

Cand. Merc.
Institut for finansiering og regnskab
Kandidatafhandling
Finansiering og regnskab (FIR)

**VÆRDISKABELSEN I
AKKVISITIONER OG FUSIONER:
- EN EMPIRISK ANALYSE**

Forfatter: Ludvig Kjærulff

15. juni 2009

Vejleder: Jens Borges

Copenhagen Business School 2009

Forord

I dette forord vil jeg gerne benytte muligheden for at takke min vejleder, Jens Borges, for den gode konstruktive kritik og vejledning som jeg har fået. Den har i høj grad været med til at forme afhandlingen og har bidraget væsentligt til det endelige resultat.

Derudover vil jeg takke alle dem der har hjulpet med til at læse korrektur på afhandlingen, og som har svaret på spørgsmål undervejs i opgaveforløbet, og sidst men ikke mindst dem som har haft fornøjelsen at arbejde og leve sammen med mig i dette krævende, men også meget spændende, inspirerende og videnbringende forløb.

Afhandlingen er skrevet med skrifttype Cambria størrelse 11 med 1½ mellemrums linjeafstand og antal anslag er 186.194. Det svarer til 81 normalsider inklusiv figurer, forudsat at en normalside er 2.275 anslag, og de 26 figurer tæller for 800 anslag jf. studiehåndbogen. Som anbefalet af Dansk Sprognævn og Kulturministeriet den 3. oktober 2003 benyttes "nyt komma".

God læselyst!

Frederiksberg d. 15. juni 2009.

Ludvig Kjærulff

Executive summary

In absence of the expected value creation in recent corporate mergers and acquisitions, it is necessary to investigate the driving forces behind the value creation and its economic impact on the shareholders of the acquiring companies.

This thesis investigates the wealth effect of corporate mergers and acquisitions on the acquiring companies' shareholders. Based on a synthesis of the relevant M&A literature I outline a theoretical framework identifying three key variables explaining the shareholders' wealth effect; the motive behind the transaction, the method of payment and the performance of the company before the transaction.

In order to investigate the relationship between these three variables and the wealth effect on the acquiring companies' shareholders, I analyze the economic impacts of the European transactions with a transaction value above €1.5bn between 2000 and 2008. This analysis is based on the daily share price and the abnormal return around the announcement day of the major transactions.

The results show that debt financed transactions tend to be more value creating than any other method of payment. Share financed transactions on the other hand, tend to be the most value destroying method of payment.

The performance of the company also has a profound impact on the shareholders' wealth effect. Good performing companies tend to deliver a positive abnormal return to their shareholders announcing a major transaction, whereas bad performing companies tend to deliver a negative abnormal return. This implies that the motive and the behavior of the management have an impact on the shareholder wealth effect.

With these results, I propose an alpha-generating investor strategy that provides a risk free abnormal return on an investment. The strategy is to either buy shares in good performing companies that announce a transaction financed by debt or to go short in shares in bad performing companies that announce a transaction financed by shares.

The conclusions emphasize the conflict between shareholders and the management of the multinational companies regarding why and when major transactions actually create or destroy value to the shareholders of these companies.

Indholdsfortegnelse

KAPITEL 1 – INDLEDNING.....	5
1.1 PROBLEMSTILLING.....	6
1.2 TOLKNING.....	7
1.3 VALG AF TEORI.....	8
1.4 AFGRÆNSNING.....	9
KAPITEL 2 – TEORETISK BEGREBSRAMME.....	11
2.1 ØKONOMISK OG STRATEGISK TEORI.....	11
2.2 CORPORATE FINANCE TEORI.....	14
2.3 M&A TEORI.....	17
2.4 REGNSKABSTEORI.....	23
2.5 SAMMENFATNING.....	24
KAPITEL 3 – METODISKE OVERVEJELSER.....	27
3.1 MÅLING AF VÆRDISKABELSEN.....	27
3.2 FASTLÆGGELSE AF MOTIVET OG STRATEGIEN BAG TRANSAKTIONEN.....	29
3.3 FASTLÆGGELSE AF BETALINGSMETODEN AF TRANSAKTIONERNE.....	30
3.4 FASTLÆGGELSE AF SELSKABETS PERFORMANCE.....	31
3.5 UDTRÆK AF DATA.....	36
3.6 PRÆSENTATION AF DATAGRUNDLAG.....	38
3.7 EMPIRISK DATAKARAKTERISTIKA.....	40
3.8 SAMMENFATNING.....	41
KAPITEL 4 – ANALYSE AF RESULTATER.....	42
4.1 INDLEDNING.....	42
4.2 INDLEDENDE TESTS.....	43
4.3 TEST AF MOTIV OG STRATEGI.....	45
4.4 TEST AF BETALINGSMETODEN.....	47
4.5 TEST AF SELSKABETS PERFORMANCE.....	52
4.6 SAMMENFATNING.....	58
KAPITEL 5 – DISKUSSION.....	61
5.1 POTENTIELLE SAMMENHÆNGE.....	61
5.2 ALPHA-GENERERENDE INVESTOR STRATEGI.....	62
5.3 PERSPEKTIVERING.....	65
5.4 SAMMENFATNING.....	68
KAPITEL 6 – KONKLUSION.....	70
KAPITEL 7 – KILDEKRITIK.....	72
7.1 BAGVEDLIGGENDE ANTAGELSER.....	72
7.2 ANVENDT TEORI.....	73
7.3 KRITISK GENNEMGANG AF METODEN.....	75
7.4 SAMMENFATNING.....	77
LITTERATURLISTE.....	78
BILAGSOVERSIGT.....	82

Liste over figurer

Figur 1: Oversigt over afhandlingens struktur	7
Figur 3: Model for transaktionsomkostningsteorien	13
Figur 4: Sammenhængen mellem gearing (X-aksen) og afkastkrav (Y-aksen)	16
Figur 5: Teoretisk værdieffekt af akquisitioner og fusioner	18
Figur 6: Forventet værdieffekt af transaktioner	21
Figur 7: Oversigt over teoretiske begrebsramme og hypotese	26
Figur 8: Oversigt over metoder til værdiskabelse	35
Figur 9: Frasortering af transaktioner i det empirisk datagrundlag	37
Figur 10: Fordelingen af transaktioner på år og land	38
Figur 11: Transaktioner fordelt på brancher	39
Figur 12: Indekseret udvikling i økonomiske faktorer og antallet af transaktioner	39
Figur 13: Test af konjunkturforhold	44
Figur 14: Test af brancheforhold	45
Figur 15: T-test af motiv og strategi	46
Figur 16: Test af kontrol hypotesen, frie cash flow teori m.fl.	47
Figur 17: Test af pecking order teorien	50
Figur 18: Test af M&A hypotese	51
Figur 19: Test af performance, EVA strategi	52
Figur 20: Test af performance, EVA spread	53
Figur 21: Test af performance, Tobins Q	54
Figur 22: Test af konjunkturforhold i Tobins Q	57
Figur 23: Test af performance, Tobins Q (gennemsnit)	57
Figur 24: Be- eller afkræftelse af hypoteser	59
Figur 25: Udviklingen i den gennemsnitlige værdiskabelse, -30/30 handelsdage	63
Figur 26: Udviklingen i den gennemsnitlige værdiskabelse, 1/30 handelsdage	64

Kapitel 1 – Indledning

Under mit ophold på Harvard University blev jeg inspireret til at undersøge værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner. I grupper à to blev vi sat til at finde det overnormale afkast i en større transaktion¹. Af ca. 28 cases, som blev præsenteret, alle af nyere tid, blev ikke ét opkøb fundet værdiskabende for ejerne af det opkøbende selskab. Alle opkøbende selskaber led et overnormalt negativt afkast. Min fascination af akkvisitioner og fusioner blev forvandlet til en stor bekymring. Fra aktionærernes synspunkt forekommer det bekymrende at selskabets ledelse til stadighed vælger at akkvirere eller fusionere. Hvorfor oplever vi disse transaktioner, når det netop er ledelsens fornemste opgave at skabe værdi for deres aktionærer? Denne problemstilling har ikke kun praktisk relevans fra et investorperspektiv, men den rummer samtidig en teoretisk udfordring i at forklarer sammenhængen mellem værdiskabelsen og akkvisitioner og fusioner. Derfor søger jeg svar på hvordan værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner kan forklares teoretisk.

Emnet har været til stor debat siden 1960'erne, hvor specielt USA oplevede en sand bølge af fusioner og virksomhedsovertagelser. Talrige undersøgelser har beskæftiget sig med at klarlægge de økonomiske konsekvenser af disse opkøb². Resultaterne af disse undersøgelser viser en udbredt opfattelse af at opkøbene sjældent skaber værdi for ejerne af det opkøbende selskab. Jeg finder området så interessant at jeg har sat mig for at undersøge værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner for at identificere hvilke transaktioner, der skaber værdi, og hvilke der destruerer værdi. Det kan ikke være samtlige transaktioner, der destruerer værdi, hvorfor der må være nogle underlæggende årsager der kan forklare forskellen i værdiskabelsen i de enkelte transaktioner.

På denne baggrund vælger jeg at undersøge de økonomiske effekter af europæiske transaktioner med en transaktionsværdi over €1,5 mia. i årene 2000-2008. Dette gør jeg ved at undersøge det overnormale afkast til aktionærerne i en given eventperiode.

Undersøgelsens konklusioner forventes at være af interesse for såvel ledelsen i de europæiske multinationale selskaber som disse selskabers aktionærer, da det kan give en indikation af hvorvidt fremtidige akkvisitioner og fusioner skaber eller destruerer værdi for det overtagende selskabs aktionærer.

¹ Igennem afhandlingen benytter jeg transaktioner som synonym for akkvisitioner og fusioner

² For omtale af fremtrædende studier refereres til Bruner [2002]

1.1 Problemstilling

Det er hensigten med denne kandidatafhandling at undersøge de bagvedliggende drivkræfter i værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner. Afhandlingens primære formål er at varetage aktionærerne i de opkøbende selskabers interesse. Dermed vil jeg undersøge om aktionærerne er bedst stillet med at selskabernes frie cash flow, uudnyttede gældsbevilling eller om provenuet fra en aktieemission bruges på akkvisitioner og fusioner frem for øgede driftsinvesteringer, udbetaling af udbytte eller aktietilbagekøbsprogrammer. Afhandlingens sekundære formål er at anvende den opnåede viden til at udvikle en alpha-genererende investeringsstrategi.

Med udgangspunkt i en afdækning og diskussion af teorigrundlaget for akkvisitioner og fusioner vurderes de økonomiske effekter for det opkøbende selskabs aktionærer.

Igennem teorigrundlaget identificerer jeg variable der kan forklare værdiskabelsen. Disse variable vil ligge til grund for de hypoteser jeg diskuterer i teoriafsnittet. På denne baggrund vil den overordnede problemstilling være:

Hvilke type transaktioner skaber værdi for det opkøbende selskabs aktionærer?

Jeg baserer besvarelsen af dette spørgsmål på en hypotetisk deduktiv teoriopfattelse, hvor teoretiske værktøjer sammensættes i en samlet analyseramme, der i kausal forstand anvendes som udgangspunkt for en empirisk analyse til teoretisk at forklare værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner.

1.2 Tolkning

På baggrund af en gennemgang af den eksisterende teori på området i kapitel 2 identificerer jeg en række variable, der kan forklare de økonomiske effekter for det opkøbende selskabs aktionærer i akquisitioner og fusioner. Besvarelsen af opgavens problemformulering forudsætter en operationaliseret metode til at måle selve værdiskabelsen, som jeg indledningsvis redegør for i kapitel 3.

Figur 1 repræsenterer et overblik over den analytiske fremgangsmåde jeg har valgt til at besvare problemstillingen.

Figur 1: Oversigt over afhandlingens struktur



Kilde: Egen tilvirkning

Kapitel 2 benytter jeg systematisk til at forene en række teoretiske værktøjer i en fælles analyseramme der danner rammen for den empiriske undersøgelse. Den teoretiske begrebsramme anvendes til at strukturere den empiriske analyse. Modellen anvendes til at identificerer de bagvedliggende drivkræfter der kan forventes at forklare værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner.

I kapitel 3 redegør og argumenterer jeg for metoden til at besvare problemstillingen med. Derefter redegør jeg for undersøgelsesgrundlaget og præsenterer de empiriske datakarakteristika.

I kapitel 4 analyserer jeg de fundne resultater i henhold til den teoretiske begrebsramme og søger svar på de opstillede hypoteser fra kapitel 2.

I kapitel 5 udleder jeg en alpha-genererende investorstrategi på baggrund af de fundne resultater. Yderligere perspektiverer jeg resultaterne i relation til relevante forhold jeg ikke tidligere har diskuteret i afhandlingen.

I kapitel 6 opsummerer og konkluderer jeg på de fundne resultater for til sidst i kapitel 7 med et bagudrettet udgangspunkt at diskutere den anvendte teori og metode. Kildekritikken vil således være en selvstændig del af afhandlingen.

1.3 Valg af teori

For at vurdere værdiskabelsen indenfor akquisitioner og fusioner tager jeg udgangspunkt i fire fokusområder, i) økonomisk og strategisk teori, ii) corporate finance teori, iii) M&A³ teori og iv) regnskabspraksis. Disse fire områder udgør det teoretiske grundlag for min afhandling. Metodologien er derfor baseret på en eklektisk tilgang, hvor teoretiske redskaber udvælges og sammensættes for at danne en sammenhængende forståelse af fænomenet der kan kaste lys over værdiskabelsen.

1.3.1 Økonomisk og strategisk teori

Det første fokusområde er økonomisk og strategisk teori. Den strategiske udvælgelse af afhandlingens teoretiske værktøjer tager udgangspunkt i hvilke strategiteoretiske motiver der ligger bag transaktionerne. I afsnittet redegør jeg for neoklassisk teori, managerialismen, transaktionsomkostningsteori og strategiteori. Jeg redegør kort for teoriernes hårde kerne i relation til akquisitioner og fusioner. En diskussion af teorierne behandler jeg i kapitel 7.

1.3.2 Corporate finance teori

Det andet fokusområde er corporate finance teori. Ved akquisitioner og fusioner forekommer flere corporate finance fænomener som under normale omstændigheder vil have indflydelse på værdiansættelsen af et aktiv. Det inkluderer fænomener og beslutninger som kapitalstruktureverjelser, kapitalfremskaffelse, udbyttepolitik og investorerne afkastkrav. Jeg vælger at fokusere på kapitalstrukturen og kapitalfremskaffelsesmetoden og redegør i den forbindelse kort for Modigliani og Millers syn på kapitalstrukturen og forholder deres teori i forhold til det traditionelle syn. I forlængelse heraf, diskuterer jeg den optimale kapitalfremskaffelsesmetode, hvor pecking order teorien bliver bragt i spil.

³ M&A er det engelske udtryk for akquisitioner og fusioner.

1.3.3 M&A teori

Det tredje fokusområde er traditionel M&A teori. I kølvandet på den massive M&A bølge i 1960'erne, blev der sat ekstrem fokus på akkvisitioner og fusioner, hvoraf litteraturen udviklede sig i enorm hast. Med udgangspunkt i de økonomiske teorier og empiriske resultater der udsprang af denne bølge, redegør jeg kort for den frie cash flow teori, kontrol hypotesen, entrenchment modellen og hybris teorien. Herudover redegør jeg for hvad tidligere studier har fundet frem til i undersøgelsen af værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner.

1.3.4 Regnskabspraksis

Det sidste fokusområde er et regnskabsorienteret perspektiv. Ved at kigge på selskabets performance og profitabilitet, vil afhandlingen få et ekstra perspektiv som kan være med til at forklare værdiskabelsen i transaktionerne. Jeg analyserer på denne måde ledelsens adfærd og performance til at vurdere om selskabet handler i aktionærernes interesse. Jeg vælger at benytte to velkendte og anerkendte resultatmål for vurderingen af ledelsens adfærd og selskabets performance; EVA og Tobins Q. Disse resultatmål kan benyttes til at vurdere markedets vurdering af selskabets performance.

1.4 Afgrænsning

Ved at analysere overstående fire teoretiske fokusområder, er det samtidig et fravalg af flere aspekter. Jeg fravælger at se nærmere på det enkelte selskabs historiske akkvisitionsperformance som kan forventes at have en effekt på investorernes forventninger til transaktionen. Hvis et selskab med succes tidligere har integreret et andet selskab, vil markedet alt andet lige have større tiltro til at det kan lade sig gøre igen. Markedet kan forventes at have større mistillid til et selskab der enten ikke har integrationserfaring eller har integreret et andet selskab med store uforventede integrationsomkostninger til følge. Denne viden kan have en stor effekt på værdiskabelsen. For at tage højde for denne effekt, analyserer jeg i stedet selskabets ex ante performance som bl.a. bruges som indikator for tillid til ledelsen og dennes adfærd.

For at begrænse afhandlingens omfang fokuserer jeg på det opkøbende selskab, og dermed afgrænser jeg mig fra at analysere target selskabet. Det kunne bl.a. være interessant at analysere target selskabets performance i forbindelse med opkøberens performance for at undersøge om der er sammenhæng mellem opkøberens og target selskabets per-

formance og værdiskabelsen i transaktionen.. Men da fokus i denne afhandling er på det opkøbende selskab, har jeg valgt ikke at analysere denne problemstilling.

Et andet interessant aspekt som jeg vælger ikke at inddrage i analysen, er selskabets relative performance til industrien før transaktionen. Performer et selskab godt i forhold til dens konkurrenter, vil et opkøb, alt andet lige, signalere endnu stærkere performance, i og med selskabet vil konsolidere sig på det pågældende marked.

Yderligere har jeg valgt at anskue værdiskabelsen som et resultat af aktiekursudviklingen i og omkring bekendtgørelsesdatoen. Dette medfører at der ses bort fra den langtidssigtede værdiskabelse eller destruktion. Jeg kommer dog ind på problematikken i afsnit 3.1.

Under redegørelsen for corporate finance teorien har jeg valgt ikke at redegøre for udbyttepolitikken, til trods for at det er én af grundstenene indenfor feltet. Ud fra en realistisk vurdering er det næppe sandsynligt at udbyttepolitikken kan forklare værdiskabelsen i transaktioner på samme niveau som de øvrige teorier. Derfor nøjes jeg med at forklare værdiskabelsen i transaktionerne ud fra kapitalstrukturen og kapitalfremskaffelsesmetoden, da disse fænomener alle indirekte eller direkte kan være mere behjælpelige i besvarelsen af hvor værdien i transaktionerne skabes.

Kapital 2 – Teoretisk begrebsramme

Dette kapitel har til formål at redegøre for de valgte teorier og i den sammenhæng opstille en hypotese til hvordan den enkelte teori kan påvirke værdiskabelsen i transaktionerne. Jeg anvender fire teoriområder til at identificere kausale relationer, hvor de uafhængige variable er de bagvedliggende variable og den afhængige variabel er værdiskabelsen. Under *økonomisk og strategisk teori* redegør jeg kort for neoklassisk teori, managerialismen og transaktionsomkostningsteorien for til sidst at forbinde teorierne i et strategisk perspektiv. Under *corporate finance teori* redegør og diskuterer jeg den optimale kapitalstruktur, herunder hvorledes investeringer optimalt finansieres da disse beslutninger i sidste ende vil have indflydelse på kapitalstrukturen. Under *M&A teori* redegør jeg for den frie cash flow teori, kontrol hypotesen, entrenchment og hybris teorien og tidligere empiriske resultater. Under *Regnskabsteori* redegør jeg for de to anvendte performance mål; EVA og Tobins Q. Til sidst sammenfatter jeg teorierne og opstiller i den forbindelse en hypotese om den kausale relation der giver et overblik over forholdene.

2.1 Økonomisk og strategisk teori

Hvis man betragter akkvisitioner og fusioner teoretisk, er der flere variable der kan skabe økonomisk værdi. Man kan således betragte selskabets udvikling og udnyttelse af ressourcer og kompetencer, vurdere hvilke aktiviteter der bør udføres internt eller eksternt eller betragte ledelsens adfærd og organisering. Med andre ord vil selskabets valg af strategier og handlinger skabe grobunden for økonomisk vækst eller værdi [Porter 1980, Miller 1991 m.fl.]. Overordnet giver økonomisk teori to modstridende tanker om effekten af akkvisitioner og fusioner for aktionærer, nemlig den neoklassiske teori og managerialismen. Disse to teorier redegør jeg for i dette afsnit sammen med transaktionsomkostningsteorien som ligeledes har stor relevans for forståelsen af værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner.

2.1.1 Neoklassisk teori

Neoklassisk teori [bl.a. Manne 1965] ser akkvisitioner som værdiskabende aktiviteter hvor ledelsen forsøger at maksimere aktionærernes værdi. Den værdiskabelse kan fremkomme ved omkostningsbesparelser, styrket konkurrenceevne eller udskiftning af

ineffektiv ledelse i target selskabet. Det antages at aktørerne handler fuldt ud rationelt og profitmaksimerende, samt at de har adgang til al information. Teorien er statisk da den forsøger at optimere en enkel situation. Hvis ledelsen gennemfører transaktionerne med hård disciplin og følger de øvrige principper, skulle aktionærene ikke lide værditab som følge af en akkvisitionsstrategi. Mandelker [1974] peger på at i et konkurrencepræget akkvisitionsmarked vil potentielle købere hæve prisen på target selskabet, indtil det opkøbende selskab intet overnormalt afkast opnår. Den neoklassiske teori peger således på at akkvisitioner bør være værdiskabende eller blot neutral værdiskabende jf. Mandelker [1974].

2.1.2 Managerialismen

Modsat den neoklassiske teori peger managerialismen [bl.a. Mueller 1969] på at akkvisitioner er et resultat af ledelsens personlige interesser for at maksimere selskabets omsætning og størrelse. Managerialismen argumenterer at jo større et selskab en leder styrer, jo større egenværdi og prestige opnår lederen hvilket han forsøger at maksimere. Teorien fastholder at menneskene handler ubegrænset rationelt ved at søge at optimere deres egne mål. Dog har mennesker en begrænset informationsbehandlingskapacitet og handler derfor kun begrænset rationelt hvilket er den hårde kerne i programmet. Dette medfører et agent/principal problem da principalen (ejerne) ønsker profitmaksimering og agenten (lederen) ønsker maksimering af omsætningen [Knudsen 1997]. Dette problem vil medføre store agentomkostninger i kontraktudformningen med at optimere problemet. Omkostningerne vil reducere den økonomiske værdiskabelse, og dermed antager managerialismen at akkvisitioner og fusioner kan destruere værdi [Hartmann 2008].

2.1.3 Transaktionsomkostningsteorien

Transaktionsomkostningsteorien antager at den økonomiske profit også kan skabes ved den måde selskabet vælger at organisere sig, og hvilke aktiviteter selskabet vælger at koordinere internt eller via markedet [Coase 1937]. Udgangspunktet er at transaktioner ikke sker omkostningsfrit da der er knyttet kontakt-, kontrakt- og kontrolomkostninger til transaktionerne [Foss 2004]. Teorien viser at nogle typer af transaktioner mest effektivt koordineres via markedet, andre via samarbejde og strategiske alliancer og atter andre via intern koordination i selskabet. Dette afhænger primært af to forhold; transak-

tionshyppigheden og mængden af teknologisk og ledelsesmæssig viden der er behov for, også benævnt som aktivspecifitet [Williamson 1987].

Figur 2: Model for transaktionsomkostningsteorien

		Aktivspecifitet		
		lav	medium	høj
Transaktionshyppighed	lav	markedet	langtidskontrakt	langtidskontrakt og virksomhed
	høj	markedet	bilateral styring samarbejde	virksomhed

Kilde: Williamson 1985, oversat af Hartmann 2008

Figur 2 viser sammenhængen mellem transaktionshyppigheden og aktivspecifiteten og hvilken strategi der optimerer eller minimerer transaktionsomkostningerne.

Teorien kan således være behjælpelig til at forklare hvorfor selskaber akkvirerer eller fusionerer. Dette vil være tilfældet hvor det aktiv som koordineres har en høj aktivspecifitet, og transaktionen hyppigt finder sted. Transaktionsomkostningsteorien vurderer at akquisitioner der specielt har en høj aktivspecifitet, vil være mere værdiskabende end øvrige akquisitioner da omkostningerne minimeres ved at akkvirere eller fusionere. De øvrige transaktionstyper bør ifølge teorien foretages af markedet eller gennem samarbejde.

2.1.4 Strategiteori

Både den neoklassiske teori, managerialismen og transaktionsomkostningsteorien peger på at hvis de rigtige parameter og antagelser er opfyldt, eller at motivet bag transaktionen er legitimt, vil akquisitioner og fusioner være værdiskabende. Som det blev nævnt i indledningen til dette afsnit, er det selskabets valg af strategi der afhænger af om de rigtige parameter og antagelser er opfyldt. Porter [1980] forsøgte med stor succes at bygge en bro mellem økonomisk teori og strategifaget. Han videreudviklede den neoklassiske tankegang ved at tage samme udgangspunkt som den neoklassiske teori, men vendte teorien på hovedet. I stedet for at selskaber skal konkurrere i et fuldt kon-

kurrencedygtigt marked, vurderede Porter at det enkelte selskab skulle skabe imperfektioner i markedet og skabe monopol lignende tilstande for at øge profitabiliteten i branchen. Gennem en aktiv positionering i og strukturering af branchen vil selskaber have en bæredygtig konkurrencemæssig strategi [Porter 1987]. Hans model er bedre kendt som Porters Five Forces og udgør i dag en helt central rolle i strategifaget.

I forlængelse af denne model fremlægger Porter sin ide om generiske konkurrencestrategier hvor selskaber enten kan følge en omkostningsminimeringsstrategi eller en differentieringsstrategi [Porter 1987]. Selskaber vil ikke være i stand til at følge begge strategier da de så vil ende i en "*stuck in the middle*" situation hvor selskabet ingen overnormal profit vil kunne tjene. Yderligere fremlægger Porter [1985] værdikædekonceptet som har til formål at få virksomhedens interne aktiviteter til at maksimere selskabets positionering og forfølge bestemte generiske konkurrencestrategier. Med andre ord mener Porter at selskaber bør følge bestemte strategier og udnytte dets kernekompetencer for at maksimere sin indtjening. Strategien skal være forenelig med både interne og eksterne forhold for at sikre indtjeningen. Porter [1980] omtaler dette som "*strategic fit*" eller "*strategic alignment*". I en vækstsammenhæng må akkvisitioner eller fusioner der sikrer disse synergieffekter, være mere værdiskabende end akkvisitioner og fusioner der bryder med "*strategic fit*" tankegangen.

Disse økonomiske og strategiske teorier kan forklare værdiskabelsen ud fra et pure teoretisk perspektiv. Teorierne er svært målbare, men de bidrager til forståelsen af hvor værdien i akkvisitionerne og fusionerne potentielt skabes.

2.2 Corporate finance teori

Hvis man tager en mere målbar tilgang til værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner, er det nærliggende at tage fat på corporate finance feltet ved at diskutere selskabets finansielle beslutninger. Beslutninger og overvejelser omkring kapitalstruktur og kapitalfremskaffelse er begge begreber indenfor corporate finance feltet som gennem tiden har været til debat om hvorvidt de skaber værdi for selskabet eller ej. Findes der en optimal kapitalstruktur og hvorledes bør et givent projekt finansieres?

Disse spørgsmål har stor relevans for overvejelserne og beslutningerne omkring akkvisitioner og fusioner. Derfor er det interessant at se på hvilke teorier, der kan forklare selskabets værdiskabelse og dermed også værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner.

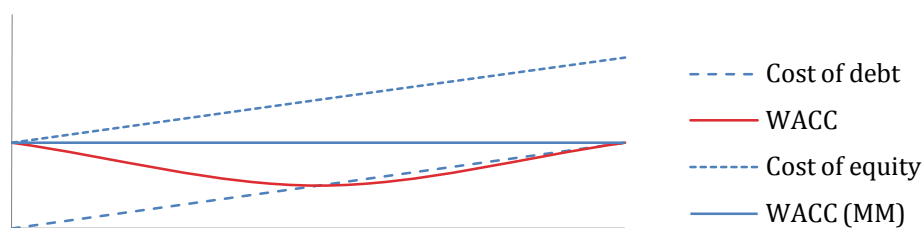
Indenfor corporate finance teorien, fokuserer jeg på kapitalstrukturen. Her diskuterer jeg den optimale kapitalstruktur, herunder hvorledes investeringer optimalt finansieres da disse beslutninger i sidste ende vil have indflydelse på kapitalstrukturen.

2.2.1 Kapitalstrukturen

Modigliani og Miller [1958] anfører at i fraværet af konkursomkostninger, skatter, asymmetrisk information og i et efficient marked er selskabets markedsværdi uafhængig af kapitalstrukturen. Den samlede risiko er kun afhængig af aktiverne ikke af hvordan de er finansieret. Afkastet til fremmed- og egenkapitalen bestemmes af det efficiente marked. Hvis selskabets gearing øges, vil både afkastkravet til fremmed- og egenkapitalen stige som følge af den øgede risiko, men det gennemsnitlige afkast vil være konstant. Argumentet herfor skal findes i at aktionærernes øgede risiko er opvejet af de nye låntageres formindskede risiko. De har formindsket deres risiko ved at konvertere egenkapital til fremmedkapital. Senere har Miller [1977, 1991] argumenteret for at selv om skatten introduceres i modellen, vil selskabets værdi stadig være uafhængig af kapitalstrukturen. Han beskriver et equilibrium af det samlede udbud og efterspørgsel efter selskabsgæld hvor personlige indkomstskatter betalt af den marginale investor i selskabsgælden vil modsvare skatteskjoldet fra selskabsskatten. Derfor har implementeringen af skatter i modellen stadig ingen indflydelse.

I modsætning til Modigliani og Miller, peger *de traditionelle økonomer* [bl.a. Kraus & Litzenberger 1973] eller den statiske afvejningsteori på at skatter vil gøre fremmedkapital mere gunstig, da renteomkostninger vil kunne trækkes fra i skat i modsætning til udbyttebetalinger. Dog vil fordelene ved fremmedkapital nå en ende når konkursomkostninger opvejer skattefordelen, hvorved en optimal kapitalstruktur kan opnås, illustreret ved bunden af den røde graf [Kraus & Litzenberger 1973]. De undlader således at forholde sig til Millers argument om et equilibrium. Den optimale kapitalstruktur vil maksimere selskabets værdi ifølge de traditionelle økonomer da selskabets cash flow eller overnormale profit skal tilbagediskonteres med et lavere afkastkrav, hvorved en større nutidsværdi af selskabet opnås.

Figur 3: Sammenhængen mellem gearing (X-aksen) og afkastkrav (Y-aksen)



Kilde: Brealy, Myers and Allen 2006.

Overstående figur viser sammenhængen mellem afkastkravet og gearingen. Det ses at Modiglianis og Millers (MM) WACC er konstant til trods for den stigende gearing. Det skyldes den samlede risiko på aktiverne ikke stiger, men fordeles på fremmed- og egenkapitalen. Miller og Modigliani mener således ikke at finansieringen af aktiverne har indflydelse på selskabets værdi i modsætning til den statiske afvejningsteori.

Hvor Miller mener at finansieringen af selskabets aktiver ikke har nogen betydning for selskabets værdi, fandt Myers & Majluf [1984] frem til en model, der viser at selskaber prioriterer hvorledes de finansierer deres projekter, også kaldet pecking order teorien. Det er velkendt at investorerne er interesserede i selskabers valg af finansieringskilde da aktiekursen ændres, når kilden annonceres. Myers og Majluf tager således udgangspunkt i at ledelsen må formodes at have et større kendskab til selskabets værdi end investorerne har. Disse fortolker ledelsens adfærd til at fremskaffe kapital for at udnytte den asymmetriske information mellem ledelsen og dem selv.

Myers og Majluf finder frem til at selskaber i højere grad vælger at finansiere deres aktiviteter internt så længe en ekstern finansiering ikke er nødvendig. Selskaberne adapterer en fast udbytte ratio som finansieres gennem det intern generede cash flow. Et fald i udbytte vil blive straffet af kapitalmarkedet, da det vil afsløre selskabets forventninger til det fremtidige cash flow og dermed selskabets værdi, hvilket helst vil undgås [Jensen 1986]. Hvis det intern generede cash flow ikke kan dække investeringsbehovet til at investere i positive NPV projekter, foretrækkes udstedelse af fremmedkapital frem for egenkapital til at dække investeringsbehovet.

Argumentet herfor findes i den asymmetriske information mellem ledelsen og investorerne. Det understøttes af empiriske studier af aktietilbagekøb og aktieudstedelser der viser at aktiekursen falder ved aktieudstedelser og stiger ved aktietilbagekøb [Vermaelen 1981, Asquith and Mullins 1986m.fl.]. Dette faktum må betyde at investorerne ser mere positivt på en gældsforøgelse frem for en gældsnedsettelse. Dog kan pecking or-

der teorien ikke forklare en optimal kapitalstruktur der maksimerer selskabets værdi, da der er to former for egenkapital, én i toppen og én i bunden.

Faldet i aktiekursen ved udstedelsen af egenkapital kan forklares ved at ledelsen nødt vil udstede nye aktier, såfremt ledelsen vurderer at aktierne er undervurderede. Derfor signalerer ledelsen at den undervurderer aktierne ved at udstede ny gæld. Hvis aktien er overvurderet, er der større incitament for ledelsen til at udstede nye aktier da provenuet bliver større. Hvis aktien er overvurderet af ledelsen, vil investorerne trække sig ud af aktien, og dermed falder aktiekursen.

Pecking order teorien kan let afvises i det enkelte tilfælde, men teorien vil være ganske plausibel som en beskrivelse af den generelle adfærd [Myers 1984]. Da dette studie netop er en gennemsnitsbetragtning, er det relevant at teste hvorvidt transaktioner, der finansieres efter pecking order teorien, kan forklare værdiskabelsen.

I dette afsnit har jeg redegjort for forskellige teorier, der kan forklare om kapitalstrukturen og finansieringskilder, kan maksimere selskabets værdi. Pecking order teorien peger på at projekter, der er finansieret internt, er foretrukket af selskabet, mens fremmedkapital foretrækkes frem for egenkapital. Det må betyde at transaktioner finansieret med interne ressourcer må skabe mere værdi, end transaktioner finansieret med eksterne ressourcer.

Yderligere peger de *traditionelle økonomer* og den statiske afvejningsteori på at projekter finansieres efter en target kapitalstruktur der søger at maksimere værdien igennem en balancering af værdien af renteskatteskjoldet og diverse konkursomkostninger. Miller [1991] mener derimod ikke at finansieringskilden skaber værdi i sig selv.

Sidst tyder det på at investorer ser mere positivt på en gældsforøgelse frem for en gældsnedsettelse. Dette aspekt vil jeg komme nærmere ind på i næste afsnit.

2.3 M&A teori

Med den anvendte teori har jeg forsøgt at forklare værdiskabelsen ud fra traditionel økonomisk, strategisk og finansiel teori. Weston, Mitchell og Mulherin [2004] har samlet teorierne i en oversigtsmodel, og de fleste teorier er diskuteret ovenfor, herunder "*transaction cost efficiency*", "*synergy*" og "*disciplinary*"⁴.

⁴ "Disciplinary" er omtalt i denne afhandling under neoklassisk teori.

Figur 4: Teoretisk værdieffekt af akkvisitioner og fusioner

Theories of the Value Effects of Mergers and Acquisitions	
Theoretical Principle	Research Paper
Value increasing	
Transaction Cost Efficiency	Coase [1937]
Synergy	Bradley, Desai and Kim [1983, 1988]
Disciplinary	Manne [1965]
Value Reducing	
Agency Costs of Free Cash Flow	Jensen [1986]
Management Entrenchment	Shleifer and Vishny [1989]
Value Neutral	
Hubris	Roll [1986]

Kilde: Weston, Mitchell og Mulherin 2004.

Jeg introducerer yderligere fire teorier for værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner i overensstemmelse med Weston, Mitchell og Mulherin [2004]. Det drejer sig om Michael C. Jensens [1986] *frie cash flow teori* og *kontrolhypotese*, Shleifer og Vishny's "*managerial entrenchment*" model [1989] og Richard Roll's *hybris teori* [1986].

2.3.1 Frie cash flow teori

Michael C. Jensen [1986] påpeger i sin artikel at konflikten mellem aktionærer og selskabets ledelse har stor betydning for den økonomiske litteratur. Agentteorien, som jeg var inde på i afsnittet om managerialismen, er ganske udbredt i litteraturen. Jensen noterer at til trods for at agentteorien har haft stor opmærksomhed, så har aktieudbyttebetalingen ikke haft nær samme fokus, selvom denne problematik skaber ligeså store konflikter. Udbyttebetalinger reducerer ledelsens anvendelige ressourcer og dermed også ledelsens magt. Easterbrook [1984] argumenterer i den forbindelse for at kapitalmarkederne vil overvåge ledelsens investeringer mere efficient når ledelsen skal rejse ny kapital på det åbne marked. Internt finansierede projekter vil således slippe for denne overvågning. Det er således i markedets interesse at ledelsen rejser ny kapital på markedet da det giver en åbenhed omkring selskabets situation. Jensen [1986] argumenterer for at ledelsen anvender de frie cash flows til at maksimere selskabets størrelse frem for at udbetale dem til aktionærerne. Argumentet herfor findes i det faktum at ledelsen har incitament til at maksimere selskabets størrelse med samme argumenter som de managerialistiske tanker. Yderligere peger Murphy [1985] på at ledelsens bonusaflytning typisk er positiv korreleret med væksten i salg hvilket også giver ledelsen incitament til at maksimere selskabets størrelse.

Derfor påpeger Jensen i sin teori om det frie cash flow at aktionærerne ikke har tillid til at ledelsen bruger den frie cash flow til at investere i positive NPV projekter. I stedet

mener Jensen at der er risiko for at de frie cash flow bliver brugt til empirebygning og maksimering af ledelsens egne værdier og prestige i lighed med den managerialistiske tankegang. Under sådanne forhold vil investorerne hellere se den frie cash flow udbetalt til aktionærene, i stedet for at blive ødslet bort på ikke-værdiskabende projekter. Høj udbyttebetaling anses som fornuftig ledelsesskik og vil blive belønnet af investorerne. Dette gælder dog fortrinsvis modne selskaber med store frie cash flows [Jensen 1986] da selskaber i en vækstbranche vil have større og flere muligheder for at investere i positive NPV projekter. Som eksempel på sin teori, peger Jensen på olieindustrien i 1970'erne og konkluderer at olieselskabernes store frie cash flows førte til massive E&D (Exploration & Development) investeringer hvis afkast i gennemsnittet lå under kapitalomkostningerne. Yderligere investerede selskaberne også i værdidestruerende diversifikationsopkøb. Disse strategier er ifølge Jensens teori et resultat af at ledelsen er i besiddelse af for store frie cash flows, som ledelsen tilsyneladende ikke magter at håndtere på rationel vis. Derfor noterer Weston, Mitchell og Mulherin [2004] også at Jensen frie cash flow teori er en værdidestruerende teori for akkvisitioner og fusioner.

2.3.2 Kontrolhypotesen

I samme artikel noterer Jensen [1986] at en øget gældsandel reducerer agentomkostningerne ved de frie cash flows. Hvis selskaber vælger at udbetale det frie cash flow i f.eks. udbytte eller køber aktier tilbage, vil risikoen for at ledelsen misbruger det frie cash flow minimeres. Jensen argumenterer for at transaktioner destruerer værdi som følge af spild af frie cash flows og ikke-udnyttet gældsbevilling. Han argumenterer i den forbindelse for at selskaber i stedet bør gældsættes mest muligt. Det forklarer han med at en øget gældsandel motiverer ledelsen til at være mere efficient ved at strømline organisationen, således at den er i stand til at betale sine gældsforpligtelser. Dette forhindrer selskaber i at sløse frie cash flows bort til lavafkastinvesteringer, og dermed fremstår gæld som en kontrolfunktion til at ledelsen optimerer indtjeningen. Disse virkninger kalder Jensen "the Control Hypothesis".

Denne hypotese svarer ligeledes til den asymmetriske information mellem ledelsen i selskabet og markedet, som investorerne forsøger at udnytte, når selskabet annoncerer en ændring i kapitalstrukturen. De empiriske undersøgelser af sådanne ændringer viser at når et selskab øger gældsandelen reagerer markedet positivt, mens markedet reagerer negativt hvis selskabet annoncerer en kapitaludvidelse gennem en aktieemission. Dette er således i overensstemmelse med Jensens kontrolhypotese, hvorfor det kan

tænkes at gældsfinansierede transaktioner skaber værdi for det opkøbende selskabs aktionærer.

2.3.3 Entrenchment og hybris

Weston, Mitchell og Mulherin [2004] bringer endnu en værdidestruerende teori i spil, nemlig Shleifer og Vishny's "*managerial entrenchment*" model. "*Managerial entrenchment*" kan oversættes som et instrument for ledelsen til at beskytte sig selv. Shleifer og Vishny [1989] viser i en model at ledelsen foretager specifikke investeringer for at øge deres værdi til aktionærerne, for at reducere risikoen for at blive erstattet, kræve højere lønninger eller frynsegoder og få større frihed til at bestemme selskabets overordnede strategi. Denne teori kan ligeledes sidestilles med managerialismens motiver.

Richard Roll [1986] foreslog en teori om akquisitioner og fusioner baseret på manageriel hybris. Roll argumenterer for at ledelsen i det opkøbende selskab er overoptimistisk i estimeringen af potentielle synergieffekter, hvilket medfører at selskabets ledelse betaler en overpris for target selskabet. Derudover kan "winner's curse"⁵ fænomenet ligeledes være med til at forklare hvorfor ledelsen betaler en overpris. Det betyder at akquisitioner og fusioner er værdidestruerende, da det opkøbende selskab vil byde en for høj pris for target selskabet som følge af manageriel hybris.

Overprisen repræsenterer en værdiallokering til target selskabets aktionærer, så hele akquisitionen er værdineutral. Tankegangen kan sammenlignes med Mandelkerns [1974]. Han ræsonnerede sig frem til at i et konkurrencedygtigt akquisitionsmarked vil prisen fastlægges således at det opkøbende selskab ingen overnormal profit ville tjene. Han tog således ikke højde for winner's curse og hybris problematikken, der netop kan være udslagsgivende for Rolls teori om at akquisitioner er værdidestruerende for det opkøbende selskabs aktionærer.

Weston, Mitchell og Mulherin [2004] giver følgende sammenfattende overbliksbillede af hvordan de økonomiske teorier forudser eller forklarer værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner. Det er den sidste kolonne der har betydning for denne afhandling.

⁵ Er et udtryk for at den vindende part i en auktion altid vil have budt højere end markedsprisen.

Figur 5: Forventet værdieffekt af transaktioner

Theoretical Predictions of the Patterns of Gains in Takeovers			
Theory	Combined Gains	Gain to Target	Gain to Bidder
Efficiency/Synergy	positive	positive	nonnegative
Agency Costs/Entrenchment	negative	positive	more negative
Hubris	zero	positive	negative

Kilde: Weston, Mitchell og Mulherin 2004.

Den neoklassiske teori, i figur 5 benævnt som *"Efficiency/Synergy"*, forudser at værdiskabelsen for opkøberens aktionærer er værdiskabende eller blot værdineutral, mens Jensens frie cash flow teori og entrenchment modellen (managerialismen) forudser at værdiskabelsen er mere negativ i forhold til Rolls hybris teori som også forudser værdiskabelsen er negativ i akkvisitioner og fusioner.

2.3.4 Tidligere studier

Der er allerede tidligere forsket i hvorvidt akkvisitioner og fusioner skaber værdi. I 1960'erne skete der en eksplosion af akkvisitioner og fusioner som fik forskere til at undersøge fænomenet og forklare værdiskabelsen. I takt med stigningen af transaktionerne steg volumen af akademisk litteratur tilsvarende. En klar konklusion i både amerikanske og engelske studier er at target selskabet modtager økonomisk og statistisk betydende værdistigninger [Bradley, Desai and Kim 1988, Franks and Harris 1989 m.fl.]. Der er derimod større forvirring omkring det opkøbende selskabs afkast, hvilket forklarer den stigende interesse for emnet.

Morck, Shleifer og Vishny [1990], Franks, Harris og Titman [1991] og Healy Palepu og Ruback [1992] m.fl. finder frem til at det opkøbende selskab lider værditab i deres undersøgelser. Bradley, Desai and Kim [1988], Franks and Harris [1989], Lang, Stulz og Walkling [1989] og Limmack [1991] m.fl. finder frem til et positivt eller neutralt afkast for det opkøbende selskab⁶.

Disse tvetydige empiriske konklusioner har fået litteraturen til at yngle med forskellige teorier til at forklare fænomenet. Disse inkluderer Jensens [1986] frie cash flow teori, Rolls [1986] hybris teori og Shleifers og Vishnys [1989] "entrenchment" model. Disse teorier m.fl. er et resultat af den akademiske litteratur som blomstrede frem efter akkvi-

⁶ Se Jensen and Ruback [1983] eller Bruner [2002] for oversigt over litteraturen.

sitions- og fusionsbølgen i 1960'erne. I næste afsnit redegør jeg kort for de mest refererede empiriske studier.

Flere studier har i kølvandet på Rolls hybris teori og Shleifers og Vishnys "entrenchment" model undersøgt ledelsens motiv til at akkvirere eller fusionere. Morck, Shleifer og Vishny [1990] finder at det opkøbende selskabs afkast er lavere når selskaber diversificerer. De finder ligeledes at dårlig performance relativt til industri performance resulterer i værdidestruerende akkvisitioner. De argumenterer derfor for at ledelsens motiver og performance driver dårlige akkvisitioner. Lang, Stulz og Walkling [1989] finder at selskaber med lav Tobins Q, som kan tolkes som dårlig selskabsledelse, reducerer det opkøbende selskabs afkast. Lewellen, Loderer and Rosenfeld (1985) viser at lav ledelsesejerskab medfører lavere afkast i akkvisitioner hvilket tyder på at ledelsen har lille incitament til at maksimere selskabets værdi. Walker [2000] finder at opkøbende selskaber opnår et højere afkast ved strategiske akkvisitioner som ved geografisk udvidelse eller ved akkvisition af markedsandele. Han konkluderer at værditab er indskrænket til diversificerede akkvisitioner.

Travlos [1987], Asquith, Bruner og Mullins [1988], Franks, Harris og Mayer [1988] og Servaes [1991] m.fl. finder alle at cash finansierede akkvisitioner er mere værdiskabende end aktiefinansierede transaktioner. Informationseffekten af at udstede ny egenkapital er som bekendt negativ og vil derfor lede til lavere afkast for aktiefinansierede transaktioner end cash transaktioner. Yderligere bringes skatteimplikationen i spil. Cash finansierede transaktioner genererer skatteforpligtelser for target selskabets aktionærer, men genererer ligeledes en afskrivningsbase på de akkvirerede aktiver til markedsværdi. Aktiefinansierede transaktioner er som udgangspunkt skattefrie indtil target selskabets aktionærer sælger de nye aktier. Afskrivningsbasen for de akkvirerede aktiver forbliver som den bogførte værdi. Den øgede afskrivningsbase i cash transaktioner skaber et større skatteskjold, men kan forventes at blive helt eller delvis modsvaret af target selskabets kompensation for skattebetalingen i cash transaktioner. Derfor er det uklart hvorvidt skatter rent faktisk skaber en netto gevinst eller ej [Travlos 1987].

En anden vigtig variabel i værdiskabelsen er antallet af "bidders" på target selskabet. Bradley, Desai og Kim [1988] finder at det vindende selskab i en bud konkurrence på et target selskab medfører negativ afkast i overensstemmelse med hybris og "winner's curse" fænomenet. Omvendt er afkastet positivt såfremt der kun er et bud på target selskabet.

2.4 Regnskabsteori

Tidligere studier viser at ledelsens motiv og performance og betalingsmetoden har stor betydning for selskabets værdiskabelse i akkvisitioner og fusioner. Modiglianis og Millers fastholder at selskabets finansielle beslutninger er irrelevante for selskabets værdi. Derfor vil strategien være en af de væsentligste faktorer for selskabets værdiskabelse [Porter 1987, Miller 1991 m.fl.].

2.4.1 Economic Value Added

Hvor den finansielle beslutning blev brugt til at udnytte den asymmetriske information mellem investorer og ledere, er det historiske regnskab frit tilgængeligt. Men hvorledes kan et historisk regnskab benyttes til at estimere værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner? Det belyser jeg i følgende afsnit.

Investorer belønner selskaber der leverer større overskud end forventet eller med andre ord skaber værdi for deres aktionærer. Indtil nu er flere forskellige teorier blevet bragt i spil til hvordan værdien i transaktionerne kan skabes. Den neoklassiske teori peger på at hvis selskabets ledelse varetager aktionærernes interesse ved at maksimere værdien af selskabet, vil akkvisitioner og fusioner være værdiskabende for aktionærerne. Men hvornår ved man hvornår ledelsen varetager aktionærernes interesse og ikke deres egne interesser som argumenteret af managerialisterne?

Hvis et selskab i forvejen skaber værdi for deres aktionærer, ved man at selskabet varetager aktionærernes interesse. Hvis det modsatte er tilfældet, kan man så tvivl om ledelsens motiv. Derfor kunne en fornuftig antagelse omkring værdiskabelsen i transaktionerne være at selskaber, der i forvejen skaber værdi for deres aktionærer, i højere grad vil være i stand til at skabe værdi i en akkvisition eller fusion, end selskaber der destruerer værdi for deres aktionærer. Argumentet herfor kan bl.a. afledes ved ledelsens troværdighed. Ved en annoncering af en større transaktion vil ledelsens fremlagte strategier og information blive analyseret til mindste detalje, og markedet vil, alt andet lige, være mere lydhør og positiv overfor ledelsens udmeldinger, såfremt ledelsens ord tidligere har vist sig troværdige. Derfor kan ledelsens historiske performance have en betydning for selskabets værdiskabelse i en forstående transaktion.

En anerkendt metode til at måle et selskabs overnormale profit er ved at beregne economic value added (EVA). EVA kan fortolkes som residualindkomsten eller den overnormale profit efter alle interessenter er aflønnede, herunder långivere og ejere [Plen-

borg & Petersen 2005]. EVA resultatmålet er blevet anerkendt fordi det måler virksomhedens evne til at skabe reel værdi for aktionærerne. Et selskab er ikke fuldstændig værdiskabende hvis dets afkastgrad efter skat på den investerede kapital ikke overstiger de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Det betyder at et selskabs bundlinje, f.eks. "årets resultat før skat", skal kunne dække de kapitalomkostninger som investorer kræver for at investere i selskabet før selskabet er profitabelt. Dette er et afgørende punkt i forhold til tidligere antagelse om hvornår et selskab er profitabelt eller ej.

2.4.2 Multipler

Ledelsens motiv og performance kan være vigtige parametre for værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner. Lang, Stulz og Walkling [1989] og Martin [1996] argumenterer for at market-to-book-value ratio, som de bruger som et estimat for Tobins Q, er et udtryk for ledelsens performance. Et højt Tobins Q (>1) betyder at markedsværdien af aktiverne er højere end den bogførte værdi. Det indikerer et kvalitetsstempel på nuværende og fremtidig performance. Markedet har således tillid og forventninger om en positiv fremtid med vækstpotentiale som fremkommer ved at ledelsen investerer i positive NPV projekter. Et lavt Tobins Q (<1) betyder at markedsværdien af aktiverne er lavere end den bogførte værdi hvilket indikerer at ledelsen investerer i negative NPV projekter og dermed performer dårligt. Markedet har til sådanne selskaber ikke nær samme tillid og positive forventninger.

Hvis Tobins Q tolkes som et udtryk for ledelsens performance, betyder det at selskaber med bedre performance foretager mere værdiskabende akquisitioner og fusioner. Dette argument understøttes af både Lang, Stulz og Walkling [1989], som undersøger "tender offers" og Servaes [1991] og Martin [1996] som både undersøger "tender offers" og fusioner.

2.5 Sammenfatning

Formålet med dette kapitel var at redegøre for de valgte teorier og opstille en model, der giver et overblik over de anvendte teorier, som forklarer eller forudser værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner. Denne model skal danne grundlag for at opstille hypoteser til at bestemme værdiskabelsen.

Under økonomisk og strategisk teori redegjorde jeg for neoklassisk økonomiteori, managerialismens og transaktionsomkostningsteoriens syn på værdiskabelsen i akquisitio-

ner og fusioner. Med Porters bidrag til den økonomiske teori blev det sammenfattet til at afhænge af selskabets valg af strategi. Porter argumenterer for at selskaber skal fokusere på deres kernekompetencer og sikre et ”*strategic fit*” mellem selskabets aktiviteter og omverdenen. Dette resulterer i følgende hypotese:

- 1) *Strategiske transaktioner er mere værdiskabende end diversificerede transaktioner*

Under selskabets finansielle beslutninger blev Modiglianis og Millers bidrag til corporate finance feltet diskuteret i lighed med deres rivaliserende teorier. Diskussionen omkring kapitalstrukturen giver følgende tre hypoteser.

- 2) *Selskabets værdi er uafhængig af selskabets finansielle beslutninger*
- 3) *Transaktioner der balancerer selskabets kapitalstruktur mod equilibrium er mere værdiskabende*
- 4) *Transaktioner finansieret med interne ressourcer er mere værdiskabende end transaktioner finansieret med eksterne ressourcer*

Under M&A teoriafsnittet bragte jeg empirisk teori ind i opgaven. Til trods for at tidligere studier har vist at en bud konkurrence øger prisen og dermed skaber et mindre afkast til det opkøbende selskabs aktionærer, er jeg nødsaget til at undlade dette parameter i undersøgelsen i overensstemmelse med afgrænsningen. Dermed antager jeg at prisen på de enkelte transaktioner er fair værdiansat, hvilket betyder at værdiskabelsen (destruktionen) *ikke* skabes som et resultat af at det opkøbende selskab betaler en underpris (overpris) for target selskabet. Jeg ignorerer således ”winners curse” fænomenet og tester følgende hypoteser.

- 5) *transaktioner finansieret med cash skaber mere værdi end aktiefinansierede transaktioner*
- 6) *Transaktioner finansieret med frie cash flows er værdidestruerende*
- 7) *Transaktioner finansieret med gæld er værdiskabende*

Ledelsens motiver, herunder manageriel hybris og ”entrenchment”, undersøger jeg i et regnskabsperspektiv. Det betyder at selskabets performance vil være et udtryk for manageriel hybris og ”entrenchment”. Selskaber, der performer godt, vil således udføre værdiskabende transaktioner, mens selskaber, der performer dårligt, vil udføre værdidestruerende transaktioner. Dette forhold tester jeg gennem to metoder, henholdsvis EVA og Tobins Q.

- 8) *Transaktioner foretaget af værdiskabende selskaber skaber større værdi end værdidestruerende selskaber*
- 9) *God ledelsesperformance fører til større værdiskabende transaktioner end dårlig ledelsesperformance*

Figur 6: Oversigt over teoretiske begrebsramme og hypotese

Teoretisk begrebsramme		Hypotese
Økonomisk og strategisk teori		
Strategic fit		Strategiske transaktioner er mere værdiskabende end diversificerede
Selskabets finansielle beslutninger		
Pecking order teori		Transaktioner finansieret med interne ressourcer er mere værdiskabende end transaktioner finansieret med eksterne ressourcer
M&A teori		
M&A teori		Transaktioner finansieret med cash er mere værdiskabende end aktiefinansierede transaktioner
Frie cash flow teori		Transaktioner finansieret med frie cash flows er værdidestruerende
Kontrolhypotesen		Transaktioner finansieret med gæld er værdiskabende
Regnskabsperspektivet		
EVA teori		Transaktioner foretaget af værdiskabende selskaber skaber større værdi end værdidestruerende selskaber
Tobins Q		God ledelsesperformance fører til større værdiskabende transaktioner end dårlig ledelsesperformance

Kilde: Egen tilvirkning

Modiglianis og Millers teori om optimal kapitalstruktur vil udelukkende blive testet som følge af "strategic fit". Miller [1991] noterer i diskussionen om værdiskabelsen i LBO'er (Leverage Buy Outs) at den udelukkende sker i BO'et og ikke i L'et. Det betyder at værdien skabes på baggrund af restruktureringen, den mere efficiente udnyttelse af aktiverne og opnåede synergifordele og ikke på baggrund af valget af finansieringskilde. Derfor kan Millers argument sidestilles med det af Porters diskuteret tidligere i kapitlet.

Den statiske afvejningsteori peger på at transaktioner, der balancerer selskabets kapitalstruktur mod equilibrium, skaber større værdi end øvrige transaktioner. Selskabets optimale kapital struktur vil variere fra selskab til selskab og være afhængig af branche, markedsforhold, risikoprofil etc., hvorfor det vil være noget nær umuligt at bestemme i denne undersøgelse, hvorfor den udelades herfra.

Disse tanker leder hen på de metodiske overvejelser omkring hvordan de forskellige teorier og hypoteser måles. Dette er udgangspunktet i næste kapitel.

Kapitel 3 – Metodiske overvejelser

Dette kapitels formål er at redegøre for de metodiske overvejelser og herunder nøjagtig at beskrive hvilken metode der danner grund for besvarelsen af problemstillingen. Jeg starter med at redegøre for hvordan værdiskabelsen måles for derefter at definere motivet bag og betalingsmetoden af transaktionen og selskabets performance. Til sidst vil jeg kort redegøre for datagrundlaget og præsentere de empiriske datakarakteristika.

3.1 Måling af værdiskabelsen

Tidligere empiriske studier indeholder aktiekursstudier, regnskabsstudier, interviews af ledelsesmedlemmer og kliniske studier. Aktiekursstudiet er dog det mest fremherskende studie i analyse af økonomiske begivenheder [Bruner 2002]. Den basale egenskab ved aktiekursstudiet er at den undersøger kapitalafkastet til aktionærerne. Kapitalafkastet er defineret som kursændringen i perioden der omgiver bekendtgørelsen af transaktionen. For at identificere effekten på aktiekursen af den økonomiske begivenhed, er det nødvendigt at justere for den forventede effekt hvis begivenheden ikke indtraf. Det er derfor endvidere nødvendigt at benytte en model der udregner det forventede afkast for hvert aktiv.

Aktiekursstudiet vælges på baggrund af antagelsen om at aktiekursen repræsenterer nutidsværdien af de forventede fremtidige cash flows udbetalt til aktionærerne. Det forudsætter at kapitalmarkederne er efficiente og aktiekurserne fuldkommen reflekterer al tilgængelig information [Fama 1970]. Dette medfører at aktiekurserne skal justere sig forholdsvis hurtigt i forhold til ny information som kan have en effekt på værdiansættelsen af aktivet. Med denne begrundelse vil aktiekursstudiet omkringe en specifik begivenhed give et estimat af markedets tolkning af den langtidssigtede effekt af at begivenheden bliver offentliggjort. Tidsperioden hvor aktiekursen forventet vil justeres til den nye tilgængelige information er ikke eksplicit identificeret. Forskellige studier benytter sig af forskellige tidsintervaller [Bruner 2002], men det må forventes at ske temmelig hurtigt som konsekvens af muligheden for arbitragehandler. Såfremt markedet reagerer på den økonomiske begivenhed, reflekteret i et overnormalt udsving i aktiekursen, kan dette overnormale udsving i en kortere periode benyttes som estimat for værdiskabelsen af transaktionen på lang sigt. Nogle vil i den forbindelse påpege at værdiskabelsen, herunder synergieffekter o. lign. skabes på længere sigt. Men da aktiekur-

sen repræsenterer nutidsværdien af alle forventede fremtidige cash flows, så må der allerede være taget højde for disse synergieffekter i kursdannelsen efter den økonomiske begivenhed er indtruffet. Hvis markedet er efficient, peger studier på at en overtager vil nyde bedre langsigtede afkast, såfremt markedet ikke har straffet selskabet på kort sigt [Agrawal, Jaffe and Mandelker 1992 og Liodakis and Pang 2007]. Det tyder på at den kort sigtede måling af værdiskabelsen derfor kan forklare den langsigtede værdiskabelse hvilket legitimerer metoden til at måle værdiskabelsen.

For at kunne sammenligne dette studie med tidligere studier benytter jeg mig af samme kontrolmodel for at udregne det forventede afkast som i tidligere studier. Disse studier har primært benyttet "markedsmodellen" til at beregne det overnormale afkast af en økonomisk begivenhed. Tidligere studier viser at simple modeller såsom markedsmodellen giver samme resultater som mere avancerede modeller [Brown & Warner 1980]. Burt og Limmack [2002] finder yderligere at der ikke er signifikant forskel på de simple modeller, såsom market-adjusted afkastmodellen, size-adjusted afkastmodellen og markedsmodellen som benyttes her. Derfor vælger jeg kun at benytte én kontrolmodel til at estimere det overnormale afkast. Denne fremgangsmåde blev adopteret af Bradley, Desai and Kim [1988] og senere brugt af bl.a. Lang, Stulz, and Walkling [1989] og Kaplan and Weisbach [1992] som er velansete artikler i M&A litteraturen.

Markedsmodellen definerer det forventede afkast for selskabet j på dagen t som:

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + e_{j,t} \quad (1)$$

hvor $R_{m,t}$ er et markedsindeksafkast for dag t , β_j er et risikoparameter, der måler følsomheden af selskabet j til markedsindekset. α_j måler middelaftkastet over perioden, der ikke kan forklares af markedet, og $e_{j,t}$ er den statistiske fejlparameter som summeret over eventperioden er lig nul ($\sum e_{j,t} = 0$), såfremt ingen økonomisk begivenhed er indtruffet.

Residualet $e_{j,t}$ repræsenterer således det overnormale afkast på dagen t for selskabet j . Markedsmodellens parameterestimer α_j og β_j er beregnet ved simpel regression af aktieafkastet og markedsafkastet med afkastdata for maksimum 240 handelsdage startende fra 300 handelsdage før bekendtgørelsesdatoen for transaktionen. Dette tidsinterval repræsenterer en økonomisk begivenhedsløs tidsperiode. Dette udtryk vil fremover blive brugt løbende i afhandlingen.

Tidligere studier bruger typisk et tidsinterval på -10/10 eller -5/5 dage til at estimere værdiskabelsen af den økonomiske begivenhed [Bruner 2002]. Der benyttes et tidsin-

terval for at fange forventede prisadfærd, såsom rygtedannelse inden den offentlige bekendtgørelse af transaktionen finder sted. Valget af tidsinterval legitimeres ved at undersøge i hvilket tidsinterval handlen af aktien er størst i forhold til den økonomisk begivenhedsløse tidsperiode. Summen af de overnormale afkast i tidsintervallet udgør det kumulative overnormale residual (CAR⁷) som er benyttet af Fama, Fisher, Jensen and Roll [1969] til at måle værdiskabelsen af økonomiske begivenheder.

Da jeg nu har en metode til at måle værdiskabelsen af akkvisitionerne og fusionerne, benytter jeg følgende fremgangsmåde til at teste hypoteserne fra kapitel 2.

3.2 Fastlæggelse af motivet og strategien bag transaktionen

På baggrund af Porters [1980, 1987] værk og bl.a. Scanlon, Trifts og Pettways [1989] og Walkers [2000] empiriske studier identificerer Bruner [2004] strategiske faktorer og motiver der kan være afgørende for om transaktioner er værdiskabende eller værdidestruerende. Bruner sammenfatter at sandsynligheden for at en akkvisition eller fusion vil skabe eller destruere værdi er tilstede, såfremt følgende karakteristika bl.a. er gældende:

Værdiskabende karakteristika

- **Strategisk motivation**
- **Fokus på kernekompetencer**
- **Troværdige synergier**
- **Cash finansieret**
- Køb i koldt M&A marked
- Stor skattefordel til køber
- **Gældsfinansieret**
- Betaling skal falde i rater
- Ledelsen har meget på spil
- **Aktionærorienteret ledelse**
- Aktive investorer

Værdidestruerende karakteristika

- **Opportunistisk motivation**
- **Diversificeret transaktion**
- **Utroværdige synergier**
- **Aktiefinansieret**
- Køb i varmt M&A marked
- Lille skattefordel til køber
- Overgearret investering
- Fuld betaling
- Ledelsen har lidt på spil
- **Managerialistisk ledelse**
- Passive investorer

Mange af de samme elementer som Bruner argumenterer sig frem til, viser jeg empirisk (markeret med **fed**). Jeg vil forsøge at argumentere for hvordan disse variable skal kunne måle værdiskabelsen. Jeg fokuserer på motivet, betalingsmetoden eller valg af finansiering og selskabets performance.

⁷ Cumulative Abnormal Return

Jeg bestemmer motivet i denne afhandling på baggrund af den oplyste branche, det opkøbende selskab og target selskabet befinder sig i. Derudfra udledes hvorvidt det er en horisontal-, vertikal- eller diversifikationsstrategi, der er tale om. Horisontale og vertikale akkvisitionsstrategier vil blive betragtet som en styrkelse af nuværende konkurrenceevne. Motivet bag disse transaktioner vil være at opnå synergieffekter og styrke konkurrenceevnen i selskabets branche. En horisontal akkvisition dækker over geografisk ekspansion, udvidelse af produktsortimentet eller køb af markedsandele, mens en vertikal strategi vil dække over både forlæns og baglæns integration, dvs. opkøb i forsyningskæden.

Hvis det opkøbende selskab køber et selskab i en helt anden branche end det opkøbende selskab befinder sig i, vil der være tale om en diversifikationsstrategi. Motivet bag disse akkvisitioner kan skyldes flere variable hvorfor det vil være svært at forklare entydigt. Dette er den direkte årsag til at jeg vælger at se isoleret på disse tre forskellige akkvisitionsstrategier da det ellers kan skabe bias i undersøgelsen.

Vertikale og horisontale transaktioner vil således være akkvisitioner og fusioner der motiveres på baggrund af Porters *strategic fit*, Mannes disciplinteori og transaktionsomkostningsteorien. Diversificerede transaktioner vil være akkvisitioner og fusioner der motiveres på baggrund af entrenchment modellens og managerialismens motiver.

3.3 Fastlæggelse af betalingsmetoden af transaktionerne

Typisk finansierer selskaber deres akkvisitionsstrategier gennem interne ressourcer opsparet over tid (frie cash flows), udstedelse af ny gæld eller aktieemissioner. Det kan også ske gennem et aktiebytte hvor target virksomhedens aktionærer modtager et antal aktier i det opkøbende selskab i bytte for aktionærernes beholdning i target selskabets aktier. Den sidste betalingsmetode er især fremherskende indenfor fusioner.

Studier der undersøger værdiskabelsen i betalingsmetoden af transaktioner [Limmack et al. 2004, Franks et al. 1988 etc.] skelner blot mellem cash, aktier og en kombination af begge. Disse studier har ikke konsistente konklusioner [Limmack et al. 2004], men noget tyder på at cash finansierede transaktioner er mere værdiskabende end aktiefinansierede transaktioner [Bruner 2004]. De fleste studier finder at cash finansierede transaktioner skaber neutral værdi, mens aktiefinansierede transaktioner destruerer værdi.

Det er min opfattelse at cash kan frembringes på vidt forskellig måde. Cash kan både fremskaffes intern og eksternt. Eksternt kan det fremskaffes ved enten udstedelse af ny

gæld eller nye aktier. Disse kapitalfremskaffelsesmetoder vil tolkes vidt forskelligt af kapitalmarkedet, som diskuteret i kapitel 2. Derfor mener jeg ikke at de kan sidestilles i overensstemmelse med tidligere studier.

Derfor kategoriserer jeg betalingsmetoden af transaktionen indenfor følgende kategorier: gæld, egenkapital (aktieemission), cash (interne ressourcer/frie cash flows) og aktier (aktiebytte).

Finansieringen og betalingsmetoden er svære at identificere. Der er således en grund til at tidligere studier kun har skelnet mellem cash og aktiebytter. Min tilgang til problematikken vil være at notere betalingsmetoden, og hvordan handlen er finansieret, såfremt disse oplysninger er opgivet. I tekstfeltet i databasen, jeg anvender, beskrives finansieringsmetoden af akkvisitionen. Denne tekst og følgende antagelser omkring betalingsmetoden og akkvisitionsfinansieringen vil danne grundlag for vurderingen af finansieringen af transaktionerne:

1. Hvis selskabet har oprettet ny bankfacilitet, og betalingsmetoden er cash, vurderes det at akkvisitionen er finansieret gennem gæld.
2. Hvis selskaber har lavet en kapitalforøgelse, og betalingsmetoden er cash, vurderes det at akkvisitionen er finansieret gennem udstedelse af nye aktier.
3. Hvis selskabet har lavet en kapitalforøgelse, og betalingsmetoden er aktier, vurderes det at akkvisitionen er finansieret gennem et aktiebytte.
4. Hvis selskabet ikke har oplyst hvordan akkvisitionen er finansieret, og betalingsmetoden er cash, vurderes det at selskabet har finansieret akkvisitionen gennem interne ressourcer eller frie cash flows. Dette understøttes af hvorvidt selskabet har en tilstrækkelig stor likvid beholdning, der gør denne finansiering mulig. Såfremt at den likvide beholdning udgør mindst hele transaktionsværdien eksklusiv estimeret gældværdi, vil transaktionen blive betragtet som finansieret med frie cash flows eller interne ressourcer.
5. De resterende transaktioners finansieringskilde vil være ukendte.

3.4 Fastlæggelse af selskabets performance

Til brug for at måle selskabets performance vil denne afhandling tage fat i to performance mål. Det ene er det velkendte resultatmål EVA (economic value added). Stern Stewart opfandt og banede vejen frem for det økonomiske resultatmål i 1982. I dag er resultat-

målet benyttet lige fra ledelsen i selskaber til investeringsbanker og værdibaserede konsulenter.

3.4.1 Definition af EVA

EVA kan defineres på to forskellige måder: Regnskabsmetoden (den operationelle metode) og finansieringsmetoden (NPV metoden) [Abate, Grant og Stewart III 2004]. I denne afhandling benytter jeg kun regnskabsmetoden. EVA defineres her som:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \times C \quad (2)$$

Fra et regnskabsperspektiv er EVA blot resultatet af den operationelle indkomst efter skat fratrasket kapitalomkostningerne på den investerede kapital.

Hvis man ser bort fra regnskabskorrektioner såsom leasing, lagerreserver, goodwill amortisation, kapitaliseret R&D, pensionsomkostninger og aktieoptioner, som jeg gør i denne afhandling, kan NOPAT også defineres som:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - t)$$

EBIT er indtjeningen før renter og skat og t er den marginale skattesats. Da Europa har forskellig marginal skattesats også henover tid, benyttes den marginale skattesats for selskabets nationalitet ved årets begyndelse forud for bekendtgørelsen af transaktionen.

Hvis vi kigger på ligning (2), kan der divideres med C (investerede kapital), hvilket betyder at EVA også kan defineres som:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times C \quad (3)$$

ROIC er det økonomiske afkast eller afkastet på den investerede kapital (NOPAT/C) i procent. Differencen mellem ROIC og WACC refererer også til EVA spredet.

WACC⁸ er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger og C står for den investerede kapital. WACC udtrykkes som:

$$\text{WACC} = w_d r_{d,at} + w_e r_e$$

hvor $w_{d/e}$ er en vægt på henholdsvis gælden og egenkapitalen, mens $r_{d,at}$ er gældens afkastkrav efter skat og r_e er ejernes afkastkrav. Bestemmelsen af ejernes afkastkrav læg-

⁸ Weighted Average Cost of Capital

ger i sig selv op til en afhandling, hvorfor jeg her nøjes med at konstatere at afkastkravet bestemmes ved anvendelse af *Capital Asset Pricing Model*. Modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på selskabets aktie og afkastet på hele aktiemarkedet ud fra den antagelse at investorerne kræver et merafkast som kompensation for øget risiko. Gældens afkastkrav bestemmes efter samme princip. Låntagere der opfatter selskaber som mere risikofyldte, må betale en højere rente, da investorerne kræver et risikotillæg for at kompensere for den øgede risiko[Elling & Sørensen 2005].

Til brug for beregning af WACC'en, benyttes markedsværdien af egenkapitalen. Den bliver opgjort som produktet af det gennemsnitlige antal udestående aktier i regnskabsåret og aktiekursen ved udgangen af regnskabsåret forinden bekendtgørelsesdatoen for transaktionen. Den bogførte værdi af den kort- og langfristede gæld bogført ved udgangen af regnskabsåret før bekendtgørelsesdatoen vil blive brugt som estimat for markedsværdien af gælden.

Til bestemmelse af ejernes afkastkrav k_e benyttes Capital Asset Pricing Model:

$$k_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

hvor r_f = den risikofrie rente som bestemmes ved den Europæiske Centralbanks fastsatte rente EURIBOR. Koller [2005] anfører at markedsrisikopræmien ($r_m - r_e$) ligger i intervallet 4,5 – 5,5%. I estimeringen af ejernes afkastkrav har jeg valgt at anvende en markedsrisikopræmie på 5% for alle år. Beta er allerede blevet estimeret og vil derfor genanvendes.

Til bestemmelse af estimeringen af de finansielle forpligtelsers afkastkrav benyttes Elling & Sørensens metode [2005]. De bestemmer afkastkravet på gælden på følgende måde:

$$k_d = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

hvor r_f er den risikofrie rente, r_s er et selskabsspecifikt risikotillæg, og t er den marginale selskabsskat. r_f og t er allerede defineret. Det selskabsspecifikke risikotillæg er et tillæg låntagere kræver for at kompensere for den risiko at selskabet ikke kan betale lånet tilbage. Traditionelt vil dette risikotillæg bestemmes ved en kreditrating. Dette har dog ikke været muligt at foretage for hver enkelt selskab hvorfor jeg har valgt at benytte beta som risikoindikator, da Beta netop er et risikoparameter. Hvis selskabets beta er 0, er det risikofrit hvorfor der intet risikotillæg bør være. Jeg har derefter valgt at lægge

0,15% i risikotillæg for hver 0.1 stigning i beta, således har et selskab med 0,2 i beta en selskabsspecifik risikotillæg på 0,30%.

Til at beregne EVA noteres det opkøbende selskabs EBIT for regnskabsåret forud for bekendtgørelsen af transaktionen for hver enkel transaktion. Bekendtgøres en transaktion d. 2. februar 2005, og selskabets regnskabsår følger kalenderåret, noteres EBIT for 2004. Den investerede kapital, summen af arbejdskapitalen og de langfristede aktiver noteres i overensstemmelse med EBIT plus yderligere to år forud for bekendtgørelsen. Arbejdskapitalen udgøres af alle omsætningsaktiver undtagen selskabets likvide beholdning. Jeg benytter mig af den gennemsnitlige investerede kapital i udregningen af EVA.

3.4.2 EVA strategi

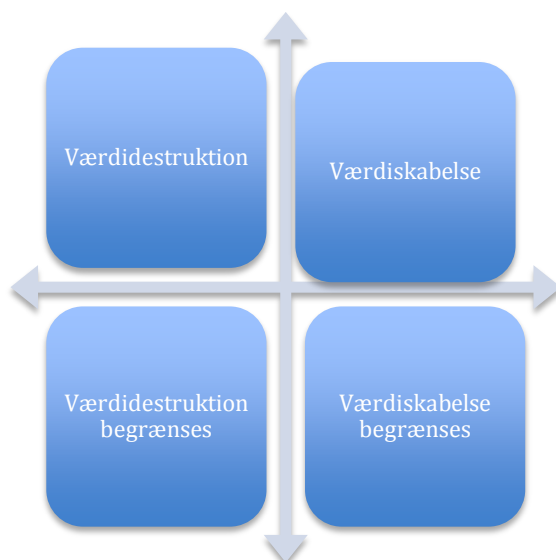
Ud fra disse informationer beregner jeg EVA. Ved at benytte et regnskabsmål for værdiskabelsen bliver det et forholdsvis statisk mål. For at gøre målet mere dynamisk, ser jeg på ændringen i EVA spreadet. Dette gør jeg ved at benyttefølgende metode:

En **positiv ændring i EVA** vil fremkomme når afkastet på den investerede kapital er højere end kapitalomkostningen, og *væksten i driftsinvesteringerne* er positiv (*værdiskabelse*). Den vil også fremkomme når afkastet på den investerede kapital er lavere end kapitalomkostningen, og *væksten i driftsinvesteringerne* er negativ (*værdidestruktion begrænses*).

En **negativ ændring i EVA** vil fremkomme når afkastet på den investerede kapital er lavere end kapitalomkostningerne, og *væksten i driftsinvesteringerne* er positiv (*værdidestruktion*). Den vil også fremkomme når afkastet på den investerede kapital er højere end kapitalomkostningen, og *væksten i driftsinvesteringerne* er negativ (*værdiskabelse begrænses*).

Det skaber fire forskellige kategorier som jeg inddeler de opkøbende selskaber i. Derefter tester jeg om der er statistisk belæg for at sige at nogle selskaber performer bedre i akquisitioner end andre selskaber baseret på selskabets ex-ante performance.

Figur 7: Oversigt over metoder til værdiskabelse



Kilde: Plenborg og Petersen 2005

For at kategorisere det opkøbende selskab i en af de fire kategorier skal væksten i driftsinvesteringerne bestemmes. Den estimeres som forskellen i den allerede opgjorte investerede kapital fratrasket årets afskrivninger, oplyst i resultatopgørelsen, såfremt det ikke er oplyst i pengestrømsopgørelsen i procent. Således udgør EVA spreadet x-aksen, mens væksten i driftsinvesteringerne udgør y-aksen.

3.4.3 Definition af Tobins Q

Det andet resultatmål er Tobins Q. Som diskuteret i kapitel 2, benyttes Tobins Q som et mål for selskabets performance. Et højt Tobins Q indikerer god selskabsperformance, mens et lavt Tobins Q indikerer dårlig selskabsperformance. Som vi har set i kapitel 2, har tidligere studier vist at et højt Tobins Q er korreleret med værdiskabende transaktioner.

Til at beregne Tobins Q følger jeg Lang and Litzenbergers [1989] metode som er baseret på Lindenberg og Ross [1981] beregninger. Tobins Q er defineret som ratioen mellem selskabets markedsværdi og omkostninger til at erstatte alle aktiver. Selskabets markedsværdi er summen af markedsværdien af egenkapitalen, kort- og langfristede gældsforpligtelser og præferenceaktier. Markedsværdien af selskabets egenkapital er opgjort som produktet af antal udestående aktier ved regnskabsårets afslutning inden bekendtgørelsen af transaktionen og aktiekursen 3 måneder inden bekendtgørelsen. Den bog-

førte værdi af de kort- og langfristede gældsforpligtelser og præferenceaktierne bruges som estimat for markedsværdien.

Fællesnævneren i Q ratioen antages at være lig den bogførte værdi af de samlede aktiver plus omkostningerne til at erstatte maskiner, fabrikker og inventar minus den bogførte værdi af disse aktiver. Jeg benytter den samlede bogførte værdi af aktiverne som estimat for disse værdier.

Da jeg nu har fastlagt en metode til at måle værdiskabelsen og de enkelte parameter jeg undersøger, vil næste afsnit have til formål at beskrive det empiriske datagrundlag til at teste hypoteserne diskuteret i kapitel 2.

3.5 Udtræk af data

I Zephyrs databasesystem laver jeg et udtræk af alle transaktioner (mergers and acquisitions) der tilfredsstiller følgende kriterier:

- 1) Bekendtgørelsesdatoen for transaktionen er efter d. 1.1.2000.
- 2) Transaktionsværdien overstiger 1,5 mia. euro.
- 3) Opkøber er børsnoteret med hovedsæde i Europa, dvs. europæiske datterselskaber hvis moderselskab er oversøisk bliver ikke inkluderet. Offentlige/institutionelle og private investorer bliver heller ikke inkluderet.
- 4) Transaktionerne skal mindst udgøre 50% af target virksomhedens samlede aktiver.
- 5) Aktiekursen på opkøber skal være tilgængelig via Reuters3000.

Ud fra de to første kriterier genererer Zephyrs databasesystem en liste på 558 antal transaktioner. 24 transaktioner har en bekendtgørelsesdato før 1/1/00. 21 transaktioner opfylder ikke det geografiske aspekt. 76 transaktioner opfylder ikke kriterium 4. 12 transaktioner er et internt foretagende, hvilket samlet ekskluderer 133 transaktioner fra listen.

Af de tilbageværende 425 transaktioner er 69 foretaget af ikke børsnoterede selskaber, mens 83 selskaber ikke kan identificeres i Reuters3000. Det kan enten skyldes at selskabet er afnoteret, gået konkurs, opkøbt af et andet selskab efter den pågældende transaktion, eller der mangler finansiel information i databasen.

Figur 8: Frasortering af transaktioner i det empirisk datagrundlag

Start	558
Før 2000	24
Geografi	21
Minoritet	76
Intern transaktion	12
Ekskluderet i Zephyr	133
Finansielle selskaber	81
Ikke børsnoterede selskaber	69
Ikke tilgængelig i Reuters3000	83
Ekskluderet i Reuters3000	233
Økonomiske begivenhed	16
Datagrundlag	176

Kilde: Egen tilvirkning

Yderligere har jeg besluttet at udelade selskaber af finansiell karakter. Bankers primære kerneydelse er handel med penge, samtidig med at de er bundet kraftigt til lovgivningsmæssige krav til kapital, hvorfor bankerne alt andet lige vil forsøge at lægge sig kraftigt op ad hinanden performancemæssigt. Dertil kan motivet bag fusioner af banker hovedsagligt være af skatte- og afskrivningsmæssige årsager, hvorfor det ikke er relevant at undersøge disse selskaber.

Udover disse kriterier skal transaktionen være af sådan en karakter at markedet tolker transaktionen som en økonomisk begivenhed. Det sikres gennem i) transaktionsværdien udgør en anseelig del af det opkøbende selskabs markedsværdi 3 måneder før bekendtgørelsen og ii) omsætningen af det opkøbende selskabs aktier skal stige fra den normale omsætning i event perioden. Dette kriterium udelukker yderligere 16 transaktioner.

De overstående kriterier er valgt fordi de største transaktioner har flere fordele frem for en tilfældig udvalgt stikprøve blandt alle transaktioner foretaget i den udvalgte periode. Selvom de udvalgte transaktioner udgør en lille del af det samlede antal transaktioner i tidsperioden, så udgør de udvalgte transaktioner en betydende del af den samlede værdi af alle transaktionerne. Hvis der er et overnormalt afkast i transaktionen, er det tilmed mest sandsynligt at identificere i de største transaktioner. Derudover er det mindre sandsynligt at opkøberen i de største transaktioner foretager andre opkøb i eventperioden, hvilket reducerer sandsynligheden for sammenfaldende økonomiske begivenheder. Til sidst er den offentlige bekymring over konsekvenserne af transaktionerne ofte udløst af netop de største transaktioner, hvorfor de bliver interessante i sig selv.

3.6 Præsentation af datagrundlag

Jeg undersøger dermed 176 transaktioner foretaget af 119 forskellige selskaber i 15 europæiske lande til en samlet estimeret værdi på €1.439 mia. Det betyder at der er 36 gengangere hvor Siemens AG og Vodafone plc er repræsenteret med henholdsvis seks og fem transaktioner hver. Listen indeholder også Carlsberg og Heinekens køb af Scottish & Newcastle, Maersks køb af Royal P&O Nedlloyd og verdens dyreste transaktion ifølge Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), Vodafones køb af tyske Mannesmann som havde en estimeret værdi på ca. €204 mia.

Af figur 9, ser vi at en overvejende del af transaktionerne er foretaget i 2000, hvorefter der sker en afmatning i antallet for derefter at stige igen i 2005 og fremefter. Antallet falder drastisk i 2008. Dette er en konsekvens af at kun det første halvårs transaktioner er medtaget i undersøgelsen. Det er utvivlsomt også en konsekvens af den i 2008 begyndende internationale finanskrisen som har medført en lavere akkvisitionsaktivitet end tidligere set.

Yderligere kan vi se at Storbritannien, Tyskland og Frankrig er repræsenteret med flest transaktioner og udgør tilsammen 65% af alle transaktioner.

Figur 9: Fordelingen af transaktioner på år og land

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Total
Østrig						1				1
Belgien					2	1	1			4
Schweiz	2	1				1	1	2	1	8
Tyskland	9	5	2	1	2	4	6	6	2	37
Danmark	1			1		1			1	4
Spanien	3					2	1	2		8
Finland	2	1						1		4
Frankrig	11	4	2		3	2	4	5	1	32
Storbritannien	16		4	7	1	4	5	8		45
Italien	1	1				2	1	1	1	7
Luxembourg		1								1
Holland	5			1	1	2	1	2	2	14
Norge	2		1			2	1			6
Portugal					1					1
Sverige	1		1			1	1			4
Total	53	13	10	10	10	23	22	27	8	176

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 10 viser fordelingen af transaktionerne på brancher. Vi kan se at telekommunikationsbranchen er stærkt repræsenteret med 32 eller ca. 20%. De resterende brancher er fordelt med hver mellem 3 og 15 transaktioner. I figuren har jeg samlet brancherne i 5 overordnede brancher: en TMT sektor, en Consumer sektor, en Transport sektor, en Industriel sektor og en Energi sektor.

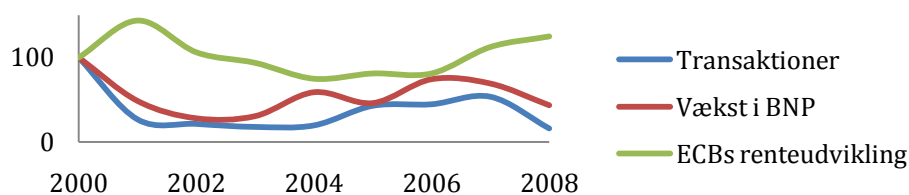
Figur 10: Transaktioner fordelt på brancher

TMT Sectors	39	Industrial sectors	81
Technology	3	Pharmaceuticals	15
Media	4	Chemicals	10
Telecom	32	Building materials	4
		Constructions and real estate	9
Consumer sectors	29	Business services	10
Beverages & Tobacco	13	Manufacturing	7
Food & Household Products	9	Paper, pulp and packaging	5
Leisure and entertainment	4	Machinery & Engineering	7
Textiles & Apparel	3	Electrical & Electronics	14
Transportation	3	Energy and utilities	24
Road and rail	1	Energy Sources	9
Shipping	2	Utilities	15

Kilde: Egen tilvirkning

Hvis vi ser på den generelle økonomiske udvikling i tidsperioden i EU-15 området, så følger væksten i BNP det samme mønster som udviklingen i antallet af transaktioner. Væksten er størst i 2000, hvorefter væksten i økonomien stagnerer som følge af IT boblen og 11. september 2001. Væksten stiger stødt de efterfølgende år og toppe i 2006. Tilsvarende stiger renteudviklingen efter 2000 og vender efterfølgende, hvorefter antallet af transaktioner igen begynder at stige. Da renteniveauet igen stiger, falder antallet af transaktioner. Derfor kan vi konstatere at det empiriske datagrundlag stemmer godt overens med den økonomiske udvikling og repræsenterer alt andet lige et fint billede af det samlede antal transaktioner i tidsperioden.

Figur 11: Indekseret udvikling i økonomiske faktorer og antallet af transaktioner



Kilde: ecb.int og http://www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vaekst

For at sikre at den økonomiske konjunkturudvikling ikke har indflydelse på resultatet, har jeg allerede "renset" afkastene for den forventede udvikling i forhold til markedsindekset gennem markedsmodellen. For at sikre validiteten af denne model tester jeg i

analysen om der er signifikante forskelle i middelafrakastet afhængig af hvilket år transaktionen er foretaget.

3.7 Empirisk datakarakteristika

Omsætningen af aktierne i tidsperioden -5/5 handelsdage er i gennemsnit for de 176 selskaber 100% større end i den fastsatte økonomiske begivenhedsløse tidsperiode. Tilsvarende er omsætningen kun 73% større i eventperioden -10/10 handelsdage. Den gennemsnitlige stigning på bekendtgørelsesdatoen er 351%. Derfor vælger jeg at benytte -5/5 handelsdage som eventperiode. Igennem hele analysen kommenterer jeg på det ligevægtede, gennemsnitlige kumulerede, overnormale afkast (CAAR⁹) i eventperioden og det ligevægtede, gennemsnitlige, overnormale afkast på bekendtgørelsesdatoen (AAR). Fokus vil dog primært ligge på eventperioden.

De 176 transaktioner, jeg undersøger, har en estimeret værdi af €1.439 mia. med en gennemsnitlig bekendtgørelsesværdieffekt på 0,03%. Værdieffekten i eventperioden er -0,24%. Afkastene svinger fra 18% til -14% på bekendtgørelsesdagen og fra 25% til -26% i eventperioden. Der er således tale om små gennemsnitlige procentvise ændringer, men med store udsving. Standardafvigelsen er således 4,8% på bekendtgørelsesdagen og 7,6% i eventperioden. Til trods for det er små gennemsnitlige afkast er det absolutte afkast ganske mærkbart for aktionærerne. Den absolutte værdidestruktion er €35,5 mia. og €76,8 mia. på henholdsvis bekendtgørelsesdagen og i eventperioden hvis afkastene beregnes på baggrund markedsværdien af hvert enkelt selskab 3 måneder før transaktionen offentliggøres. Det er netop dette faktum at aktionærerne i de 176 selskaber har lidt et over normalt tab på €35,5 mia. på blot en enkelt dag, der gør det særdeles interessant at belyse problemstillingen om den manglende værdiskabelse i akquisitioner og fusioner.

Til estimeringen af det overnormale afkast er den gennemsnitlige beta 0,94 og alpha er 0,0426. Til sammenligning er Reuters3000 gennemsnitlige beta 1,04, en procentvis forskel på 11%, og alpha er -0,0014, en forskel på 0,0440 point. Det vil sige at der er tale om en lille forskel på den valgte metode til beregning af beta og alpha i forhold til Reuters3000s beregninger.

⁹ Cumulative Average Abnormal Return

Til beregning af WACC'en har de 176 selskaber en gennemsnitlig gældsandel på 34% med en gældsomkostning efter skat på 2,6%. Ejernes gennemsnitlige afkastkrav er 7,7% hvilket giver en gennemsnitlig WACC på 6,1%. Afkastgraden er 8,5% hvilket giver et gennemsnitligt EVA spread på 2,4%.

Herudover kan det nævnes at fra det seneste offentliggjorte kvartalsregnskab går der i gennemsnit 127 dage til transaktionen bekendtgøres, mens der i gennemsnit går 176 dage fra det seneste offentliggjorte årsregnskab til bekendtgørelsen af transaktionen. Det skal her nævnes at i de fleste transaktioner foretaget før 2002, er kvartalsregnskabet kun noteret i lokal valuta og ikke i Euro. Derfor har jeg i disse tilfælde benyttet årsregnskabs data hvilket er med til at forklare den forholdsvis lille forskel mellem det gennemsnitlige antal dage mellem seneste årsregnskab og kvartalsregnskab til bekendtgørelsesdatoen.

3.8 Sammenfatning

I dette kapitel fandt jeg frem til at måle selve værdiskabelsen gennem markedsmodellen. Jeg redegjorde for modellen og dens parametre og fandt en metode til at bestemme disse parametre for hver enkelt selskab bag transaktionerne. Derudover redegjorde jeg for metoden til at bestemme motivet og strategien bag og finansieringen og betalingsmetoden af transaktionen. Derudover redegjorde jeg for metoden til at måle selskabets ex ante performance. Her foreslog jeg to metoder til at måle selskabets performance på, nemlig en EVA strategi baseret på EVA spreadet og væksten i driftsinvesteringerne og Tobins Q.

De sidste tre afsnit i kapitlet var en redegørelse af hvordan jeg praktisk skaffede data og sorterede transaktionerne. Dernæst præsenterede jeg datagrundlaget fordelt på år, branche og land. Til sidst identificerede jeg relevante empiriske datakarakteristika for undersøgelsen.

Kapitel 4 – Analyse af resultater

Dette kapitels formål er med udgangspunkt i det empiriske datagrundlag at be- eller afkræfte hypoteserne diskuteret i kapitel 2. Indledningsvis forklarer jeg den statistiske test der ligger til grund for at be- eller afkræfte en hypotese. Jeg starter kapitlet med at foretage nogle indledende tests for at sikre at datagrundlaget ikke er påvirket af konjunktur eller branchespecifikke variable. Dernæst begynder jeg at teste hypoteserne fra den økonomiske og strategiske teori, corporate finance teorien, M&A teorien og til sidst fra regnskabsteorien. Afslutningsvis sammenfatter jeg resultaterne og viser hvilke hypoteser der bekræftes og hvilke der afkræftes.

4.1 Indledning

For at kunne be- eller afkræfte hypoteserne testes data i en hypotesetest hvor en t-test anvendes. En vigtig forudsætning for at t-testen kan anvendes er at datagrundlaget er middelfordelt¹⁰. Populationens størrelses middelværdi (μ) antages at være det samlede antal transaktioners middelaflast, mens stikprøven, jeg tester for, er kategoriens middelværdi ($\bar{x}$ -streg). Alternativ hypotesen sættes til det resultatet tyder på. Det vil sige at tyder det på at transaktioner med et større (mindre) aflast end alle transaktionernes middelaflast, vil nulhypotesen være mindre (større) end middelaflastet for alle transaktionerne. Det betyder at nulhypotesen skal forkastes før resultatet er statistisk signifikant. Alle test er foretaget på et 5% testniveau. Kolonnen i de efterfølgende figurer, der angiver p-værdi, betyder at hvis værdien er under 0,05, forkastes nulhypotesen. De resterende værdier er angivet i procent. Er p-værdien f.eks. 0,08, så skal testniveauet hæves til 8% før nulhypotesen forkastes og så fremdeles. Tidligere studier og almen statistikanalyse betragter 5-10% testniveau som acceptable. Disse niveauer vil analysen ligeledes anvende for at be- eller afkræfte hypoteserne. Der vil derfor være større statistisk usikkerhed ved det at forkaste en hypotese, såfremt p-værdien ligger tæt på testniveauet. Jo mindre/større p-værdien er i forhold til testniveauet, desto mere signifikant er resultatet. Det er svært at identificere hvilken metode de tidligere studier har anvendt, men nogle studier har testet om resultaterne er forskellig fra 0 i stedet for det samlede antal transaktioner i stikprøvens middelværdi. Da middelværdien af alle transaktioner-

¹⁰ Se bilag 1 for test af normalitet

ne i dette datagrundlag er tæt på 0 (0,3% på bekendtgørelsesdagen og -0,24% i eventperioden), gør det ikke den store forskel.

Eksempel:

Det gennemsnitlige afkast for eventperioden er -0,24%, mens middelafrkastet for transaktioner finansieret med egenkapital er -1,72% i samme periode med en standardafvigelse på 10,54%. Det tyder på at afkastet for egenkapitalfinansierede transaktioner er lavere end middelafrkastet. Nulhypotesen og alternativ hypotesen vil se således ud:

$H_0: x\text{-streg} > \mu$	Egenkapitalfinansierede transaktioner skaber ikke mindre værdi
$H_1: x\text{-streg} < \mu$	Egenkapitalfinansierede transaktioner skaber mindre værd

For at teste om der er statistisk signifikant forskel mellem to middelafrkast fra to grupper, tester jeg for ens middelværdi eller middelværdihomogenitet. I denne t-test med to uparrede stikprøver, er der to centrale antagelser. Ligesom i t-testen for én stikprøve skal afkastene være normalfordelte, men data skal også antages at have identiske spredninger, såkaldt varianshomogenitet. Dette forhold testes gennem en f-test.

4.1.1 Figurformatet

En serie af figurer følger i dette kapitel. I hver figur, indikerer kolonne 1 den variabel der testes, kolonne 2 indikerer antallet af transaktioner inden for denne variabel, kolonne 3 viser det gennemsnitlige overnormale afkast på bekendtgørelsesdagen, kolonne 4 viser procentandelen af transaktioner, der har et positivt over normalt afkast, kolonne 5 viser p-værdien for t-testen, omtalt i overstående afsnit. Kolonne 6-8 repræsenterer samme resultater som kolonne 3-5 for eventperioden i stedet for på bekendtgørelsesdagen.

4.2 Indledende tests

Som tidligere nævnt i kapitel 3 skal resultaterne gerne være mindst mulig influerede af den økonomiske konjunkturudvikling. For at sikre at der ikke er nogle konjunkturfaktorer eller brancheforhold der påvirker afkastet signifikant, starter jeg ud med at teste om der er signifikante forskelle i værdiskabelsen afhængig af år og branche. Såfremt der

ingen signifikante forskelle er i middelaflkastet, må det konstateres at resultaterne ikke er influerede af de økonomiske konjunkturforskelde.

Figur 12: Test af konjunkturforskelde

Årstal	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
2000	53	-1,03	0,43	0,09	-0,73	0,43	0,36
2001	13	0,95	0,69	0,15	-1,47	0,69	0,31
2002	10	0,59	0,50	0,39	3,12	0,50	0,09
2003	10	1,07	0,60	0,18	0,31	0,60	0,38
2004	10	-0,10	0,30	0,48	-0,81	0,30	0,39
2005	23	1,32	0,61	0,04	1,00	0,61	0,11
2006	22	-0,87	0,32	0,11	-1,11	0,32	0,23
2007	27	1,93	0,67	0,01	0,64	0,67	0,27
2008	8	-3,88	0,00	0,00	-3,44	0,00	0,05
Total	176	-0,03	0,48		-0,24	0,48	

Kilde: Egen tilvirkning

Som det fremgår af figur 12, tyder det ikke på at resultaterne er konjunkturbestemte da p-værdierne i eventperioden alle er over 5% og den procentvise andel af værdiskabende transaktioner ligger omkring 50%. Dog er resultatet ikke entydig signifikant i år 2002, 2005 og 2008. Med 9-11% sandsynlighed for at drage en forkert konklusion, kan det ikke afvises at transaktioner bekendtgjort i år 2002 og 2005 skaber mere værdi end i gennemsnittet. Resultatet i år 2008 viser også at transaktioner skaber statistisk signifikant mindre værdi end gennemsnittet på et 5% testniveau.

I år 2002 kan det være et resultat af den nedadgående rentekurve og den opadgående vækstkurve. Krisen fra 2001 med IT boblen og 9/11 har fortaget sig, og i år 2002 er der væsentlig større forventninger til økonomien. Disse forhold kan umiddelbart spille ind i resultaterne, men antallet af transaktioner i 2002 er begrænset i forhold til de øvrige år. I år 2005 når væksten en bund og stiger efterfølgende hvorfor udsigten til vækst er positiv. Renten er ligeledes i bund i år 2005. Det gør afkastkravet mindre hvilket skaber grobund for mere værdiskabende transaktioner.

Disse tre udsving i resultaterne forekommer til trods for det overnormale afkasttager højde for konjunkturudsving i form af at selskabets aktiekurs er korreleret med det respektive selskabs hovedindeks. Uagtet disse tre udsving, vurderer jeg at resultaterne ikke er mærkbart influeret af økonomiske konjunkturer.

Figur 13: Test af brancheforhold

Industri	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Consumer secotors	29	1,17	0,59	0,07	0,80	0,59	0,23
Energy & utilities	24	0,02	0,46	0,49	-0,16	0,46	0,47
Industrial sectors	81	0,29	0,49	0,33	0,09	0,49	0,35
TMT sectors	39	-1,48	0,38	0,03	-2,03	0,38	0,09
Transportation & logistics	3	1,83	0,67	0,21	3,19	0,67	0,17

Kilde: Egen tilvirkning

Testresultaterne for om der er signifikant forskel på værdiskabelsen, afhængig af hvilken branche transaktionen befinder sig i, viser ingen entydige resultater i eventperioden. Andelen af værdiskabende transaktioner ligger omkring 50% for de enkelte sektorer. Det tyder dog på at TMT sektoren har et lavere afkast end gennemsnittet da nulhypotesen bliver forkastet på et 10% testniveau. Ellers ligger p-værdierne på et normalt niveau. Derfor kan vi konkludere at branchen ikke har signifikant betydning for værdiskabelsen.

Dermed har hverken konjunkturer eller branchespecifikke forhold signifikant betydning for værdiskabelsen, så værdiskabelsen skal forklares ud fra andre variable. Dette diskuterer jeg nærmere i de næste afsnit.

4.3 Test af motiv og strategi

Den økonomiske og strategiske hypotese siger, som tidligere nævnt, at strategiske transaktioner er mere værdiskabende end diversificerede transaktioner. Strategiske transaktioner blev defineret som horisontale og vertikale akquisitioner eller fusioner som dækkede over opkøb af markedsandele, geografisk ekspansion, udvidelse af produktsortimentet og opkøb i forsyningskæden. Diversificerede transaktioner er opkøb i en vidt forskellig branche fra opkøberens.

Af de 176 transaktioner er 165 horisontale, 6 vertikale og 5 diversificerede. Det er således 171 eller 97% af transaktionerne der er af strategisk karakter. I Walkers [2000] undersøgelse identificerer han 23% diversificerede transaktioner i perioden 1980-1996 mod 3% i denne undersøgelse i perioden 2000-2008. Der kan således være tale om en drastisk overrepræsentation af strategiske transaktioner i denne undersøgelse. Det kan dog også være et resultat af at ledelserne i de multinationale selskaber er mere forbeholdende overfor diversificerede transaktioner end tidligere. Flere studier har tidligere

vist at disse typer transaktioner destruerer værdi for deres aktionærer. Med udgangspunkt i denne undersøgelse kan jeg konstatere at der er sket et markant skifte væk fra diversificerede transaktioner som følge af den manglende værdiskabelse i diversificerede transaktioner.

Figur 14: T-test af motiv og strategi

Strategi / Motiv	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Horisontale	165	0,13	0,48	0,39	0,04	0,48	0,31
Vertikale	6	1,29	0,83	0,12	0,25	0,83	0,40
Strategiske	171	0,17	0,50	0,35	0,05	0,50	0,30
Diversificerede	5	-4,64	0,00	0,06	-10,30	0,00	0,05

Kilde: Egen tilvirkning

Da den overvejende del af transaktionerne er horisontale, vil resultatet naturligvis heller ikke være signifikant anderledes fra alle transaktionernes middelaflkast. Det kan vi aflæse af p-værdien på 0,39 og 0,31 på henholdsvis bekendtgørelsesdagen og eventperioden. Det tyder dog på at strategiske transaktioner har et højere afkast end gennemsnittet ($0,17\% > 0,03\%$ og $0,05\% > -0,24\%$).

Diversificerede transaktioner destruerer i gennemsnit henholdsvis 4,64% og 10,30% i værdi på bekendtgørelsesdagen og i eventperioden. Det betyder at markedet straffer det opkøbende selskabs aktionærer særdeles hårdt såfremt ledelsen vælger at investere i diversificerede investeringer. Testen viser at på et ca. 5% testniveau vil diversificerede transaktioner have et lavere afkast end gennemsnittet både på bekendtgørelsesdagen og i eventperioden.

Det kan tyde på at strategiske transaktioner skaber mere værdi end diversificerede transaktioner. Dette understøttes af testen i forskel mellem middelaflkastene på strategiske og diversificerede transaktioner. Resultatet viser at på et 10% testniveau kan det ikke afvises at strategiske transaktioner skaber mere værdi end diversificerede transaktioner på bekendtgørelsesdagen og på et 5% testniveau i eventperioden¹¹. P-værdien for eventperioden er 0,04446, hvilket er tæt på testniveauet hvorfor konklusionen ikke er særlig entydig, men dog stadig nok til at forkaste nulhypotesen.

Man kan altså ikke afvise ud fra resultaterne at strategiske transaktioner skaber mere værdi end diversificerede transaktioner. Porter [1980, 1985, 1987], Miller [1991] m.fl.

¹¹ Se bilag 2 for test af forskel i middelværdi

har derfor ret i at selskaber bør ekspandere ud fra en "strategic fit" tankegang. Det er også i overensstemmelse med tidligere studier, som Scanlon, Trifts og Pettway [1989] og Walker [2000] har lavet om værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner.

4.4 Test af betalingsmetoden

Under corporate finance teori, opstillede jeg en enkel hypotese, som jeg ville teste. Det centrale element i dette afsnit er hvorledes det opkøbende selskab har valgt at finansiere transaktionen. Er det gennem udstedelse af egenkapital eller ny gæld, aktiebytte, eller cash? Derfor diskuterer jeg ligeledes Jensens [1986] frie cash flow teori og kontrolhypotese, da det er finansieringen af transaktionen, der er gældende for teorierne. Tidligere M&A empiri antyder at cash transaktioner er mere værdiskabende end aktiefinansierede transaktioner, hvilket jeg også analyserer i dette afsnit.

4.4.1 Test af kontrol hypotesen, frie cash flow teori m.fl.

Jeg vælger at notere betalingsmetoden som et resultat af den overvejende part af betalingen. Dvs. hvis en transaktion er finansieret gennem 75% aktier og 25% cash, vil transaktionen blive noteret som finansieret gennem aktier. Desuden vælger jeg at definere cash finansierede transaktioner som værende finansieret med frie cash flow eller interne ressourcer. På den måde er 12 transaktioner finansieret med cash, 37 med ny gæld, 13 med ny egenkapital, 53 med aktier og de resterende 61 ud af de 176 transaktioner er betalingsmetoden ukendt.

Figur 15: Test af kontrol hypotesen, frie cash flow teori m.fl.

Betalingsmetode	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Cash	12	0,77	0,58	0,14	-1,33	0,58	0,13
Gæld	37	1,42	0,57	0,05	2,36	0,57	0,03
Egenkapital	13	-0,34	0,54	0,44	-1,72	0,54	0,31
Aktier	53	-1,12	0,38	0,06	-2,10	0,38	0,08
Ukendt	61	0,12	0,49	0,41	0,32	0,49	0,16

Kilde: Egen tilvirkning

Det mest iøjefaldende ved overstående resultater er det forholdsvis signifikante resultat betalingsmetoden gæld viser. Gældsfinansierede transaktioner har et højere statistisk

signifikant afkast end gennemsnittet på et 5% testniveau. Man kan også se at aktiefinansierede transaktioner har et lavere statistisk signifikant afkast end gennemsnittet på et 10% testniveau. Tendensen bekræftes i den procentvise andel af positive værdiskabende transaktioner. 57% af de gældsfinansierede transaktioner skaber værdi, mens kun 38% af de aktiefinansierede transaktioner skaber værdi.

Det signifikant højere afkast i gældsfinansierede transaktioner bekræfter således Michael Jensens kontrolhypotese og udnyttelsen af den asymmetriske information mellem ledelsen og markedet. Det tyder på at markedet tolker det positivt at selskabet er i stand til at øge gearingen ved en transaktion. Det kan selvfølgelig være svært at skelne mellem hvor værdiskabelsen præcist stammer fra, eller om det er en kombination af begge teorier. Det kan være et resultat af at selskabet øger sin gældsandel. Dermed vil selskabet i større omfang være nødsaget til at strømline organisationen, så den er i stand til at betale sine gældsforpligtelser og blive mere efficient. Det belønner markedet naturligvis. Det kan også være et resultat af at investorerne udnytter den asymmetriske information, der opstår som konsekvens af at ledelsen vælger at finansiere transaktionen med gæld i stedet for egenkapital eller aktier.

Den asymmetriske informationseffekt skal ikke undervurderes. Resultatet af aktiefinansierede transaktioner og egenkapitalfinansierede transaktioner tyder på at de destruerer mere værdi end gennemsnittet, hvilket også er i lighed med tesen om den asymmetriske information. Dog er det kun aktiefinansierede transaktioner der kan bekræftes på et nogenlunde respektabelt statistisk niveau.

Det er bemærkelsesværdigt at værdiskabelsen i cash finansierede transaktioner på bekendtgørelsesdagen er mere positiv end gennemsnittet. Men i eventperioden er værdiskabelsen mere negativ end gennemsnittet. Det betyder at markedet tolker disse transaktioner forskelligt gennem tidsperioden da standardafvigelsen og dermed også p-værdien i begge tidsperiode er omkring den samme. Det indikerer at pecking order teorien holder stik på bekendtgørelsesdagen. I eventperioden er det modsatte tilfældet. Her indikerer det at den frie cash flow teori holder stik da cash finansierede transaktioner har et lavere afkast end gennemsnittet i eventperioden. På grund af de få antal transaktioner, er resultatet præget af statistisk usikkerhed. P-værdien er således 0,13 hvorfor testniveauet skal hæves til ca. 15% før nulhypotesen forkastes.

Dette resultat afkræfter altså pecking order teorien signifikant. Den foreslog at ledelsen foretræk at finansiere projekter med interne ressourcer frem for eksterne ressourcer, og at man derfor kunne forvente at cash finansierede transaktioner gav et større overnor-

malt afkast. Men markedet tolker ikke valget af finansiering på samme måde som ledelsen hvis pecking order teorien ellers holder stik. Derimod taler det nærmere for at Michael Jensen har ret i sin antagelse om at selskaber destruerer værdi såfremt selskaber finansierer deres transaktioner med frie cash flows. Det er min overbevisning at såfremt der var flere cash finansierede transaktioner i datagrundlaget med tilnærmelsesvis samme resultater, ville resultatet være mere signifikant. Det kan man begrunde med den forholdsvis lave standardafvigelse i afkastene på de 12 transaktioner der er med i datagrundlaget.

Sammenfattende betyder resultaterne at finansieringskilden har stor betydning for værdiskabelsen. Informationsværdien i finansieringsmetoden er derfor ganske vigtig for værdiskabelsen. Som jeg også vil teste i næste afsnit, er selskabets evne til at føre en værdiskabende strategi vigtig i forhold til værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner. Det viser at gældfinansierede transaktioner skaber størst værdi, mens de øvrige finansieringsmetoder destruerer værdi med aktiefinansierede transaktioner som den største synder.

På baggrund af resultaterne fra eventperioden af cash finansierede transaktioner kan det ikke afvises at Jensen har ret i sin tese om at selskaber, der finansierer akkvisitioner gennem frie cash flows, destruerer værdi for deres aktionærer. Med dette resultat kan vi konkludere at konflikten mellem aktionærer og selskabets ledelse med hensyn til udbetaling af udbytte i stedet for investering i akkvisitioner, har betydning for investorerne og dermed også værdiskabelsen i transaktionerne.

Da resultatet for cash finansierede transaktioner svinger igennem tidsperioden, er det således ikke en entydig konklusion man kan drage. Dog er eventperioden den foretrukne tidsperiode, hvorfor jeg fokuserer på dette resultat.

4.4.2 Test af pecking order teorien

Da eventperioden er den primære fokusperiode, tester jeg om pecking order teorien kan forklare værdiskabelsen i transaktionerne ved at benytte data for eventperioden. Pecking order teorien pegede på at transaktioner finansieret med interne ressourcer var mere værdiskabende end transaktioner finansieret med eksterne ressourcer. De eksterne ressourcer er i dette tilfælde defineret som gæld og egenkapital. Aktiefinansierede transaktioner er holdt udenfor denne test da de ikke er cash orienterede.

Figur 16: Test af pecking order teorien

Pecking order teorien	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Intern	12	0,77	0,58	0,14	-1,33	0,58	0,13
Ekstern	50	0,96	0,56	0,15	1,30	0,56	0,12

Kilde: Egen tilvirkning

Figur 16 viser test af én stikprøve. Det er testet om interne ressourcefinansierede transaktioner skaber mere eller mindre i værdi end gennemsnittet. Resultatet viser at ekstern ressourcefinansierede transaktioner skaber mere i værdi end gennemsnittet i eventperioden og på bekendtgørelsesdagen. Det bekræfter Jensens [1986] og Easterbrooks [1984] argument om at markedet tolker det positivt at selskaber vælger at finansiere projekter ved at rejse kapital på det åbne kapitalmarked. Dette kan dog ikke statistisk entydigt bevises da p-værdien for resultatet er henholdsvis 0,15 og 0,12. Det betyder at der er 15/12% sandsynlighed for at acceptere en forkert hypotese. Testniveauet skal hæves til 12/15% førend nulhypotesen forkastes, og overstående konklusion endeligt kan bekræftes.

Pecking order teorien pegede på at ledelsen foretrak at finansiere projekter med interne ressourcer eller frie cash flows. Så for at kunne teste om der er signifikant forskel på afkastene, skal data være middelfordelt og have identisk spredning eller varianshomogenitet. Variansen er signifikant forskellig fra hinanden med en p-værdi på 0,000555. I princippet kan man således ikke fortage en t-test med to uparrede stikprøver. Hvis man slækker på dette krav, og vi antager at variansen er tilnærmelsesvis ens, så viser resultatet at der er signifikant forskel på afkastene på et 5% testniveau. Resultatet er mindre signifikant med en p-værdi på 0,0489. Det betyder at internt finansierede transaktioner skaber mindre i værdi end eksternt finansierede transaktioner, hvilket endegyldigt afkræfter pecking order teorien. Det er således med 95,11% ($1 - p\text{-værdi}$) sandsynlighed at man kan konstatere at internt finansierede transaktioner ikke skaber mere i værdi end eksternt finansierede transaktioner.

4.4.3 Test af M&A teorien

I M&A hypotesen definerer jeg cash finansierede transaktioner som likvidbetaling. Det betyder at jeg samler cash-, gæld- og egenkapitalfinansierede transaktioner i én gruppe. Herefter tester jeg om cash finansierede transaktioner skaber større værdi end aktiefi-

nansierede transaktioner. De aktiefinansierede transaktioner er allerede testet og kommenteret i figur 15 under test af kontrol hypotesen, frie cash flow teori m.fl..

Figur 17: Test af M&A hypotese

Cash vs Aktier	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Cash	62	0,92	0,56	0,11	0,79	0,56	0,17
Aktier	53	-1,12	0,38	0,06	-2,10	0,38	0,08

Kilde: Egen tilvirkning

I overensstemmelse med tidligere studier viser resultatet at cash finansierede transaktioner ikke skaber statistisk signifikant mere værdi end gennemsnittet. Testniveauet skal hæves til ca. 17% førend vi kan konkludere at cash finansierede transaktioner skaber mere i værdi end gennemsnittet. Dette er ikke et statistisk signifikant resultat. Andelen af positive værdiskabende transaktioner er 56%, hvilket betyder at det ca. er halvdelen af transaktionerne der skaber værdi, mens den anden halvdel destruerer værdi, hvilket forklarer den manglende statistiske signifikans. Ser man på forskellen i afkastene på figur 17, så viser resultaterne at cash finansierede transaktioner skaber større værdi end aktiefinansierede transaktioner. Da stikprøvens varians er ens¹², så kan en f-test anvendes til at beregne hvorvidt der er statistisk signifikant forskel i middelaflkastene. Resultatet viser at der er statistisk signifikant forskel mellem afkastene i eventperioden på et 5% testniveau. Resultatet er ikke helt entydigt da p-værdien er 0,041079. På bekendtgørelsesdagen er resultatet mere signifikant da p-værdien er 0,024259.

Det betyder at cash finansierede transaktioner skaber større værdi end aktiefinansierede transaktioner, ligesom de tidligere empiriske studier viste. Der er derfor ikke sket en ændring i forhold til tidligere empiriske studier.

Dette resultat bekræfter også den asymmetriske informationseffekt. Når en transaktion finansieres gennem aktier, vil der ske en udvanding af den eksisterende egenkapital. Det vil markedet tolke negativt. Dette kan som i forrige afsnit være årsagen til at aktiefinansierede transaktioner skaber negativ værdi. Cash finansierede transaktioner skaber ikke nævneværdig mere i værdi end gennemsnittet hvilket også er i overensstemmelse med Travlos [1987], Asquith, Bruner og Mullins [1988], Franks, Harris og Mayer [1988] og Servaes [1991] m.fl.

¹² Se bilag 3 for test af varianshomogenitet

4.5 Test af selskabets performance

I regnskabsteorien argumenterede jeg for at god selskabsledelse og performance medførte værdiskabende transaktioner. Dårlig selskabsledelse og performance medførte værdidestruerende transaktioner. Ledelsens adfærd og selskabets performance måler jeg ud fra to variable; EVA og Tobins Q.

4.5.1 Test af selskabets performance, EVA

Igennem en aktiv EVA strategi definerede jeg 4 kategorier, selskaber kunne kategoriseres i, afhængig af selskabets EVA spread og vækst i driftsinvesteringerne.

Figur 18: Test af performance, EVA strategi

EVA strategi	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Værdiskabelse	84	0,61	0,51	0,15	1,23	0,54	0,04
Værdidestruktion	56	-0,57	0,46	0,18	-2,01	0,46	0,06
Værdidestruktion begrænses	13	-1,10	0,46	0,24	-0,81	0,38	0,36
Værdiskabelse begrænses	23	0,02	0,43	0,49	-1,02	0,26	0,25

Kilde: Egen tilvirkning

Resultaterne viser at selskaber, der skaber værdi (værdiskabelse), skaber statistisk signifikant mere værdi end gennemsnittet i eventperioden på et 5% testniveau. Tilsvarende viser resultaterne at selskaber, der destruerer værdi (værdidestruktion), skaber statistisk signifikant mindre værdi end gennemsnittet i eventperioden på et ca. 6% testniveau. Disse resultater stemmer således overens med hypotesen om at værdiskabende selskabers transaktioner skaber mere i værdi end værdidestruerende selskabers transaktioner.

Det er overraskende at resultatet viser så entydige resultater indenfor disse to kategorier. Vi kan dermed konstatere at værdiskabelsen afhænger af hvilketselskab, der foretager transaktionen. Selskaber der performer over forventning, er således bedre i stand til at skabe værdi ved at akkvirere eller fusionere. Dette resultat kan have betydning for vurderinger af projekter i fremtiden. På baggrund af disse resultater skal selskaber omstrukturere virksomheden, så den performer godt, før de begynder at kaste sig ud i at købe andre virksomheder og integrere dem. Fokus skal altså ligge på selskabets egen forretning hvilket er i overensstemmelse med Porters tankegang [1980, 1985 og 1987].

Han påpeger at virksomheden bør fokusere på deres kernekompetencer så den valgte strategi er forenelig med interne og eksterne forhold.

Man kan forvente at selskaber i kategorien "værdidestruktion begrænses" ville destruere mere i værdi end gennemsnittet. I og med selskabet det efterfølgende regnskabsår foretager en større transaktion, vil selskabet, alt andet lige, opleve en stor vækst i driftsinvesteringerne. Dette vil sandsynligvis medføre at selskaberne i stedet bliver "værdidestruerende". Resultatet viser at afkastet er mere negativt end gennemsnittet. Det kan dog ikke statistisk bevises.

Selskaber i kategorien "værdiskabelse begrænses" kan man forventehar et større afkast end gennemsnittet, men lavere end værdiskabende selskaber da de har et positivt EVA spread. De formår dog ikke at udnytte det positive EVA spread investeringsmæssigt da de har negativ vækst i driftsinvesteringerne. Som konsekvens af transaktionen som tidligere nævnt, må driftsinvesteringerne stige markant. Derfor bliver selskaberne i stedet "værdiskabende" selskaber. Resultatet viser at værdiskabelsen er mere negativ end gennemsnittet. Dette kan dog ikke statistisk bevises.

Figur 19: Test af performance, EVA spread

EVA spread	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Negativ	69	-0,67	0,46	0,12	-1,78	0,46	0,05
Positiv	107	0,48	0,50	0,16	0,75	0,50	0,08

Kilde: Egen tilvirkning

Hvis vi nøjes med at analysere positive og negative EVA spread selskaber og tester for forskel i værdiskabelsen, så skaber positive EVA selskaber statistisk signifikant mere værdi end gennemsnittet på et ca. 10% testniveau. Derimod destruerer negative EVA selskaber statistisk signifikant mere værdi end gennemsnittet på et ca. 5% testniveau. Der er ikke overraskende stor signifikant forskel ($p\text{-værdi} = 0,0168^{13}$) mellem værdiskabelsen på positive og negative EVA selskaber. Med 1,68% sandsynlighed for at drage en forkert konklusion, så skaber positive EVA selskaber mere i værdi end negative EVA selskaber i akquisitioner og fusioner.

¹³ Se bilag 4 for test af forskel i middelværdi

Disse resultater bekræfter at selskabets performance, strategi og valg af finansiering alle er vigtige parametre i bestemmelsen af værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner.

4.5.2 Test af selskabets performance, Tobins Q

Den anden variabel til at teste selskabets performance er Tobins Q. Det var forventet at selskaber med en ratio over 1 ville skabe mere værdi end selskaber med en ratio under 1. Årsagen til dette var at selskaber med en ratio over 1 signalerede en positiv performance, og markedet havde tillid til dette selskab. Hvis markedet har tillid til selskabet, kan vi forvente at disse selskaber vil skabe større værdi end selskaber der ikke har markedets tillid. Resultaterne viser at det faktisk er stik modsat.

Figur 20: Test af performance, Tobins Q

Tobins Q	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
Under 1	31	2,03	0,58	0,02	1,67	0,58	0,03
Over 1	145	-0,40	0,46	0,14	-0,65	0,46	0,27

Kilde: Egen tilvirkning

Det er også statistisk signifikant at selskaber med et Tobins Q under 1, skaber mere værdi end gennemsnittet. Det er altså stik imod det forventede resultat. Dog er det værd at bemærke at der er en stærkt overrepræsentation af selskaber med et Tobins Q over 1.

Ved at analysere definitionen og metoden til at bestemme Tobins Q, kommer forskellige argumenter frem der kan forklare det misvisende resultat. Det er min overbevisning at det er en regnskabs- eller metodisk fejl der ligger til grund for resultatet. Det statistiske signifikante merafkast, Tobins Q under 1 viser, er ikke blot en tilfældighed. Tobins Q har været til stor diskussion, og de empiriske studier, jeg henviser til, er over 10 år gamle. Derfor viser de ikke nødvendigvis de samme resultater som i denne undersøgelse.

Hvis vi genopfrisker min benyttede definition af Tobins Q, ser vi en markant forskel i forhold til James Tobins egen definition [Tobin 1969].

Min definition

$$\frac{\text{MV of Equity} + \text{BV of Liabilities}}{\text{Asset book value}}$$

James Tobins definition

$$\frac{\text{MV of Equity} + \text{BV of Liabilities}}{\text{Book value of Equity and Liabilities}}$$

Efter at have gennemgået definitionen og metoden til at bestemme Tobins Q er de åbenlyse fejlkilder: i) bogført værdi af gæld, ii) Asset book value i stedet for den bogførte værdi af egenkapitalen og fremmedkapitalen, iii) afskrivninger, iv) konjunkturforhold. Disse fire forhold kan vi forvente alle har en betydning for Tobins Q.

i) Bogført værdi af gæld

Jeg har valgt at benytte den bogførte værdi af gælden som estimat for markedsværdien af gælden. Tidligere studier, der har undersøgt Tobins Q, har beregnet sig frem til markedsværdien. For at simplificere metoden valgte jeg at benytte den bogførte værdi. Forskellen er at hvis kursen på obligationslånet er omkring kurs 90, så vil markedsværdien af gælden være 10% lavere end den bogførte værdi. Det medfører, alt andet lige, at Tobins Q vil være lavere når de bogførte værdier er benyttet, da tælleren i brøken er estimeret for højt. Fejlkilden vil selvfølgelig være mest udbredt i de stærkt gearede selskaber.

ii) Asset book value

I Reuters3000 valgte jeg at benytte mig af Asset book value som estimat for genskaffningsomkostningerne. Som vist i definitionen benytter Tobin blot summen af den bogførte værdi af egenkapitalen og fremmedkapitalen. Havde jeg benyttet denne definition, ville jeg opnå en forholdsvis lavere nævner og dermed et større Tobins Q. Ved test af 4 selskaber ville resultatet være en gennemsnitlig ca. 25% mindre nævner. Denne markante forskel vil betyde at min benyttede definition af Tobins Q vil være fejlagtig opstillet i forhold til James Tobins definition.

iii) Afskrivninger

Det enkelte selskabs valg af afskrivningspolitik kan have stor indflydelse på de bogførte værdier. Afhængig af om selskabet har en konservativ, neutral eller liberal regnskabspolitik, vil selskabets investerede kapital afvige fra hinanden. Et selskab kan nemlig frit vælge mellem at afskrive sine aktiver på en række forskellige metoder såsom "straight line", "reducing balance" eller "activity depreciation" som alle vil medføre forskellige niveauer for den investerede kapital.

En konservativ regnskabspolitik vil medføre et lavere niveau for den investerede kapital i forhold til hvis en liberal regnskabspolitik anvendes. Et lavere niveau i den investerede

kapital vil, alt andet lige, også medføre et lavere niveau i aktivværdien. Dette vil igen medfører at Tobins Q bliver fejlagtig oppustet.

Definitionen af Tobins Q blev brugt til at bestemme succesfulde og mindre succesfulde selskaber. Det betyder at selskaber er succesfulde hvis Tobins Q er over 1. Det sker når markedsværdien af selskabets aktiver er højere end den bogførte værdi. Afskrivningspolitikken kan dermed have en betydning for den bogførte værdi. Man kan forestille sig at succesfulde selskaber vil forsøge at udjævne succesen ved at have store årlige afskrivninger, altså føre en konservativ regnskabsprincip [Plenborg & Petersen 2005]. På den måde vil afskrivningerne bliver mindre som årene går. Dette bevirker at væksten bliver udjævnet så ledelsen er i stand til at fremvise kontinuerlige vækstrater i stedet for kun at bogføre væksten i samme regnskab. Ledelsen har antageligt incitament til at foretage sådanne valg på grund af eksempelvis en bonusaf lønning.

Det er desværre ikke muligt at undersøge afskrivningspolitikken empirisk ved datagrundlaget da disse oplysninger ikke er tilgængelige. Jeg kan derfor kun konstatere at disse tre beskrevne forhold kan og vil påvirke Tobins Q. Igennem de tre diskuterende punkter har jeg argumenteret for at det er mest sandsynligt at selskaber har et gennemsnitlig for højt Tobins Q. Dog vil anvendelsen af den bogførte værdi af gælden medføre et for lavt Q, hvorfor fejkilderne trækker i hver sin retning. Derfor kan vi konstatere at ratioen er yderst følsom og dermed lidt anvendelig, hvorfor konklusionen på nøgletallet ikke har sin ret.

iv) Konjunkturforhold

Den sidste fejkilde er konjunkturforhold som kan have en betydning for resultatet. Denne fejkilde analyserer jeg nærmere. Baggrunden for at undersøge konjunkturforholdene ligger i afsnit 4.2 hvor jeg beskrev enkelte makroøkonomiske forhold. Her påpegede jeg at år 2000 bar præg af en højkonjunktur lige inden IT boblen sprang, og 11. september 2001 indtraf. Efter denne tids stagnation i antallet af transaktioner begyndte antallet drastisk at stige igen i 2005 indtil 2008. Antallet af transaktioner afspejlede den reelle økonomiske udvikling i både renten og væksten. Derfor kunne man forestille sig at transaktioner i år 2000 og 2006-2007 havde et højere gennemsnitlig Tobins Q end gennemsnittet for hele perioden. Man kan forvente at højkonjunktoren først gør sig gældende året efter, da transaktionernes data fra 2006 stammer fra 2005.

Figur 21: Test af konjunkturforskel i Tobins Q

Årstal	Antal	Average Tobins Q	Stafv	p-værdi (5% niveau)
2000	53	2,34	2,30	0,04
2001	13	1,27	0,65	0,08
2002	10	1,51	0,98	0,20
2003	10	1,25	0,65	0,01
2004	10	1,48	1,05	0,19
2005	23	1,37	0,68	0,00
2006	22	1,59	0,54	0,06
2007	27	1,92	1,04	0,25
2008	8	1,60	0,55	0,19
Total	176	1,78	1,47	

Kilde: Egen tilvirkning

Resultaterne viser at hypotesen omkring 2000 er rigtig. Selskaberne, der foretager en transaktion i 2000, har med statistisk signifikant et højere Tobins Q end gennemsnittet. Resultatet viser også at hypotesen omkring 2006-2007 ikke er valid. Resultatet i 2007 viser at Q'et er højere end i gennemsnittet. Det kan ikke bevises statistisk fordi p-værdien er 0,25. I 2006 er Q'et mindre end gennemsnittet på et ca. 6% testniveau. I 2005 er gennemsnittet statistisk signifikant under gennemsnittet hvilket også afspejler den økonomiske udvikling.

Da disse nøgletal ikke er rensat for den økonomiske udvikling, kan det være risikabelt at anvende dette nøgletal til at konkludere noget entydigt på en række hændelser der er sket igennem en årrække.

Derfor kategoriserer jeg selskaberne efter hvorvidt de er bedre end gennemsnittet det pågældende år og ikke efter om de er defineret som gode eller dårlige selskaber iflg. Tobins Q over eller under 1-skala. Konjunkturforskellene har en betydende effekt på Tobins Q hvorfor det er mere relevant at kigge på om selskaberne performer bedre end gennemsnittet, og ikke om de performer godt eller dårligt. Det vil, alt andet lige, også være den måde selskaber bliver vurderet på af investorer, kreditorer etc.

Figur 22: Test af performance, Tobins Q (gennemsnit)

Tobins Q	Antal	AAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)	CAAR	%-vis positiv	p-værdi (5% niveau)
under gns.	114	0,08	0,51	0,46	-0,62	0,51	0,29
over gns.	62	-0,06	0,44	0,44	0,44	0,44	0,25

Kilde: Egen tilvirkning

Disse resultater stemmer bedre overens med de tidligere studier, der undersøger Tobins Qs effekt på værdiskabelsen. Dog er resultatet ikke statistisk signifikant. Resultaterne i eventperioden indikerer at selskaber med et Tobins Q over gennemsnittet har en tendens til at skabe større afkast end gennemsnittet. Det kan dog langt fra bevises statistisk. Resultaterne viser hvor stor usikkerhed der er i nøgletallet, men trods alt viser logikken bag Tobins Q ikke helt fejlagtige resultater, såfremt man korrigerer for konjunkturforskelene.

4.6 Sammenfatning

Det kunne ud fra datagrundlaget ikke afvises at strategiske transaktioner skabte mere værdi end diversificerede transaktioner. Porter [1980, 1985, 1987], Miller [1991] m.fl. har derfor ret i antagelsen om at selskaber bør ekspandere sig ud fra et strategisk fit tankegang. Det understøttes også af tidligere empiri af bl.a. Scanlon, Trifts og Pettway [1989] og Walker [2000].

Testen af betalingsmetoden gav to signifikante resultater. Transaktioner finansieret med gæld skabte signifikant større afkast, mens aktiefinansierede transaktioner gav signifikant lavere afkast end middelafrastet for alle transaktionerne. Det betyder at der er belæg for at Michael Jensen har ret i sin kontrollhypotese, og at den asymmetriske informationsværdi har betydning for værdiskabelsen. Dette er en gennemgående konklusion for alle de fundne resultater. Egenkapitalfinansierede transaktioner destruerede værdi, mens gældsfinansierede transaktioner skabte værdi. Internfinansierede transaktioner destruerede mere værdi end eksterntfinansierede transaktioner hvilket afkræftede pecking order teorien ud fra et investorsynspunkt. Derimod bekræftede resultatet Michael Jensens frie cash flow teori om at transaktioner finansieret gennem frie cash flows destruerer værdi.

Yderligere viste resultaterne at cash finansierede transaktioner, defineret som enten cash, egenkapital eller gæld skabte signifikant større afkast end aktiefinansierede transaktioner, hvilket er i overensstemmelse med tidligere M&A studier [bl.a. Travlos 1987, Franks, Harris og Mayer 1988 og Servaes 1991].

Jeg prøvede at bevise at selskabets performance ex ante transaktion havde en betydning for værdiskabelsen gennem test af to variable, EVA og Tobins Q. Selskabets EVA performance havde statistisk signifikant betydning for selskabets evne til at skabe værdi i transaktionerne, såfremt de lå i kategorien "værdiskabelse" eller "værdidestruktion".

Resultaterne viste også at positive EVA selskaber skaber statistisk signifikant mere værdi end negative EVA selskaber. Disse resultater bekræfter hypotesen om at ledelsens adfærd og selskabets performance har afgørende betydning for værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner.

Derimod viser Tobins Q ikke det forventede resultat. Her diskuterede jeg fire punkter som kunne have en signifikant betydning for estimeringen af Tobins Q. Jeg konkluderede at disse omstændigheder gjorde at Tobins Q var særdeles følsomt, hvorfor resultaterne fra det anvendte datagrundlag ikke kunne bruges. Undersøgelsen viste også at hvis Tobins Q blev korrigeret for konjunkturforhold, så indikerede resultatet at selskaber med et højere Tobins Q end gennemsnittet det pågældende år, ville skabe mere i værdi end selskaber med et Tobins Q under gennemsnittet. Resultat kunne dog ikke statistisk bekræftes.

Til trods for nogle resultater viser statistisk signifikante p-værdier, svinger andelen af værdiskabende transaktioner indenfor de enkelte variable mellem 38% og 58%. De fleste ligger endda tæt på 50%. Det betyder at resultaterne er præget af stor usikkerhed. Det højere (lavere) gennemsnitlige afkast er et resultat af at de enkelte afkast er mere positive (negative) end de negative (positive) afkast. Det ændrer dog ikke ved konklusionen, såfremt en alpha-genererende investorstrategi skal udledes. I figur 24 er resultaterne sammenfattet i overensstemmelse med figur 7.

Figur 23: Be- eller afkræftelse af hypoteser

Teoretisk begrebsramme	Hypotese	
Økonomisk og strategisk teori		
Strategic fit	Strategiske transaktioner er mere værdiskabende end diversificerede	✓
Selskabets finansielle beslutninger		
Pecking order teori	Transaktioner finansieret med interne ressourcer er mere værdiskabende end transaktioner finansieret med eksterne ressourcer	✗
M&A teori		
M&A teori	Transaktioner finansieret med cash er mere værdiskabende end aktiefinansierede transaktioner	✓
Frie cash flow teori	Transaktioner finansieret med frie cash flows er værdidestruerende	✓
Kontrolhypotesen	Transaktioner finansieret med gæld er værdiskabende	✓
Regnskabsperspektivet		
EVA teori	Transaktioner foretaget af værdiskabende selskaber skaber større værdi end værdidestruerende selskaber	✓
Tobins Q	God ledelsesperformance fører til større værdiskabende transaktioner end dårlig ledelsesperformance	✗

Kilde: Egen tilvirkning

Samlet kan vi konstatere at individuelt skaber strategiske transaktioner mere i værdi end diversificerede. Transaktioner finansieret med gæld skaber mere værdi end aktie-, cash- og egenkapitalfinansierede transaktioner, og værdiskabende selskaber skaber større værdi end værdidestruerende selskaber.

Da disse tre variable alle er uafhængige af hinanden, vil det være nærliggende at konkludere at strategiske transaktioner, finansieret med gæld, foretaget af værdiskabende selskaber, skaber betydelig mere værdi end den gennemsnitlige transaktion. Yderligere vil disse transaktioner skabe specielt mere værdi end værdidestruerende selskaber der finansierer akkvisitionen eller fusionen med aktier. Hvordan det forholder sig, diskuterer jeg i næste kapitel.

Kapitel 5 – Diskussion

Det primære formål med dette kapitel er at diskutere om det er muligt at identificere en alpha-genererende strategi for investorer til at opnå et risikofrit merafkast i forhold til markedet på baggrund af de fundne resultater i kapitel 4. Jeg starter med at identificere potentielle sammenhænge mellem værdiskabelsen og de fundne resultater i kapitel 4 for til sidst at kortlægge en mulig alpha-genererende investor strategi. Det sekundære formål med dette kapitel er at perspektivere udvalgte dele af resultaterne i henhold til den internationale finanskrisen og tidligere empiriske studier omkring effekten af den asymmetriske information.

5.1 Potentielle sammenhænge

I forrige kapitel fandt jeg frem til at gælds-(aktie)finansierede transaktioner og positive (negative) EVA/værdiskabende (destruerende) selskaber skabte (destruerede) enkeltvis større værdi end gennemsnittet.

Såfremt den ene gruppe af transaktioner skaber mere værdi end den anden gruppe, er det sandsynligt at der er en sammenhæng mellem positive afkast og værdiskabende selskaber og tilsvarende sammenhæng mellem værdidestruerende selskaber og negative afkast. Det er også sandsynligt at der er en sammenhæng mellem betalingsmetoden og afkastet. Mistanken skabes på baggrund af de gennemsnitlige resultater undersøgelsen viste. Transaktioner, der skaber værdi i dette tilfælde, vil være transaktioner der har et AAR eller CAAR over 0. Det betyder at jeg går fra at se på gennemsnit til at se på antal.

Ved test af uafhængighed mellem de nævnte variable, EVA og afkast og betalingsmetoden og afkast finder jeg absolut ingen sammenhæng på et 5% testniveau i nogle af tilfældene¹⁴. P-værdien i eventperioden for homogenitet i testen mellem afkast og betalingsmetoden er 0,73, hvilket betyder at resultatet er statistisk signifikant. P-værdien for homogenitet mellem afkast og EVA spread viser en tilsvarende værdi i både eventperioden og på bekendtgørelsesdagen. Resultatet for forholdet mellem afkast og EVA strategien, viser lidt mere sammenhæng, idet p-værdien i eventperioden er 0,1178. På bekendtgørelsesdagen er p-værdien 0,8970, hvilket indikerer at der ingen sammenhæng er.

¹⁴ Se bilag 5, 6 og 7 for tests af uafhængighed

Ifølge disse tests kan det blot være et tilfælde at gennemsnitsafkastet er højere/lavere for hver enkel betalingsmetode eller performance. Det er fordi at der ingen sammenhæng er mellem gældsfinansierede transaktioner og positive afkast og aktiefinansierede transaktioner og negative afkast, som resultaterne fra kapitel 4 ellers indikerede.

Hvis jeg kombinerer de to variable, EVA og betalingsmetoden, finder jeg markant forskellige resultater. Jeg skaber således en antaltabel med 3 variable, betalingsmetoden, performance og afkast. Dvs. jeg tester om der er uafhængighed mellem performance (EVA) / betalingsmetoden og afkastet.

Indledningsvis fjerner jeg de kategorier hvor der er under 5 observationer. Det betyder at der kun er tre grupper i testen mellem performance (EVA strategi)/ betalingsmetoden og afkastet. Resultatet viser at der er statistisk signifikant sammenhæng mellem EVA strategien/betalingsmetoden og afkastene da p-værdien er 0,0091 i eventperioden¹⁵. Sammenhængen ses især blandt de aktiefinansierede transaktioner foretaget af værdidestruerende selskaber. Der er således langt flere observerede transaktioner, der skaber negativt afkast end forventet og teststørrelsen i disse kategorier stiger.

Hvis vi erstatter EVA strategien med EVA spreadet og tester for samme sammenhæng som før, fås et identisk resultat. P-værdien er 0,0121 hvilket bekræfter at der er en sammenhæng mellem betalingsmetoden og selskabets performance, og at transaktionen skaber værdi for det opkøbende selskabs aktionærer¹⁶.

Da der er en sammenhæng mellem betalingsmetoden, selskabets performance og værdiskabelsen, må det være muligt at konstruere en alpha-genererende investorstrategi. Det gennemsnitlige overnormale afkast for værdiskabende selskaber, der finansierer transaktionen med gæld, er 3,44% i event perioden. Tilsvarende er det gennemsnitlige overnormale afkast -6,35% for værdidestruerende selskaber der finansierer transaktioner med aktier. Dvs. der er markant forskel i det gennemsnitlige afkast afhængig af finansieringsformen og selskabets performance.

5.2 Alpha-genererende investor strategi

På baggrund af disse resultater kan man udlede en alpha-genererende strategi for investorer. Strategien skal bygges op omkring det at købe aktier i positive værdiskabende

¹⁵ se bilag 8

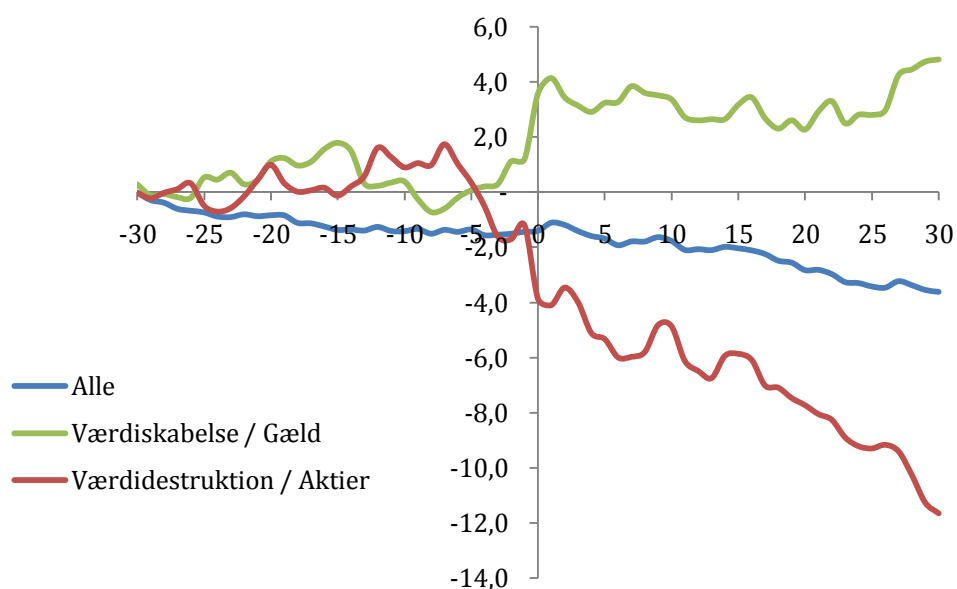
¹⁶ Se bilag 9

selskaber, der finansierer transaktionen med gæld, og sælge aktier i de værdidestruerende selskaber der finansierer transaktionen med aktier. Dermed tager jeg udgangspunkt i de 67 transaktioner, 45 værdiskabende selskaber og 22 værdidestruerende selskaber der henholdsvis finansierer transaktionen med gæld og aktier. Jeg udelader 7 værdidestruerende selskaber med betalingsmetoden gæld da hver kategori ikke opfylder kriteriet for testen at være større end 5.

Jeg har ikke skelnet mellem strategiske og diversificerede transaktioner i dette afsnit da de 5 diversificerede transaktioner enten er foretaget af værdidestruerende selskaber eller værdidestruktion begrænsende selskaber. Derfor kommer de helt automatisk ikke til at indgå i de værdiskabende selskaber og skaber unødigt bias for denne gruppe.

Figur 25 viser den gennemsnitlige værdiskabelse fra 30 handelsdage før bekendtgørelsen af transaktionen til 30 handelsdage efter for henholdsvis de værdiskabende selskaber, der finansierede transaktionen med gæld og de værdidestruerende selskaber, der finansierede transaktionen med aktier. Udviklingen i værdiskabelsen er for samtlige transaktioner taget med i grafen.

Figur 24: Udviklingen i den gennemsnitlige værdiskabelse, -30/30 handelsdage

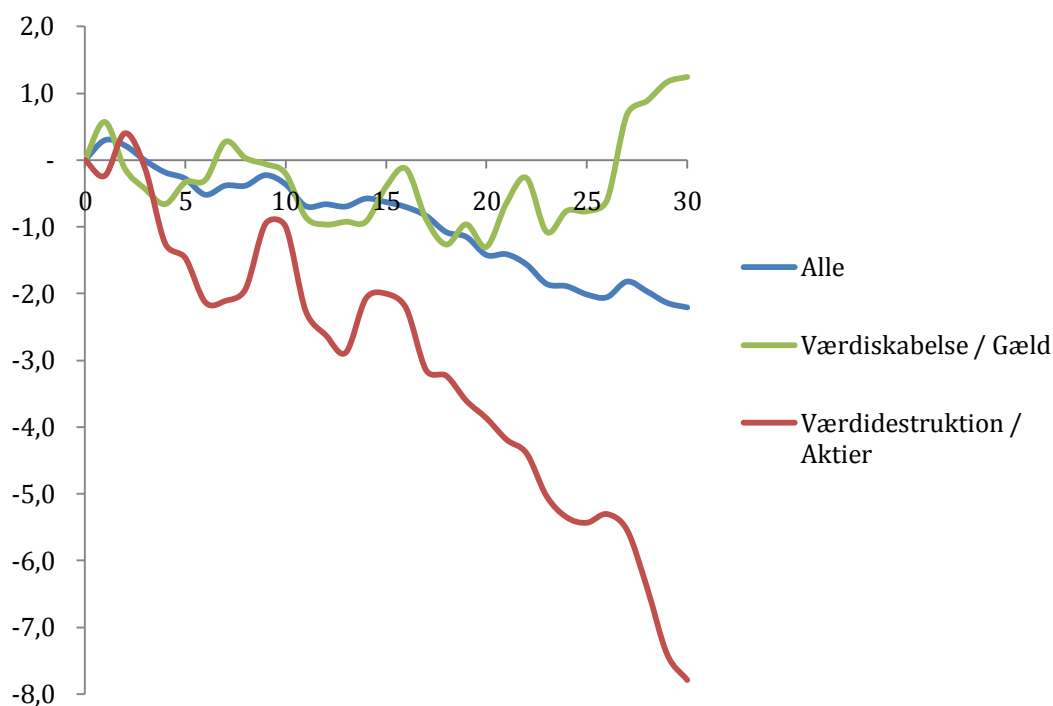


Kilde: Egen tilvirkning

Af denne figur kan man se den markante forskel i udviklingen af værdiskabelsen afhængig af selskabets performance og finansieringsform. Trenden er klar: Værdidestruerende selskaber, der finansierer transaktioner med aktier, opnår i gennemsnit et overnormalt afkast på -11,6% i løbet af 30 dage før bekendtgørelsen til 30 dage efter. Det er værd at bemærke det kraftige fald de sidste 30 dage, hvilket bekræfter at der kan udledes en alpha strategi. Gældsfinansierede transaktioner foretaget af værdiskabende selskaber opnår et overnormalt afkast på ca. 4,8%. Til sammenligning er den gennemsnitlige værdiskabelse for alle transaktioner taget med i figuren. Den viser en værdidestruktion på 3,6%. Disse afkast er beregnet ved en ligevægtet investering i hver enkelt selskab.

Umiddelbart ser det ud til at udviklingen i værdiskabelsen forstærkes i løbet af perioden, hvorfor det vil være muligt at udlede en alpha strategi. Hvis vi ser på udviklingen isoleret fra dag 1, vil al information, som er benyttet i denne afhandling, være tilgængelig. Afkastet på dag 0, er *ikke* med i denne graf. Udviklingen af den gennemsnitlige værdiskabelse ses af nedenstående figur.

Figur 25: Udviklingen i den gennemsnitlige værdiskabelse, 1/30 handelsdage



Kilde: Egen tilvirkning

Denne graf viser at man som investor kan generere et overnormalt afkast på 7,79% hvis man går kort i de værdidestruerende selskaber, der annoncerer en transaktion, som finansieres gennem et aktiebytte. Standardafvigelsen for perioden er 2,25% hvilket indikerer at volatiliteten er begrænset i forhold til den gennemsnitlige værdidestruktion. I en normalfordelt population vil 99,7% af alle observationer ligge inden for 3 gange standardafvigelsen. Med en standardafvigelse på 2,25%, vil 99,7% af alle transaktionerne ($2,25 \cdot 3 = 6,75\%$) destruere værdi.

Yderligere kan man købe aktier i de værdiskabende selskaber, der annoncerer en transaktion, som finansieres gennem udstedelse af ny gæld og blive belønnet med et overnormalt afkast på 1,25%. Her er volatiliteten mindre, idet standardafvigelsen er 1,98%, men grundet det forholdsvis lave middelfkast vil transaktionernes værdiskabelse være mere utvetydig. Det er således kun lidt over halvdelen af transaktionerne der skaber værdi. Men de transaktioner, der skaber værdi, vil skabe større værdi end de transaktioner der destruerer værdi. Det kan ses ud fra den positive gennemsnitlige værdiskabelse.

5.3 Perspektivering

I dette afsnit diskuterer jeg kort to forhold som jeg mener har stor relevans for resultaterne diskuteret i både kapitel 4 og 5. Det drejer sig om en diskussion af effekten af den asymmetriske information under normale omstændigheder. Det er velkendt at der sker et overnormalt udsving i aktiekursen, såfremt et selskab annoncerer en ændring i selskabets kapitalstruktur. Det betyder at der sker en værdiskabelse/destruktion alene ved en kapitalstrukturændring. Dette faktum kan ændre værdieffekten af selve transaktionen, da den asymmetriske informationsværdieffekt vil være årsag til en del af værdiskabelsen. Det andet forhold jeg diskuterer er værdiskabelsen af gældsfinansierede transaktioner set i lyset af den nuværende finanskrisen.

5.3.1 Asymmetrisk informationseffekt

Formålet med dette afsnit er at belyse hvilken effekt den asymmetriske information har, såfremt et selskab allokerer sin kapitalstruktur. Denne viden kan potentielt sætte værdiskabelsen af transaktionerne i et andet perspektiv. Klassisk økonomisk teori forudsætter at selskaber handler ubetinget rationel ved at maksimere aktionærernes og kreditorernes værdi eller selskabets nutidsværdi. Jensen og Mecklings [1976] undersøgelse af

agentforholdene i selskaber foreslår at tilskyndede konflikter kan motivere til at maksimere ledelsens interesser på bekostning af aktionærernes interesser. Bulow og Shoven [1976] analyserer situationer hvor ledelsen er nødsaget til at maksimere kreditorernes interesse. Her er der tilskyndede konflikter der motiverer kapitalstrukturændringer.

Derudover er det velkendt at markedet reagerer på en kapitalstrukturændring. Værdiskabelsen i akkvisitioner og fusioner kan således alene være et resultat af den asymmetriske information, der opstår som et resultat af finansieringsformen. Effekten af den asymmetriske information vil i så fald udvande resultaterne fundet i denne afhandling.

I kapitel 2 redegjorde jeg for at Vermaelen [1981] og Asquith and Mullins [1986] m.fl. fandt frem til at aktiekursen falder ved aktieudstedelser og stiger ved aktietilbagekøb. Masulis' [1980] finder at aktiekursen stiger når et selskab tilbyder at bytte gæld for egenkapital og falder når de tilbyder at bytte egenkapital for gæld. Ved nærmere gennemgang af hans studie analyserer han 106 tilfælde hvor selskabets gældsandel stiger, og 57 tilfælde hvor egenkapitalandelen stiger. Han finder at bekendtgørelseeffekten på henholdsvis stigende gældsandele er 4,51%, og stigende egenkapitalandele er -2,98%. Yderligere har 69% af de stigende gældsandele alle et positivt afkast, mens kun 11% har et positivt afkast for stigende egenkapitalandele. Disse resultater bekræfter at markedet tolker en stigende gældsandel positivt og en stigende egenkapitalandel negativt.

Jeg finder lignende tendens i mine resultater. Det betyder at noget af værdiskabelsen er et resultat af den asymmetriske informationsværdi. Dog vil det være svært at argumentere for at hele værdiskabelsen er et resultat af denne informationsværdi, da der er flere variable der gør sig gældende ved hver enkel transaktion. Derfor bekræfter Masulis' studie at informationsværdien har en betydende værdieffekt på generelle corporate finance fænomener såsom akkvisitioner og fusioner.

5.3.2 Finanskrisen

Set i lyset af den nuværende finanskris er det paradoksalt at jeg finder frem til at gældsfinansierede transaktioner skaber størst værdi. Finanskrisen er bl.a. opstået som en konsekvens af subprime kreditkrisen i USA som opstod som følge af stigende renter og faldende boligpriser. De amerikanske banker har i den forbindelse foretaget ekstra store risikofyldte udlån og har måtte realisere tab på disse lån. De store tab bankerne har realiseret skabte en mangel på likviditet, hvilket gjorde det dyrere at skaffe kapital på de globale pengemarkeder. Det forårsagede yderligere knaphed på likviditeten. Det

betyder at en markant øget gældssætning i verdensøkonomien har skabt finanskrisen som huserer verden over.

Resultatet af denne undersøgelse, der viser at gældsfinansierede transaktioner skaber størst værdi, er derfor paradoksalt fordi det er gæld, der er årsagen til den finansielle krise. På nuværende tidspunkt er det de færreste banker der kan eller vil låne penge til virksomheder. KPMG, én af de fire største revisionsfirmaer, har i en analyse konstateret at M&A aktiviteten er fastfrosset [KPMG 2008]. Det forklarer chef for KPMG Corporate Finance Simon Collins med at "lånemarkedet stort set er utilgængeligt" [Skov 2008]. Selskaberne har ikke lånekapital til at finansiere akkvisitioner som markedet ser ud nu. Ifølge PriceWaterhouseCoopers partner, John Tattersall er der masser af virksomheder der gerne vil købe op, "men opkøb kræver bankfinansiering", konstaterer han [Skov 2008].

Den teoretiske indgangsvinkel til værdiskabelsen er måske ikke længere valid da finanskrisen har sat en midlertidig stopper for gældsfinansierede transaktioner. Som markedet ser ud nu, vil det være svært for selskaberne at implementere de råd denne afhandling kommer med, da det vil være svært at lånefinansiere opkøb i dag. Man kan derfor så tvivl om resultaterne af denne undersøgelse. Resultaterne kan blot være et resultat af at der op igennem 1990'erne og 2000 blev foretaget mange gearede investeringer, og markedet kun så positivt på disse investeringer, fordi det var sådan markedet så ud på dette tidspunkt.

Man kan argumentere for at der blev opfordret til at foretage gearede investeringer, da kapitalmarkederne blev holdt kunstigt oppe ved hjælp af lovgivningsmagten, har lempet lånevilkårene betydeligt de sidste 20 år. Disse faktorer drev bl.a. boligmarkedet til kunstige højder, hvilket resulterede i usete høje friværdier, som kunne belånes, som dermed holdt gang i den økonomiske vækst. Dette skabte en overpositiv stemning som de færreste stillede spørgsmål til. Samtidig var det muligt for selskaber at foretage massive gældsfinansierede investeringer, som følge af den overpositive stemning, som kreditorerne i både USA og Europa accepterede endda i mange tilfælde uden selskaberne skulle stille nævneværdig sikkerhed for¹⁷. Derfor kan det tænkes at de gældsfinansierede transaktioner blev tolket langt mere positiv, fordi det i højere grad var muligt at lånefinansiere transaktionerne. Derfor kan det også tænkes at transaktioner, der blev finansieret gennem et aktiebytte, vil blive ekstra hårdt straffet af markedet. Hvis selskabet

¹⁷ Roskilde Bank, Fortum, Northern Rock, Lehman Brothers og flere andre konkursramte eller statsovertagede banker er et bevis på dette.

ikke engang var i stand til at lånefinansiere transaktionen i dette tidsrum, vil selskabet formentlig aldrig blive i stand til det, hvorfor transaktionen kan tænkes at blive straffet hårdt af investorerne.

Under normale omstændigheder vil afhandlingen stadig have sin berettigelse. Denne finanskrisen vil dog give stof til eftertanke. Jensens [1986, 1989] argument om at selskaber bør gældsættes mest muligt, indtil nutidsværdien af konkursomkostningerne overstiger de økonomiske fordele ved en øget gearing, er en ekstrem spændende tanke. Den er dog sat i et andet perspektiv efter finanskrisen. Så længe markedet tillader selskaber at lånefinansiere større transaktioner, vil Jensens kontrolhypotese stadig have sin eksistensberettigelse, hvorfor resultatet af denne afhandling er plausibelt i forhold til gældsfinansierede transaktioner.

Man kan argumentere for at resultaterne ikke er visionære eller reaktionære, da tidligere studier omtrent er kommet frem til det samme. Dog er det min overbevisning at de tidligere studier jeg har gennemgået ser meget isoleret på transaktionerne, hvor jeg tager flere variable ind og analyserer værdiskabelsen. Specielt er resultatet af den anden investorstrategi særdeles signifikant. Der er nemlig tydelig statistisk sammenhæng mellem aktiefinansierede og værdidestruerende selskaber og negativ afkast. Resultatet af denne afhandling kan derfor skabe debat om fremtidens akkvisitioner og fusioner, og om hvornår og hvilke selskaber der bør indlede disse forhandlinger og hvordan de optimalt bør finansieres.

5.4 Sammenfatning

Formålet med dette kapitel var at diskutere resultaterne fundet i kapitel 4 og forsøge at identificere en alpha-genererende strategi for investorer til at opnå et risikofrit merafkast i forhold til markedet.

Jeg identificerede en strategi der gik ud på at short sælge aktier i det selskab, der annoncerer en akkvisition eller fusion, hvor selskabet finansierer transaktionen gennem et aktiebytte og samtidig har dårlig performance reflekteret i et EVA resultatmål. Ved at følge denne strategi vil en investor opnå et risikofrit merafkast på 7,79% i løbet af 30 handelsdage.

Investoren kan også købe aktier i det selskab, der annoncerer en akkvisition eller fusion, hvor selskabet finansierer transaktionen gennem en ny bankfacilitet og samtidig har god

performance reflekteret i et EVA resultatmål. Ved at følge denne strategi vil en investor opnå et risikofrit merafkast på 1,25% i løbet af 30 handelsdage.

Et andet formål med dette kapitel var at perspektivere resultaterne til to relevante forhold: værdieffekten af den asymmetriske information og den internationale finanskrisen.

Flere studier finder frem til at aktiekursen falder ved aktieudstedelser og stiger ved aktietilbagekøb. Andre studier finder frem til at aktiekursen stiger, når et selskab tilbyder at bytte gæld for egenkapital og falder, når de tilbyder at bytte egenkapital for gæld. Disse studier bekræfter at den asymmetriske informationsværdi har betydning for værdiskabelsen. Det er dog svært at argumentere for at hele transaktionsværdiskabelsen er et resultat af den opståede asymmetriske information.

Det sidste punkt i dette kapitel var at perspektivere resultaterne fra undersøgelsen til den internationale finanskrisen. Jeg fandt frem til at gældsfinansierede transaktioner skabte størst værdi, og da finanskrisen netop er opstået som en konsekvens af øgede gearede investeringer, kan resultatet blot være et resultat af det vanvid, finanskrisen nu forsøger at rette op på. Men jeg konkluderede at så længe markedet tillader at selskaber lånefinansierer større transaktioner, vil de stadig skabe større værdi. Det vil ske som følge af kreditorernes større krav til kapital, benævnt i denne afhandling som Jensens kontrolhypotese.

Kapitel 6 – Konklusion

Med denne afhandling har jeg forsøgt at finde svar på hvilke transaktioner der skaber værdi, og hvilke der destruerer værdi for aktionærene i de opkøbende selskaber. Motivationen for at behandle dette emne bundede i at flere studier viser at den gennemsnitlige værdiskabelse for transaktioner er negativ. Hvis aktionærene ikke tjener penge på at selskaber akkvirerer eller fusionerer, er det i direkte modstrid med ledelsens fornemmeste opgave, nemlig at maksimere aktionærernes værdi.

Med udgangspunkt i neoklassisk teori, transaktionsomkostningsteorien og Porters strategiteori viser resultaterne at strategiske transaktioner skaber større værdi end diversificerede transaktioner. Langt den overvejende del af undersøgelsesgrundlagets transaktioner er af strategisk karakter, hvorfor det er svært entydigt at konkludere på resultatet. Der er således kun 5 diversificerede transaktioner i undersøgelsesgrundlaget. Alle 5 transaktioner destruerer værdi med et gennemsnitlig overnormalt tab på 10,3% i eventperioden. Til sammenligning skaber de strategiske transaktioner 0,05% i værdi.

På baggrund af resultaterne fra den finansielle teori, viste de at gældsfinansierede transaktioner skaber størst værdi. Cash-, egenkapital- og aktiefinansierede transaktioner destruerer alle værdi med aktier som den største og mest statistisk signifikante syn-der. Dermed bekræfter jeg Jensens [1986] kontrolhypotese og delvis hans frie cash flow teori. Bekræftelsen af den frie cash flow teori er samtidig en afvisning af pecking order teorien. Men da resultatet af cash finansierede transaktioner svinger igennem tidsperioden, er det ikke en entydig konklusion jeg kan drage.

I overensstemmelse med tidligere M&A empiri, viser resultaterne at cash finansierede transaktioner ikke skaber nævneværdig værdi og aktiefinansierede transaktioner destruerer værdi. Cash er i denne forbindelse defineret som likvide betalinger.

Gennemgående for alle resultaterne med det finansielle perspektiv havde den asymmetriske information betydning for værdiskabelsen. Således havde aktie- og egenkapitalfinansierede transaktioner et negativt afkast, mens gældsfinansierede transaktioner havde et positivt afkast, hvilket er i overensstemmelse med teorien bag den asymmetriske information.

Med udgangspunkt i managerialismen, "entrenchment" modellen og hybris teorien, fandt jeg frem til, gennem en analyse af ledelsens adfærd og selskabets performance, at

selskabets EVA strategi har statistisk signifikant betydning for selskabets evne til at skabe værdi i transaktionerne. Dette er gældende såfremt de ligger i kategorien "værdiskabelse" eller "værdidestruktion". Yderligere viser resultaterne at positive EVA spread selskaber skaber statistisk signifikant mere værdi end negative EVA spread selskaber. Disse resultater bekræfter hypotesen om at performance havde afgørende betydning for værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner.

Resultatet for Tobins Q viste ikke det forventede resultat. Her diskuterede jeg fire punkter som kan have en signifikant betydning for estimeringen af Tobins Q. Jeg konkluderede at disse omstændigheder gjorde at Tobins Q var særdeles følsomt, hvorfor resultaterne fra det anvendte datagrundlag ikke kunne bruges. Undersøgelsen viste også at hvis Tobins Q blev korigeret for konjunkturforhold, så indikerede resultatet at selskaber med et højere Tobins Q end gennemsnittet det pågældende år, ville skabe mere i værdi end selskaber med et Tobins Q under gennemsnittet. Resultat kan dog ikke statistisk bekræftes.

Med udgangspunkt i de fundne resultater udviklede jeg en alpha genererende investorstrategi til at opnå et risikofrit overnormalt afkast. Strategien skulle bygges omkring aktieopkøb i de selskaber der har positiv performance reflekteret i en EVA strategi (værdiskabelse), og som annoncerer en gældsfinansieret transaktion. En anden strategi vil være at sælge aktier (shortes) i de selskaber der har negativ performance reflekteret i en EVA strategi (værdidestruktion), og som annoncerer en aktiefinansieret transaktion. Den første strategi vil give et risikofrit overnormalt afkast på 1,25% i løbet af 30 handelsdage, mens den anden strategi vil give et risikofrit overnormalt afkast på 7,79% i en tilsvarende periode.

Resultatet af denne afhandling er altså at ledelsen motiv, selskabets performance og betalingsmetoden har en betydende effekt på værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner og at der kan udledes en alpha-genererende investor strategi på baggrund af disse resultater.

Kapitel 7 – Kildekritik

Dette kapitel har til formål at sætte spørgsmålstejn ved den anvendte teori og metode. Indledningsvis diskuterer jeg de grundlæggende antagelser bag de anvendte teorier og modeller. Dernæst diskuterer jeg teorierne for at afslutte med en kritisk gennemgang af metoden. Den kritiske gennemgang af metoden vil tage fat i enkelte centrale aspekter der diskuterer validiteten og reliabiliteten af metoden.

7.1 Bagvedliggende antagelser

En grundlæggende antagelse bag dette studie er at investorerne handler rationelt ved annonceringen af en transaktion. Dette er helt afgørende for at diskutere værdiskabelsen i transaktionerne som et resultat af aktiekursens udsving i en tidsperiode på 11 handelsdage. Investorernes handling er således enerådende for om en transaktion skaber værdi eller destruerer værdi. Det antages således at investorerne analyserer, beregner og vurderer konsekvenserne af det opkøbende selskabs akkvisitionsstrategi og handler på baggrund heraf. Det er denne adfærd der bestemmer værdiskabelsen.

Hvis investorerne handler straks efter nyheden er offentliggjort og rationelt, antages det at kapitalmarkederne defineres som *semistærkt*. I denne definition ligger at priserne på aktiverne reflekterer historiske priser og alle offentliggjorte informationer. Det betyder at såfremt markederne er efficiente i denne forstand, vil priserne på aktiverne justere sig straks efter offentliggørelsen, hvilket antages i investorernes adfærd [Brealey, Myers og Allen 2006].

Der er foretaget utallige tests af markedets efficiens. Specielt test af den stærke form for efficiens er udbredt. Her ses der bl.a. på hvordan investeringsforeninger klarer sig i forhold til markedet, og om de konsekvent kan slå det. De bedste i klassen i et år, har kun gennemsnitlig mulighed for også at slå markedet det efterfølgende år [Malkiel 1995]. Dette argument for stærk markedsefficiens har vist sig at være så tilstrækkelig overbevisende at mange professionelle investorer har opgivet at følge en overlegen investeringsstrategi. De køber i stedet indekset og følger markedet. Dog er der undtagelser som Warren Buffet og hans investeringsforening Berkshire Hathaway, der siden 1965 har opnået et gennemsnitlig årligt afkast i perioden på 21% [Berkshire Hathaway Inc. 2007]. Da der er empirisk bevis på at de antagelser, jeg har foretaget i denne afhandling, ikke er

urealistiske i forhold til bestemmelsen af værdiskabelsen, kan det ikke afvises at værdiskabelsen er realistisk at måle efter den valgte metode.

7.2 Anvendt teori

I dette afsnit fokuserer jeg primært på modellen til at måle værdiskabelsen, markedsmodellen og den økonomiske teori. Her diskuterer jeg neoklassisk teori, managerialismen, transaktionsomkostningsteorien og pecking order teorien.

7.2.1 Markedsmodellen

Til måling af værdiskabelsen har jeg valgt at benytte markedsmodellen til at beregne det overnormale afkast. Til trods for at denne model er en af de mest anvendte modeller, er den stadig blevet kritiseret for sine mangler. Den tager således ikke højde for en størrelseseffekt som bl.a. Dimson and Marsh [1988] og Fama og French [1992] mener bedre kan beskrive det gennemsnitlige afkast. Store selskaber tilbyder i almindelighed lavere afkast da ratioen bogført værdi af egenkapitalen til markedsværdien ligeledes positivt kan forklare afkastet. De finder således frem til at et over normalt afkast ikke kun kan beskrives med én variabel som markedsmodellen og CAPM foreslår. De foreslår derimod en multivariabel model med beta, en størrelsesfaktor og værdifaktor som alle indgår i Fama og Frenchs tre faktor model.

Til trods for den påståede usikkerhed i betas forudsigelse af afkast har jeg stadig valgt kun at benytte denne metode til at bestemme det overnormale afkast og ejernes afkastkrav. Fordelen ved beta er at den har den matematiske karakteristik at når markedet er efficient, vil der være en lineær sammenhæng mellem forventet afkast og beta værdien. Da jeg igennem afhandlingen har antaget at markedet er efficient, er modellen dermed valid til at bestemme det forventede afkast. Som eksempel på at markedsmodellen er anvendelig er summen af de overnormale afkast for de 176 transaktioner i den økonomiske begivenhedsløse periode i gennemsnit $-2,6E^{-15}$ med en standardafvigelse på $2,7E^{-14}$, hvilket må siges at være tilnærmelsesvis nul. Dette resultat bekræfter at markedsmodelens estimering af det overnormale afkast i en periode uden økonomiske begivenheder er valid. Derfor kan modellen også anvendes til at bestemme overnormale afkast i en periode med økonomiske begivenheder, såsom akquisitioner og fusioner.

7.2.2 Økonomisk teori

Da modellen til at måle værdiskabelsen er brugbar, har jeg efterfølgende anvendt forskellige økonomiske teorier til at forklare værdiskabelsen. Disse teorier er udgangspunktet for næste diskussion. Det drejer sig om neoklassisk teori, managerialismen, transaktionsomkostningsteorien og pecking order teorien.

Den neoklassiske teori er en statisk teori der ikke kan forklare hvordan selskabets egne træk og konkurrenters modtræk påvirker værdiskabelsen. Yderligere tager teorien ikke højde for selskabets historiske udvikling, dets sociale relationer i form af f.eks. netværk og goodwill eller dets interne forhold. Teorien er reduceret til en produktionsfunktion hvor hver enkel situation optimeres gennem en profitmaksimeringstankegang.

Den neoklassiske tankegang er særdeles anvendelig da metoden til at måle værdiskabelsen ser på den enkelte transaktion og udelukker alle andre faktorer. Metoden spekulerer ikke i om virksomhedens interne relationer kan klare at fusionere med en anden virksomhedskultur eller konkurrenters modtræk til opkøb af andre konkurrenter. Teorien peger på at hvis ledelsen handler rationelt og i et strategisk perspektiv, bør transaktionen ikke destruere værdi for selskabets aktionærer.

Den helt åbenlyse kritik af denne teori er den manglende fokusering på læring og institutionalisering af aktiviteter hen over tid. Penroses [1959] ressourcebaserede teori er et direkte modsvar til den neoklassiske tankegang. Penroses udgangspunkt var at se selskaber, som et bundt af ressourcer, som udvikler sig netop henover tid, og grænsen for selskabets vækst er udviklingen af dets ledelsesmæssige erfaringer. De ledelsesmæssige erfaringer udvikles i takt med at selskabet involverer sig i forskellige aktiviteter og udvikler rutiner omkring håndteringen af disse aktiviteter [Hartmann 2008].

I større transaktioner vil den umiddelbare værdiskabelse antageligvis komme som et resultat af de forventede synergieffekter. Men det er investorernes funktion at bedømme sandsynligheden for at de forventede synergieffekter realiseres indenfor den bekendtgjorte tidsramme. Her vil investorerne formentlig kigge på om selskabet har foretaget akkvisitioner før, og om udfaldet har været succesfuldt eller ej. Det er her Penroses tankegang om udviklingen af ressourcer og rutiner kommer ind. Såfremt et selskab tidligere har udført en akkvisition eller fusion med succes, har den institutionaliseret de værdiskabende aktiviteter og udviklet rutiner til at udføre en ny akkvisition eller fusion hvor sandsynligheden for at skabe værdi er større.

Kritikken af den neoklassiske tankegangs manglende fokus på udvikling af rutiner, resourcer og erfaringer henover tid gør sig ligeledes gældende indenfor managerialismen og transaktionsomkostningsteorien. Sidstnævnte teori er således blot en anskuelse af hvordan markedet fungerer bedst, og hvilken strategi der bør følges, afhængigt af hvor hyppigt transaktionen finder sted.

Det teoretiske forklaringsgrundlag er således i stand til at forklare værdiskabelsen ganske effektivt med undtagelse af selskabets udvikling over tid og det kan have en betydning for investorernes forventninger til transaktionen. Når investorerne analyserer den enkelte transaktion, må det forventes at andre forhold også indgår i vurderingen af transaktionen. I denne afhandling har jeg fokuseret på tre forhold som vil indgå i forklaringen af værdiskabelsen, nemlig motivet bag og finansieringen af transaktionen samt selskabets performance op til transaktionen.

Til at modsvare Penroses kritik af den neoklassiske teori, har jeg valgt at analysere ledelsens adfærd og selskabets performance gennem resultatmålet EVA og Tobins Q. Disse variable blev netop anskuet som indikatorer for selskabets evne til at til at institutionalisere værdiskabende aktiviteter i større transaktioner. Derfor har jeg med det regnskabsmæssige perspektiv, udfyldt det manglende element i den neoklassiske økonomiske teori, managerialismen og transaktionsomkostningsteorien.

7.3 Kritisk gennemgang af metoden

I dette afsnit gennemgår jeg potentielle fejlkilder i den anvendte metode. Jeg fokuserer på motivet, betalingsmetoden og de anvendte regnskabstal.

7.3.1 Motivet

Motivet bag en transaktion er skønsmæssigt foretaget på baggrund af de to aktørers oplyste branche. Walker [2000] noterer motivet som et resultat af den oplyste SIC kode på opkøber og target. Denne metode må konstateres at være mere valid, da det ene og alene er den anvendte database, der afgør hvilken slags transaktion der er tale om. Men da jeg udelukkende fokuserer på det opkøbende selskab, har jeg været nødsaget til at notere motivet skønsmæssigt. Det kan medføre at enkelte transaktioner er noteret forkert. F.eks. kan det være svært at vurdere om et multidiversificeret selskab foretager en diversificeret eller strategisk transaktion som følge af dens mange aktiviteter.

7.3.2 Betalingsmetoden

En anden usikkerhed i bestemmelsen af finansieringen ligger i at cirka en fjerdedel af transaktionerne er finansieret med cash uden at oplyse hvor cash stammer fra. Det kan skabe bias da cash både kan være et resultat af frie cash flows, udstedelse af ny gæld eller provenuet fra en aktieemission. Disse forskellige kapitalfremskaffelsesmetoder har vidt forskellig informationsværdi. For at komme dette til livs valgte jeg at analysere selskabets likvide beholdning for at validere hypotesen om at det er frie cash flows der er benyttet. Metoden til at bestemme interne ressourcefinansierede transaktioner blev bestemt på følgende måde. Såfremt den likvide beholdning udgjorde mindst 100% af transaktionsværdien, eksklusiv estimeret gældsværdi, vil transaktionen blive betragtet som internt ressourcefinansieret. Dette medførte at af de 49 transaktioner, der er finansieret med cash med uoplyst finansieringskilde, er 12 transaktioner antageligvis finansieret med interne ressourcer eller frie cash flows, mens de resterende transaktioner vil indgå under ukendt. I denne antagelse ligger der en potentiel fejlkilde, men det er vurderet at selskaber, der har så stor en likvid beholdning at de er i stand til at betale en større transaktion, opfylder de forudsætninger som Michael Jensen [1986] diskuterer i sin artikel.

7.3.3 Regnskabstal

En anden fejlkilde er de anvendte regnskabstal i estimeringen af EVA, Tobins Q og MTBV ratioen. For at simplificere metoden til at estimere EVA valgte jeg at se bort fra samtlige potentielle regnskabsjusteringer. Det betyder at NOPAT blot blev udregnet som driftsresultatet (EBIT) fratrukket skat. Det kan i dette tilfælde ikke afvises at specielt medicinalvirksomheder og andre typer selskaber med store goodwill afskrivninger vil medføre betydelige forskelle i de anvendte driftsresultater. Yderligere vil afskrivnings-, leasing- og arbejdskapitalpolitikken have indflydelse på driftsresultatet hvorfor det vil variere fra et selskab til et andet. Herudover vil regnskabspraksis være forskellig fra selskab til selskab specielt blandt de transaktioner foretaget før 2005 hvor IFRS endnu ikke var påkrævet i EU. Disse forhold kan være en signifikant fejlkilde, men arbejdet for at justere for disse forhold vil være fuldkommen umuligt taget de tilgængelige ressourcer i betragtning hvorfor jeg har måtte nøjes med anvende den anvendte metode.

7.4 Sammenfatning

Jeg har i dette kapitel fokuseret på metoden og den anvendte teori. Jeg har forholdt mig kritisk til teorierne, modellerne og empirien for at nuancere indholdet af afhandlingen.

Det vil naturligvis være let at skyde den enkelte metode og teori ned i de enkelte tilfælde, men helhedsbillede af indholdet synes både acceptabelt og fornuftigt.

Litteraturliste

- Abate, J.A., Grant, J.L., and G. B. Stewart III (2004).** "The EVA Style of Investing." *Journal of Portfolio Management*, Vol. 30, No. 4, pp. 61-72.
- Agrawal, A., Jaffe, J.F., Mandelker, G.N. (1992)** "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", *Journal of Finance*, Vol. 47 Issue 4, p1605-1621.
- Asquith, P., Bruner, R.F. and Mullins, D.W Jr. (1988)** "Merger Returns and the Form of Financing", working paper, Harvard University.
- Asquith, P., and Mullins, D.W Jr. (1986)** "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 Issue 1/2, p61-89.
- Berkshire Hathaway Inc (2007)** Shareholders Letter 2007
- Bradley, M., Desai, A. and Kim, E.H. (1988)** "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms" *Journal of Financial Economics* 21, 3-40.
- Brealy, R.A., Myers, S.C. and Allen, F. (2006)** "Corporate Finance", 8th edition, McGraw-Hill Irwin.
- Bruner, R. (2002)** "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker", *Journal of Applied Finance*, Vol. 12 Issue 1, p48, 21p
- Bruner, R. (2004)** "Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Evidence", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 16 Issue 4, p63-76, 14p
- Brown, S and Warner, J. (1980)** "Measuring Security Price Performance." *Journal of Financial Economics* 8, 205-58.
- Bulow, J.I. and Shoven, J.B. (1976)** "The bankruptcy decision", *Bell Journal of Economics*, Vol. 9 Issue 2, p437-456
- Burt, S. and Limmack, R. (2001)** "Takeovers and shareholder returns in the retail industry", *Int. Rev. of Retail, Distribution and Consumer Research*, Vol. 11 Issue 1.
- Coase, R.H. (1937)** "The Nature of the Firm", *Economica* 4, pp. 386-405.
- Cordes, J.J and Sheffrin, S.M. (1983)** "Estimating the Tax Advantage of Corporate Debt", *Journal of Finance*, Mar1983, Vol. 38 Issue 1, p95-105.
- Easterbrook, F.H. (1984)** "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, Vol. 74 Issue 4, p650-660.
- Elling, J.O. og Sørensen, O. (2005)** "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" 2. Udgave, Gads forlag.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M.C. and Roll, R. (1969)** "The Adjustment of Stock Price To New Information", *International Economic Review*, February Vol. 10, No 1.
- Fama, E. (1970)** "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of Finance*, 25: 383-417.
- Fama, E. and French, K.R. (1992)** "The Cross-Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47 Issue 2, p427-465.
- Foss, N.J. (2004):** "Erhvervs Økonomisk Teori", Redigeret af Lorenzen, M., Firss, I. Aog Vámosi, T., Forlaget Samfundslitteratur.

- Franks, J.R. and Harris, R.S. (1989)** "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23 Issue 2, p225-249
- Franks, J.R., Harris, R.S. and Mayer, C. (1988)** "Means of payment in takeovers: Results for the United Kingdom and the United States", *Corporate Takeovers, Causes and Consequences*, ed. A. Auerbach, University of Chicago Press, Chicago, pp. 221-58.
- Franks, J.R., Harris, R.S. and Titman (1991)** "The postmerger share-price performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 29 Issue 1, p81-96.
- Gordon, M.J. and Shapiro, E. (1956)** "Capital Equipment Analysis: The required Rate of Profit", *Management Science*, Vol. 3 Issue 1, p102-110
- Hartmann, S. (2008)** "Strategi og økonomisk værdiskabelse: En teoretisk oversigt for praktikere", *Økonomistyring*, Vol. 23 nr 3, s. 241-283,
- Healy, P.M., Palepu, K.U. and Ruback, R.S. (1992)** "Does corporate performance improve after mergers?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31 Issue 2, p135-175
- Jensen, M.C. (1984)** "Takeovers: Folklore and Science", *Harvard Business Review*, Nov/Dec84, Vol. 62 Issue 6, p109-121.
- Jensen, M.C. (1986)** "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
- Jensen, M.C. (1989)** "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, Sep/Oct89, Vol. 67 Issue 5, p61-74.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976)** "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 Issue 4, p305-360
- Jensen, M.C. and Ruback, R.S. (1983)** "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 p. 5-50.
- Kaplan, S.N. and Weisbach, M.S. (1992).** "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures" *The Journal of Finance*, Vol. 47 Issue 1, p. 107-138.
- Koller, T. et al (2005).** "Valuation", 4. Edition 2005, McKinsey and Company.
- Dimson, E. and Marsh, P. (1988)** "The impact of the small firm effect on event studies", in Dimson, E. (ed.) *Stock Market Anomalies*, Cambridge: Cambridge University press. pp220-39.
- KPMG (2007)** "KPMG's Corporate and Indirect Tax Rate Survey 2007".
- KPMG (2008)** "Global M&A Predictor july 2008".
- Knudsen, C. (1997)** "Økonomisk Metodologi – virksomhedsteori og industri-økonomi" bind 2, 2. Udg. Jurist- og Økonomiforbundets Forlag.
- Kraus A. and Litzenberger, R.H. (1973)** "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", *Journal of Finance*, pp. 911-922.
- Lang, L. and Litzenberger, R.H. (1989)** "Dividend Announcements Cash Flow Signalling vs. Free Cash flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24 Issue 1, p181-191.
- Lang, L., Stulz, R.M. and Walking R.A. (1989).** "Managerial Performance, Tobin's q and the Gains from Successful Tender Offers." *Journal of Financial Economics*, Vol. 24 Issue 1, 137-154.

- Limmack, R.J. (1991)** "Corporate Mergers and Shareholder Wealth Effects: 1977-1986", *Accounting and Business Research*, Vol. 21, pp. 239-251.
- Lindenberg, E. and Ross, S. (1981)** "Tobin's q ratio and industrial organization", *Journal of Business*, Vol. 54 Issue 1, pp. 1-32.
- Liidakis, M. and Pang, C. (2007)** "Searching for Value-enhancing Acquirers", in *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990*, Elsevier Inc.
- Malkiel, B.G. (1995)** "Returns From Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991", *Journal of Finance*, Vol. 50 Issue 1, pp. 549-572
- Mandelker, G. (1974)** "Risk and Return: The Case of Merging Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 1 Issue 4, p303-335, 33p.
- Manne, H.G. (1965)** "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 73, 110-120.
- Martin, K.J. (1996)** "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership", *Journal of Finance*, Vol. 51 Issue 4, p1227-1246.
- Masulis, R.W. (1980)** "The Effects of Capital Structure Change On Security Prices", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8 Issue 2, p139-178
- Masulis, R.W. (1983)** "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *Journal of Finance*, Vol. 38 Issue 1, p107-126.
- Miller, M.H. (1991)** "Leverage", *Journal of Finance*, Jun91, Vol. 46 Issue 2, p479-488.
- Miller, M.H. (1977)** "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol. 32 Issue 2, p261-275.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958)** "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48 Issue 3, p. 261-297.
- Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963)** "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review*, Vol. 53 Issue 3, pp. 433-443
- Mueller, D. (1969)** "A theory of conglomerate mergers", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 83, 643-659.
- Murphy, K.J. (1985)** "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, Issue 1/2/3, p11-42.
- Myers, S.C. (1984)** "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 39 Issue 3, p575-592.
- Myers, S.C. and Majluf, N.S. (1984)** "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have" *Journal of Financial Economics*, Jun84, Vol. 13 Issue 2, p187-221.
- Penrose, E.T. (1959)** "The Theory of the Growth of the Firm", Oxford: Oxford University Press.
- Plenborg, T. og Petersen, C.V. (2005)** "Regnskabsanalyse for beslutningstagere", 1. Udgave, Forlaget Thomson A/S.
- Porter, M.E. (1980)** "Competitive Strategy: Techniques for analyzing industries and competitors", New York, The Free Press.
- Porter, M.E. (1985)** "Competitive Advantages. New York, The Free Press.
- Porter, M.E. (1987)** "From Competitive Advantage to Corporate Strategy", *Harvard Business Review*, Vol. 65 Issue 3, p43-59, 17p.

Roll, R. (1986) "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers" *Journal of Business*, Vol. 59 Issue 2, p197-216, 20p.

Scanlon, K.P., Trifts, J.W and Pettway, R.H. (1989) "Impacts of Relative Size and Industrial Relatedness on Returns to Shareholders of Acquiring Firms", *The Journal of Financial Research*, Vol. 12, Issue 2.

Servaes, H. (1991) "Tobin's q and the gains from takeovers", *Journal of Finance*, Vol. 46 Issue 1, 409-419.

Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1989) "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25 issue 1, p. 123-139.

Skov, H. (2008) "Analyse: Fusioner og opkøb fastfrosset", *epn.dk*, 02.10.08.

Stewart III, G.B. (2003), "How to Fix Accounting - Measure and Report Economic Profit" *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15 Issue 3.

Tobin, J. (1969) "A general equilibrium approach to monetary theory", *Journal of Money Credit and Banking*, Vol 1, Issue 1 p. 15-29.

Vermaelen, T. (1981) "Common Stock Repurchases and Market Signalling", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9 Issue 2, p139-18

Walker, M.M (2000) "Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth", *Financial Management (Blackwell Publishing Ltd)* Vol. 29 Issue 1.

Weston J.F., Mitchell, M.L. and Mulherin, J.H. (2004) "Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance", 4th edition, Pearson Prentice Hall, International edition.

Williamson, O.E. (1985) "The Economic Institutions of Capitalism", New York: Free Press.

Williamson, O.E. (1987) "The Economics and Sociology of Organization. Promoting a Dialogue", In Farkas, G. and England, P. (eds.), "Industries, Firms and Jobs. Sociological and Economic Approaches.

Bilagsoversigt

Bilag 1: Test af normalitet

Bilag 2: Test af varianshomogenitet og forskel i middelværdi (strat. og diversificerede)

Bilag 3: Test af varianshomogenitet og forskel i middelværdi (cash og aktier)

Bilag 4: Test af forskel i afkast mellem EVA spread (positiv og negativ)

Bilag 5: Test af uafhængighed mellem EVA strategi og afkast

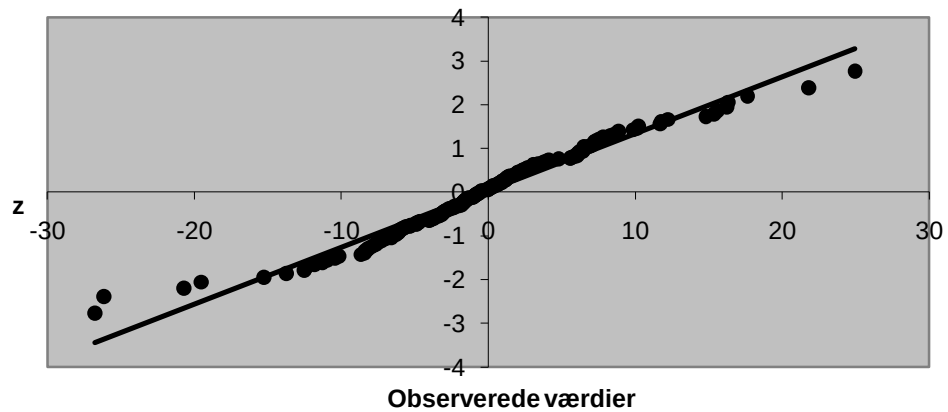
Bilag 6: Test af uafhængighed mellem EVA spread og afkast

Bilag 7: Test af uafhængighed mellem betalingsmetoden og afkast

Bilag 8: Test af uafhængighed mellem EVA strategi/betalingsmetoden og afkast

Bilag 9: Test af uafhængighed mellem EVA spread/betalingsmetoden og afkast

Bilag 10: Oversigt over transaktionerne

Bilag 1**Normalfraktildiagram**

Da punkterne ligger lige fordelt omkring den rette linie, kan det ikke afvises at værdiskabelsen er middelfordelt. Derudover er den forventede værdier af residualen 0, hvilket også bekræfter der er tale om at værdiskabelsen er middelfordelt. Se bilag på CD-ROM.

Bilag 2

F-test af variansen i to normalfordelte populationer

Model

$X_i \sim N(\mu_x, \sigma_x^2)$ Antal strategiske transaktioner
 $Y_i \sim N(\mu_y, \sigma_y^2)$ Antal diversificerede transaktioner

Data

n_x	s_x	n_y	s_y
171	7,3	5	10,27

Hypoteser

$H_0: \sigma_x = \sigma_y$ standardafvigelse er ens
 $H_1: \sigma_x \neq \sigma_y$ standardafvigelse er forskellige

Teststørrelse

$$= 7,39137$$

$$\text{Frihedsgrader: } (n_x - 1, n_y - 1) = (170, 4)$$

$$f = 0,506633$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $2\min\{P(F \leq f), P(F \geq f)\} = 0,201352$

H_0 accepteres fordi ss > Testniveau

Ikke-pooled t-test af middelværdi i to normalfordelte populationer

Model

$X_i \sim N(\mu_x, \sigma_x^2)$ Antal strategiske transaktioner
 $Y_i \sim N(\mu_y, \sigma_y^2)$ Antal diversificerede transaktioner

Data

n_x	$\bar{x}$	s_x	n_y	$\bar{y}$	s_y	D
171	0,1	7,31	5	-10,3	10,27	0

Hypoteser

$H_0: \mu_x - \mu_y \leq D$ Ingen forskel i middelaflastet
 $H_1: \mu_x - \mu_y > D$ De strategiske transaktioner har et større middelaflastet

Teststørrelse

$$t = 2,236978 \quad f_{\text{ig}} = \frac{\left(\frac{s_x^2}{n_x} + \frac{s_y^2}{n_y}\right)^2}{\frac{1}{n_x - 1} \left(\frac{s_x^2}{n_x}\right)^2 + \frac{1}{n_y - 1} \left(\frac{s_y^2}{n_y}\right)^2} = 4,626778$$

$$= 4,119367$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(T \geq t) = 0,04446$

H_0 forkastes da ss < Testniveau

Bilag 3**F-test af variansen i to normalfordelte populationer****Model**
 $X_i \sim N(m_x, s_x^2)$ Antal cash finansierede transaktioner

 $Y_i \sim N(m_y, s_y^2)$ Antal aktiefinansierede transaktioner
Data

n_x	s_x	n_y	s_y
62	8,26	53	9,29

Hypoteser
 $H_0: s_x = s_y$ Variansen er ens

 $H_1: s_x \neq s_y$ Variansen er forskellig
Teststørrelse

Frihedsgrader: $(n_x - 1, n_y - 1)$ = 8,749056

$f = 0,790549$ = (61, 52)

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $2 \min\{P(F \leq f), P(F \geq f)\} = 0,375917$

H_0 accepteres fordi $ss > \text{Testniveau}$

Ikke-pooled t-test af middelværdi i to normalfordelte populationer**Model**
 $X_i \sim N(m_x, s_x^2)$ Antal cash finansierede transaktioner

 $Y_i \sim N(m_y, s_y^2)$ Antal aktiefinansierede transaktioner
Data

n_x	s_x	n_y	s_y	D
63	0,79	53	9,29	0

Hypoteser
 $H_0: m_x - m_y \in D$ Ingen forskel i middelaflkastet

 $H_1: m_x - m_y > D$ Cash finansierede transaktioner har størst middelaflkast
Teststørrelse

$t = 1,755111$

$$f_{\text{calc}} = \frac{\left(\frac{s_x^2}{n_x} + \frac{s_y^2}{n_y}\right)^2}{\frac{1}{n_x - 1} \left(\frac{s_x^2}{n_x}\right)^2 + \frac{1}{n_y - 1} \left(\frac{s_y^2}{n_y}\right)^2} = 1,64662$$

$$= 105,156822$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(T \geq t) = 0,041079$

H_0 forkastes da $ss < \text{Testniveau}$

Bilag 4**F-test af variansen i to normalfordelte populationer****Model**

$X_i \sim N(m_x, s_x^2)$ Antal selskaber med et negativt EVA spread

$Y_i \sim N(m_y, s_y^2)$ Antal selskaber med et positivt EVA spread

Data

n_x	s_x	n_y	s_y
69	7,88	107	7,23

Hypoteser

$H_0: s_x = s_y$ Variansen er ens

$H_1: s_x \neq s_y$ Variansen er forskellig

Teststørrelse

$$= 7,49074$$

$$f = 1,187889 \quad \text{Frihedsgrader: } (n_x - 1, n_y - 1) = (68, 106)$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $2\min\{P(F \leq f), P(F \geq f)\} = 0,422681$

H_0 accepteres fordi ss > Testniveau

Ikke-pooled t-test af middelværdi i to normalfordelte populationer**Model**

$X_i \sim N(m_x, s_x^2)$ Antal selskaber med et negativt EVA spread

$Y_i \sim N(m_y, s_y^2)$ Antal selskaber med et positivt EVA spread

Data

n_x	$\bar{x}$	s_x	n_y	$\bar{y}$	s_y	D
69	-1,78	7,88	107	0,75	7,23	0

Hypoteser

$H_0: m_x - m_y \geq D$ Ingen forskel i middelaflkastet

$H_1: m_x - m_y < D$ Selskaber med positivt EVA spread har større middelaflkast

Teststørrelse

$$t = -2,147115$$

$$= 1,178325$$

$$f_{\text{ig}} = \frac{\left(\frac{s_x^2}{n_x} + \frac{s_y^2}{n_y}\right)^2}{\frac{1}{n_x - 1} \left(\frac{s_x^2}{n_x}\right)^2 + \frac{1}{n_y - 1} \left(\frac{s_y^2}{n_y}\right)^2} = 136,132599$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(T \leq t) = 0,016779$

H_0 forkastes da ss < Testniveau

Bilag 5

Test for uafhængighed eller homogenitet i antalstabel

Model: $F_{ij} \sim M(n, p_{ij})$

H₀: Uafhængighed mellem Afkast og EVA strategi

H₁: non H₀

(H₀: Homogenitet mellem rækkernes(kolonnernes) relative fordeling)

Observerede antal: f_{ij}

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	30	26	56
Værdidestruktion begrænses	8	5	13
Værdiskabelse	39	45	84
Værdiskabelse begrænses	17	6	23
I alt	94	82	176

Forventede værdier under H₀: $e_{ij} = \text{Rækkesum}(i) * \text{Kolonnensum}(j) / n$

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	29,909	26,091	56
Værdidestruktion begrænses	6,943	6,057	13
Værdiskabelse	44,864	39,136	84
Værdiskabelse begrænses	12,284	10,716	23
I alt	94	82	176

Bidrag til teststørrelse: c^2_{ij}

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	0	0	0,001
Værdidestruktion begrænses	0,161	0,184	0,345
Værdiskabelse	0,766	0,879	1,645
Værdiskabelse begrænses	1,81	2,075	3,886
I alt	2,738	3,139	5,877

Approximativ teststørrelse: (approximationen synes acceptabel, fordi alle forventede værdier > 3)

$$\chi^2 = \sum \frac{(f_{ij} - e_{ij})^2}{e_{ij}} = 5,87660059 \quad \text{Antal frihedsgrader} = (\text{Rækker}-1)(\text{Kolonner}-1) = 3$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(\chi^2 \geq c^2) = 0,117771$

H₀ accepteres fordi ss > Testniveau

Bilag 6

Test for uafhængighed eller homogenitet i antalstabel

Model: $F_{ij} \sim M(n, p_{ij})$

H_0 : Uafhængighed mellem Afkast og EVA spread

H_1 : non H_0

(H_0 : Homogenitet mellem rækkernes(kolonnernes) relative fordeling)

Observerede antal: f_{ij}

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Negativt spread	38	31	69
Positivt spread	56	51	107
I alt	94	82	176

Forventede værdier under H_0 : $e_{ij} = \text{Rækkesum}(i) * \text{Kolonnensum}(j) / n$

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Negativt spread	36,852	32,148	69
Positivt spread	57,148	49,852	107
I alt	94	82	176

Bidrag til teststørrelse: c^2_{ij}

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Negativt spread	0,036	0,041	0,077
Positivt spread	0,023	0,026	0,049
I alt	0,059	0,067	0,126

Approximativ teststørrelse: (approximationen synes acceptabel, fordi alle forventede værdier > 3)

$$\chi^2 = \sum \frac{(f_{ij} - e_{ij})^2}{e_{ij}} = 0,12619462 \quad \text{Antal frihedsgrader} = (\text{Rækker}-1)(\text{Kolonner}-1) = 1$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(\chi^2 \geq c^2) = 0,722411$

H_0 accepteres fordi ss > Testniveau

Bilag 7

Test for uafhængighed eller homogenitet i antalstabel

Model: $F_{ij} \sim M(n, p_{ij})$

H_0 : Uafhængighed mellem Afkast og Betalingsmetode

H_1 : non H_0

(H_0 : Homogenitet mellem rækkernes(kolonnernes) relative fordeling)

Observerede antal: f_{ij}

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Cash	7	5	12
Debt	17	20	37
Equity	8	5	13
Shares	31	22	53
Unknown	31	30	61
I alt	94	82	176

Forventede værdier under H_0 : $e_{ij} = \text{Rækkesum}(i) * \text{Kolonnensum}(j) / n$

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Cash	6,409	5,591	12
Debt	19,761	17,239	37
Equity	6,943	6,057	13
Shares	28,307	24,693	53
Unknown	32,58	28,42	61
I alt	94	82	176

Bidrag til teststørrelse: c^2_{ij}

	Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Cash	0,054	0,062	0,117
Debt	0,386	0,442	0,828
Equity	0,161	0,184	0,345
Shares	0,256	0,294	0,55
Unknown	0,077	0,088	0,164
I alt	0,934	1,071	2,005

Approximativ teststørrelse: (approximationen synes acceptabel, fordi alle forventede værdier > 3)

$$\chi^2 = \sum \frac{(f_{ij} - e_{ij})^2}{e_{ij}} = 2,00471723 \quad \text{Antal frihedsgrader} = (\text{Rækker}-1)(\text{Kolonner}-1) = 4$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(\chi^2 \geq c^2) = 0,734891$

H_0 accepteres fordi ss $>$ Testniveau

Bilag 8

Test for uafhængighed eller homogenitet i antalstabel

Model: $F_{ij} \sim M(n, p_{ij})$

H₀: Uafhængighed mellem Afkast og EVA strategi og betalingsmetode

H₁: non H₀

(H₀: Homogenitet mellem rækkernes(kolonnerne) relative fordeling)

Observerede antal: f_{ij}

		Netativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	Shares	17	5	22
Værdiskabelse	Debt	9	13	22
Værdiskabelse	Shares	8	15	23
	I alt	34	33	67

Forventede værdier under H₀: $e_{ij} = \text{Rækkesum}(i) * \text{Kolonnensum}(j) / n$

		Netativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	Shares	11,164	10,836	22
Værdiskabelse	Debt	11,164	10,836	22
Værdiskabelse	Shares	11,672	11,328	23
	I alt	34	33	67

Bidrag til teststørrelse: c^2_{ij}

		Netativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	Shares	3,051	3,143	6,194
Værdiskabelse	Debt	0,42	0,432	0,852
Værdiskabelse	Shares	1,155	1,19	2,345
	I alt	4,625	4,765	9,39

Approksimativ teststørrelse: (approksimationen synes acceptabel, fordi alle forventede værdier > 3)

$$\chi^2 = \sum \frac{(f_{ij} - e_{ij})^2}{e_{ij}} = 9,39032854 \quad \text{Antal frihedsgrader} = (\text{Rækker}-1)(\text{Kolonner}-1) = 2$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(\chi^2 \geq c^2) = 0,009139$

H₀ forkastes da ss < Testniveau

Bilag 9

Test for uafhængighed eller homogenitet i antalstabel

Model: $F_{ij} \sim M(n, p_{ij})$

H_0 : Uafhængighed mellem Afkast og EVA spread og cash payment

H_1 : non H_0

(H_0 : Homogenitet mellem rækkernes(kolonnernes) relative fordeling)

Observerede antal: f_{ij}

		Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	Shares	21	6	27
Værdiskabelse	Debt	14	14	28
Værdiskabelse	Shares	10	16	26
	I alt	45	36	81

Forventede værdier under H_0 : $e_{ij} = \text{Rækkesum}(i) * \text{Kolonne-sum}(j) / n$

		Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	Shares	15	12	27
Værdiskabelse	Debt	15,556	12,444	28
Værdiskabelse	Shares	14,444	11,556	26
	I alt	45	36	81

Bidrag til teststørrelse: c^2_{ij}

		Negativt afkast	Positivt afkast	I alt
Værdidestruktion	Shares	2,4	3	5,4
Værdiskabelse	Debt	0,156	0,194	0,35
Værdiskabelse	Shares	1,368	1,709	3,077
	I alt	3,923	4,904	8,827

Approximativ teststørrelse: (approximationen synes acceptabel, fordi alle forventede værdier > 3)

$$\chi^2 = \sum \frac{(f_{ij} - e_{ij})^2}{e_{ij}} = 8,826923077 \quad \text{Antal frihedsgrader} = (\text{Rækker}-1)(\text{Kolonner}-1) = 2$$

Signifikanssandsynlighed

Testniveau = 0,05

p-værdi (ss) = $P(C^2 \geq c^2) = 0,012113$

H_0 forkastes da ss $<$ Testniveau

Bilag 10

Acquiror name	Target name	Date announced	Acquisition type	Cash payment	All Deal values EUR	EV/MC	Deloitte industry	Announcement wealth impact	Overall wealth impact CAR (-5/5)	EVA momentum	Net Capex Growth	Tobins Q
Unilever Group	Slim-Fast Foods Company	13/04/00	Strategic	Cash	2.513.386.520	4%	Consumer secotors	2,36	-3,14	0,89	-5,62	2,53
Koninklijke Philips Electronics	Healthcare Solutions Group	17/11/00	Strategic	Cash	2.000.000.000	3%	Industrial sectors	-1,44	2,24	1,67	29,88	2,91
Pernod Ricard SA	Seagram Company Ltd's	20/12/00	Strategic	Debt	3.150.000.000	103%	Consumer secotors	10,17	24,96	0,67	15,47	1,19
Thomson-CSF Invest Ltd	Racal Electronics plc	14/01/00	Strategic	Debt	2.163.934.400	41%	TMT sectors	7,21	8,56	2,28	18,06	1,14
Reed Elsevier plc	Harcourt General Inc	27/10/00	Strategic	Debt	4.145.405.000	40%	TMT sectors	7,15	14,81	-0,67	-19,98	4,96
Rexam plc	American National Can Group	03/04/00	Strategic	Debt	2.091.525.400	137%	Industrial sectors	5,84	-0,46	0,35	21,99	1,13
Cadbury Schweppes plc	Snapple Beverage	18/09/00	Strategic	Debt	1.725.779.580	18%	Consumer secotors	3,08	4,10	2,30	7,45	1,68
BASF AG	American Cyanamid	17/03/00	Strategic	Debt	4.099.653.110	13%	Industrial sectors	1,02	7,21	-0,71	11,29	1,31
Telefónica SA	Endemol Entertainment	29/06/00	Strategic	Debt	4.790.000.000	6%	TMT sectors	-0,52	10,14	-2,00	28,33	1,62
National Grid Group plc, The	Niagara Mohawk Holdings	05/09/00	Strategic	Debt	10.372.950.000	28%	Energy & utilities	-1,05	-6,27	-3,44	135,00	1,48
Compagnie Financière de	Les Manufactures Horlogeres	24/07/00	Strategic	Debt	1.870.556.810	30%	Consumer secotors	-1,99	-7,62	3,02	77,92	0,91
Clariant plc	BTP plc	24/01/00	Strategic	Debt	1.980.198.000	28%	Industrial sectors	-3,11	-3,09	0,96	-1,34	1,43
Billiton plc	Rio Algom Ltd	25/08/00	Strategic	Debt	1.961.180.130	26%	Industrial sectors	-3,42	-1,31	2,26	6,75	1,20
Preussag AG (TUI AG)	Thomson Travel Group plc	15/05/00	Strategic	Debt	3.000.000.000	44%	Consumer secotors	-4,80	-11,28	0,79	48,84	1,06
Metso Oyj	Svedala Industri AB	21/06/00	Strategic	Debt	1.649.578.800	47%	Industrial sectors	-7,96	-6,03	-6,21	17,94	1,20
Cap Gemini SA	Ernst & Young's consulting	29/02/00	Strategic	Equity	11.224.489.800	87%	Industrial sectors	9,78	16,24	0,71	6,49	3,49
Vodafone Group plc	Airtel Movil SA	29/12/00	Strategic	Equity	8.414.169.460	16%	TMT sectors	5,26	1,15	-18,96	4.443,47	0,29
Deutsche Telekom AG	Debis Systemhaus GmbH	17/03/00	Strategic	Equity	5.500.000.000	3%	TMT sectors	0,70	-6,94	-2,08	30,43	2,27
Norske Skogindustrier ASA	Fletcher Challenge Paper Ltd	03/04/00	Strategic	Equity	2.659.574.500	143%	Industrial sectors	-3,80	-4,66	0,21	5,50	1,10
Pearson plc	National Computer Systems	31/07/00	Strategic	Equity	2.758.662.270	13%	TMT sectors	-9,95	-3,04	-0,61	-1,96	3,37
Billiton plc	Worsley Alumina Pty Ltd	29/08/00	Strategic	Equity	1.612.478.000	22%	Industrial sectors	-10,32	0,26	2,26	6,75	1,18
Stora Enso Oyj	Consolidated Papers Inc.	22/02/00	Strategic	Equity	5.025.510.200	48%	Industrial sectors	-14,15	-26,76	3,21	4,30	1,12
Volvo AB	Mack	25/04/00	Strategic	Shares	1.860.000.000	17%	Industrial sectors	6,41	-1,66	-1,48	-3,11	0,86
Spirent plc	Hekimian Laboratories Inc.	16/11/00	Strategic	Shares	1.760.062.500	37%	TMT sectors	5,12	-3,68	-5,63	89,53	4,78
Vinci SA	Groupe GTM SA	12/07/00	Strategic	Shares	1.830.000.000	55%	Industrial sectors	3,06	4,07	4,07	170,83	0,87
Rentokil Initial plc (old)	Ratin AS	30/03/00	Strategic	Shares	3.420.014.490	35%	Industrial sectors	2,95	21,81	1,77	1,87	3,86
France Télécom SA	Equant NV	20/11/00	Strategic	Shares	3.470.000.000	3%	TMT sectors	0,99	2,29	-0,06	18,15	2,93
Merkantildata ASA (Ementor	Avenir ASA	28/02/00	Strategic	Shares	1.734.000.000	205%	Industrial sectors	0,61	-8,67	-2,85	22,03	1,87
Deutsche Telekom AG	Powertel Inc.	28/08/00	Strategic	Shares	6.781.550.000	3%	TMT sectors	0,43	1,22	-2,55	30,43	2,42
Smiths Industries plc	TI Group plc	18/09/00	Strategic	Shares	3.118.666.230	389%	Industrial sectors	0,37	0,78	4,52	0,60	1,01
Telefónica SA	Norcel	04/10/00	Strategic	Shares	2.107.620.000	3%	TMT sectors	-0,27	-1,63	-2,12	28,33	1,39
Koninklijke Numico NV	Rexall Sundown Inc.	02/05/00	Strategic	Shares	1.903.150.770	56%	Industrial sectors	-2,46	5,58	-0,74	168,96	0,96
Vodafone Group plc	Eircell Ltd	21/12/00	Strategic	Shares	4.500.000.000	9%	TMT sectors	-2,47	-7,80	-18,95	4.443,47	0,28
Telefónica SA	CEI Citicorp Holdings SA	13/04/00	Strategic	Shares	4.409.171.080	6%	TMT sectors	-2,61	-1,81	-2,00	28,33	1,54
Tele Danmark A/S	diAx AG	13/11/00	Strategic	Shares	1.955.687.290	31%	TMT sectors	-3,33	-6,00	2,19	38,15	1,23
Vodafone Airtouch plc	Mannesmann AG	04/02/00	Strategic	Shares	204.730.000.000	279%	TMT sectors	-3,55	6,16	3,10	48,52	12,48
Glaxo Wellcome plc	Smithkline Beecham plc	17/01/00	Strategic	Shares	69.635.433.090	75%	Industrial sectors	-5,18	-6,08	2,35	100,07	3,82
Havas SA	Snyder Communications Inc.	21/02/00	Strategic	Shares	2.466.149.750	51%	Industrial sectors	-7,42	-7,53	0,63	56,07	2,25

Acquiror name	Target name	Date announced	Acquisition type	Cash payment	All Deal values EUR	EV/MC	Deloitte industry	Announcement wealth impact	Overall wealth impact CAR (-5/5)	EVA momentum (%)	Net Capex Growth	Tobins Q
Atos SA	Origin BV	29/08/00	Strategic	Shares	2.600.000.000	120%	Industrial sectors	-7,72	-0,86	1,34	9,49	2,95
ASML Holding NV	Silicon Valley Group Inc.	02/10/00	Strategic	Shares	1.800.000.000	9%	Industrial sectors	-7,79	-13,75	-1,86	34,48	12,56
Alcatel SA	Newbridge Networks	23/02/00	Strategic	Shares	7.727.472.210	23%	TMT sectors	-10,30	-12,51	0,30	11,30	1,48
Deutsche Telekom AG	VoiceStream Wireless	24/07/00	Strategic	Shares	34.910.240.000	17%	TMT sectors	-10,85	-20,70	-2,38	30,43	2,70
Vivendi SA (old)	Seagram Company Ltd	14/06/00	Diversificati	Shares	45.190.149.520	28%	TMT sectors	-11,35	-26,15	1,03	86,94	2,25
Siemens AG	Shared Medical Systems	02/05/00	Strategic	Unknown	2.333.000.000	3%	Industrial sectors	1,80	3,02	1,23	9,59	1,74
France Télécom SA	Orange plc	30/05/00	Strategic	Unknown	51.282.051.260	22%	TMT sectors	-0,38	7,23	0,11	18,15	3,84
RWE AG	RWE Thames Water plc	25/09/00	Strategic	Unknown	10.091.123.940	52%	Energy & utilities	-2,48	0,33	-1,11	19,30	0,54
Siemens AG	Atecs Mannesmann AG	17/04/00	Strategic	Unknown	9.600.000.000	9%	Industrial sectors	5,20	2,67	1,26	9,59	1,63
France Télécom SA	Global One	27/01/00	Strategic	Unknown	4.311.881.200	5%	TMT sectors	4,57	10,20	0,30	18,15	2,22
British Telecommunications plc	Telfort NV	13/04/00	Strategic	Unknown	1.966.101.700	2%	TMT sectors	4,28	2,68	-1,01	36,45	2,19
BP Amoco plc	Burmah Castrol plc	15/03/00	Strategic	Unknown	5.647.541.000	3%	Energy & utilities	3,99	7,08	1,13	5,62	2,62
Unilever Group	Bestfoods	06/06/00	Strategic	Unknown	27.911.233.130	54%	Consumer secotors	-0,92	-3,94	0,90	-5,62	2,07
Eni SpA	Lasmo plc	21/12/00	Strategic	Unknown	4.240.640.770	5%	Energy & utilities	-1,93	6,43	3,53	12,64	1,52
Deutsche Telekom AG	MagyarCom	03/07/00	Strategic	Unknown	2.311.409.960	1%	TMT sectors	-3,66	-6,47	-2,39	30,43	2,82
E.ON AG	PowerGen plc	09/04/01	Strategic	Cash	14.844.389.940	21%	Energy & utilities	4,73	1,80	-4,27	95,33	0,69
Siemens Information &	Efficient Networks Inc.	22/02/01	Strategic	Cash	1.664.400.000	2%	Industrial sectors	0,27	-7,30	0,44	20,10	1,40
Lafarge SA	Blue Circle Industries plc	08/01/01	Strategic	Debt	9.313.425.010	77%	Industrial sectors	7,32	11,76	-1,08	10,62	0,90
Bayer AG	Aventis CropScience SA	02/10/01	Strategic	Debt	7.250.000.000	17%	Industrial sectors	0,33	8,86	0,36	26,08	1,14
UPM-Kymmene Oyj	G Haindl'sche Papierfabriken	29/05/01	Strategic	Equity	3.850.000.000	43%	Industrial sectors	0,65	-1,40	0,29	14,71	1,14
SES - Société Européenne des	GE American	28/03/01	Strategic	Shares	4.884.800.000	84%	TMT sectors	-1,79	8,29	-1,24	22,60	2,54
Schneider Electric SA	Legrand SA (old)	08/06/01	Strategic	Shares	7.900.000.000	69%	Industrial sectors	-1,81	-7,97	0,04	18,18	1,53
Technip SA	Coflexip Stena Offshore	03/07/01	Strategic	Shares	1.707.409.800	69%	Industrial sectors	-4,54	-19,54	-1,11	17,66	1,21
Vivendi Universal SA	USA Networks Inc.'s	17/12/01	Strategic	Unknown	8.070.700.000	16%	TMT sectors	2,88	3,79	-0,65	80,99	0,80
RWE AG	American Water Works	17/09/01	Strategic	Unknown	8.130.440.000	17%	Energy & utilities	0,30	-4,90	2,02	35,53	0,61
RWE AG	Transgas AS	17/12/01	Strategic	Unknown	4.373.471.960	19%	Energy & utilities	-0,56	3,02	2,05	35,53	0,59
Nestlé SA	Ralston Purina Company	16/01/01	Strategic	Unknown	11.472.140.000	11%	Consumer secotors	0,61	-5,35	-0,91	7,99	2,58
Enel SpA	Electra de Viesgo SA	13/09/01	Strategic	Unknown	2.147.000.000	5%	Energy & utilities	3,99	-10,18	-1,74	11,45	1,33
Norsk Hydro ASA	VAW Aluminium AG	08/01/02	Strategic	Cash	3.095.000.000	62%	Energy & utilities	-3,49	-0,96	-3,29	-2,38	0,55
Imperial Tobacco Group plc	Reemtsma Cigarettenfabriken	07/03/02	Strategic	Equity	5.221.000.000	72%	Consumer secotors	8,49	12,23	-5,36	39,19	3,98
Publicis Groupe SA	Bcom3 Group Inc.	07/03/02	Strategic	Shares	2.201.100.000	51%	Industrial sectors	11,14	16,30	-1,98	14,99	1,75
National Grid Group plc, The	Lattice Group plc	22/04/02	Strategic	Shares	10.304.081.630	92%	Energy & utilities	3,32	3,36	-5,39	79,48	0,97
Deutsche Börse AG	Cedel International	01/02/02	Strategic	Shares	1.760.000.000	46%	Industrial sectors	0,73	3,09	16,62	18,79	1,98
South African Breweries plc	Miller Brewing Company	30/05/02	Strategic	Shares	5.653.760.000	69%	Consumer secotors	-0,37	7,25	-2,92	29,21	1,26
Telia AB	Sonera Oyj	26/03/02	Strategic	Shares	7.450.000.000	51%	TMT sectors	-9,72	-5,84	-6,07	-0,45	1,48
Gecina SA	Simco SA	07/08/02	Strategic	Unknown	1.640.000.000	93%	Industrial sectors	0,69	-0,61	1,06	-3,97	1,13
RWE AG	Innogy Holdings plc	22/03/02	Strategic	Unknown	8.230.303.030	21%	Energy & utilities	-0,86	2,59	-1,71	6,16	0,59
Cadbury Schweppes plc	Pfizer Inc.'s Adams division	17/12/02	Strategic	Unknown	3.890.880.000	37%	Consumer secotors	-4,05	-6,19	-1,17	12,89	1,38

Acquiror name	Target name	Date announced	Acquisition type	Cash payment	All Deal values EUR	EV/MC	Deloitte industry	Announcement wealth impact	Overall wealth impact CAR (-5/5)	EVA momentum (%)	Net Capex Growth	Tobins Q
Koninklijke DSM NV	Roche Holding AG's vitamin	23/07/03	Strategic	Cash	1.750.000.000	47%	Industrial sectors	3,67	-1,40	-7,89	-19,20	0,66
Xstrata plc	MIM Holdings Ltd	07/04/03	Strategic	Debt	2.875.093.690	132%	Industrial sectors	8,55	8,76	-2,34	307,22	0,50
Wm Morrison Supermarkets plc	Safeway plc	15/12/03	Strategic	Shares	6.146.890.820	84%	Consumer secotors	2,83	0,95	1,86	12,49	2,04
ITV plc	Granada plc	08/12/03	Strategic	Shares	5.048.428.990	109%	TMT sectors	-0,36	3,63	-13,56	-14,68	1,41
Randgold Resources Ltd	Ashanti Goldfields Co., Ltd	23/09/03	Strategic	Shares	1.756.953.850	352%	Industrial sectors	-2,02	-12,38	30,50	-0,29	2,48
BP plc	Tyemenskaya Neftyanaya	11/02/03	Strategic	Unknown	5.842.000.000	4%	Energy & utilities	1,01	1,22	-1,67	11,54	1,20
Aktieselskabet	Dampskibsselskabet AF 1912	06/05/03	Strategic	Unknown	6.510.389.370	293%	Transportation & logistics	0,05	6,05	0,59	14,26	0,42
Cadbury Schweppes plc	Warner Lambert (Adams) de	01/04/03	Strategic	Unknown	4.000.000.000	46%	Consumer secotors	1,17	-	0,73	5,35	1,23
Britannica Italiana Tabacchi SpA	Ente Tabacchi Italiani SpA	16/07/03	Strategic	Unknown	2.320.000.000	11%	Consumer secotors	-1,01	-0,58	1,34	-4,67	1,37
Henkel KGaA	Dial Corporation	15/12/03	Strategic	Unknown	2.393.080.000	30%	Consumer secotors	-3,23	-3,18	0,22	-6,20	1,16
Volkswagen AG	LeasePlan Corporation NV	21/04/04	Strategic	Cash	2.000.000.000	13%	Industrial sectors	1,55	2,01	-1,41	-0,79	0,72
Air Liquide SA	Messer Griesheim GmbH's	20/01/04	Strategic	Debt	2.680.000.000	21%	Industrial sectors	-1,21	-4,85	1,18	-	1,55
Ispat International NV	LNM Holdings NV	25/10/04	Strategic	Equity	10.041.500.000	628%	Industrial sectors	17,56	7,41	2,91	72,04	0,78
Interbrew SA	Braco SA	03/03/04	Strategic	Shares	3.300.000.000	37%	Consumer secotors	2,88	-0,75	1,04	-3,84	1,27
Sanofi-Synthelabo SA	Aventis SA	26/04/04	Strategic	Shares	55.300.000.000	141%	Industrial sectors	-6,23	0,53	4,17	3,06	4,30
Sagem SA (Safran SA)	Societe Nationale d'Etude et	29/10/04	Diversificati	Shares	5.402.000.000	191%	TMT sectors	-9,06	-15,27	-0,04	-1,23	1,47
Bayer AG	Roche Consumer Health AG	19/07/04	Strategic	Unknown	2.327.091.000	16%	Industrial sectors	-0,49	-1,63	-4,05	-20,59	0,85
Electricidade de Portugal SA	Hidroeléctrica de Cantábrico	29/07/04	Strategic	Unknown	2.295.000.000	18%	Energy & utilities	-1,07	-1,08	0,98	1,71	0,93
Enterprise Inns plc	Unique Pub Company plc	12/03/04	Strategic	Unknown	3.463.289.210	38%	Consumer secotors	-0,20	-1,00	0,59	11,76	1,18
UCB SA	Celltech Group plc	18/05/04	Strategic	Unknown	2.294.015.080	52%	Industrial sectors	-4,75	6,52	-0,75	18,90	1,76
Novartis AG	Hexal AG	21/02/05	Strategic	Cash	5.650.000.000	7%	Industrial sectors	2,31	0,64	-0,02	6,90	2,30
Telefonaktiebolaget LM	Marconi Corporation plc's	25/10/05	Strategic	Cash	1.745.532.000	4%	Industrial sectors	-0,71	-5,59	20,54	44,79	2,63
Mittal Steel Germany GmbH	Krivorozhstaly Gorno	25/10/05	Strategic	Debt	4.102.637.360	27%	Industrial sectors	4,31	6,08	13,27	79,84	1,13
Punch Taverns plc	Spirit Group Holdings Ltd	01/12/05	Strategic	Debt	3.897.653.300	71%	Consumer secotors	2,57	-3,12	-0,91	26,63	1,10
Fresenius Medical Care AG	Renal Care Group Inc.	04/05/05	Strategic	Debt	3.312.800.000	91%	Industrial sectors	2,00	-2,88	1,03	-1,39	0,79
Telefónica SA	Cesky Telecom AS	06/04/05	Strategic	Debt	2.746.000.000	4%	TMT sectors	-0,22	-2,00	2,47	-3,02	1,75
Telefónica SA	O2 plc	31/10/05	Strategic	Debt	25.793.470.250	37%	TMT sectors	-4,03	-7,15	2,47	-3,02	1,60
Telecom Italia SpA	Tim Italia SpA	24/02/05	Strategic	Equity	3.940.000.000	8%	TMT sectors	1,17	-3,73	0,11	-0,98	1,26
SABMiller plc	Grupo Empresarial Bavaria	19/07/05	Strategic	Shares	4.235.886.000	21%	Consumer secotors	10,76	11,70	5,44	18,93	1,49
Deutsche Post AG	Exel plc	19/09/05	Diversificati	Shares	6.091.736.840	26%	Industrial sectors	-1,47	-2,66	2,92	-2,09	0,22
Solvay SA	Laboratoires Fournier SA	24/03/05	Strategic	Unknown	1.615.000.000	24%	Industrial sectors	5,18	3,08	0,95	1,51	1,10
France Télécom SA	Amena Movil SL	27/07/05	Strategic	Unknown	6.400.000.000	23%	TMT sectors	1,28	1,73	1,37	0,26	1,03
AP Møller-Mærsk A/S	Royal P&O Nedlloyd NV	10/06/05	Strategic	Unknown	2.300.000.000	8%	Transportation & logistics	-0,04	-2,35	-5,53	8,89	1,62
Norsk Hydro ASA	Spinnaker Exploration	19/09/05	Strategic	Unknown	2.168.064.000	36%	Energy & utilities	-0,42	0,93	3,59	-13,15	0,60
Adidas-Salomon AG	Reebok International Ltd	03/08/05	Strategic	Unknown	3.800.000.000	53%	Consumer secotors	7,46	0,90	1,55	7,29	1,78
Compagnie de Saint-Gobain SA	BPB plc	17/11/05	Strategic	Unknown	5.684.400.210	34%	Industrial sectors	2,80	4,79	1,15	-3,23	1,08
Reckitt Benckiser plc	Boots Healthcare	07/10/05	Strategic	Unknown	2.814.294.750	17%	Consumer secotors	1,99	6,50	1,50	-6,13	3,28
Royal Dutch/Shell Group	Shell Transport & Trading Co	27/06/05	Strategic	Unknown	72.307.608.040	46%	Energy & utilities	1,22	6,52	3,67	6,10	1,36

Acquiror name	Target name	Date announced	Acquisition type	Cash payment	All Deal values EUR	EV/MC	Deloitte industry	Announcement wealth impact	Overall wealth impact CAR (-5/5)	EVA momentum (%)	Net Capex Growth	Tobins Q
Telekom Austria AG	MobilTel AD	01/06/05	Strategic	Unknown	1.600.000.000	21%	TMT sectors	0,75	-0,46	0,53	-10,21	1,63
Mariella Burani Fashion Group	Bernie's AG	29/04/05	Strategic	Unknown	2.235.000.000	974%	Consumer secotors	0,08	1,91	-0,17	53,00	0,89
Statoil ASA	EnCana Corporation's Gulf of	28/04/05	Strategic	Unknown	1.587.000.000	6%	Energy & utilities	-0,64	7,83	3,67	14,02	1,19
Vodafone Group plc	Telsim Mobil	13/12/05	Strategic	Unknown	3.540.355.000	3%	TMT sectors	-2,82	-1,59	6,30	7,60	0,79
Fresenius AG	Helios Kliniken GmbH	14/10/05	Strategic	Unknown	1.504.000.000	38%	Industrial sectors	-3,21	2,00	0,97	-1,39	0,88
Telefonaktiebolaget LM	Redback Networks Inc.	19/12/06	Strategic	Cash	1.614.900.000	4%	Industrial sectors	0,18	-0,89	-0,02	8,49	2,28
Novartis AG	Chiron Corporation	03/04/06	Strategic	Cash	4.304.063.990	4%	Industrial sectors	-0,06	0,67	-0,55	21,26	2,47
Siemens AG	Bayer AG's diagnostics	29/06/06	Diversificati	Cash	4.200.000.000	6%	Industrial sectors	-0,15	-4,04	-0,48	16,68	1,35
Linde AG	BOC Group plc	06/03/06	Strategic	Debt	12.215.758.000	165%	Industrial sectors	7,01	7,60	-0,70	6,57	1,09
Merck KGaA	Serono SA	21/09/06	Strategic	Debt	4.737.837.000	33%	Industrial sectors	-4,72	6,08	1,84	14,04	1,99
Premier Foods plc	RHM plc	04/12/06	Strategic	Shares	2.927.036.970	155%	Consumer secotors	4,46	9,85	-0,56	58,75	1,82
Alcatel SA	Lucent Technologies Inc.	03/04/06	Strategic	Shares	10.159.880.000	83%	TMT sectors	3,85	0,09	-0,05	5,05	1,17
UCB SA	Schwarz Pharma AG	25/09/06	Strategic	Shares	3.805.827.000	64%	Industrial sectors	-0,25	6,46	0,30	-8,66	1,61
Iberdrola SA	Scottish Power plc	28/11/06	Strategic	Shares	17.233.226.840	66%	Energy & utilities	-1,82	0,16	-0,02	14,98	1,38
Derwent Valley Holdings plc	London Merchant Securities	14/11/06	Strategic	Shares	2.266.751.570	114%	Industrial sectors	-2,17	-2,29	2,70	10,78	1,16
Thales SA	Telespazio SpA	05/04/06	Strategic	Shares	1.673.000.000	26%	TMT sectors	-2,73	-4,71	0,12	2,05	1,22
Mittal Steel Company NV	Arcelor SA	26/06/06	Strategic	Shares	26.900.000.000	126%	Industrial sectors	-3,26	-10,42	-14,82	89,73	1,18
Statoil ASA	Norsk Hydro ASA's oil and	18/12/06	Strategic	Shares	24.568.288.270	56%	Energy & utilities	-4,03	-6,12	5,23	15,55	1,47
Compagnie Générale de	Veritas DGC Inc.	05/09/06	Strategic	Shares	2.399.710.000	148%	Energy & utilities	-7,22	-10,95	0,59	84,42	1,42
BASF AG	Engelhard Corporation	30/05/06	Strategic	Unknown	4.431.280.000	12%	Industrial sectors	0,03	1,37	0,85	7,04	1,25
Tenaris SA	Maverick Tube Corporation	12/06/06	Strategic	Unknown	2.506.595.000	11%	Industrial sectors	-1,27	-2,92	9,36	12,48	3,33
National Grid plc	KeySpan Corporation	24/02/06	Strategic	Unknown	8.704.860.000	25%	Energy & utilities	2,42	0,32	0,51	19,11	1,16
Wolseley plc	DT Group A/S	24/07/06	Strategic	Unknown	1.982.000.000	12%	Industrial sectors	1,10	-1,82	0,13	22,59	1,86
BASF AG	Degussa AG's construction	01/03/06	Strategic	Unknown	2.800.000.000	7%	Industrial sectors	-0,36	1,34	0,85	7,04	1,28
Siemens AG	Bayer India Ltd	30/06/06	Diversificati	Unknown	4.200.000.000	6%	Industrial sectors	-1,19	-3,37	-0,48	16,68	1,35
Yell Group plc	Telefónica Publicidad e	28/04/06	Strategic	Unknown	3.249.000.000	55%	TMT sectors	-2,46	-2,51	0,01	49,22	1,67
Schneider Electric SA	American Power Conversion	30/10/06	Strategic	Unknown	4.696.390.000	27%	Industrial sectors	-6,55	-8,26	0,01	25,60	1,44
Lafarge SA	Orascom Building Materials	10/12/07	Strategic	Debt	10.200.000.000	48%	Industrial sectors	12,47	15,35	-0,05	9,65	1,15
FirstGroup plc	Laidlaw International Inc.	09/02/07	Strategic	Debt	2.384.080.000	61%	Transportation & logistics	5,49	5,86	-0,56	9,50	1,76
Shire plc	New River Pharmaceuticals	20/02/07	Strategic	Debt	1.912.300.000	25%	Industrial sectors	4,05	2,42	-1,91	-3,45	1,94
TomTom BV	Tele Atlas NV	19/11/07	Strategic	Debt	2.687.526.000	55%	Industrial sectors	3,86	15,58	-19,44	58,61	4,31
Continental AG	Siemens VDO Automotive AG	25/07/07	Strategic	Debt	11.400.000.000	77%	Industrial sectors	3,36	6,22	-0,93	12,31	1,74
International Power plc	Trinergy Ltd's 648 MW wind	06/08/07	Strategic	Debt	1.839.000.000	9%	Energy & utilities	2,98	1,03	1,76	12,34	1,28
Imperial Tobacco Overseas	Altadis SA	18/07/07	Strategic	Debt	16.200.000.000	56%	Consumer secotors	2,37	4,00	-0,41	7,08	3,00
Akzo Nobel NV	Imperial Chemical Industries	13/08/07	Strategic	Debt	10.850.868.440	64%	Industrial sectors	0,70	-7,61	-5,19	1,67	1,87
Swisscom AG	Fastweb SpA	12/03/07	Strategic	Debt	3.987.700.000	20%	TMT sectors	-2,27	-3,89	-4,65	22,77	2,17
SAP AG	Business Objects SA	08/10/07	Strategic	Debt	4.200.000.000	9%	Industrial sectors	-3,72	-5,29	-3,23	1,74	5,12
Taylor Woodrow plc (new org.	George Wimpey plc	26/03/07	Strategic	Shares	4.087.973.000	116%	Industrial sectors	13,93	17,64	-1,36	7,10	0,98

Acquiror name	Target name	Date announced	Acquisition type	Cash payment	All Deal values EUR	EV/MC	Deloitte industry	Announcement wealth impact	Overall wealth impact CAR (-5/5)	EVA momentum (%)	Net Capex Growth	Tobins Q
Barratt Developments plc	Wilson Bowden plc	05/02/07	Strategic	Shares	3.230.809.290	87%	Industrial sectors	3,88	1,25	-2,32	12,23	1,27
Deutsche Wohnen AG	GEHAG GmbH	02/07/07	Strategic	Shares	1.657.900.000	66%	Industrial sectors	2,06	-11,84	0,51	53,67	1,30
Iberdrola SA	Energy East Corporation	25/06/07	Strategic	Shares	6.091.000.000	10%	Energy & utilities	0,29	-8,40	-0,55	6,92	1,41
Unibail Holding SA	Rodamco Europe NV	21/05/07	Strategic	Shares	11.188.776.000	104%	Industrial sectors	-0,72	-2,71	0,14	24,93	1,32
Gaz de France SA	Suez SA	03/09/07	Strategic	Shares	45.547.088.000	125%	Energy & utilities	-2,54	-0,02	-0,40	6,88	1,22
E.ON AG	Electra de Viesgo SA	03/04/07	Strategic	Unknown	11.800.000.000	13%	Energy & utilities	4,32	2,35	-1,30	3,59	0,83
Tenaris SA	Hydril Company LP	12/02/07	Strategic	Unknown	1.594.944.000	8%	Industrial sectors	-0,11	-3,55	-1,41	89,61	2,47
Nestlé SA	Gerber Products Company	12/04/07	Strategic	Unknown	4.030.400.000	4%	Consumer secotors	-1,13	-1,77	-0,03	-1,96	2,03
Siemens AG	UGS Corp	25/01/07	Strategic	Unknown	2.564.450.000	2%	Industrial sectors	6,49	6,91	-1,56	-0,62	1,31
Vodafone Group plc	Hutchison Essar Telecom Ltd	12/02/07	Strategic	Unknown	8.048.560.000	6%	TMT sectors	1,88	-0,55	0,87	-14,35	0,84
Inmobiliaria Colonial SA	Grupo Riofisa SA	12/04/07	Strategic	Unknown	2.000.000.000	29%	Industrial sectors	1,64	-5,75	-0,08	4.297,44	1,26
Groupe Danone SA	Koninklijke Numico NV	20/08/07	Strategic	Unknown	8.086.600.000	26%	Consumer secotors	0,02	-0,70	-1,49	0,70	2,29
Henkel KGaA	Imperial Chemical Industries	13/08/07	Strategic	Unknown	3.541.607.000	24%	Consumer secotors	0,01	-6,60	-0,05	-4,27	1,59
Compagnie de Saint-Gobain SA	Maxit Group AB	07/08/07	Strategic	Unknown	2.091.000.000	6%	Industrial sectors	-1,22	1,46	-0,69	2,07	1,20
Nokia Oyj	Navteq Corporation	01/10/07	Strategic	Unknown	5.147.550.000	6%	Industrial sectors	-1,89	-1,84	2,73	1,25	3,02
AstraZeneca plc	MedImmune Inc.	23/04/07	Strategic	Unknown	11.387.012.000	18%	Industrial sectors	-4,05	-2,29	4,60	15,36	3,16
Heineken NV	Scottish & Newcastle plc	25/01/08	Strategic	Debt	12.703.078.450	43%	Consumer secotors	-0,12	-6,58	-3,69	6,02	2,21
Pernod Ricard SA	V&S Vin & Sprit AB	31/03/08	Strategic	Debt	5.690.000.000	32%	Consumer secotors	-4,42	5,64	-2,66	-1,17	1,13
Freenet AG	Debitel AG	28/04/08	Strategic	Debt	1.627.820.000	41%	TMT sectors	-5,91	-8,43	2,67	5,07	1,97
Finmeccanica SpA	DRS Technologies Inc.	13/05/08	Strategic	Equity	4.025.840.000	32%	TMT sectors	-4,62	-8,18	-0,09	2,72	1,04
Carlsberg Breweries A/S	Scottish & Newcastle plc	25/01/08	Strategic	Equity	12.703.078.450	143%	Consumer secotors	-5,23	-4,91	0,55	6,03	1,44
Randstad Holding NV	Vedior NV	03/04/08	Strategic	Shares	2.853.002.000	90%	Industrial sectors	-2,00	-3,32	0,22	32,02	1,48
Roche Holding AG	Ventana Medical Systems	22/01/08	Strategic	Unknown	2.319.480.000	2%	Industrial sectors	-1,18	-1,52	0,87	4,55	2,45
Fresenius Kabi AG	APP Pharmaceuticals Inc.	07/07/08	Strategic	Unknown	3.825.920.000	37%	Industrial sectors	-7,57	-0,20	-1,04	1,27	1,07
Total					1.439.266.620.270	average		0,03	-0,24			1,78