenheng mellom Tobins Q i forkant av oppkjøpet og valg av betalingsmiddel i transaksjonen.

5.3 Sammenligning av funn med tidligere empiriske studier

Til slutt vil vi sammenligne våre funn med tidligere empiriske studier. Tabell 19 på neste side viser at sammenhengene funnet i lignende studier, i hovedsak ser ut til å være gjeldende også for vår utredning. Den største forskjellen ligger i at vi ikke finner noen signifikant sammenheng mellom valg av betalingsmiddel og selskapets unormale avkastning i forkant av oppkjøpet.

TABELL 19: SAMMENLIGNING AV VÅRE FUNN MED TIDLIGERE EMPIRISKE STUDIER

	Våre funn		Faccio og Masulis (2005)	Martin (1996)	Zhang, Wang og Jones
Marked analysert:	Norge og Sverige	13 europeiske land	USA	USA	Storbritannia
Kumulativ unormal avkastning (CAR)	Ingen signifikante resultater at økt CAR øker sann. for noen av betalingsmidlene	Økt CAR øker sann. for Aksje (signifikant på 1-10 % sign.nivå)	Økt CAR øker sann. for Aksje (signifikant på 10 % sign.nivå)	N/A	N/A
Markedsavkastning	Ingen signifikante resultater at økt markedsavk. øker sann. for noen av bet.midlene	Ingen signifikante resultater at økt markedsavk. øker sann. for noen av bet.midlene	Økt markedsavkastning øker sann. for Aksje (signifikant på 5 % sign.nivå)	N/A	N/A
Kjøpers størrelse	Økt størrelse øker sann. for Kontant (signifikant på 1-10 % sign.nivå)	Økt størrelse øker sann. for Kontant (signifikant på 1 % sign.nivå) ¹	N/A	N/A	N/A
Transaksjonsverdi	Økt tra.verdi øker sann. for Aksje (signifikant på 5 % sign.nivå)	Snitt aksje.trans. 17 ganger høyere enn for kontanttrans. (ikke testet for signifikans)	Økt tra.verdi reduserer sann. for Aksje (signifikant på 5 % sign.nivå)	N/A	N/A
Transaksjonens relative størrelse	Økt relativ størrelse øker sann. for Aksje og Komb. (signifikant på 1 % sign.nivå)	Økt relativ størrelse øker sann. for Aksje og Komb. (signifikant på 1 % sign.nivå)	Ingen signifikante resultater at økt relativ størrelse øker sann. for noen av betalingsmidlene	Økt relativ størrelse øker sann. for Aksje og Komb. (signifikant på 1 % sign.nivå)	Økt relativ størrelse øker sann. for Aksje og Komb. (signifikant på 1 % sign.nivå)
Tobins Q	Økt Tobins Q øker sann. for Aksje og Komb. (signifikant på 1-5 % sign.nivå)	Økt Tobins Q øker sann. for Aksje og Komb. (signifikant på 1 % sign.nivå)	Økt Tobins Q øker sann. for Aksje (signifikant på 1 % sign.nivå)	Økt Tobins Q øker sann. for Aksje (signifikant på 1 % sign.nivå)	Økt Tobins Q øker sann. for Aksje og Komb. (signifikant på 1 % sign.nivå)

Merk 1): Faccio og Masulis måler kjøpers størrelse i form av bokført verdi av eiendeler

6. Oppsummering og konklusjon

6.1 Svakheter ved oppgaven og forslag til videre studier

Gjennom vårt arbeid har det dukket opp spørsmål og problemer av varierende art. Enkelte kan potensielt ha implikasjoner for resultatet av analysen, og de er derfor viktig å være oppmerksomme på. I dette avsnittet vil vi greie ut om potensielle svakheter ved oppgaven og komme med forslag til videre studier.

6.1.1 Utvalgets størrelse

Som ved alle empiriske studier, er vår analyse begrenset av tilgangen på datamateriale. Selv om studien tar for seg et omfattende utvalg av norske og svenske oppkjøpstransaksjoner over en periode på 11 år, reduserer kravet om børslisting, historisk prisinformasjon og andre avgrensninger utvalget fra 2.415 til 490 transaksjoner. Når utvalget videre er delt opp basert på betalingsmiddel kan enkelte av underutvalgene, som for aksje- og kombinasjonstransaksjoner, bli i minste laget. Det at noen av underutvalgene er små svekker styrken av de statistiske testene vi har gjennomført. En mulighet for å gripe an problemet kunne vært å utvide tidshorisonten til også å omfatte tidligere oppkjøp, eventuelt kunne også andre land, som Danmark og Finland, vært inkludert i studien.

6.1.2 Andre variabler som påvirker avkastning

I utredningen har vi brukt mye tid på analyse av kjøpernes kumulative unormale gjennomsnittlige avkastning i forkant av transaksjonene i forhold til betalingsmiddelet brukt. I tillegg er oppgaven utvidet til å omfatte et utvalg andre potensielle determinanter for valget av betalingsmiddel. Det er derimot høyst sannsynlig flere faktorer som har innvirkning for valget av betalingsmiddel i de ulike transaksjonene. Dette er noe vi på det sterkeste vil anbefale videre studier å belyse.

6.1.3 Forslag til videre studier

Gjennom vårt arbeid har vi kommet over en rekke problemstillinger som kunne vært interessante å belyse for å styrke oppgaven ytterligere. På grunn av oppgavens omfang, og vårt valg av fokusområde, har vi begrenset oss til problemstillingen og hypotesene skissert i Kapittel 2.

Først og fremst er det andre faktorer og karakteristika i forkant av oppkjøpet som kan påvirke valget av betalingsmiddel. Ved ytterligere forskning ville vi inkludert flere variabler, og analysert om det er en sammenheng mellom disse og valget kjøpende selskap står overfor. Listen over mulige variabler som kan analyseres er lang, men fra tidligere studier har man funnet en signifikant sammenheng mellom eierskapskonsentrasjon, kjøpers finansielle styrke (eksempelvis gjeldsgrad), om målselskapet er børslistet og om selskapene er fra samme bransje eller land (Faccio og Masulis, 2005). Videre kan det i tillegg være interessant med en vurdering av eierskap hos ledelsen og graden av kontroll for største eier.

Det kan også være interessant å analysere utviklingen i regnskapsstørrelser i forkant av oppkjøp i tillegg til aksjekursutvikling. En mulighet er å analysere utviklingen i driftsresultat, driftsmarginer eller avkastning på sysselsatt kapital. Tidligere studier (Healy et al., 1997) indikerer at på lengre sikt reflekterer ikke utviklingen i driftsresultat utviklingen i aksjemarkedet. Dette impliserer at mangelen på unormal avkastning ikke nødvendigvis er effisient. På grunn av vårt relativt omfattende datamateriale har vi valgt å ikke gjøre en slik analyse i denne oppgaven, og overlater dette til fremtidige studier.

6.2 Konklusjon

I vår utredning har vi studert markeds-, transaksjons- og selskapsspesifikke karakteristikas påvirkning på av valg betalingsmiddel i oppkjøpstransaksjoner ved å analysere 490 norske og svenske transaksjoner i perioden 1999-2009. Våre funn viser at avkastning i forkant av oppkjøpet, både i form av selskapets unormale avkastning og avkastningen i markedet i sin helhet bare har begrenset forklaringskraft for valg av betalingsmiddel. Resultatene her skiller seg her noe fra tidligere empiri, eksempelvis finner Martin (1996) at høy markeds- og selskapsavkastning øker sannsynligheten for at ledelsen velger å utstede aksjer som deler av eller hele vederlaget.

Vi finner at andre faktorer viser seg å være langt mer betydningsfulle enn avkastning i forkant av oppkjøpet. Størst sammenheng er det mellom oppkjøpets relative størrelse og betalingsform. Relativt store oppkjøp har en signifikant større sannsynlighet for å bli betalt med nye aksjer enn mindre oppkjøp, noe som er konsistent med Hansens (1987) hypotese om at finansiering i form av aksjer er mer sannsynlig når kjøpers informasjonsasymmetri, med tanke på målselskapets verdi, øker. Videre viser våre

analyser, som forventet, at store selskaper i større grad finansierer sine oppkjøp ved kontanter. Dette er trolig grunnet at disse selskapene er modne og har store frie kontantstrømmer samt større tilgang på gjeld i bank- og obligasjonsmarkedet. Vi observerer også at økt transaksjonsverdi øker ledelsens tilbøyelighet til å utstede aksjer. Til slutt finner vi gjennom våre analyser at selskaper med høye fremtidige vekstmuligheter har en større tilbøyelighet for å utstede aksjer, noe som kan tolkes som at eksempelvis ledelsen ønsker å dra nytte av informasjonsfordeler.

Tabellen under viser en oppsummering av hypotesene vi har testet gjennom våre analyser:

TABELL 20: OPPSUMMERING AV HYPOTESER

		Støttes:	Forkastes:
Hovedhypotese	Utviklingen i kjøpers aksjekurs i forkant av et oppkjøp har ingen betydning for valget av betalingsmiddel	✓	
Underhypotese 1	Aksjemarkedets utvikling i forkant av oppkjøpet har ingen betydning for valget av betalingsmiddel	✓	
Underhypotese 2	Kjøpers størrelse har ingen betydning for valget av betalingsmiddel		✓
Underhypotese 3	Transaksjonsverdien har ingen betydning for valget av betalingsmiddel		✓
Underhypotese 4	Oppkjøpets relative størrelse har ingen betydning for valget av betalingsmiddel		✓
Underhypotese 5	Kjøpers fremtidige vekstmuligheter, representert ved Tobins Q, har ingen betydning for valget av betalingsmiddel		✓

Litteraturliste

Asquith, P., Bruner, R.F. og Mullins, D.W. (1983): "The Gains to Bidding Firms from Merger", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, s. 121-139.

Asquith, P. og Mullins, D.W. (1986): "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, s. 61-89.

Barber, B.M. og Lyon, J.D. (1997): "Detecting long run abnormal stock return: The empirical power and specification of test statistics", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, s. 341-372.

Ben-Akiva, M. og Lerman, S. (1985): "Discrete Choice Analysis: Theory and application to Travel Demand". Cambridge: MIT Press.

Binder, J. J., (1998): "The event study methodology since 1969", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 11, s. 111-137

Brav, A. (2000): "Inferences in long-horizon event studies: A Bayesian approach with applications to initial public offerings", *Journal of Finance*, Vol. 55, s. 1979-2016.

Brealey, R., Myers, S.C. og Allen, F. (2008): "Principles of Corporate Finance", 9th ed., New York: McGraw-Hill/Irwin.

Brown, S.J. og Warner, J.B. (1985): "Using daily stock returns: The case of event studies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, s. 205-258.

Campbell, C.J. og Wasley, C.E. (1993): "Measuring security price performance using daily NASDAQ returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, s. 73-92

Copeland, T., Weston, F. og Shastri, K. (2005): "Financial Theory and Corporate Policy", 4. Utgave, USA: Pearson Education Inc.

Dodd, P. og Ruback, R. (1977): "Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, s. 351-373

Eckbo, B.E. og Thorburn, K.S. (2000): "Gains to bidders firms revisited: Domestic and foreign acquisitions in Canada", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, s. 1-25

Faccio, M. og Lang, L.H.P. (2002): "The ultimate ownership of western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, s. 365-395.

Faccio, M. og Masulis, R.W. (2005): "The choice of payment method in European mergers and acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 60, s. 1345-1388

Fishman, M.J. (1989), "Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 44(1), s. 41-57.

Franks, M. og Goyal, V. (2003): "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 67(2), s. 217-248.

Graham, J.R. og Harvey, C.R. (2001): "The theory and practice of corporate finance: Evidence from the fields", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, s. 187-243.

Gregory, A. (1997): "An Examination of the Long Run Performance of UK Acquiring Firms", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 24, s. 971-1002.

Grullon, G., Michaely, R. og Swary, I. (1997): "Capital Adequacy, Bank Mergers and the Medium of Payment", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, s. 97-124.

Hansen, R. G., (1987): "A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions", *Journal of Business*, Vol. 60, s. 75-95.

Harris, M. og Raviv, A. (1991): "The Theory of Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. 46(1), s. 297-355.

Healy, P.M., Palepu, K.G. og Ruback, R.S. (1997): "Which takeovers are profitable? Strategic or financial?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, s. 135-175.

Ivashina, V. og Scharfstein, D. (2009): "Bank Lending During the Financial Crisis of 2008", EFA 2009 Bergen Meetings Paper

Jarrell, G. og Bradley, M. (1980): "The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers", *Journal of Law and Economics*, Vol. 23, s. 371-407.

Jarrell, G.A. og Poulsen, A.B. (1989): "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers – Evidence from 3 Decades", *Financial Management*, Vol. 18, s. 12-19.

Kummer, D. og Hoffmeister, J. (1978): "Valuation consequences of cash tender offers", *Journal of Finance*, Vol. 33, s. 505-516.

Long, J. S., (1997): "Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables", Sage Publications

- MacKinlay, C. A. (1997): "Event Studies in Economics and Finance." *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, s. 13-39.
- Martin, K.J. (1996): "The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership", *Journal of Finance*, Vol. 51, s. 1227-1246.
- Martin, K.J. og McConnel, J. (1991): "Corporate Performance, Corporate Takeovers, Management Turnover", *Journal of Finance*, Vol. 46-2, s. 671-687
- Martynova, M. og Renneboog, L., (2006): "Mergers and Acquisitions in Europe", *Finance Working Paper N° 114/2006*
- Masulis, R. og Korwar, A. (1986): "Seasoned Equity Offerings: An Empirical Investigation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, s. 91-118.
- McWilliams, A. og Siegel, D., (1997): "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues", *Academy of Management Journal*, Vol. 40(3), s. 626-657.
- Mikkelsen, W. og Partch, M. (1986): "Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, s. 31-60.
- Mitchell, M. og Mulherin, J.H. (1996): "The impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, s. 193-229.
- Moore, G.H. (1980): "Business Cycles, Inflation, and Forecasting, National Bureau of Economic Research Studies in Business Cycles", Vol. 24, Ballinger Publishing Company.
- Myers, S.C. og Majluf, N.S (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have", *NBER Working Paper No. 1396*.
- Nelson, R. R., (1959): "The Economics of Invention: A Survey of the Literature," *Journal of Business*, University of Chicago Press, Vol. 32.
- Ritter, J.R. (1991): "The long-run performance of initial public offerings", *Journal of Finance*, Vol. 46, s. 3-27
- Shleifer, A. og Vishny, R.W. (2003): "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, s. 295-311.
- Stulz, R.M. (1988): "Managerial control of voting rights", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, s. 25-54

Sudarsanam, P.S. (1995): "The Essence of Mergers and Acquisitions", Prentice Hall International (UK) Limited.

Travlos, G.N. (1987): "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns", Journal of Finance, Vol. 42, s. 943-963.

Vaihekoski, M., (2009): "A Note on the Calculation of the Risk Free Rate for Tests of Asset Pricing Models", Working Paper, Turku School of Economics.

Vasconcellos, G.M. og Kish, R.J. (1998): "Cross-border Mergers and Acquisitions: the European – US Experience", Journal of Multinational Financial Management, Vol. 8, side 431-450.

Zhang, P. (2003): "What really determines the payment methods in M&A deals", Working paper, Manchester School of Management.

Zhang, P., Wang, P. og Jones, T. (u.å.): "What Determine Payment Methods in Megers and Acquisitions", Working paper, Manchester School of Management.

Appendiks A: Endelig utvalg etter betalingsmiddel

A1. Aksje

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.		Relativ str	Markeds		Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)		avk	CAR	
1	10.05.1999	Norsk Hydro	Sage Petroleum	Nor	5,062	9,040	36%	(13.4%)	27.6%	0.56
2	16.06.2005	Andvord Tybring Gjedde	Anvord	Nor	47	56	46%	22.8%	3.1%	0.69
3	13.12.2005	Fast Search And Transfer	Opticom	Nor	408	981	29%	19.8%	38.7%	6.33
4	28.03.2006	Petroleum Geo Services	PGS	Nor	640	2,410	21%	30.7%	(4.7%)	1.42
5	29.01.2007	Dof	Dofcon	Nor	198	900	18%	8.1%	16.7%	0.53
6	30.07.2007	Tgs-Nopec Geophs.	Wavefield	Nor	1,075	2,192	33%	31.8%	(36.3%)	3.28
7	19.09.2008	Inmeta	Exense Consulting	Nor	17	40	30%	(11.2%)	(56.4%)	1.48
8	25.08.2009	Det Norske Oljeselskap	Aker Exploration	Nor	169	209	45%	24.2%	(4.7%)	1.04
9	16.11.2009	Ringerikes Sparebank	Gran Sparebank	Nor	74	11	87%	51.9%	44.9%	0.01
10	21.12.1999	Ratos	Xlent Consulting	Sve	29	50	37%	45.6%	(0.3%)	0.09
11	15.03.2000	Modern Times	TV 1000 Sverige	Sve	133	745	15%	70.7%	34.0%	1.45
12	09.11.2000	Elanders	Novum Grafiska	Sve	7	168	4%	(13.6%)	(66.7%)	0.84
13	12.11.2001	Tele2	FORA Telecom	Sve	80	764	9%	(29.3%)	6.4%	0.17
14	20.12.2001	Lbi International	Lost Boys	Sve	19	31	38%	(4.8%)	134.3%	0.17
15	26.03.2002	Teliasonera	Sonera	Sve	8,695	9,820	47%	(4.4%)	(50.2%)	0.83
16	10.06.2003	Modern Times	Metro Int.	Sve	148	176	46%	(7.1%)	80.0%	0.27
17	24.11.2003	Proact It Group	Dimension	Sve	6	26	19%	29.2%	131.4%	0.42
18	09.03.2004	Freetel	Emoon Comm.	Sve	8	1	91%	36.0%	(0.7%)	0.09
19	16.04.2004	Volvo	Scania	Sve	823	4,107	17%	26.8%	(18.2%)	0.13
20	30.04.2004	Sectra	Mamea Imaging	Sve	7	228	3%	31.8%	1.2%	3.52
21	06.05.2004	Sigma	RKS	Sve	12	52	19%	27.3%	67.1%	0.82
22	02.06.2004	Venue Retail Group	Sko City	Sve	7	65	10%	13.3%	83.2%	0.85
23	01.11.2004	Scania	Ainax	Sve	999	1,604	38%	6.6%	(5.0%)	0.11
24	11.11.2004	Addnode	Technia	Sve	16	14	53%	1.6%	(42.2%)	0.13
25	17.02.2005	Aspiro	Schibsted Mobile	Sve	27	46	37%	12.5%	72.4%	1.37
26	13.04.2005	Telelogic	Focal Point	Sve	15	364	4%	15.2%	(4.5%)	0.87
27	08.08.2005	Meda	Meda Pharma	Sve	926	636	59%	20.9%	41.8%	3.34
28	24.02.2006	Sigma	Sigma Meteorit	Sve	8	140	5%	23.1%	(68.0%)	1.99
29	21.03.2006	Lbi International	Framfab	Sve	236	147	62%	24.2%	18.7%	1.11
30	24.04.2006	Pricer	Eldat Comm.	Sve	40	111	27%	25.0%	40.1%	3.85
31	01.05.2006	Addnode	Ida Infront	Sve	7	74	9%	21.1%	(5.2%)	0.64
32	29.05.2006	Lundin Mining	Valkyries Petr.	Sve	686	194	78%	21.6%	75.8%	3.28
33	01.09.2006	Scribona	Carl Lamm	Sve	61	6	91%	2.0%	(4.1%)	0.01
34	12.01.2007	D Carnegie & Co	Max Matthiessen	Sve	121	1,457	8%	6.9%	(64.4%)	0.24
35	12.03.2007	Semcon	IVM Automotive	Sve	47	165	22%	27.4%	(15.2%)	1.73
36	21.03.2007	A-Com	Spits	Sve	13	17	44%	24.5%	(44.6%)	1.07
37	29.03.2007	Gexco	MoMin	Sve	19	27	42%	28.0%	(123.7%)	3.78
38	04.06.2007	Opcon	Svensk Rokgas.	Sve	12	140	8%	29.3%	(31.0%)	3.73
39	11.06.2007	Hexagon	Hexpol	Sve	215	207	51%	26.3%	(11.4%)	1.65
40	08.08.2007	Seb	Aironett	Sve	10	22,461	0%	19.0%	(9.9%)	0.08
41	20.12.2007	Beijer Electronics	Westermo	Sve	33	134	20%	(2.6%)	(16.4%)	2.00
42	09.04.2008	Opus Prodox	SysTech Int.	Sve	42	24	64%	(29.8%)	(39.2%)	0.37
43	10.11.2008	Peab	Peab Industri	Sve	730	616	54%	(31.7%)	(27.3%)	0.26
44	04.02.2009	Vitrolife	MediCult	Sve	88	61	59%	(37.9%)	34.7%	1.51
45	23.02.2009	Orexo	PharmaKodex	Sve	9	103	8%	(38.8%)	81.8%	1.14
46	26.06.2009	Fastighets Balder	Din Bostad	Sve	626	89	88%	(6.3%)	32.7%	0.09
47	07.12.2009	Know It	Endero Oy	Sve	13	121	10%	56.7%	35.0%	0.80

A2. Kombinasjon

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans. verdi		Relativ str	Markeds avk		Tobins Q
					(USDm)	(USDm)		CAR	(%)	
48	03.11.1999	Storebrand	Delphi Forvaltning	Nor	20	2,108	1%	22.2%	(51.3%)	0.13
49	28.02.2000	Atea	Avenir	Nor	353	1,442	20%	18.5%	32.3%	2.47
50	13.07.2001	Hafslund	Vattenfall Norge	Nor	65	313	17%	(11.0%)	9.8%	0.33
51	02.11.2001	Hafslund	Viken Energinet	Nor	341	247	58%	(26.1%)	(42.0%)	0.26
52	30.07.2004	Aktiv Kapital	Olympia Capital	Nor	324	441	42%	29.9%	6.1%	1.59
53	21.06.2005	Leroy Seafood Group	Aurora Salmon	Nor	21	240	8%	23.6%	(1.4%)	0.80
54	24.11.2005	Sparebanken More	Tingvoll Sparebank	Nor	18	232	7%	22.8%	(23.8%)	0.06
55	15.06.2006	Blom	ScanRope	Nor	38	118	24%	18.2%	(93.5%)	1.07
56	29.06.2006	Eltek	Nera Networks	Nor	453	434	51%	10.5%	(55.4%)	1.71
57	08.10.2007	Odim	JMC	Nor	20	664	3%	10.5%	(19.0%)	6.34
58	30.03.2009	Simtronics	Technor	Nor	43	20	68%	(56.5%)	(15.1%)	0.33
59	25.06.2009	Sparebanken More	Tingvoll Sparebank	Nor	22	155	12%	(13.8%)	(0.3%)	0.03
60	24.03.2000	Assa Abloy	Tesa	Sve	1,235	5,316	19%	84.3%	19.4%	4.13
61	05.02.2001	Scribona	PC Lan	Sve	35	6	86%	(24.6%)	(22.9%)	0.01
62	28.01.2003	Pergo	Witex	Sve	219	96	70%	(36.6%)	90.4%	0.47
63	09.09.2003	Neonet	Lexit Financial	Sve	8	42	16%	3.3%	43.0%	0.96
64	29.10.2003	Wm-Data	Novo Group	Sve	220	573	28%	18.3%	72.5%	1.09
65	22.03.2004	Af	AF-CTS	Sve	8	99	7%	34.8%	56.7%	0.68
66	15.06.2004	Nordnet Securities Bank	Stocknet-Aston	Sve	23	124	16%	8.9%	1.4%	0.51
67	01.07.2004	Svenska Handbkn.	SPP Fondforsakring	Sve	147	12,645	1%	16.6%	(4.3%)	0.07
68	22.09.2004	Tele2	Song Networks	Sve	589	593	50%	12.4%	(55.7%)	0.09
69	10.01.2005	Lbi International	Wheel Comm.	Sve	19	83	19%	2.7%	(121.2%)	0.95
70	27.01.2005	Capio	Grupo Sanitario	Sve	612	956	39%	4.5%	6.6%	0.72
71	04.02.2005	Fagerhult	LampGustaf	Sve	23	190	11%	8.0%	24.4%	1.57
72	09.02.2005	Rnb Retail And Brands	D&S Europe	Sve	24	83	23%	8.9%	(18.0%)	1.70
73	18.03.2005	Lundin Mining	ARCON International	Sve	115	59	66%	12.7%	(71.9%)	0.99
74	29.03.2005	Tricorona	ANA Aedelmetall	Sve	17	10	63%	11.1%	63.4%	0.60
75	03.06.2005	Partnertech	KSH Productor	Sve	9	113	7%	12.5%	(15.2%)	0.75
76	20.06.2005	Pa Resources	Didon	Sve	230	249	48%	12.8%	82.6%	4.37
77	26.09.2005	Eniro	Findexa	Sve	1,380	1,754	44%	16.3%	7.2%	1.68
78	21.11.2005	Elos	Pinol	Sve	8	33	20%	15.7%	(45.8%)	0.29
79	06.12.2005	Ratos	Anticimex Nordic	Sve	205	460	31%	18.2%	(31.0%)	0.26
80	25.01.2006	Af	Ingemansson Tech.	Sve	7	162	4%	25.5%	43.5%	1.06
81	26.01.2006	Vitrolife	Swemed Holding	Sve	12	62	16%	26.1%	41.0%	2.39
82	08.02.2006	Partnertech	Th Kristiansen	Sve	6	163	4%	24.7%	(6.8%)	1.03
83	08.05.2006	Af	Benima	Sve	73	219	25%	20.5%	49.0%	1.44
84	09.05.2006	Rnb Retail And Brands	JC	Sve	283	228	55%	22.1%	(31.6%)	3.38
85	25.09.2006	Bts Group	AP Group	Sve	23	106	18%	7.6%	(43.3%)	3.56
86	15.11.2006	Wilh Sonesson	Midelfart Sonesson	Sve	66	6	92%	13.8%	(18.1%)	0.05
87	02.04.2007	Duroc	Swedish Tool	Sve	16	21	43%	28.2%	(39.4%)	0.69
88	09.07.2007	Ratos	AH Industries	Sve	23	1,330	2%	22.7%	(5.0%)	0.35
89	20.07.2007	Meda	Medpointe Inc	Sve	793	3,621	18%	18.4%	(11.8%)	2.24
90	23.07.2007	Ratos	Contex Holding	Sve	240	1,323	15%	19.0%	(10.8%)	0.34
91	25.10.2007	Meda	Recip	Sve	492	3,679	12%	7.0%	(72.7%)	2.28
92	29.10.2007	Mobysan	Total Telefoni	Sve	8	39	17%	6.6%	13.2%	1.45
93	05.11.2007	Getinge	Boston Scientific	Sve	750	4,581	14%	2.3%	(9.6%)	2.06
94	09.06.2008	Morphic Technologies	ScanWind	Sve	29	241	11%	(13.6%)	(70.8%)	2.59
95	26.06.2008	Hiq International	TSG Test Solutions	Sve	9	272	3%	(17.8%)	(3.1%)	2.87
96	15.07.2008	Know It	Net Result Consult.	Sve	24	122	16%	(26.3%)	3.4%	0.97
97	21.08.2008	Feelgood Svenska	Haluxa	Sve	12	25	32%	(25.4%)	38.2%	0.65
98	17.04.2009	Peab	Annehem Fastigh.	Sve	56	851	6%	(24.3%)	(27.3%)	0.26

A3. Kontant

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.		Relativ str	Markeds		Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)		avk	CAR	
99	07.01.1999	Storebrand	Storebrand Bank	Nor	215	2,209	9%	(34.8%)	(6.9%)	0.23
100	04.05.2000	Kongsberg Gruppen	Navia	Nor	97	321	23%	16.6%	(27.1%)	0.90
101	09.06.2000	Fred Olsen Energy	Navis	Nor	67	512	12%	21.7%	(8.0%)	0.67
102	19.06.2000	Wilhs.Wilhelmsen	Offshore Heavy Tr.	Nor	26	203	11%	16.1%	(27.4%)	0.65
103	22.08.2000	Dnb Nor	Telenor Finans	Nor	20	3,500	1%	32.6%	(3.2%)	0.42
104	26.02.2001	Odfjell	Smedvig	Nor	111	244	31%	7.3%	(12.4%)	0.75
105	02.08.2001	Edb Business Partner	EDB Accept Data	Nor	7	876	1%	(5.2%)	(2.1%)	1.67
106	18.10.2001	Hafslund	Tindra Energi	Nor	30	271	10%	(27.3%)	(36.6%)	0.84
107	31.12.2001	Aktiv Kapital	Storebrand Finans	Nor	20	144	12%	(11.5%)	1.8%	3.03
108	03.01.2002	Marine Harvest	Pan Pelagic	Nor	39	294	12%	(11.5%)	(171.5%)	1.04
109	20.03.2002	Norsk Hydro	Grane	Nor	284	12,776	2%	(14.3%)	(1.9%)	0.83
110	25.03.2002	Hafslund	Tindra	Nor	34	512	6%	(12.9%)	(17.3%)	0.82
111	20.12.2002	Dnb Nor	Nordlandsbanken	Nor	147	3,715	4%	(26.3%)	(17.4%)	0.42
112	21.02.2003	Sandnes Sparebank	Acta Bank	Nor	7	70	9%	(37.8%)	(3.4%)	0.56
113	07.05.2003	Rieber & Sønn	Nopal	Nor	41	665	6%	(15.4%)	20.8%	1.71
114	23.05.2003	Farstad Shipping	P/R International	Nor	83	323	20%	(12.5%)	(24.5%)	1.01
115	19.06.2003	Orkla	Nordstjernen	Nor	89	4,196	2%	(0.7%)	(3.1%)	0.97
116	14.07.2003	Sparebank 1 Smn	Midnor Group	Nor	55	129	30%	18.5%	(24.1%)	0.41
117	25.08.2003	Dof	MS Northern	Nor	35	111	24%	21.0%	(2.2%)	0.81
118	30.09.2003	Aktiv Kapital	Inkassosentralen	Nor	38	232	14%	31.6%	(13.3%)	2.13
119	26.03.2004	Edb Business Partner	Telenor (drifttjen.)	Nor	19	620	3%	50.7%	(5.0%)	1.82
120	02.04.2004	Schibsted	Retriever	Nor	6	1,288	0%	45.0%	(15.1%)	1.50
121	12.07.2004	Tomra Systems	TiTech	Nor	34	717	5%	38.4%	(20.0%)	1.48
122	23.08.2004	Telenor	Tiscali	Nor	7	12,554	0%	24.7%	(4.3%)	1.42
123	22.09.2004	Smedvig	West Alpha	Nor	80	694	10%	25.3%	36.1%	1.08
124	21.10.2004	Edb Business Partner	IBM Norge	Nor	71	620	10%	22.9%	(34.2%)	1.82
125	19.11.2004	Solstad Offshore	TF Dampskibsselsk.	Nor	35	366	9%	13.7%	(27.2%)	1.03
126	24.11.2004	Sparebank 1 Smn	Romsdal Fellesbank	Nor	171	332	34%	16.1%	(24.7%)	0.44
127	24.11.2004	Edb Business Partner	Capgemini Norge	Nor	29	659	4%	16.1%	(63.0%)	1.92
128	20.12.2004	Sparebanken More	Romsdal Fellesbank	Nor	168	247	40%	18.5%	(30.0%)	0.46
129	10.01.2005	Orkla	Elkem	Nor	1,783	6,780	21%	20.7%	(28.9%)	1.12
130	04.05.2005	Dof	Geo Group	Nor	127	265	32%	30.5%	0.8%	0.97
131	23.05.2005	Telenor	CyberCity	Nor	234	14,619	2%	22.2%	(7.7%)	1.43
132	20.06.2005	Wilhs.Wilhelmsen	Unitor	Nor	376	946	28%	24.0%	26.7%	0.99
133	01.08.2005	Rieber & Son	Uniq	Nor	17	120	12%	33.9%	(25.0%)	3.01
134	10.10.2005	Marine Harvest	Aqua Farms	Nor	70	332	17%	38.3%	71.1%	1.40
135	19.12.2005	Edb Business Partner	TAG Systems	Nor	45	657	6%	21.9%	(16.0%)	1.37
136	31.12.2005	Schibsted	Basefarm	Nor	16	2,056	1%	29.3%	(13.8%)	2.00
137	02.01.2006	Marine Harvest	Kritsen Holding	Nor	21	428	5%	29.2%	97.4%	1.16
138	09.01.2006	Gresvig	Voice Norge	Nor	151	142	52%	22.8%	(36.6%)	1.40
139	16.01.2006	Edb Business Partner	Spring Consulting	Nor	15	695	2%	25.7%	(23.5%)	1.57
140	24.01.2006	Byggma	Forestia	Nor	9	52	15%	33.9%	(45.8%)	0.88
141	06.03.2006	Marine Harvest	MH International	Nor	1,586	908	64%	33.8%	146.2%	1.96
142	09.04.2006	Arendals Fossekompagni	Affitech	Nor	13	381	3%	27.2%	18.6%	1.80
143	24.04.2006	Leroy Seafood Group	Fossen	Nor	48	810	6%	35.6%	25.5%	2.38
144	26.04.2006	Marine Harvest	Fjord Seafoods	Nor	259	3,823	6%	31.7%	112.6%	6.87
145	09.06.2006	Mamut	Active 24	Nor	20	98	17%	17.0%	26.1%	3.45
146	12.06.2006	Hafslund	Hafslund Telekom	Nor	33	1,724	2%	10.3%	53.6%	1.08
147	04.07.2006	Hafslund	Viken Fjernvarme	Nor	318	1,705	16%	3.5%	14.7%	1.08
148	21.08.2006	Leroy Seafood Group	Hydrotech Gruppen	Nor	101	821	11%	25.2%	40.7%	2.41
149	10.10.2006	Steen & Strøm	B.L. Mathisen	Nor	28	1,233	2%	13.5%	26.4%	1.08

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.			Markeds		Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)	Relativ str	avk	CAR	
150	28.11.2006	Fast Search And Transfer	Platefood Ltd	Nor	13	878	1%	16.7%	(68.8%)	3.28
151	05.12.2006	Sparebanken Vest	Fokus Bank (S&F)	Nor	36	84	30%	14.4%	(10.5%)	0.41
152	23.12.2006	Kongsberg Gruppen	Sense Intellifield	Nor	47	813	5%	12.2%	(19.6%)	1.00
153	04.02.2007	Orkla	REC	Nor	1,033	12,934	7%	5.6%	(18.2%)	1.20
154	26.02.2007	Leroy Seafood Group	Veststar Holding	Nor	177	915	16%	26.9%	(80.4%)	1.37
155	12.03.2007	Ignis	Datamatrix	Nor	12	67	15%	23.0%	(43.3%)	2.11
156	04.04.2007	Solstad Offshore	REM Offshore	Nor	118	937	11%	15.6%	4.1%	1.25
157	25.04.2007	Atea	Informatikk Hold.	Nor	15	820	2%	24.1%	55.2%	1.10
158	30.04.2007	Tts Group	Sense EDM	Nor	101	229	31%	24.6%	52.2%	1.12
159	14.05.2007	Schibsted	Stavanger Aftenblad	Nor	186	3,388	5%	23.5%	62.9%	1.67
160	14.05.2007	Arendals Fossekompagni	Norsk Vekst	Nor	48	544	8%	23.5%	(18.0%)	1.59
161	31.05.2007	Vmetro	3D-Radar	Nor	11	57	16%	23.1%	(45.7%)	1.09
162	06.07.2007	Telenor	Talkmore	Nor	23	32,265	0%	38.2%	(0.2%)	1.77
163	16.08.2007	Petroleum Geo Services	Roxicon	Nor	12	3,649	0%	23.4%	(53.7%)	3.47
164	23.10.2007	Dnb Nor	SKBN Bilfinans	Nor	248	21,392	1%	16.1%	(16.3%)	0.47
165	12.11.2007	Petroleum Geo Services	Arrow Seismic	Nor	377	5,207	7%	5.7%	(28.8%)	4.83
166	14.12.2007	Cermaq	Artic Seafood	Nor	42	1,275	3%	11.5%	(72.1%)	1.30
167	21.12.2007	Aker	Aker Drilling	Nor	918	4,301	18%	16.3%	(19.5%)	0.63
168	09.01.2008	Edb Business Partner	IS Partner	Nor	222	653	25%	4.2%	(23.5%)	1.03
169	29.04.2008	Seadrill	Scorpion	Nor	896	11,916	7%	(14.4%)	35.8%	7.44
170	30.04.2008	Bjørge	Bjørge Teamtrade	Nor	27	146	16%	(15.5%)	(7.7%)	1.00
171	23.06.2008	Telenor	Datamatrix	Nor	44	33,035	0%	8.8%	(4.5%)	1.54
172	14.10.2008	Austevoll Seafood	Lerøy Seafoods	Nor	160	490	25%	(21.8%)	(22.6%)	0.71
173	21.10.2008	Sparebank 1 Sr Bank	Glitnir Bank	Nor	44	465	9%	(25.9%)	(53.1%)	0.45
174	03.12.2008	Dof	Dof Installer	Nor	100	399	20%	(48.2%)	(13.6%)	0.75
175	02.04.2009	Aker Solutions	Misund Bruk	Nor	13	1,692	1%	(54.8%)	(24.8%)	0.44
176	15.05.2009	Arendals Fossekompagni	Powel	Nor	26	584	4%	(38.7%)	(22.4%)	1.42
177	23.06.2009	Sparebanken Vest	Sauda Sparebank	Nor	25	42	37%	(14.4%)	(2.4%)	0.51
178	17.09.2009	Gc Rieber Shipping	Sea 4 Shipping	Nor	137	202	40%	51.6%	19.2%	0.85
179	15.12.2009	Atea	Calamus DK	Nor	18	618	3%	81.4%	96.3%	0.75
180	04.02.1999	Sca	Danapak	Sve	81	1,408	5%	(5.4%)	(34.1%)	0.47
181	11.02.1999	Ratos	Dahl International	Sve	341	165	67%	(8.0%)	(32.9%)	0.44
182	13.04.1999	Ericsson	Torrent Systems	Sve	450	46,380	1%	(12.4%)	(1.8%)	2.33
183	21.04.1999	Gunnebo	Fichet-Bauche	Sve	53	207	20%	(9.1%)	7.0%	0.88
184	11.06.1999	Ericsson	Telebit Comm.	Sve	28	56,067	0%	20.3%	(8.6%)	2.80
185	02.08.1999	Sca	Nicollett	Sve	126	1,807	7%	34.0%	2.0%	0.52
186	06.08.1999	Volvo	Scania	Sve	6,900	3,782	65%	40.8%	39.1%	0.47
187	27.08.1999	Ericsson	LCC	Sve	22	60,457	0%	26.6%	(18.3%)	3.01
188	31.08.1999	Sca	AM Paper Group	Sve	308	1,845	14%	25.0%	16.1%	0.52
189	14.09.1999	Swedbank	FIH Partners	Sve	922	8,550	10%	25.3%	(10.8%)	0.70
190	20.09.1999	Nordea Bank	Kredittkassen	Sve	3,089	7,265	30%	20.5%	(19.3%)	0.20
191	01.10.1999	Scania	Oy Scan Auto	Sve	24	3,812	1%	26.0%	78.5%	1.13
192	04.10.1999	Securitas	Securis	Sve	33	4,902	1%	25.8%	(36.7%)	2.98
193	25.10.1999	Seb	BFG Bank	Sve	1,710	5,563	24%	16.9%	14.6%	0.56
194	01.11.1999	Sca	Danisco	Sve	214	1,680	11%	24.3%	57.8%	0.50
195	10.12.1999	Ncc	Selmer	Sve	248	661	27%	40.2%	34.7%	0.44
196	24.12.1999	Trelleborg	Invensys	Sve	250	911	22%	55.6%	12.8%	0.60
197	20.01.2000	Securitas	Ausysegur	Sve	40	6,748	1%	59.7%	17.3%	3.16
198	25.02.2000	Skanska	Ericsson (RE&S)	Sve	21	3,666	1%	68.5%	(32.3%)	0.70
199	25.02.2000	Securitas	Baron Secutity	Sve	26	8,548	0%	68.5%	40.0%	3.93
200	24.03.2000	Assa Abloy	Yale Intruder	Sve	1,235	5,997	17%	84.3%	19.4%	4.91
201	05.04.2000	Skanska	Exbud	Sve	112	3,630	3%	66.2%	(53.0%)	0.70
202	13.04.2000	Skanska	Selmer	Sve	273	3,778	7%	77.3%	(46.1%)	0.72

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.			Markeds		Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)	Relativ str	avk	CAR	
203	05.05.2000	Trelleborg	Icopal	Sve	419	695	38%	57.7%	(21.6%)	0.59
204	31.05.2000	Sca	Metsa Tissue	Sve	608	1,236	33%	58.6%	(69.1%)	0.46
205	27.06.2000	Skanska	IPS Praha	Sve	92	3,704	2%	68.5%	(47.0%)	0.71
206	30.06.2000	Svenska Handbkn.	Postgirot Bank	Sve	455	9,440	5%	65.3%	(10.3%)	0.74
207	28.08.2000	Seb	Uhispank	Sve	215	8,458	2%	29.0%	16.3%	0.48
208	29.08.2000	Skanska	Kværner	Sve	524	3,576	13%	29.0%	(10.5%)	0.69
209	01.09.2000	Ncc	Rieber & Sønn (RU)	Sve	210	495	30%	26.0%	(38.8%)	0.40
210	15.09.2000	Skanska	Baugh Enterp.	Sve	60	3,656	2%	20.7%	3.7%	0.70
211	08.10.2000	Ratos	Q-Labs	Sve	19	175	10%	10.7%	11.7%	0.27
212	13.10.2000	Ericsson	MPD Technologies	Sve	114	105,562	0%	6.1%	(2.8%)	4.53
213	16.10.2000	Nordea Bank	Kredittkassen	Sve	2,873	20,437	12%	8.4%	41.8%	0.37
214	06.11.2000	Assa Abloy	HID	Sve	250	6,568	4%	(5.7%)	11.9%	5.35
215	09.11.2000	Scania	Beers	Sve	122	2,196	5%	(13.6%)	(50.5%)	0.83
216	15.11.2000	Trelleborg	Laird LAC	Sve	146	644	18%	(15.3%)	3.3%	0.55
217	20.11.2000	Electrolux	Email Ltd	Sve	252	4,632	5%	(14.5%)	(56.7%)	0.78
218	06.12.2000	Ncc	RN Sten & Grus	Sve	24	416	5%	(20.5%)	(39.2%)	0.38
219	29.12.2000	Svenska Handbkn.	SPP Livsforsakring	Sve	762	11,009	6%	(24.2%)	69.6%	0.75
220	22.01.2001	Sca	Georgia Pacific	Sve	850	1,238	41%	(23.9%)	34.0%	0.36
221	21.03.2001	Trelleborg	Pheonix Tag	Sve	12	661	2%	(29.6%)	44.1%	0.56
222	11.04.2001	Svenska Handbkn.	Midtbank	Sve	250	9,676	3%	(39.9%)	12.8%	0.65
223	17.04.2001	Assa Abloy	United Door Pro.	Sve	96	5,215	2%	(38.6%)	(51.4%)	2.30
224	07.05.2001	Saab	Ericsson Saab	Sve	22	872	2%	(35.6%)	21.0%	0.49
225	15.05.2001	Securitas	Loomis Fargo	Sve	102	6,245	2%	(31.5%)	(59.1%)	2.22
226	07.06.2001	Sandvik	Svedala	Sve	49	5,580	1%	(28.3%)	24.1%	1.35
227	31.07.2001	Nordea Bank	Postgirot Bank	Sve	385	16,717	2%	(26.9%)	(51.1%)	0.26
228	07.09.2001	Saab	Aerotech Telub	Sve	103	866	11%	(28.1%)	34.8%	0.48
229	11.09.2001	Axfood	Spar Finland	Sve	22	468	4%	(26.6%)	66.6%	0.93
230	24.09.2001	Sweco	Ångpanneforeningen	Sve	101	15	87%	(31.7%)	(21.9%)	0.14
231	31.10.2001	Skanska	MG Telecom.	Sve	6	2,060	0%	(29.5%)	(54.5%)	0.40
232	13.11.2001	Sca	Pakkausjaloste Oy	Sve	20	1,131	2%	(27.7%)	(6.0%)	0.35
233	21.11.2001	Sca	Encore Paper	Sve	92	1,120	8%	(27.3%)	(2.5%)	0.35
234	04.12.2001	Traction	Gnosjoplast	Sve	12	46	21%	(16.1%)	14.4%	0.55
235	11.12.2001	Haldex	Anchorlok de Mexico	Sve	21	189	10%	(16.4%)	31.7%	0.74
236	18.12.2001	Securitas	VNV Beveiliging	Sve	99	6,388	2%	(8.2%)	24.0%	2.27
237	07.01.2002	Cardo	Amber Doors	Sve	27	532	5%	0.5%	(35.2%)	1.19
238	17.01.2002	Sca	Polyfoam Packers	Sve	22	1,233	2%	2.6%	9.2%	0.38
239	18.02.2002	Sca	Mid-Lands Chemical	Sve	17	1,369	1%	(15.6%)	11.7%	0.40
240	19.02.2002	Sca	Cartoinvest	Sve	411	1,335	24%	(17.9%)	14.5%	0.39
241	22.02.2002	Saab	Combitech Systems	Sve	8	1,101	1%	(13.3%)	(5.6%)	0.61
242	18.03.2002	Munters	Polygon	Sve	18	519	3%	(15.7%)	(33.7%)	2.61
243	18.03.2002	Skf	SKF Bearings	Sve	7	1,154	1%	(15.7%)	(14.5%)	0.39
244	29.04.2002	Assa Abloy	Besam	Sve	298	4,211	7%	(7.4%)	(7.3%)	1.78
245	30.04.2002	Assa Abloy	Verna Sales	Sve	9	4,355	0%	(6.3%)	(10.4%)	1.83
246	02.05.2002	Electrolux	Diamant Boart	Sve	167	5,935	3%	(5.4%)	(11.0%)	0.94
247	07.05.2002	Nordea Bank	LG Petro Bank	Sve	106	16,440	1%	(4.8%)	6.4%	0.25
248	18.06.2002	Sandvik	Valenite	Sve	175	6,071	3%	(11.4%)	(5.4%)	1.55
249	27.06.2002	Swedbank	First Securities	Sve	21	6,601	0%	(9.0%)	3.5%	0.67
250	03.07.2002	Munters	Aerotech	Sve	13	564	2%	(5.6%)	46.8%	2.82
251	30.07.2002	Sca	Fulda Verpackung	Sve	128	1,353	9%	(21.0%)	6.6%	0.39
252	29.08.2002	Sca	Bertako	Sve	17	1,435	1%	(37.1%)	15.3%	0.40
253	02.09.2002	Eniro	Elisa	Sve	23	875	3%	(38.2%)	45.8%	1.32
254	20.09.2002	Sca	Benedetti	Sve	15	1,352	1%	(40.3%)	5.3%	0.39
255	01.10.2002	Seb	Europay Norge	Sve	135	5,937	2%	(36.3%)	45.4%	0.44

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.			Markeds		Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)	Relativ str	avk	CAR	
256	02.10.2002	Skanska	Yeager	Sve	48	1,885	2%	(36.8%)	38.6%	0.39
257	14.01.2003	Assa Abloy	Interlock	Sve	11	4,152	0%	(34.2%)	26.8%	1.56
258	05.02.2003	Swedbank	Entercard	Sve	20	6,202	0%	(25.8%)	(14.3%)	0.63
259	17.02.2003	Tele2	Alpha Telecom	Sve	92	640	13%	(32.8%)	88.0%	0.35
260	18.03.2003	Assa Abloy	Black & Decker	Sve	70	3,064	2%	(27.5%)	(48.6%)	1.27
261	27.03.2003	Eniro	Respons	Sve	104	1,145	8%	(27.6%)	(22.3%)	1.70
262	31.03.2003	Atlas Copco	Gladshiem Aviation	Sve	294	2,755	10%	(24.4%)	(16.0%)	0.80
263	01.04.2003	Securitas	Lincon Security	Sve	14	3,304	0%	(23.7%)	(83.3%)	1.17
264	01.04.2003	Hoganas	Hoganas High	Sve	65	565	10%	(23.7%)	(53.2%)	1.55
265	02.04.2003	Skistar	Spray Networks	Sve	9	137	6%	(23.6%)	3.3%	1.18
266	03.04.2003	Skanska	BFW Constructions	Sve	19	1,733	1%	(20.8%)	(13.6%)	0.39
267	22.05.2003	Getinge	Jostra	Sve	70	1,142	6%	0.4%	(24.8%)	1.41
268	26.05.2003	Volvo	Kommersiella Fordon	Sve	49	2,580	16%	1.2%	(7.5%)	0.41
269	21.07.2003	Trelleborg	Polymer Sealing	Sve	787	865	48%	14.8%	(8.1%)	0.74
270	15.08.2003	Getinge	Siemens Life Support	Sve	225	1,394	14%	13.2%	17.9%	1.66
271	25.08.2003	Sca	Papeles Industriales	Sve	55	1,409	4%	10.9%	(12.4%)	0.37
272	11.09.2003	Sas	Estonian Air	Sve	22	1,259	2%	7.4%	6.9%	0.63
273	19.09.2003	Swedbank	Entercard	Sve	9	7,768	0%	4.8%	(21.7%)	0.65
274	20.10.2003	Ratos	Fastighets Tornet	Sve	2,352	277	89%	10.2%	(7.1%)	0.31
275	01.12.2003	Trelleborg	Metzeler Automotive	Sve	37	1,277	3%	28.5%	51.2%	0.99
276	22.12.2003	Sca	Vincor Group	Sve	12	1,650	1%	33.5%	5.3%	0.39
277	21.01.2004	B&B Tools	Momentum IMS	Sve	40	181	18%	28.9%	15.4%	0.69
278	27.01.2004	Ratos	Gadelius K.K.	Sve	9	329	3%	31.3%	8.2%	0.31
279	13.02.2004	Geveko	Norskilt	Sve	11	80	12%	28.7%	26.3%	1.00
280	19.02.2004	Atlas Copco	Ingersoll-Rand Compai	Sve	225	5,493	4%	30.7%	12.8%	1.12
281	01.03.2004	Sca	Drypers Malaysia	Sve	86	1,722	5%	41.8%	9.3%	0.35
282	17.03.2004	Wm-Data	Parere	Sve	59	964	6%	32.3%	(25.6%)	1.95
283	22.03.2004	Ballingslov Intl.	Svane Kokkenet	Sve	7	101	6%	34.8%	28.2%	1.00
284	25.03.2004	Sca	Carter Holt Harvey	Sve	567	1,561	30%	31.6%	3.3%	0.34
285	30.03.2004	Eniro	Gula Tidningen	Sve	10	1,398	1%	34.4%	(43.1%)	1.83
286	01.04.2004	Sca	Copamex Productus	Sve	235	1,631	13%	30.3%	10.1%	0.35
287	26.04.2004	Ericsson	Ericsson S.p.A.	Sve	208	43,746	1%	30.2%	(18.5%)	2.29
288	17.06.2004	Seb	PBS International	Sve	65	9,619	1%	9.6%	21.0%	0.44
289	24.06.2004	Seb	Codan Liv & Pension	Sve	439	9,759	4%	13.5%	10.5%	0.44
290	08.07.2004	Teliasonera	Orange Holding	Sve	1,578	20,261	7%	18.4%	(17.6%)	1.02
291	08.07.2004	Skf	Willy Vogel	Sve	96	705	12%	18.4%	(4.9%)	0.19
292	30.09.2004	Securitas	Valiance Fiduciaire	Sve	14	4,588	0%	11.9%	9.0%	1.33
293	14.10.2004	Tele2	UTA Telekom	Sve	263	574	31%	7.0%	(57.9%)	0.25
294	18.10.2004	Volvo	Prevost Car Inc	Sve	83	4,821	2%	5.0%	1.4%	0.49
295	05.11.2004	Ratos	Inwido	Sve	68	397	15%	6.5%	8.8%	0.37
296	08.12.2004	Sca	Copamex Productus	Sve	360	1,706	17%	4.4%	(17.2%)	0.35
297	13.12.2004	Assa Abloy	Best Metaline	Sve	8	5,469	0%	4.5%	22.6%	1.79
298	14.12.2004	Sca	Munksjo	Sve	37	1,695	2%	8.1%	(16.7%)	0.35
299	23.12.2004	Teliasonera	Eesti Telekom	Sve	556	28,180	2%	12.3%	28.3%	1.35
300	17.01.2005	Seb	Gamlestaden	Sve	14	12,432	0%	4.1%	4.0%	0.46
301	17.01.2005	Atlas Copco	Lifton Breaker	Sve	9	6,438	0%	4.1%	12.3%	1.09
302	18.01.2005	Elekta	IMPAC Medical Sys.	Sve	186	921	17%	3.9%	(0.2%)	2.05
303	01.02.2005	Assa Abloy	Doorman Services	Sve	12	5,533	0%	5.9%	34.2%	1.69
304	01.02.2005	Tele2	Tiscali DK	Sve	27	539	5%	5.9%	(40.4%)	0.19
305	04.02.2005	Addtech	Bergman & Beving	Sve	25	199	11%	8.0%	26.0%	0.77
306	07.02.2005	Pandox	Radisson SAS Hotels	Sve	37	370	9%	7.1%	(29.8%)	0.45
307	11.02.2005	Swedbank	AS Hansabanka	Sve	2,221	13,004	15%	12.7%	0.6%	0.64
308	15.02.2005	Alfa Laval	Packinox	Sve	79	1,874	4%	10.2%	(20.5%)	1.11

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.			Markeds avk	CAR	Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)	Relativ str			
309	21.02.2005	Saab	Grintek Group	Sve	27	1,804	1%	11.8%	16.9%	0.58
310	17.03.2005	Biotage	Argonaut Tech.	Sve	21	106	17%	12.7%	26.5%	1.08
311	22.03.2005	Beijer Electronics	Hitech Electronics	Sve	17	82	17%	14.0%	23.8%	2.39
312	25.03.2005	Teliasonera	Turkcell Iletisim	Sve	2,826	26,305	10%	15.7%	37.2%	1.10
313	18.04.2005	Telelogic	Popkin Software	Sve	45	523	8%	14.1%	7.6%	3.32
314	18.04.2005	Brostrom	Iver Ships	Sve	142	506	22%	14.1%	20.6%	1.05
315	25.04.2005	Seb	Privatbanken	Sve	203	12,499	2%	17.3%	7.3%	0.46
316	23.05.2005	Skistar	Knettsetra	Sve	29	326	8%	15.0%	(5.9%)	1.57
317	30.05.2005	Ortivus	Medos	Sve	9	3	76%	12.7%	7.9%	0.08
318	20.06.2005	Ericsson	Axxessit	Sve	47	48,772	0%	12.8%	(39.0%)	2.15
319	22.06.2005	Bilia	Scaniadam	Sve	10	400	2%	12.7%	13.9%	0.93
320	27.06.2005	Biophasia	Cross Pharma Group	Sve	5	25	17%	13.1%	98.5%	4.34
321	30.06.2005	Modern Times	Engine	Sve	6	471	1%	13.9%	48.9%	0.69
322	05.07.2005	Nibe Industrier	Northstar	Sve	20	500	4%	16.0%	36.1%	1.66
323	12.07.2005	Ratos	Arcus Gruppen	Sve	127	474	21%	12.7%	(2.6%)	0.40
324	14.07.2005	Tele2	Comunitel Global	Sve	310	483	39%	14.0%	10.8%	0.18
325	18.07.2005	Tele2	Tele2 Netherlands	Sve	1,217	474	72%	12.5%	14.2%	0.18
326	20.07.2005	Tele2	EconoPhone	Sve	15	484	3%	13.8%	18.1%	0.18
327	29.08.2005	Teliasonera	Vollvik Gruppen	Sve	272	22,180	1%	15.4%	(27.2%)	0.95
328	02.09.2005	Sandvik	Sandvik Smith	Sve	14	10,889	0%	17.5%	5.1%	1.67
329	08.09.2005	Seb	Bank Ochrony	Sve	160	12,499	1%	16.6%	(9.1%)	0.46
330	23.09.2005	Alfa Laval	Tranter PHE	Sve	142	1,994	7%	15.5%	16.7%	1.17
331	30.09.2005	Modern Times	GES Media Holding	Sve	115	571	17%	17.8%	32.6%	0.80
332	04.10.2005	Getinge	Lancer UK	Sve	15	2,603	1%	17.7%	18.6%	1.79
333	25.10.2005	Ericsson	Marconi	Sve	2,141	48,824	4%	20.4%	8.6%	2.15
334	04.11.2005	Fagerhult	Whitcroft Lighting	Sve	37	201	16%	18.1%	7.8%	1.66
335	01.12.2005	Elekta	Medical Intelligence	Sve	23	1,378	2%	20.0%	16.7%	3.04
336	15.12.2005	B&B Tools	Ruuska Group	Sve	28	359	7%	20.0%	(20.4%)	1.13
337	15.12.2005	Securitas	Black Star	Sve	28	5,671	0%	20.0%	(9.4%)	1.43
338	21.12.2005	Trelleborg	CRP Group	Sve	121	1,671	7%	21.1%	6.5%	0.88
339	28.12.2005	Orc Software	Cameron Systems	Sve	32	162	16%	22.6%	62.3%	3.44
340	30.01.2006	Af	Enprima	Sve	16	186	8%	24.1%	47.8%	1.28
341	08.02.2006	Teligent	Trio Enterprises	Sve	35	85	29%	24.7%	21.2%	1.49
342	14.02.2006	Nobia	Hygena Cuisines	Sve	161	1,314	11%	23.2%	(1.5%)	1.54
343	17.02.2006	Cardo	Grupo Combursa	Sve	41	1,498	3%	23.8%	15.3%	1.24
344	06.03.2006	Telelogic	I-Logix	Sve	80	618	11%	23.4%	(15.4%)	2.78
345	10.03.2006	Teliasonera	ComHouse	Sve	10	25,835	0%	24.8%	8.4%	1.21
346	21.03.2006	Volvo	Nissan Diesel Motor	Sve	194	6,081	3%	24.2%	(12.2%)	0.49
347	31.03.2006	Elekta	Beijing Medical Eq.	Sve	20	1,515	1%	3.4%	(55.2%)	2.88
348	03.04.2006	Investor	Gambro	Sve	3,245	8,519	28%	23.7%	(7.3%)	0.57
349	06.04.2006	Skf	Macrotech Polyseal	Sve	21	856	2%	24.6%	11.9%	0.28
350	11.04.2006	Teleca	Telma	Sve	22	378	5%	25.8%	(0.9%)	1.09
351	18.04.2006	Studsvik	Studsvik RACE	Sve	28	290	9%	24.9%	(45.5%)	2.23
352	08.05.2006	Capio	Clinique Saint Jean	Sve	17	1,906	1%	20.5%	(45.0%)	1.45
353	16.05.2006	Teliasonera	NextGenTel	Sve	307	28,433	1%	20.5%	23.3%	1.32
354	29.05.2006	Saab	Maersk Data	Sve	12	2,476	0%	21.6%	19.5%	0.74
355	30.05.2006	Securitas	Panuropea	Sve	35	6,496	1%	21.9%	6.7%	1.54
356	30.05.2006	Lagercrantz	Elpress	Sve	17	87	16%	21.9%	(11.9%)	1.05
357	31.05.2006	Sandvik	Hagby-Asahi	Sve	16	13,925	0%	22.8%	15.2%	2.15
358	05.06.2006	Ericsson	Netwise	Sve	44	47,703	0%	19.1%	(28.1%)	2.11
359	07.06.2006	Home Properties	Rica Hotels	Sve	86	336	20%	11.8%	(2.7%)	1.34
360	07.06.2006	Sandvik	Universal Drilling	Sve	34	13,689	0%	11.8%	11.6%	2.12
361	12.06.2006	Saab	Ericsson Microwave	Sve	519	2,358	18%	11.7%	22.6%	0.70

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.		Relativ str	Markeds		Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)		avk	CAR	
362	14.06.2006	Teliasonera	Xfera Moviles	Sve	89	26,986	0%	8.5%	24.0%	1.26
363	14.06.2006	Ratos	Jøtul	Sve	61	581	10%	8.5%	15.2%	0.47
364	14.06.2006	Tele2	Siberian Cellular	Sve	35	454	7%	8.5%	(6.3%)	0.31
365	21.06.2006	Skf	John Crane Safematic	Sve	28	752	4%	10.7%	(10.3%)	0.26
366	30.06.2006	Tele2	E ON Bredband	Sve	69	472	13%	5.1%	7.1%	0.31
367	30.06.2006	Modern Times	Prva TV	Sve	10	771	1%	5.1%	(22.9%)	0.76
368	04.07.2006	Skf	SNFA	Sve	16	789	2%	3.4%	(10.2%)	0.27
369	07.07.2006	Trelleborg	Mehren Rubber	Sve	12	1,415	1%	3.1%	9.9%	0.80
370	18.07.2006	Tele2	Vostok Mobile	Sve	35	429	8%	3.1%	11.2%	0.30
371	08.08.2006	Pandox	Radisson SAS Hotel	Sve	36	366	9%	7.7%	(2.5%)	0.48
372	15.08.2006	Ratos	Medifiq Healthcare	Sve	86	714	11%	5.2%	29.1%	0.52
373	21.08.2006	Capio	Deutsche Klinik	Sve	53	1,660	3%	3.4%	(32.8%)	1.32
374	24.08.2006	Skf	Monitek Australia	Sve	8	732	1%	3.4%	(21.0%)	0.26
375	29.08.2006	Skf	Economos Austria	Sve	86	744	10%	2.9%	(19.6%)	0.26
376	21.09.2006	Capio	Tonkin Group	Sve	187	2,385	7%	6.1%	(34.5%)	1.69
377	25.09.2006	Trelleborg	Reeves Brothers	Sve	179	1,572	10%	7.6%	3.0%	0.85
378	25.09.2006	Volvo	Nissan Diesel Motor	Sve	553	8,109	6%	7.6%	22.2%	0.55
379	05.10.2006	Sca	Cool Logistics Ltd	Sve	13	1,799	1%	6.3%	1.7%	0.39
380	10.10.2006	Bure Equity	IT-Gymnasiet	Sve	8	253	3%	8.3%	12.8%	0.63
381	17.10.2006	Atrium Ljungberg	Atrium Fastigheter	Sve	1,250	459	73%	5.9%	8.5%	1.11
382	19.10.2006	Zodiak Television	Diverse Production	Sve	17	60	22%	6.1%	(18.3%)	1.46
383	23.10.2006	Nolato	Medical Rubber	Sve	22	222	9%	6.9%	(15.0%)	1.17
384	30.10.2006	Skandia Forsakrings	Intech Investment	Sve	38	6,995	1%	14.5%	(25.3%)	0.11
385	08.11.2006	Nordea Bank	JSB Orgresbank	Sve	314	36,426	1%	13.3%	14.7%	0.41
386	09.11.2006	Meda	3M Company	Sve	857	3,022	22%	12.9%	(23.7%)	2.57
387	09.11.2006	Kungsleden	Broadgate	Sve	376	1,835	17%	12.9%	(9.7%)	1.20
388	16.11.2006	Teliasonera	Cygate	Sve	80	34,664	0%	12.7%	8.5%	1.58
389	17.11.2006	Lundin Mining	Ozernoe	Sve	125	503	20%	12.7%	(33.8%)	8.52
390	20.11.2006	Munters	SIAL	Sve	27	1,028	3%	12.1%	13.2%	2.97
391	21.11.2006	Ballingslov Intl.	Geisler	Sve	28	263	10%	12.5%	(1.2%)	1.59
392	23.11.2006	Glocalnet	Spray Telecom	Sve	24	139	15%	11.1%	(13.9%)	2.38
393	28.11.2006	Skanska	Stamart Martin	Sve	7	6,965	0%	12.4%	(20.5%)	0.85
394	08.12.2006	Skanska	McNicholas	Sve	98	7,299	1%	9.2%	(16.1%)	0.89
395	13.12.2006	Ticket Travel	MZ Travel	Sve	11	43	20%	10.2%	(29.5%)	1.17
396	09.01.2007	Kungsleden	Nordic Modular	Sve	160	2,109	7%	5.6%	(25.8%)	1.14
397	09.01.2007	Modern Times	Playahead	Sve	15	936	2%	5.6%	2.9%	0.73
398	16.01.2007	Skistar	Vemdalens	Sve	7	652	1%	8.4%	(2.5%)	2.05
399	23.01.2007	Eniro	Leta.se	Sve	7	2,442	0%	10.4%	18.8%	1.44
400	31.01.2007	Elanders	Sommer Corporate	Sve	36	175	17%	10.0%	(15.6%)	1.15
401	01.02.2007	Teliasonera	Debitel Denmark	Sve	141	36,234	0%	10.1%	(2.9%)	1.48
402	01.02.2007	Academedia	NTI	Sve	29	23	56%	10.1%	(15.9%)	0.12
403	05.02.2007	Atlas Copco	Dynapac	Sve	900	13,980	6%	11.5%	(31.8%)	1.89
404	07.02.2007	Swedbank	TAS-Komerzbank	Sve	685	19,757	3%	12.2%	23.6%	0.64
405	12.02.2007	Swedbank	Soderhamns Sparbank	Sve	17	20,173	0%	11.3%	24.3%	0.64
406	12.02.2007	Ericsson	Entrisphere	Sve	250	53,365	0%	11.3%	20.3%	1.89
407	16.02.2007	Modern Times	Balkan Media Group	Sve	15	861	2%	12.4%	(33.6%)	0.68
408	20.02.2007	Volvo	Nissan Diesel Motor	Sve	2,873	11,007	21%	18.9%	17.5%	0.57
409	26.02.2007	Ericsson	Tandberg Television	Sve	1,106	54,668	2%	26.2%	21.6%	1.94
410	26.02.2007	Skf	ABBA Linear Tech	Sve	63	994	6%	26.2%	(16.4%)	0.33
411	27.02.2007	Volvo	Ingersoll Rand	Sve	1,300	11,097	10%	33.1%	19.9%	0.57
412	28.02.2007	Sandvik	Hydramatic Eng.	Sve	39	18,582	0%	24.8%	(14.9%)	2.22
413	12.03.2007	Sca	P&G (Tissue opera.)	Sve	675	2,056	25%	27.4%	5.3%	0.39
414	23.03.2007	Elekta	3D Line Medical Syst.	Sve	13	1,625	1%	27.5%	(7.1%)	2.34

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.			Markeds avk	CAR	Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)	Relativ str			
415	27.03.2007	Bilia	Gnejsen I Sala	Sve	53	447	11%	25.9%	15.7%	0.55
416	04.04.2007	Ratos	Mobile CC	Sve	43	1,421	3%	22.0%	26.6%	0.68
417	13.04.2007	New Wave Group	Cutter & Buck	Sve	157	554	22%	28.1%	(44.8%)	1.54
418	19.04.2007	Securitas	Seguridad Argentina	Sve	9	5,274	0%	35.0%	(20.9%)	1.46
419	24.04.2007	Swedbank	Cardinova	Sve	67	19,764	0%	33.7%	3.9%	0.64
420	10.05.2007	Ratos	Tiivituote Oy	Sve	7	1,403	0%	36.6%	30.3%	0.67
421	23.05.2007	Saab	Seaeeye Holdings	Sve	26	2,828	1%	31.0%	(27.8%)	0.66
422	23.05.2007	Ratos	HAG	Sve	26	1,363	2%	31.0%	10.1%	0.66
423	29.05.2007	Brostrøm	Petroships Pte	Sve	73	686	10%	26.8%	(29.3%)	1.13
424	05.06.2007	Ericsson	LHS Telecom	Sve	412	57,146	1%	28.7%	3.8%	2.02
425	21.06.2007	Skf	Baker Instrument	Sve	14	1,039	1%	27.7%	17.0%	0.34
426	22.06.2007	Saab	Aker Solutions	Sve	1,075	2,812	28%	27.7%	(15.8%)	0.66
427	28.06.2007	Munters	Turbovent Agro	Sve	12	1,145	1%	20.0%	(17.7%)	2.65
428	29.06.2007	Ratos	EuroMaint	Sve	175	1,355	11%	20.0%	(2.7%)	0.66
429	03.07.2007	Assa Abloy	Aontec Teoranta	Sve	54	7,819	1%	19.5%	(7.7%)	1.95
430	26.07.2007	Tradedoubler	The IMW	Sve	109	772	12%	17.1%	18.9%	5.81
431	27.07.2007	Skf	S2M	Sve	75	1,048	7%	17.1%	25.0%	0.34
432	15.08.2007	Swedish Match	Cigars International	Sve	116	5,155	2%	11.7%	(17.7%)	2.83
433	20.08.2007	Academedia	Drottning Blankas	Sve	19	57	25%	12.2%	98.3%	0.29
434	21.08.2007	Semcon	Caran	Sve	48	164	23%	10.2%	(13.6%)	1.78
435	30.08.2007	Af	Colenco Power Eng.	Sve	32	367	8%	6.5%	25.7%	1.23
436	06.09.2007	Bringwell International	Naturamed Pharma	Sve	40	59	41%	6.7%	18.0%	1.57
437	26.09.2007	Know It	Objectnet	Sve	18	115	13%	5.5%	8.8%	1.56
438	05.10.2007	Tele2	Telecom Eurasia	Sve	25	803	3%	3.4%	24.1%	0.41
439	22.10.2007	Bure Equity	Academedia	Sve	68	688	9%	6.6%	21.1%	1.33
440	09.11.2007	Securitas	Walsons Services	Sve	17	4,308	0%	(1.4%)	(16.1%)	1.26
441	16.11.2007	Seb	Factorial Bank	Sve	120	17,461	1%	(2.7%)	(17.7%)	0.49
442	23.11.2007	Securitas	Forza	Sve	14	4,661	0%	(4.9%)	(16.3%)	1.34
443	27.11.2007	Swedbank	Sparbanken 1826	Sve	70	15,576	0%	(5.8%)	(47.3%)	0.62
444	24.12.2007	Tele2	Tele2 Netherlands	Sve	174	757	19%	(7.3%)	21.6%	0.41
445	18.02.2008	Elekta	CMS	Sve	75	1,484	5%	(22.8%)	0.9%	1.98
446	22.02.2008	HalDEX	Concentric	Sve	180	349	34%	(22.2%)	(14.7%)	0.75
447	26.02.2008	Meda	Ellem Lakemedel	Sve	23	2,624	1%	(25.0%)	(72.3%)	1.09
448	06.03.2008	Hennes & Mauritz	Fabric Scandinavien	Sve	95	39,510	0%	(26.1%)	(21.6%)	6.26
449	17.03.2008	Husqvarna	Jenn Feng Industrial	Sve	83	1,109	7%	(20.9%)	(48.8%)	0.72
450	18.03.2008	Trelleborg	MacDermid	Sve	66	1,469	4%	(21.1%)	(49.0%)	0.71
451	18.03.2008	Intrum Justitia	Solutius Belgium	Sve	28	1,312	2%	(21.1%)	12.6%	1.93
452	07.04.2008	Lbi International	Special Ops Media	Sve	20	274	7%	(27.1%)	(47.1%)	0.82
453	17.04.2008	Sandvik	Teeness	Sve	49	21,097	0%	(26.4%)	(19.2%)	1.97
454	15.05.2008	Securitas	SATS	Sve	8	4,581	0%	(17.0%)	9.3%	1.21
455	11.06.2008	Investor	Lindorff Group	Sve	529	10,285	5%	(15.3%)	12.0%	0.48
456	13.06.2008	Securitas	FM Seguridad	Sve	8	4,188	0%	(18.1%)	20.5%	1.15
457	17.06.2008	Teliasonera	ComHouse	Sve	31	42,127	0%	(16.3%)	14.9%	1.54
458	02.07.2008	Seb	GMAC	Sve	35	14,396	0%	(21.6%)	(3.1%)	0.46
459	04.07.2008	Linkmed	Olerup SSP	Sve	36	46	44%	(21.9%)	15.6%	1.05
460	10.07.2008	Munters	Toussaint Nyssen	Sve	12	760	2%	(23.4%)	(4.4%)	1.61
461	31.07.2008	Modern Times	Nova Television	Sve	966	892	52%	(31.5%)	12.7%	0.57
462	04.08.2008	Meda	Valeant Pharma.	Sve	425	3,244	12%	(28.9%)	40.1%	1.23
463	15.09.2008	Svenska Handbkn.	LB Nordsjaelland	Sve	155	15,371	1%	(21.9%)	(11.6%)	0.62
464	26.09.2008	Teliasonera	TeliaSonera Asia	Sve	487	31,730	2%	(25.1%)	(19.4%)	1.21
465	29.09.2008	Nordea Bank	Roskilde Bank	Sve	68	34,885	0%	(20.7%)	(12.9%)	0.33
466	13.10.2008	Oem International	Elektro Elco	Sve	9	128	7%	(18.8%)	47.6%	1.02
467	16.10.2008	Assa Abloy	China ShenFei Group	Sve	232	4,320	5%	(17.0%)	9.7%	1.12

#	Kunngjørings dato	Kjøper	Målselskap	Land	Trans.		Relativ str	Markeds		Tobins Q
					verdi (USDm)	EK-verdi (USDm)		avk	CAR	
468	17.10.2008	Hq	HQ Direct	Sve	8	315	2%	(17.0%)	(38.0%)	0.42
469	20.11.2008	Atlas Copco	Aggreko	Sve	18	5,575	0%	(32.8%)	(8.4%)	1.05
470	25.11.2008	Ratos	Mobile CC	Sve	26	592	4%	(27.4%)	12.8%	0.47
471	27.11.2008	Tele2	Digital Expansion	Sve	15	309	5%	(29.2%)	(46.8%)	0.26
472	02.12.2008	Intrum Justitia	Cronos Group	Sve	8	852	1%	(35.7%)	(23.8%)	1.37
473	08.12.2008	Af	ZAO Lonas Tech.	Sve	8	261	3%	(34.3%)	52.3%	0.73
474	22.12.2008	Securitas	FENIX	Sve	9	3,000	0%	(30.4%)	27.0%	0.94
475	02.02.2009	Ratos	DIAB Group	Sve	48	727	6%	(32.8%)	12.8%	0.50
476	11.02.2009	Bure Equity	Carnegie IB	Sve	173	256	40%	(39.7%)	(6.0%)	0.73
477	07.04.2009	Bilia	BMW Göteborg	Sve	15	44	25%	(22.7%)	(74.3%)	0.24
478	28.04.2009	Hakon Invest	Hemtex	Sve	77	663	10%	(20.2%)	(14.3%)	0.53
479	15.05.2009	Nordnet Securities Bank	eQ Corporation	Sve	51	294	15%	(8.0%)	(21.1%)	0.63
480	17.06.2009	Ericsson	Elcoteq Tallinn	Sve	42	26,881	0%	(6.4%)	41.0%	0.88
481	30.06.2009	Securitas	Worldwide Security	Sve	11	3,004	0%	0.7%	27.0%	1.09
482	09.07.2009	Securitas	Grupo Interlabora	Sve	17	2,892	1%	(1.0%)	27.0%	1.06
483	25.07.2009	Ericsson	Nortel Networks	Sve	1,130	28,408	4%	17.0%	41.0%	0.93
484	24.08.2009	Teliasonera	TEO LT	Sve	215	28,465	1%	38.4%	(21.7%)	1.14
485	28.08.2009	Home Properties	Copperhill Mountain	Sve	27	172	14%	50.2%	11.7%	0.85
486	31.08.2009	Nordea Bank	Fionia Bank	Sve	173	38,278	0%	52.2%	11.2%	0.35
487	25.11.2009	Ericsson	Nortel Networks	Sve	70	31,343	0%	52.9%	41.0%	1.01
488	14.12.2009	Tele2	Mobile Telecom	Sve	77	416	16%	42.9%	29.3%	0.30
489	18.12.2009	Atlas Copco	Quincy Compressor	Sve	190	12,241	2%	40.2%	(9.8%)	1.70
490	31.12.2009	Securitas	Tecniserv	Sve	10	206	5%	33.1%	(10.9%)	1.68

Appendiks B: Multinomisk logit modell

Multinomisk logit-modellen er basert på antakelsen om "*Independence of Irrelevant Alternatives*" (IIA). Det vil si at sannsynlighetsraten mellom to alternativer er uavhengig av alle andre alternativer. IIA-antakelsen kan testes ved å beregne om sannsynlighetsraten mellom hvert par av alternativer blir påvirket dersom observasjoner av andre alternativer blir eliminert fra estimeringen (Long, 1997). Forkastes hypotesen om IIA vil det si at modellens estimerte koeffisienter er forventningskjevete. I praksis har vi testet forutsetningen ved tre ulike tester; Hausman test, suest-based Hausman test og Small-Hsiao test. Testene, gjengitt i Tabell 20 under viser alle at man ikke kan forkaste nullhypotesen om uavhengige alternativer. Vi kan derfor si at modellen er tilfredsstillende spesifisert.

TABELL 21: TESTER AV UAVHENGIGE ALTERNATIVER (IIA)

Utelatt	Hausman test			Small-Hsiao test			suest-based Hausman test		
	Chi2	P>Chi2	Test	Chi2	P>Chi2	Test	Chi2	P>Chi2	Test
Aksje	4.063	0.668	for H0	4.548	0.715	for H0	6.535	0.479	for H0
Kombinasjon	7.818	0.252	for H0	4.336	0.740	for H0	4.787	0.686	for H0
Kontant	0.049	1.000	for H0	6.336	0.501	for H0	3.215	0.864	for H0

H₀: Sannsynligheten (for utfall J vs utfall K) er uavhengig av andre alternativer

TABELL 22: OPPSUMMERING AV MULTINOMISK LOGIT PER VARIABEL

Variabel: Transaksjonsverdi	b	z-verdi	P > z	Variabel: Markedsavkastning	b	z-verdi	P > z
Kombinasjon - Kontant	(0.00020)	(0.469)	0.639	Kombinasjon - Kontant	0.02817	0.040	0.968
Kombinasjon - Aksje	(0.00030)	(0.709)	0.478	Kombinasjon - Aksje	(0.76793)	(0.841)	0.400
Kontant - Kombinasjon	0.00020	0.469	0.639	Kontant - Kombinasjon	(0.02817)	(0.040)	0.968
Kontant - Aksje	(0.00011)	(0.520)	0.603	Kontant - Aksje	(0.79610)	(1.061)	0.289
Aksje - Kombinasjon	0.00030	0.709	0.478	Aksje - Kombinasjon	0.76793	0.841	0.400
Aksje - Kontant	0.00011	0.520	0.603	Aksje - Kontant	0.79610	1.061	0.289

Variabel: Markedsverdi av EK	b	z-verdi	P > z	Variabel: CAR	b	z-verdi	P > z
Kombinasjon - Kontant	(0.00017)	(1.735)	0.083	Kombinasjon - Kontant	(0.45109)	(1.124)	0.261
Kombinasjon - Aksje	(0.00008)	(0.706)	0.480	Kombinasjon - Aksje	(0.66552)	(1.329)	0.184
Kontant - Kombinasjon	0.00017	1.735	0.083	Kontant - Kombinasjon	0.45109	1.124	0.261
Kontant - Aksje	0.00090	1.327	0.184	Kontant - Aksje	(0.21443)	(0.505)	0.613
Aksje - Kombinasjon	0.00008	0.706	0.480	Aksje - Kombinasjon	0.66552	1.329	0.184
Aksje - Kontant	(0.00090)	(1.327)	0.184	Aksje - Kontant	0.21443	0.505	0.613

Variabel: Relativ størrelse	b	z-verdi	P > z	Variabel: Tobins Q	b	z-verdi	P > z
Kombinasjon - Kontant	4.23575	4.706	0.000	Kombinasjon - Kontant	0.34952	2.827	0.005
Kombinasjon - Aksje	(1.18142)	(1.284)	0.199	Kombinasjon - Aksje	(0.03199)	0.251	0.802
Kontant - Kombinasjon	(4.23575)	(4.706)	0.000	Kontant - Kombinasjon	(0.34952)	(2.827)	0.005
Kontant - Aksje	(5.41717)	(6.103)	0.000	Kontant - Aksje	(0.38151)	(3.118)	0.002
Aksje - Kombinasjon	1.18142	1.284	0.199	Aksje - Kombinasjon	0.03199	(0.251)	0.802
Aksje - Kontant	5.41717	6.103	0.000	Aksje - Kontant	0.38151	3.118	0.002