

Cand. merc. i Finansiering og Regnskab

Kandidatafhandling

Amerikanske fusioner og akkvisitioner

En empirisk analyse af kortsigtede aktiekursreaktioner

American mergers & acquisitions

An empirical analysis of short-term stock price reactions

Copenhagen Business School, 2018

Forfatter: Erik Adam Ginsberg

Vejleder: Ebbe Skoubo Nielsen

Afleveringsdato: 14. marts 2018

Antal anslag: 170.246, svarende til 80 sider

Abstract

Mergers and acquisitions (M&A) are risky but potentially yielding highly profitable growth. The bidder's shareholders usually pay the target's shareholders a substantial premium, justified by the hopes of valuable synergies. Not surprisingly, empirical research proves that the target's shareholders receive significant abnormal returns as a consequence of being acquired. However, the results from the acquiring shareholder's point of view are more diverse. The aim of this thesis is to investigate what factors in M&A-transactions influence value creation or value destruction for the bidder's shareholders.

The thesis carries out an extensive investigation to measure the short-term value effect for the bidder-company upon the announcement of a M&A-transaction. Specifically, the event window lengths are $[-2,2]$, $[-5,5]$ and $[-10,10]$ days before and after the M&A announcement date. The event study methodology is applied as a tool to conduct the investigation by measuring the abnormal return in three short-term event windows surrounding the announcement date. The hypotheses are tested for if they significantly differ from an abnormal return of 0%. The dataset consists of 1127 announcements of M&A-transactions from publicly listed American companies from 1 August 2007 to 1 August 2017.

The results of the investigation are summarized as follows: (1) On an overall level, acquirer's shareholders earn a significant positive abnormal return upon the announcement of a transaction, which interestingly contradicts previous research. (2) Consistent with historical empirical research, horizontal and vertical transactions earn significant positive abnormal returns while conglomerate transactions fail to do so. (3) In terms of payment method, equity financed transactions generate abnormal returns of 0%. However, transactions funded by internally generated cash or external debt earn significant positive abnormal returns, which supports the pecking-order theory. (4) In conflict with the control hypothesis, the bidder-companies with the 25% highest financial leverage generate the poorest abnormal returns. (5) The bidder-companies with the 25% lowest and 25% highest Tobin's Q-ratios both generate abnormal returns of 0%, which partially contradicts previous empirical research. (6) Cross-border transactions earn significant positive abnormal returns, which are higher than national transactions. (7) The largest transactions, i.e. the largest sized deals relative to the size of the acquiring company, earn significant positive abnormal returns. (8) Finally, the smallest bidder-companies in the sample, measured in absolute terms, earn significant positive abnormal returns.

Indholdsfortegnelse

1	INDLEDNING	5
1.1	PROBLEMSTILLING	5
1.2	PROBLEMFORMULERING	6
1.3	VIDENSKABSTEORETISKE OVERVEJELSER	7
1.4	AFGRÆNSNING	9
1.5	AFHANDLINGENS STRUKTUR	10
2	TEORETISK GRUNDLAG OG FORSKELLIGE PERSPEKTIVER	12
2.1	VIRKSOMHEDSINTEGRATION	12
2.1.1	HORISONTAL INTEGRATION	13
2.1.2	VERTIKAL INTEGRATION	15
2.1.3	KONGLOMERAT	16
2.2	TRANSAKTIONSFINANSIERING	17
2.2.1	CAPITAL STRUCTURE IRRELEVANCE PROPOSITION	18
2.2.2	THE TRADE-OFF THEORY OF CAPITAL STRUCTURE	19
2.2.3	THE PECKING ORDER THEORY	21
2.3	GÆLDSSERVICERINGSEVNE	22
2.3.1	THE FREE CASHFLOW PROBLEM	22
2.4	SELSKABETS HISTORISKE PERFORMANCE	23
2.4.1	HYBRIS-HYPOTHESEN	23
2.5	DET GEOGRAFISKE PERSPEKTIV	24
2.5.1	OLI-MODELLEN	24
2.6	TRANSAKTIONSTØRRELSEN	25
2.7	SELSKABSTØRRELSEN	26
3	EMPIRISK GRUNDLAG FRA TIDLIGERE STUDIER	27
3.1	VIRKSOMHEDSINTEGRATION	27
3.2	TRANSAKTIONSFINANSIERING	28
3.3	GÆLDSSERVICERINGSEVNE	28
3.4	SELSKABETS HISTORISKE PERFORMANCE	29
3.5	DET GEOGRAFISKE PERSPEKTIV	30
3.6	TRANSAKTIONSTØRRELSEN	30
3.7	SELSKABSTØRRELSEN	31
4	SAMMENFATNING AF DET TEORETISKE OG EMPIRISKE GRUNDLAG	32
4.1	FORVENTNINGERNE TIL DE EMPIRISKE RESULTATER	32
5	HYPOTEFREMLÆGGELSE	35
5.1	HYPOTHESE 1: VIRKSOMHEDSINTEGRATION	36
5.2	HYPOTHESE 2: TRANSAKTIONSFINANSIERING	37
5.3	HYPOTHESE 3: GÆLDSSERVICERINGSEVNE	39
5.4	HYPOTHESE 4: SELSKABETS HISTORISKE PERFORMANCE	40
5.5	HYPOTHESE 5: DET GEOGRAFISKE PERSPEKTIV	41
5.6	HYPOTHESE 6: TRANSAKTIONSTØRRELSEN	42
5.7	HYPOTHESE 7: SELSKABSTØRRELSEN	43

6	METODOLOGI	45
6.1	DATAINDSAMLING	45
6.2	EVENTSTUDIET	45
6.2.1	UDFØRELSEN AF EVENTSTUDIET	46
7	DATA	53
7.1	SORTERING AF AFHANDLINGENS DATA	53
7.2	PRÆSENTATION AF DATASÆTTET	55
8	ANALYSE	57
8.1	TEST AF DEN OVERORDNEDE VÆRDISKABELSE	57
8.2	HYPOTese 1: VIRKSOMHEDSINTEGRATION	59
8.2.1	TEST AF HORIZONTALTE TRANSAKTIONER	59
8.2.2	TEST AF VERTIKALE TRANSAKTIONER	60
8.2.3	TEST AF KONGLOMERATER	60
8.3	HYPOTese 2: TRANSAKTIONSFINANSIERING	61
8.3.1	TEST AF EGENKAPITALFINANSIEREDE TRANSAKTIONER	61
8.3.2	TEST AF FREMMEDKAPITALFINANSIEREDE TRANSAKTIONER	62
8.3.3	TEST AF KONTANTFINANSIEREDE TRANSAKTIONER	63
8.4	HYPOTese 3: GÆLDSERVICERINGSEVNE	64
8.5	HYPOTese 4: SELSKABETS HISTORISKE PERFORMANCE	65
8.6	HYPOTese 5: DET GEOGRAFISKE PERSPEKTIV	66
8.7	HYPOTese 6: TRANSAKTIONSSTØRRELSEN	67
8.8	HYPOTese 7: SELSKABSSTØRRELSEN	68
8.9	OVERSIGT OVER AFHANDLINGENS EMPIRISKE RESULTATER	69
9	DISKUSSION	70
9.1	AFHANDLINGENS EMPIRISKE AFVIGELSER	70
9.1.1	DEN OVERORDNEDE VÆRDISKABELSE	70
9.1.2	SELSKABERNES GÆLDSERVICERINGSEVNE	73
9.1.3	SELSKABETS HISTORISKE PERFORMANCE	74
9.2	ANTAGELSERNE BAG EVENTSTUDIEMETODEN	74
10	KONKLUSION	76
11	PERSPEKTIVERING	80
11.1	FORSLAG TIL VIDERE STUDIER	80
12	LITTERATURLISTE	82
	FORKORTELSER OG DEFINITIONER	87
	APPENDIX	88

Vedhæftede Excel-filer:

- Estimering af CAR-værdier.
- Histogrammer over CAR-værdier.
- M&A data og udførelse af hypotesetests.

1 Indledning

Fusioner og akkvisitioner¹ (Mergers & Acquisitions) er anerkendt som ét af de primære strategiske redskaber for selskaber til at styrke deres position i et konkurrencepræget marked. M&A-transaktioner er interessante på grund af de mange fordele, de kan bringe med sig, heriblandt selskabers mulighed for at opnå en reduceret konkurrence, økonomiske stordriftsfordele, adgang til kvalitetsmedarbejdere, en større kundebase og ikke mindst adgang til nye markeder.

M&A-transaktioner har en betydelig indflydelse på de involverede selskaber, både medarbejdere og ledere, mens også på konkurrenter samt de økonomier, virksomhederne opererer i. Hvorvidt M&A-transaktioner er succesfulde eller fejlagtige, har derfor store konsekvenser for virksomhedernes aktionærer og långivere samt de ovennævnte interessenter. Derfor er det ikke overraskende, at spørgsmålet om M&A-transaktionernes evne til at skabe eller destruere værdi er et populært akademisk forskningsområde. Et af de vigtigste redskaber i besvarelsen af netop dette spørgsmål er brugen af eventstudiet, der giver forskere muligheden for at undersøge aktiemarkedernes respons på selskabers annoncering af planer om M&A-transaktioner. Europæiske og amerikanske empiriske studier konkluderer - i langt de fleste tilfælde - at der skabes et signifikant overnormalt afkast for det opkøbte selskabs² aktionærer, da de ofte tilbydes en præmie som motivation for at sælge ud af deres aktier (Bruner, 2002). Til gengæld er de overordnede konklusioner vedrørende det overnormale afkast for det opkøbende selskabs³ aktionærer ikke helt så positive. Her viser studierne, at aktionærene i gennemsnit opnår et overnormalt afkast på nul ved M&A-annonceringer (Bruner, 2002). Variationerne i afkastene er dog iøjnefaldende høje, hvorfor det er interessant at undersøge, hvorvidt disse store forskelle kan give os en bedre forståelse for, hvilke M&A-transaktioner der er værdiskabende eller værdidestruerende.

1.1 Problemstilling

Formålet med denne afhandling er at undersøge, hvilke faktorer der har indflydelse på værdiskabelsen i M&A-transaktioner. Dette vil ske igennem en dybdegående analyse af, hvordan aktiekursen varierer i børsnoterede amerikanske selskaber, når de offentliggør, at de ønsker at opkøbe aktiemajoriteten i en anden virksomhed. Hensigten er at identificere, hvilke faktorer der bidrager til enten et værdiskabende

¹ Fremover i afhandlingen omtalt som "M&A-transaktioner"

² Fremover i afhandlingen omtalt som "target-virksomheden"

³ Fremover i afhandlingen omtalt som "bidder-virksomheden"

eller værdidestruerende virksomhedsopkøb set ud fra de opkøbende aktionærs synsvinkel. Målet med afhandlingen er dermed at forstå de vigtigste drivkræfter bag et succesfuldt virksomhedsopkøb, mens der samtidig opnås et indblik i, hvordan markedet reagerer i forbindelse med virksomheders offentliggørelse af opkøbsplaner. Analyseperioden strækker sig fra perioden 1. august 2007 til 1. august 2017.

1.2 Problemformulering

Problemformuleringen er afsat for afhandlingen og fungerer som en guide til inddragelse af relevante teorier, opstilling af hypoteser, metodevalg, indhentning af data samt hypotesetests i den empiriske del af studiet. Derfor er det essentielt, at problemformuleringen er specifik, målbar og relevant. Baseret på det indledende afsnit og med inspiration fra tidligere studier på området⁴ formuleres følgende problemformulering:

Hvilke faktorer er kendetegnede ved at være værdiskabende eller værdidestruerende i et virksomhedsopkøb set ud fra de opkøbende aktionærs synsvinkel på kortere sigt?

I forlængelse af hovedproblemformuleringen ønskes følgende underspørgsmål besvaret:

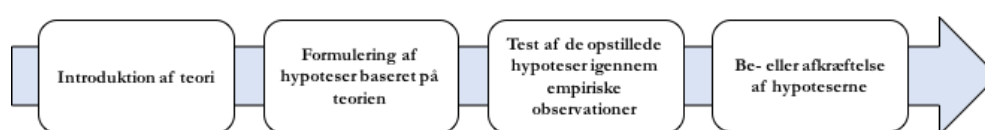
- 1. Påvirker typen af virksomhedsintegration afkastet af et virksomhedsopkøb?*
- 2. Påvirker typen af transaktionsfinansiering afkastet af et virksomhedsopkøb?*
- 3. Påvirker virksomhedens gældsserviceringssevne afkastet af et virksomhedsopkøb?*
- 4. Påvirker den opkøbende virksomheds tidligere finansielle performance afkastet af et virksomhedsopkøb?*
- 5. Påvirker den opkøbte virksomheds geografiske placering afkastet af et virksomhedsopkøb?*
- 6. Påvirker størrelsesforholdet mellem transaktionens størrelse og den opkøbende virksomheds størrelse afkastet af et virksomhedsopkøb?*
- 7. Påvirker den opkøbende virksomheds størrelse afkastet af et virksomhedsopkøb?*

⁴ Bruner (2002), Zenner & Hazelkorn (2004) og Woolrych (2017)

1.3 Videnskabsteoretiske overvejelser

Denne afhandling tager udgangspunkt i eksisterende teori på området for M&A-transaktioner. Teorien lægger byggestenene for afhandlingens empiriske hypoteser, der vil blive testet i analysekapitlet. Afhandlingen benytter derfor en hypotetisk-deduktiv metode, hvor undersøgelsens hypoteser baseret på eksisterende teori enten be- eller afkræftes igennem et kvantitativt empirisk datastudie, jf. nedenstående figur 1.1.

Figur 1.1: Hypotetisk-deduktiv metode



Kilde: Egen tilvirkning

Muligheden for at drage gyldige konklusioner om M&A-profitabilitet afhænger i høj grad af den videnskabelige metodes evne til på korrekt vis at måle de indhentede data. I forbindelse med udførelsen af empiriske studier over emnet er der overordnet fire undersøgelsesmetoder til rådighed: Eventstudiet, regnskabsstudiet, spørgeundersøgelser med virksomhedsledere samt det kliniske studie (Bruner, 2002). Der er fordele og ulemper ved hver af metoderne i forhold til, hvilket specifikt problem, der ønskes undersøgt. Derudover kan den endelige konklusion variere afhængigt af, hvilken metode der anvendes, også selvom det samme problem undersøges. Det er derfor vigtigt at fremlægge argumentationen for, hvilken metode der anvendes.

Valget af videnskabelig undersøgelsesmetode i denne afhandling er et eventstudie. Et eventstudie analyserer det overnormale afkast genereret til aktionærerne i et pre-defineret eventvindue, der omkredser et event, hvilket i denne afhandling vil være offentliggørelsen af et virksomhedsopkøb. Det faktiske daglige afkast består grundlæggende af ændringen i aktiekursen og udbetalte dividender, divideret med lukkekursen fra den forrige børsdag. I forlængelse af dette, består det overnormale afkast af det faktiske afkast fratrukket et forventet markedsafkast, hvilket typisk er beregnet igennem en estimationsmodel såsom Capital Asset Pricing Modellen (CAPM) (MacKinlay, 1997). En dybdegående gennemgang af denne metode, samt hvordan den bruges i denne afhandling beskrives yderligere i kapitel 6: Metodologi. Den største styrke ved denne metode er, at den er fremadskuende. Dette bygger på antagelsen om, at værdien af aktiekurserne består af nutidsværdien af alle fremtidige pengestrømme til aktionærerne (Bruner, 2002).

Derudover har eventstudier historisk set været den mest anvendte videnskabelige metode indenfor M&A-profitabilitet, da den er teoretisk velbegrunder og overkommelig at udføre (Caves, 1989). Disse styrker er hovedargumentet for valget af eventstudiet i denne afhandling. Endeligt skal det nævnes, at kvalitetsdata er nøglen til en meningsfuld analyse, når der arbejdes med et eventstudie, hvorfor der skal lægges et stort fokus på at indsamle og samtidig afgrænse data på korrekt og realistisk vis (Bruner, 2002). Nedenfor introduceres kortfattet de resterende tre undersøgelsesmetoder i forbindelse med M&A-profitabilitet og baggrunden for fravalget af disse i afhandlingen.

Regnskabsstudiet er fokuseret på at analysere offentligt tilgængelige årsregnskaber før og efter opkøbet for at se, hvordan de finansielle resultater ændrer sig. Den største styrke ved denne metode er troværdigheden af regnskaberne, da der stilles lovmæssige krav til kvaliteten og sandhedsværdien af dem. Til gengæld er svagheden ved denne metode, at den - til forskel fra eventstudiet - er bagudrettet, hvilket gør det svært at se effekten af et opkøb midt i et regnskabsår (Bruner, 2002). Yderligere siger teorien om den effektive markedshypotese, at aktiekurser reflekterer al tilgængelig information i markedet, hvorfor det argumenteres, at aktiekurserne allerede reflekterer informationen fra de offentligt tilgængelige årsregnskaber (Fama, 1970). På baggrund af ovenstående argumenter, vurderes det, at et eventstudie vil være den bedste undersøgelsesmetode til besvarelse af denne afhandlings problemformulering.

Spørgeundersøgelser med virksomhedsledere baserer sig på strukturerede interviews med de pågældende virksomheders ledere. Her spørges til, hvordan de mener, at der skabes værdi i forbindelse med et virksomhedsopkøb i deres pågældende tilfælde. Disse spørgeundersøgelser er typisk standardiserede og omfatter mange virksomheder, hvilket muliggør, at der kan konkluderes om generelle mønstre ud fra undersøgelsen (Bruner, 2002). Fordelen ved denne metode er, at den giver et indblik i værdiskabende faktorer, som kan være svære at tyde ud fra aktiemarkedet. På den anden side kan der opstå fejlkilder i dataindsamlingen, da de interviewede ledere typisk vil have et subjektivt perspektiv på værdiskabelsen, der ikke nødvendigvis altid har fokus på den økonomiske værdiskabelse, men andre faktorer såsom det sociokulturelle miljø i virksomheden (Bruner, 2002). Da fokus i denne afhandling er at undersøge de økonomiske værdiskabende eller værdidestruende faktorer ved virksomhedsopkøb fravælges denne metode også.

Det kliniske studie fokuserer på én eller få transaktioner, hvor der til gengæld gås mere i dybden. Undersøgelsesmetoden benytter sig af kvalitative analyser igennem interviews med ledende medarbejdere og andre relevante aktører. Til forskel fra eventstudiet anses denne metode for at være induktiv, da det forøgede fokus på detaljerne i én eller få virksomhedstransaktioner typisk munder ud i ny viden (Bruner,

2002). Det kliniske studie er desuden dårligt egnet til test af hypoteser på grund af det lave antal af observationer, der naturligvis sætter en grænse for at kunne konkludere noget generelt på baggrund af dataene. Ydermere benytter denne afhandling sig af den hypotetisk-deduktive videnskabelige metode, hvorfor det findes naturligt at fravælge det induktive kliniske studie i denne afhandling.

1.4 Afgrænsning

For at fokusere denne afhandling er det nødvendigt at sætte klare og præcise afgrænsninger. Disse vil blive diskuteret i dette afsnit.

Værdiskabelse i et virksomhedsopkøb kan måles på flere forskellige måder og afhænger af, hvilket perspektiv, der anvendes. For at kunne måle den økonomiske værdiskabelse og desuden teste dens statistiske signifikans, er det valgt kun at fokusere på de værdiskabende faktorer for aktionærerne i det opkøbende selskab. For at udføre den empiriske analyse kræves det yderligere, at de opkøbende selskaber er børsnoterede. Dette anses for en fordel, da børsnoterede virksomheder er underlagt faste og høje regnskabsmæssige krav samt pligt til at informere markedet om nyheder, som kan have en indflydelse på aktiekursen.

Ydermere afgrænses afhandlingen til at analysere selskabernes overnormale afkast på kortere sigt i eventvinduerne omkredsende M&A-annonceringsdatoerne: $[-2,2]$, $[-5,5]$ og $[-10,10]$ ⁵. Selskaberne analyseres ikke på langt sigt til trods for, at der kan argumenteres for, at den reelle værdiskabelse i M&A-transaktioner fremkommer, når transaktionerne gennemføres og de strategiske og finansielle målsætninger for alvor aktiveres. Denne problematik uddybes yderligere i afsnit 6.2.1.1.

Den analyserede periode afgrænses til at være fra 1. august 2007 til 1. august 2017, da en 10-årig periode anses for at være tilstrækkeligt til besvarelse af afhandlingens problemformulering og passende til dens omfang. Afhandlingen afgrænses desuden til kun at fokusere på M&A-transaktioner i USA. Grunden til dette er, at der historisk set er udført et stort antal af M&A-transaktioner i USA. Denne afgrænsning medfører yderligere, at der tages hensyn til potentielle fejlkilder som f.eks. signifikante forskelle i afskrivnings- og skatteregler mellem lande. Ydermere fastsættes et minimumskrav til den opkøbte virksomheds størrelse på 50 millioner USD ud fra et væsentlighedskriterie.

⁵Eksempelvis betyder $[-5,5]$ fem dage før og fem dage efter eventdagen.

Studiets datasæt afgrænses også for ikke at indeholde M&A-transaktioner mellem finansielle institutioner såsom banker og investeringsselskaber. Dette er almindelig praksis i størstedelen af tidligere eventstudier og skyldes først og fremmest, at disse selskabers gældsandel typisk er på et niveau, der ville indikere konkurs-lignende tilstande for ikke-finansielle selskaber. Dette forhold vil derfor kunne resultere i misvisende konklusioner, da gældsniveauet fortolkes forskelligt mellem finansielle og ikke-finansielle selskaber (Fama & French, 1992). Derudover har finansielle selskaber anderledes værdiansættelses- og regnskabsstandarder samt hårdere regulering end ikke-finansielle selskaber, hvilket også kan lede til uholdbare konklusioner (Schiebl, 2013, s. 32).

Afhandlingens teoriafsnit afgrænses til kun at introducere udvalgt teori, der kan give en basal forståelse for de faktorer, der er relevante for at forstå argumenterne bag værdiskabelse og værdidestruktion i M&A-transaktioner.

Det er essentielt at nævne, at afhandlingens empiriske del bygger på transaktionsdata samt aktiekursdata hentet fra to eksterne databaser: Bureau Van Dijk: Zephyr og Datastream, der vil blive nærmere omtalt i afsnit 6.1. Dataindsamling. Det forudsættes, at disse data er pålidelige.

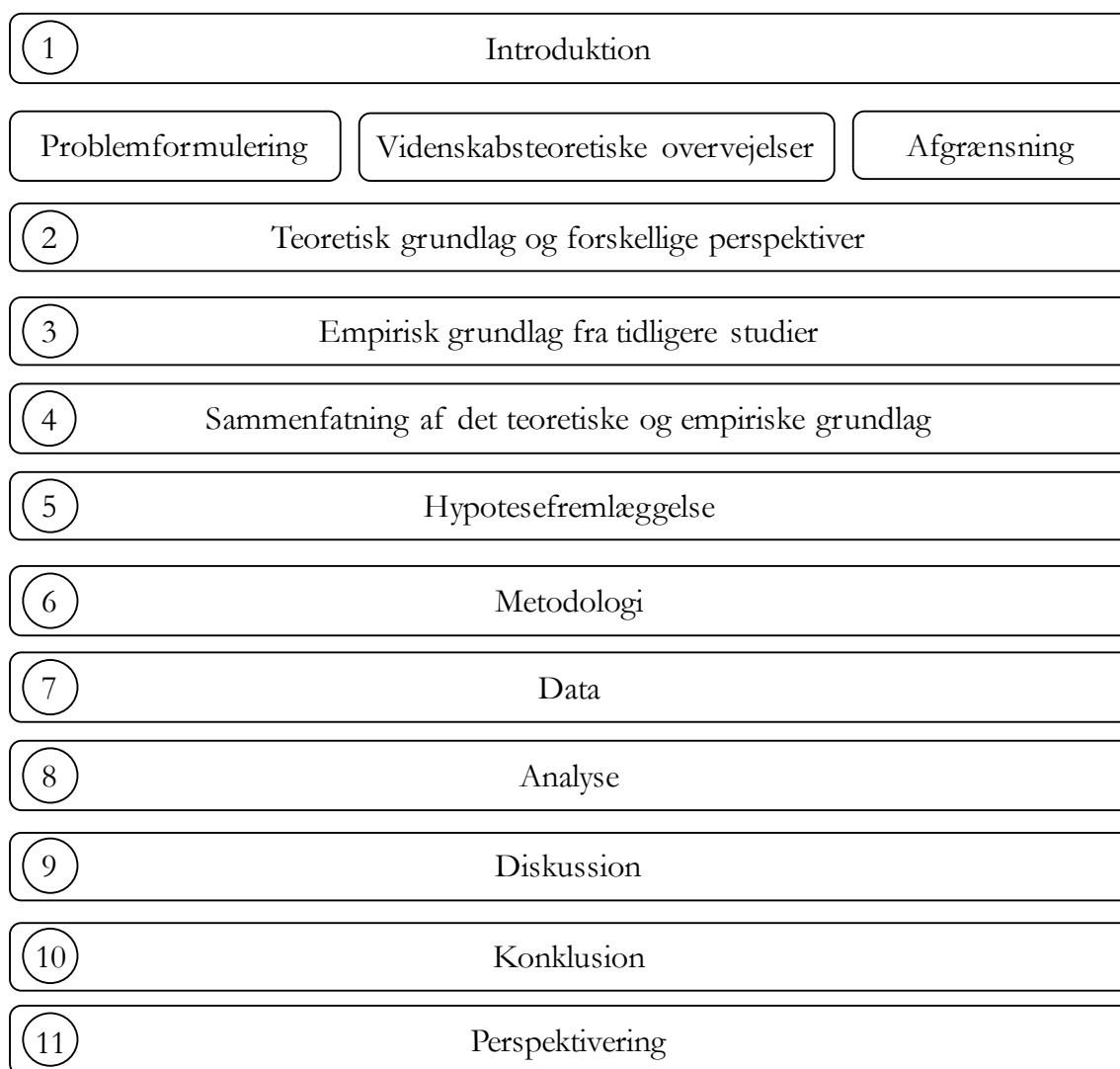
Slutteligt er der gjort en række antagelser i forbindelse med kategoriseringen af M&A-transaktionerne for at kunne gennemføre afhandlingens hypotesetests. Disse vedrører primært integrations- og finansieringskategoriseringerne; her afgrænses afhandlingen fra potentielle fejlkilder, da det ikke er muligt at udføre inddelingen på mere korrekt vis end den gennemførte. En dybere introduktion til antagelser vil blive gennemgået i kapitel 5: Hypotese fremlæggelse.

1.5 Afhandlingens struktur

Strukturen i denne afhandling er bestemt af den hypotetisk-deduktive undersøgelsesmetode, jf. afsnit 1.3. I kapitel 2 introduceres eksisterende teorier til forklaring af værdiskabelse og værdidestruering i M&A-transaktioner, mens der i kapitel 3 introduceres tidligere empirisk litteratur på området. Kapitel 2 og 3 lægger således fundamentet og forventning til afhandlingens senere empiriske hypoteser, hvilket vil blive opsummeret i kapitel 4. I kapitel 5 fremlægges afhandlingens empiriske hypoteser, samt hvordan udførelsen af hypotesetests er mulig. I kapitel 6 gennemgås den benyttede metode til behandling af afhandlingens empiriske data ved tests af hypoteser: Eventstudiet. I kapitel 7 præsenteres afhandlingens datasæt,

mens kapitel 8 præsenterer resultaterne fra afhandlingens empiriske hypoteser. Kapitel 9 diskuterer afhandlingens mest interessante resultater, mens kapital 10 konkluderer på afhandlingen igennem en besvarelse af problemformuleringen. Kapital 11 perspektiverer opgaven ved at komme med forslag til videre studier. Nedenfor vises afhandlingens komponenter i oversigtsform.

Figur 1.2: Struktur over afhandlingens komponenter



Kilde: Egen tilvirkning

2 Teoretisk grundlag og forskellige perspektiver

Dette afsnit har til formål at fremlægge det teoretiske grundlag bag værdiskabelsen og værdidestrueringen i M&A-transaktioner. Omfanget af teori på området er enormt, hvilket gør det helt nødvendigt at afgrænse gennemgangen. Der vil blive fokuseret på at introducere udvalgt teori, der kan give en basal forståelse for de faktorer, der ligger til grund for formulering af afhandlingens hypoteser, jf. figur 1.1. om den hypotetisk-deduktive metode.

2.1 Virksomhedsintegration

Rationalet bag gennemførelsen af M&A-transaktioner under et økonomisk perspektiv ligger i deres positive påvirkning på selskabers omkostninger og konkurrencekraft. Succesfulde M&A-transaktioner kan medføre, at selskaber opnår bedre resultater igennem omkostningsbesparelser og/eller ved en forøgelse af deres konkurrencestyrke, hvilket derfor giver dem en konkurrencedygtig fordel overfor deres rivaler (Sudarsanam, 2010, s. 50). Da det i afhandlingens empiriske analyseafsnit ønskes undersøgt, hvorvidt typen af virksomhedsintegration spiller en rolle på værdiskabelsen i M&A-transaktioner, findes det naturligt, at introducere de økonomiske og strategiske rationaler bag disse.

Virksomhedsintegration beskriver en strategi, hvor virksomheder forøger deres konkurrenceevne igennem opkøb af virksomheder inden for deres eksisterende værdikædesystem (Sørensen, 2012, s. 91). Disse integrationstyper kan opdeles i to hovedkategorier: Horisontale og vertikale. Ved et horisontalt opkøb opererer de to virksomheder på samme niveau i værdikæden, hvilket for eksempel kunne være opkøbet af en konkurrent. Ved et vertikalt opkøb opererer de to virksomheder i samme værdikæde, men til gengæld på et forskelligt niveau. Den vertikale integration kan for det første være forlæns, hvor eksempelvis en producerende virksomhed opkøber et forhandlingsnetværk. Den kan dog også være baglæns, hvor eksempelvis en producerende virksomhed opkøber én af deres underleverandører, der leverer varer til selskabets produktion (Sørensen, 2012, s. 91). Den sidste type af virksomhedsopkøb er et konglomerat, hvilket involverer opkøbet af en virksomhed i et uafhængigt forretningsområde. De tre virksomhedsintegrationstyper samt deres teoretiske fundament vil blive gennemgået nedenfor.

2.1.1 Horisontal integration

Horisontal integration er en strategi, hvor en virksomhed opkøber eller fusionerer med en anden virksomhed, der er på samme niveau i værdikæden. Bidder-virksomhedens formål med denne type integration er at styrke dens position på markedet. Hovedkilderne til værdiskabelse i horisontale integrationer kan overordnet inddeles i to hovedkategorier: Omsætningsforøgelse og omkostningsbesparelser.

2.1.1.1 Omsætningsforøgelse

Forbedret konkurrencekraft

En horisontal transaktion mellem to virksomheder, der operer i samme markedet vil alt andet lige betyde en større markedsandel. Dette forbedrer selskabets konkurrencestyrke, hvilket giver dem bedre mulighed for at prissætte produkter efter deres eget ønske. Herudover kan omsætningsvækst opnås ved enten at reducere prisen på produkter med en høj priselasticitet eller ved at forøge prisen på produkter med en lav priselasticitet (Sudarsanam, 2010, s. 127). Derudover vil en horisontal transaktion også medføre en forbedret købekraft for de to fusionerede selskaber, da de kan spille deres leverandører ud mod hinanden og derigennem opnå prisreduktioner på leverancer (Sudarsanam, 2010, s. 127).

Krydssalg

Endnu et anerkendt motiv for horisontale virksomhedsintegrationer er muligheden for at udnytte de enkelte selskabers veletablerede distributionskanaler til krydssalg af de to virksomheders individuelle produkter. Dette vil medføre en bedre udnyttelse af selskabernes distributionskapacitet og dermed i mange tilfælde en samlet vækst i omsætningen (Sudarsanam, 2010, s. 129). Krydssalg kan både være i form af substituerende produkter samt komplementære produkter, da de begge giver kunden større valgmulighed.

Netværkseffekten

Netværkseffekten opstår, når værdien af et produkt afhænger af, hvor mange der benytter det. Et godt eksempel på dette er internettet. Oprindeligt var der kun få brugere af internettet, og der var derfor ikke meget værdi for forbrugeren. Efterhånden som basen af internetbrugere steg, steg også antallet af hjemmesider. Som effekt heraf steg værdien for den enkelte forbruger, grundet det større udvalg af hjemmesider. Andre eksempler kan være sociale medier såsom Facebook eller handelsportaler såsom eBay eller

DBA. Denne netværkseffekt kan i en horisontal integrationsmæssig sammenhæng betyde en vækst i omsætningen, hvis der opkøbes en virksomhed med potentiale for en forbedret netværkseffekt (Sudarsanam, 2010, s. 128).

2.1.1.2 Omkostningsbesparelser

Economies of scale and scope

Flere af hovedmotiverne bag reduktion af omkostninger i horisontale M&A-transaktioner ligger i principperne om ”economies of scale and scope” (Brealey et al, 2011, s. 792).

”Economies of scale” referer til det scenarie, hvor et selskabs gennemsnitlige produktionsomkostninger falder i takt med, at der produceres en større mængde af samme produkt. Dette skyldes først og fremmest, at de faste omkostninger ved produktion af et produkt bliver spredt ud over et større antal af produkter. Derudover skyldes det en reduktion i de variable produktionsomkostninger på grund af en forbedret operationel effektivitet.

”Economics of scope” referer til det scenarie, hvor et selskabs gennemsnitlige produktionsomkostninger falder i takt med, at der produceres en større mængde af forskellige produkter. Et eksempel kunne være, at en fastfood restaurant er i stand til at producere komplementære produkter, såsom burgere og pomfritter, til en lavere gennemsnitlig pris, end hvis to separate fastfood restauranter producerede samme antal produkter hver for sig. Dette skyldes, at fastfood restauranten har muligheden for at dele fødevarer-opbevaring, køkkenfaciliteter samt arbejdskraft til produktionen.

Det er dog vigtigt at understrege, at der er en øvre grænse for hvor meget ”economies of scale & scope” en virksomhed kan opnå. Efter en vis selskabsstørrelse kan gennemsnitsproduktions-omkostningerne begynde at stige i takt med, at produktionsvolumen stiger, hvilket er et udtryk for, at der er opstået ”diseconomies of scale” og ”diseconomies of scope”. ”Diseconomies of scale” opstår f.eks. ved manglende kontrol, formindsket mulighed for overvågning og ineffektiv kommunikation som resultat af en for stor produktion. ”Diseconomies of scope” opstår ligeledes, hvis selskabets mængde af forskellige produkter bliver for overvældende og derfor omkostningsfuldt at administrere. Eksempler på yderligere omkostninger kan være nødvendigheden af at ansætte nye produktionsledere eller opførelsen af nye produktionsfaciliteter (Sudarsanam, 2010, s. 137).

Eliminering af overskydende produktionskapacitet

Ved et horisontalt virksomhedsopkøb kan to selskaber optimere deres produktion og dermed reducere deres overskydende produktionskapacitet. Dette vil betyde, at det samlede udbud af det pågældende produkt i markedet vil blive reduceret, hvilket naturligvis vil have en positiv effekt på de to fusionerede selskabers rentabilitet (Sudarsanam, 2010, s. 132).

Læringsøkonomi

Læringsøkonomi opstår, når virksomheders medarbejdere bliver mere erfarne og dermed mere effektive til at udnytte de ressourcer, selskabet har til rådighed. Denne effektivisering medfører en reduktion af produktionsomkostningerne (Sudarsanam, 2010, s. 137). Efter "learning by doing"-princippet opstår der produktionsbesparelser i takt med, at det akkumulerede totale produktionsniveau stiger, da det giver medarbejderne muligheden for at lære den mest optimale metode at producere produktet på. I et horisontalt virksomhedsopkøb kan de to virksomheder lære af hinandens erfaringer og desuden opnå et større akkumuleret produktionsoutput efter opkøbet, hvilket vil kunne resultere i produktionsbesparelser (Sudarsanam, 2010, s. 137).

2.1.2 Vertikal integration

Vertikal integration er en strategi, hvor en virksomhed opkøber eller fusionerer med en anden virksomhed, der er på et andet niveau i værdikæden. Vertikale integrationer kan derfor defineres som en kombination af succesfulde aktiviteter i en vertikal værdikæde under fælles koordinering og kontrol af én enkelt virksomhed (Sudarsanam, 2010, s. 157). Hovedkilderne bag værdiskabelse i vertikale integrationer vil blive introduceret i dette afsnit.

Bedre kontrol over værdikæden

En af de største fordele ved en vertikal integration er selskabernes mulighed for at få mere kontrol over værdikæden. Når eksempelvis en detailhandler beslutter at opkøbe en produktproducerende virksomhed, får vedkommende automatisk mere kontrol over produktionsdelen i hele distributionsprocessen. Ligeledes vil en produktproducerende virksomhed, der opkøber en detailhandler få bedre kontrol over, hvordan produktet skal sælges og til hvilken pris. Ydermere muliggør den vertikale integration også omkostningskontrol, hvilket kommer til udtryk i besparelsen af den avance, mellemmanden tager fra hvert led i

værdikæden. Endelig vil en konsolidering af distributionsprocessen også medføre en mulighed for optimering af ressourceforbruget og formindskelse af potentielle transportomkostninger (Sudarsanam, 2010, s. 163).

Produktdifferentiering

Omsætningsvækst kan desuden opnås i et vertikalt virksomhedsopkøb, da selskabet får mulighed for at give kunden et større sortiment af services og produkter end bare produktet alene. Dette giver derfor virksomheden muligheden for at differentiere sig selv fra sine konkurrenter (Sudarsanam, 2010, s. 165). En detailhandler kan eksempelvis hurtigt tilpasse sig til kundernes behov, hvis vedkommende også ejer produktionsvirksomheden i samme værdikæde. Derudover vælger kunderne typisk denne virksomheds produkt eller service, da omkostningerne i mange tilfælde er lavere, kvaliteten bedre og muligheden for at produktet kan være skræddersyet efter deres behov.

Konkurrencemæssige fordel

Et tredje motiv for at indgå i en vertikal integration er for at opnå en konkurrencemæssig fordel. Det kunne eksempelvis være en produktionsvirksomhed, der køber en detailhandel for at få direkte adgang til kunder i højt kompetitivt marked. Det kunne også være en detailhandel, der køber en produktionsvirksomhed for at erhverve sig attraktive og efterspurgte ressourcer såsom teknologi og patenter. Som resultat heraf kan selskaberne opnå en vækst i deres omsætning, da de står stærkere end deres konkurrenter.

2.1.3 Konglomerat

Et konglomerat er en M&A-transaktion mellem to ikke-relaterede virksomheder, der ikke har noget til fælles i deres værdikæde. Dette afsnit har til formål at introducere motiverne bag konglomerater.

Diversifikation

Diversifikation er et nøgleord i finansieringsteori og referer til det tilfælde, at et selskab spreder sine investeringer i forskellige aktiver, brancher og markeder. Konglomerater benytter sig af diversificerede virksomhedsopkøb, da disse hjælper selskabet med at reducere dets risiko ved at gøre organisationen mindre følsom overfor dårlige tider i en specifik branche eller marked (Brealey et al, 2011, s. 178).

Krydssubsidiering

Et andet motiv er krydssubsidiering, hvilket refererer til den situation, hvor et konglomerat kan have en ikke-rentabel prissætning af et produkt i ét af deres markeder ved hjælp af finansiering fra et overskud tjent ind på ét eller flere produkter i ét af selskabets andre markeder (Sudarsanam, 2010, s. 185). Motivet bag denne strategi er at tiltrække nye kunder ved at tilbyde dem en lavere pris end konkurrenterne. Dette er et effektivt redskab ved lancering af et nyt produkt i et konkurrencepræget marked, da det fremskynder vækst i produktsalget og dermed også forkorter tiden, inden produktet formår at blive rentabelt. Et positivt aspekt ved krydssubsidiering er således, at selskabet slipper for at hente dyr ekstern kapital til at finansiere investeringsprojektet (Schutz, 2015, s. 79-80).

Reduktion af konkursrisiko og bedre skattefordele ved højere gældskapacitet

Et tredje motiv bygger på argumentet om, at indtjeningsstrømmene i de to selskaber i et konglomerat ikke er korrelerede. Dette kunne eksempelvis være to selskaber, hvor det ene selskab formår at klare sig godt igennem en recession, mens det andet selskab klarer sig dårligt igennem samme recession. De to selskabers kombinerede genererede indtjeningsstrøm vil - alt andet lige - være mere stabil, end hvis de to selskaber havde været adskilt (Sudarsanam, 2010, s. 191). Med andre ord formår konglomeratet igennem denne diversifikation at reducere volatiliteten i konglomeratets indtjeningsstrømme, hvilket er positivt, når selskabet skal imødekomme sine eksterne finansielle forpligtigelser. Disse stabile indtjeningsstrømme sørger for, at konglomeratets selskaber kan stille sikkerhed for hinandens gældsforpligtigelser, hvilket reducerer konglomeratets samlede konkursrisiko og samtidig forøger dets gældskapacitet (Llewellyn, 1971). Endvidere vil denne forøgede gældskapacitet give konglomeratet muligheden for at opnå en økonomisk gevinst igennem skatteskjoldet på gældens rentebetalinger (Brealey et al, 2011, s. 441). En forøget gældsandel i et selskabs kapitalstruktur sker dog på bekostning af en stigende konkursrisiko. Teorien bag kapitalstruktur vil blive uddybet i nedenstående afsnit 2.2.

2.2 Transaktionsfinansiering

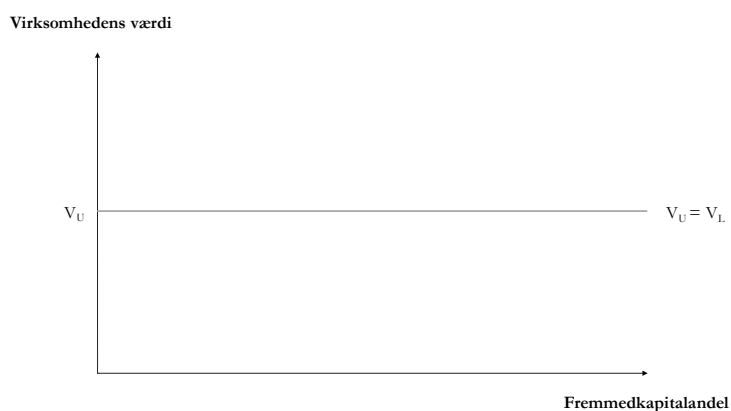
Valget af transaktionsfinansiering spiller som ved alle andre investeringsmuligheder en rolle for M&A-transaktioner. Der er overordnet tre finansieringsmuligheder i forbindelse med et virksomhedsopkøb og finansieringen kan ske igennem én af disse eller en kombination heraf. Den første mulighed er kontantbetaling ved hjælp af selskabets frie reserver. Den anden mulighed er igennem optagelse af gæld, mens den tredje mulighed er egenkapitalfinansiering ved en aktieemission. Valget af transaktionsfinansiering

vil have en direkte indflydelse på virksomhedens kapitalstruktur. I dette afsnit vil det derfor blive undersøgt, hvorvidt der eksisterer en optimal teoretisk kapitalstruktur og hvorledes en M&A-transaktion bør finansieres.

2.2.1 Capital structure irrelevance proposition

Grundstenen bag nuværende teori på området om virksomheders kapitalstruktur kan føres tilbage til Modigliani og Miller (MM), to økonomiprofessorer der i 1958 fremlagde deres banebrydende teori om kapitalstruktur: "Capital structure irrelevance proposition". Teorien siger grundlæggende, at værdien af en virksomhed er upåvirket af hvilken kapitalstruktur, selskabet benytter til at finansiere dens drift, givet at selskabet opererer i et perfekt effektivt marked. Værdien af den belånte (gearede) virksomhed vil med andre ord være lig med den ikke belånte (ugearede) virksomhed.⁶ Det er alene succesen af virksomhedens iværksatte investeringsprojekter, med andre ord udelukkende selskabets evne til at skabe værdi, der har betydning for virksomhedsværdien. Med et perfekt effektivt marked menes et marked med fravær af skatter, transaktionsomkostninger, konkursomkostninger, agentomkostninger samt asymmetrisk information (Modigliani & Miller, 1958). Det spiller ingen rolle, at virksomheden optager fremmedkapital, hvis der ikke er nogen skattefordele fra rentebetalinger og gælden ikke har nogen indflydelse på risikoen for konkurs. Argumentet er derfor, at siden den stigende gældsandel ikke har nogen indflydelse på kapitalomkostningerne i selskabet vil kapitalstrukturen som følge heraf være irrelevant for virksomhedens værdi (Modigliani & Miller, 1958). Nedenstående figur 2.1 illustrerer udviklingen i virksomhedens værdi i et perfekt effektivt marked.

Figur 2.1: Virksomhedens værdi i et perfekt effektivt marked

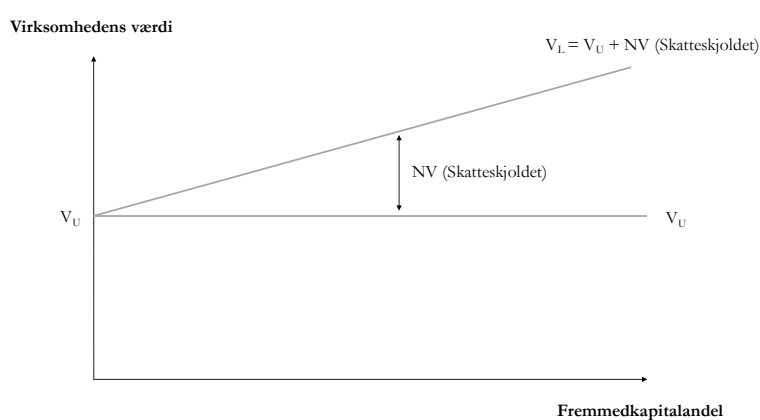


Kilde: Egen tilvirkning og Modigliani & Miller (1958)

⁶ $\text{Virksomhed}_{\text{Leveraged}} = \text{Virksomhed}_{\text{Unleveraged}} \Leftrightarrow V_L = V_U$

Sidenhen byggede MM (1963) videre på deres oprindelige proposition ved at inddrage effekten fra skat. De fremlagde, at selskaber har en fordel ved at bruge fremmedkapital frem for egenkapital som finansieringsvalg, da virksomhederne hermed kan drage nytte af skatteskjoldet. I et perfekt effektivt marked med selskabsskat, vil den gearede virksomheds værdi derfor være lig den ugearede virksomhedsværdi plus nutidsværdien af skatteskjoldet.⁷ Teorien argumenterer for, at jo mere gæld der optages des større virksomhedsværdi skabes (Modigliani & Miller, 1963). Nedenstående figur 2.2 illustrerer udviklingen i virksomhedens værdi i et perfekt effektivt marked med skatter men uden konkursomkostninger.

Figur 2.2: Virksomhedens værdi i et perfekt effektivt marked med selskabsskatter



Kilde: Egen tilvirkning og Modigliani & Miller (1963)

I den virkelige verden er MMs antagelser dog ikke helt realistiske. Det er til gengæld vigtigt at forstå MMs propositioner i en simplificeret verden, før der bygges på med yderligere faktorer, der har indflydelse på kapitalstrukturen såsom konkursomkostninger.

2.2.2 The trade-off theory of capital structure

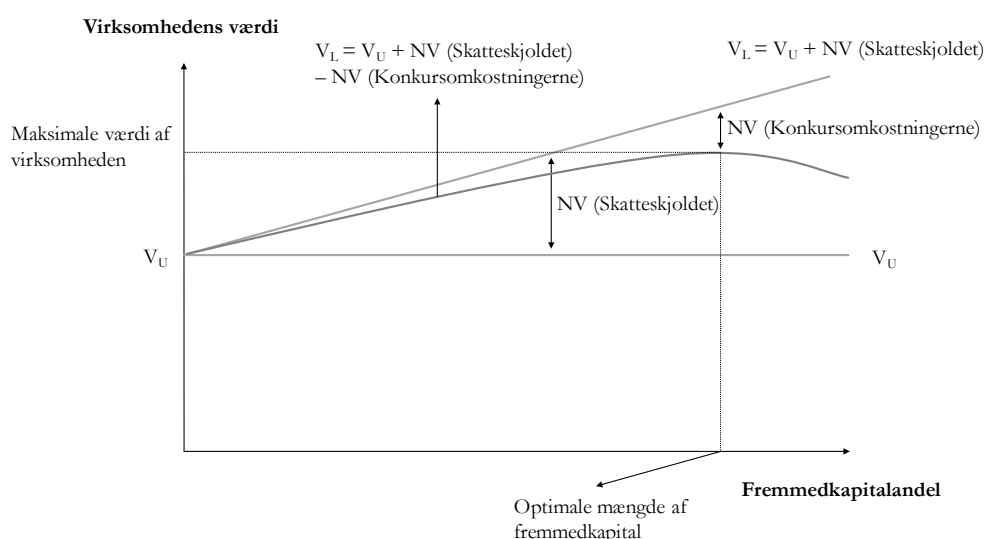
I forlængelse af MMs propositioner er det interessant at træde ind i en verden, der ikke længere ser bort fra konkursomkostninger. Her er det relevant at introducere ”The trade-off theory of capital structure”, der postulerer, at et selskabs optimale kapitalstruktur er en afvejning mellem den økonomiske gevinst fra skatteskjoldet og de potentielle omkostninger ved konkurs (Kraus & Litzenberger, 1973). De direkte konkursomkostninger er de potentielle likvidationsomkostninger, som repræsenterer tab af værdi som følge af likvidation af virksomhedens aktiver. De indirekte konkursomkostninger opstår, hvis eksterne

⁷ $V_L = V_U + NV \text{ (Skatteskjoldet)}$

interessenter mener, at firmaet har højere risiko for at gå konkurs for eksempel som følge af forøgede fremmedkapitalomkostninger ved rentestigninger. Kreditydere vil derfor automatisk kræve højere renter i takt med, at risikoen for konkurs stiger i den virksomhed, de udlåner til.

Teorien anerkender desuden, at den optimale kapitalstruktur kan være forskellig afhængigt af, hvilken virksomhed, der er tale om. Virksomheder med sikre materiale aktiver og stabilt overskud burde have en højere gældsandel, mens virksomheder med usikre immaterielle aktiver og ustabilt overskud burde have en lavere gældsandel (Brealey et al, 2011, s. 452).

Figur 2.3: Virksomhedens værdi i et perfekt effektivt marked med selskabsskatter og konkursomkostninger



Kilde: Egen tilvirkning og Kraus & Litzenberger (1973)

Ovenstående figur 2.3 viser, hvordan den optimale kapitalstruktur findes igennem en afvejning af den økonomiske gevinst fra rentebetalingerne skatteskjold og konkursomkostningerne. Ifølge modellen består værdien af den gearede virksomhed af værdien af den ugearede virksomhed plus nutidsværdien af skatteskjoldet minus nutidsværdien af konkursomkostninger.⁸ Som det fremgår af figuren, stiger nutidsværdien af skatteskjoldet i takt med, at gældsandelen stiger. På et tidspunkt opstår der dog en større risiko for konkurs i takt med yderligere gældsandel. Det teoretiske optimum opnås, når summen af nutidsværdien af skatteskjoldet minus nutidsværdien af konkursomkostningerne er maksimeret. Opsummerende kan det konkluderes, at trade-off teorien postulerer, at gældsfinansierede virksomhedstransaktioner er

⁸ $V_L = V_U + NV \text{ (Skatteskjoldet)} - NV \text{ (Konkursomkostningerne)}$

fordelagtige, indtil en vis grænse er nået, hvilket er et interessant teoretisk udgangspunkt for afhandlingens hypotesedannelse.

2.2.3 The pecking order theory

En udfordrende teori til trade-off teorien er "The pecking order theory" introduceret af Myers et al (1984). Denne teori postulerer, at virksomheder altid vil have en foretrukken rækkefølge i forhold til valg af finansieringsalternativ til deres forretning (Myers & Majluf, 1984). Teorien inddrager indflydelsen fra asymmetrisk information⁹ og postulerer, at denne påvirker virksomhedernes beslutningstagen, når de skal vælge mellem intern og ekstern finansiering igennem gældsoptagelse eller udstedelse af nye aktier til finansiering af nye investeringsmuligheder. "The pecking order" for transaktionsfinansiering er i prioriteret rækkefølge: 1. Intern finansiering, 2. Gældsfinansiering og 3. Egenkapitalfinansiering igennem en aktieemission.

Ifølge teorien vil virksomheder altid foretrække at finansiere deres virksomhedsopkøb internt. Denne finansieringsform er hurtig og kræver ikke nogle omkostninger som ved en gældudstedelse eller aktieemission. Derudover bliver der ikke sendt nogle negative signaler ud til markedet om, at selskabet mangler kapacitet til at finansiere investeringsprojekter (Leland & Pyle, 1977). Beslutningen om at undgå ekstern finansiering er motiveret af ledelsens ønske om at undgå omkostningerne i forbindelse med asymmetrisk information. Ledelsen er bekymret for, at udstedelsen af fremmedkapital vil føre til unødvendig opmærksomhed og spørgsmål til firmaets økonomiske styrke, der derfor kan medføre en revurdering af selskabets kreditværdighed.

Hvis der ikke er tilstrækkelig likviditet til at finansiere investeringsprojekterne internt, foretrækkes først udstedelse af gæld frem for tilførsel af egenkapital igennem en aktieemission. Set fra et investeringsperspektiv kan gæld fungere som en katalysator for at forbedre afkastet på egenkapitalen (ROE). Målet er at opnå et afkast på den investerede kapital (ROIC), der er højere end de renter (r), der skal betales af på den rentebærende gæld (NRBG).¹⁰ Den finansielle gearing (FGEAR) vil med andre ord løfte ROE så længe ROIC er større end lånerente r på den rentebærende gæld. Modsat vil den overordnede ROE ved en finansiell gearing også blive lavere, hvis det ikke lykkes at opnå en ROIC der er større end lånerente r

⁹ Faktummet at ledelsen ved mere om selskabets fremtidige udsigter, risici og værdi end eksterne investorer

¹⁰ $ROE = ROIC + [FGEAR * (ROIC - r)]$

på den rentebærende gæld. På baggrund af dette vil en beslutning om at geare en investering sende et signal til markedet om, at ledelsen for alvor tror på investering, da de er villige til, at tage den ekstra risiko, der følger med gearingen (Petersen et al, 2017).

Yderligere vurderes egenkapitalen at være særlig følsom overfor den asymmetriske information. Dette skyldes argumentet om, at markedet altid vil antage, at virksomheder ikke vælger at udstede egenkapital, hvis de mener, at dets aktiekurs er undervurderet. Markedet ser således en udstedelse af egenkapital som et indirekte signal om, at aktiekursen er overvurderet, hvilket så potentielt kan lede til en negativ indflydelse på aktiekursen (Myers & Majluf, 1984).

Opsummerende kan det konkluderes, at ”The pecking order theory” anbefaler, at virksomheder skal finansiere deres investeringsprojekter ved hjælp af interne ressourcer. Hvis der alligevel vælges finansiering igennem ekstern kapital, foretrækkes en udstedelse af gæld frem for tilførsel af egenkapital igennem en aktieemission. Dermed adskiller teorien sig fra både ”The capital structure irrelevance proposition” og ”The trade-off theory of capital structure”. Det bliver derfor spændende at se, hvorledes afhandlingens empiriske resultater falder ud i forhold til de forskellige teorier på området for kapitalstrukturer.

2.3 Gældsserviceringssevne

En stabil gældsserviceringssevne i en virksomhed er vigtig til at dække ydelser til eksterne lån og indikerer en tilfredsstillende likviditet. En stærk likviditet er behjælpeligt at have til rådighed, når der skal investeres i projekter og løbende vedligeholdelse af selskabets aktiver. Et interessant agentproblem i forhold til selskabers gældsserviceringssevne er ”The Free Cashflow Problem”, hvilket vil blive gennemgået i nedenstående afsnit.

2.3.1 The Free Cashflow Problem

”The Free Cash Flow Problem” blev introduceret af Jensen (1986). Teorien siger grundlæggende, at ledere i virksomheder, der burde agere som aktionærernes agenter, foretrækker at investere i projekter med en negativ nutidsværdi (NPV) fremfor at betale den overskydende likviditet, generet ud fra virksomhedens frie pengestrømme, ud som dividender til aktionærerne.¹¹ Argumentet bygger på, at en udbetaling

¹¹ Jensen definerer de frie pengestrømme som den kontantbeholdning der er tilbage efter alle positive NPV projekter er gennemført

af dividender vil reducere mængden af aktiver under ledernes kontrol og dermed også deres magt. Denne reduktion i aktiver vil alt andet lige resultere i lavere bonusudbetalinger til virksomhedens ledere. Dette skyldes, at ledernes bonusudbetalinger kan være afhængig af antallet af investeringsprojekter, også selvom de kan ende med at have en negativ nutidsværdi (Murphy, 1985). En for stor mængde overskydende likviditet giver derfor lederne incitamentet til at få virksomheden til at vokse sig større end dens optimale størrelse, hvilket kan afføde store tab i aktionærværdi.

Der argumenteres yderligere for, at finansiering af investeringsprojekter såsom et virksomhedsopkøb via fremmedkapital er en metode til at reducere dette agentproblem (Jensen, 1986). Den øgede gældsandel motiverer ledelsen til at have et større fokus på selskabets drift, så det er i stand til at betale sine gældforpligtigelser. Dette forhindrer virksomhederne i at benytte selskabets generede frie pengestrømme til at investere i potentielle lavafkastinvesteringer. Gæld agerer derfor som en kontrolfunktion, der optimerer selskabets performance. Heraf navnet ”Control Hypothesis” (Jensen, 1986).

2.4 Selskabets historiske performance

Selskabsledere stræber efter at skabe værdi ud fra de investeringer, de har foretaget. I hvor høj grad det lykkes afhænger af ledernes evne til på effektiv vis at drive selskabet. I den forbindelse er det et anderkendt teoretisk argument, at ledere i visse tilfælde overvurderer deres egne evner. Navnet på denne teori er hybris-hypotesen (Roll, 1986), der vil blive gennemgået i nedenstående afsnit.

2.4.1 Hybris-hypotesen

Teorien blev oprindeligt introduceret af økonomen Richard Roll i 1986. Hybris beskriver den situation, hvor ledere er overdrevent sikre på deres egne evner. Når selskabsledere overvejer at overtage et andet selskab, kan hybris medføre, at de undervurderer de potentielle risici ved et opkøb og overvurderer deres egen evne til at skabe værdi ved gennemførelse af transaktionen. March og Shapira (1987) bakker teorien op, ved at fremhæve, at disse overselvsikre selskabsledere, i mange tilfælde, mangler evnerne til at skelne mellem gambling og kalkuleret beslutningstagning. Heaton (2002) påpeger hertil, at optimistiske selskabsledere ofte har for høje forventninger til de pengestrømme et investeringsprojekt, såsom et virksomhedsopkøb generer. Denne adfærdsmæssige tilbøjelighed kan medføre en for høj værdiansættelse af target-selskabet. Der kan argumenteres for, at konsekvenserne af hybris i M&A-transaktioner svarer til ”vindere forbandelse” i en auktionsproces, nemlig det faktum, at budgiveren overbetaler for det købte aktiv.

Den vindende budgiver har derfor den største værdiansættelse, hvilket afspejler hans overoptimisme. Resultatet er derfor potentielt et tab for det opkøbende selskabs aktionærer, da markedet reagerer negativt på selskabsledelsens overselsvsikre opkøbsbeslutninger (Motis, 2007). Psykologiske egenskaber såsom overdreven selvsikkerhed blandt selskabsledere kan ikke direkte observeres, men kun udledes ud fra andre målbare faktorer. Empiriske studier har benyttet selskabernes kurs-indre-lignede værdier som en proxy for selskabsledernes overselsvsikkerhed, hvilket vil blive uddybet i afsnit 3.4.

2.5 Det geografiske perspektiv

Der er mange argumenter for, hvorfor det vil give mening for et selskab at opkøbe selskaber uden for sit hjemlands grænser. En anderkendt teoretisk beslutningsmodel er ”The eclectic paradigm”, også kendt som ”OLI-modellen”, der kortlægger hovedfordelene ved at indgå i en Foreign Direct Investment (FDI) (Dunning, 2000). Modellen kan bruges til at vurdere, hvorvidt et virksomhedsopkøb i udlandet skal foretages, hvorfor den vil blive introduceret nedenfor.

2.5.1 OLI-modellen

Ifølge Dunning’s ”OLI-model” skal tre betingelser være opfyldt for at en international selskabstransaktion er fordelagtig. Disse betingelser er: Ejerspecifikke fordele, lokaliserings-specifikke fordele samt internaliseringsfordele.

Ejerspecifikke fordele

Dunning argumenterer for, at bidder-selskabet skal eje et unikt aktiv, som genererer en værdi, der er højere end de ekstra omkostninger, det vil koste at indgå i en multinational produktion, hvis opkøbet skal være succesfuldt. Dette aktiv kan være et patent eller en ophavsret. Et eksempel kunne være et farmaceutisk selskab, der har patent på et lægemiddel. Dette patent en konkurrencemæssig fordel, også i udlandet, som øger virksomhedens overskud. Andre former for ejerspecifikke fordele kan være produktions- og ledelseskompetencer, hvilke kan benyttes på tværs af landegrænser.

Lokaliseringsfordele

Dunning argumenterer yderligere for, at det kan betale sig at opkøbe et udenlandsk selskab, såfremt der er lokaliseringsfordele. Disse fordele indebærer eksempelvis en høj efterspørgsel efter et selskabs produkter i det pågældende target-marked, billig og tilgængelig arbejdskraft, let adgang til råmaterialer, attraktive skattesatser samt et politisk stabilt miljø. Derudover forstærkes motivationen for at opkøbe udenlandske target-selskaber, hvis bidder-selskabets hjemland har en hård konkurrence og modnet marked.

Internaliseringsfordele

Dunning argumenterer endelig for, at de langsigtede omkostninger ved et selskabsopkøb såsom transaktions- og koorderingsomkostninger skal være lavere end ved at indgå et eksternt samarbejde såsom et strategisk samarbejde eller joint venture, før end transaktionen kan betale sig. Derudover skal det vurderes, hvilke risici der vil være ved at lave et strategisk samarbejde frem for et opkøb. Disse risici indebærer for eksempel manglende fuld kontrol, tab af forretningshemmeligheder samt moral hazard problematikker blandt de samarbejdende selskaber. En moral hazard problematik kunne være, hvor parterne i en strategisk alliance besidder de rigtige ressourcer, der har potentialet til at skabe signifikant værdi, men ikke stiller disse ressourcer til rådighed for hinanden. For eksempel kunne det være, at selskaberne aftaler at sende deres mest talentfulde medarbejdere for at eksekvere samarbejdet, men det ene selskab ikke lever op til dette løfte. De mindre kvalificerede udsendte medarbejdere, kan derfor lære fra det godtroende selskab i alliancen og overføre værdifuld viden til deres eget selskab på bekostning af deres samarbejdspartner.

Alternative motiver for bidder-selskaber til at investere i udlandet kan være at forbedre servicen for dets internationale kunder. Dette kan eksempelvis være banker, advokatselskaber eller revisorselskaber, der åbner mindre datterselskaber i udvalgte lande. I andre tilfælde ønsker bidder-selskabet at udnytte midlertidige fordele såsom fordelagtige valutakurser, der gør virksomhedsopkøbet signifikant billigere (Sudarsanam, 2010, s. 228). Endelig kan kriseramte prisniveauer være attraktive for udenlandske investorer (Vasconcellos & Kish, 1998).

2.6 Transaktionstørrelsen

Jensen (1986) argumenterer for, at selskaber bør investere i alle projekter med en positiv nutidsværdi, da det vil skabe værdi for virksomhedens aktionærer. Det er dog også vigtigt at understrege, at den relative størrelse af de realiserede investeringsprojekter i forhold til bidder-virksomhedens samlede størrelse har

en indflydelse på, hvor stor værdiskabelsen vil være. I forbindelse med virksomhedsopkøb er det intuitivt at transaktioner, hvor target-selskabet har en signifikant størrelse i forholdet til bidder-virksomhed, har et større potentiale for at skabe synergier igennem forøget konkurrencekraft, ”economies of scale & scope” som blev introduceret i afsnit 2.1.1.2. Eksempelvis vil et opkøb af en mindre virksomhed med få millioner dollars i driftsindtjening ikke have en nævneværdig indflydelse på bidder-selskabet, hvis det før transaktionen alene generer en driftsindtjening på flere milliarder dollars. Den relative størrelse af transaktionen giver også et indblik i selskabernes evne til at absorbere selskaber, og hvornår det potentielt bliver for stor en mundfuld for bidder-selskabet og dermed kan have en destruerende effekt. De tidligere empiriske resultater vedrørende netop dette spørgsmål har vist sig at være divergerende, hvilket vil blive uddybet i afsnit 3.6.

2.7 Selskabsstørrelsen

Der er gennemgående teoretisk enighed om, at der følger mange positive faktorer med, når et selskab vokser. Først og fremmest vil et større selskab typisk kunne nyde godt af ”economies of scope & scale” som blev introduceret i afsnit 2.1.1.2. Derudover vil et større selskab typisk stå stærkere overfor eksterne trusler som dem, der bliver præsenteret i Porter’s fem konkurrencekræfter (Porter, 1979). For eksempel vil større selskaber typisk have en bredere vifte af både kunder og leverandører, hvilket forøger selskabets forhandlingsstyrke overfor disse interessenter. Ydermere vil en større virksomhed typisk have en stærk markedsposition, hvilket kan gøre det sværere for potentielle nye spillere at indtræde på markedet (Porter, 1979).

På den anden side kan store virksomheder også støde ind i stigende kompleksitet i takt med, at selskabet vokser, hvilket essentielt kan have en hæmmende effekt på virksomhedsdriften. Eksempler på en stigende kompleksitet kan være kulturelle og legale barrierer over landegrænser, komplicerede IT-systemer og ineffektiv kommunikation mellem medarbejdere (Maznevski et al, 2007). Derudover kan det være svært for ledere at træffe hurtige og nødvendige beslutninger på grund af et potentielt ineffektivt bureaukrati. Denne kompleksitet kan potentielt gøre det sværere for virksomhederne at integrerer et nyt selskab i organisationen. Argumenterne for og imod store organisationer i forbindelse med selskabsopkøb, gør det spændende at se de empiriske resultater i afhandlingen

3 Empirisk grundlag fra tidligere studier

Dette afsnit har til formål at fremlægge konklusionerne fra tidligere empiriske studier, der har undersøgt kilderne til værdiskabelsen og værdidestrueringen i M&A-transaktioner. Der vil blive fokuseret på at introducere de tidligere studier, som er relevante for at forstå de faktorer, der ønskes undersøgt igennem afhandlingens hypotesetests. Der vil blive fokuseret på empiriske undersøgelser, som vurderer værdiskabelsen for bidder-selskabets aktionærer.

3.1 Virksomhedsintegration

Sharur (2005) studerede de overnormale afkast ved horisontale M&A-transaktioner på det amerikanske marked fra 1987 til 1999. Undersøgelsen viste, at bidder-selskabernes afkast var signifikant positive. Hovedargumentet for resultatet var, at markedet vurderer, at to selskaber inden for samme branche skaber en større værdi sammen, end hvis de var adskilt. Ligeledes studerede Fee et al. (2003) horisontale M&A-transaktioner på det amerikanske marked i perioden 1980-1997. De observerede et signifikant positivt afkast, hvilket de påpegede skyldtes forbedrede genereringer af pengestrømme samt et reduceret vareforbrug. Ydermere undersøgte Walker (2000) effekten på transaktionsafkast ved at sammenligne horisontale transaktioner med vertikale transaktioner i USA i perioden 1980-1996. Konklusionen var, at horisontale transaktioner skabte mere værdi end vertikale transaktioner. Argumentationen for resultat var, at det er lettere for selskaber at opnå hurtige og effektive synergier, hvis der er tale om en horisontal transaktion, da disse selskabers forretningsmodeller er tættest relaterede. Det skal dog nævnes, at disse empiriske resultater ikke er ensbetydende med, at det altid er horisontale transaktioner, der formår at være den mest effektive måde at opnå "economies of scale & scope". Opsummerende kan det konkluderes, at der er bred enighed blandt forskere om, at høj brancherelation vil medføre højere positive transaktionsafkast på kort sigt.

I modsætning til transaktioner mellem relaterede selskaber har empiriske undersøgelser vedrørende konglomerater vist sig at være mindre positive. Berger & Ofek (1995) fandt et gennemsnitligt negativt afkast på diversificerede transaktioner (konglomerater) på 13%-15% for amerikanske bidder-selskabet i perioden 1986-1991. Intuitivt giver det god mening, da konglomerater ikke har mulighed for at opnå hverken horisontale eller vertikale synergier. Berger & Ofek konkluderede i deres studie, at overinvesteringer og

krydssubsidiering var hovedforklaringen på de negative afkast. Skattefordelene ved konglomeratet reducerede dog de negative afkast en lille smule. Maquieira et al (1998) fandt også negative, men dog insignifikante afkast for amerikanske bidder-selskaber, der indgik i konglomerater i perioden 1963-1996, hvor de modsætningsvis også konstaterede, at horisontale og vertikale transaktioner skabte signifikant positive afkast for bidder-selskaberne. Disse tidligere empiriske studier peger på lave eller sågar negative overnormale afkast for konglomerater. Det bliver spændende at se, hvorvidt denne afhandlings empiriske resultater fremviser samme entydige mønster.

3.2 Transaktionsfinansiering

Overordnet viser tidligere empiriske studier på området, at kontantfinansieret M&A-transaktioner er mere værdiskabende end egenkapitalfinansierede transaktioner. Tidligere empiriske eventstudier lavet af Asquith, Bruner & Mullins (1987), Huang & Walkling (1987) og Yook (2003)¹² konkluderer, at egenkapitalfinansierede transaktioner er associerede med signifikant negative afkast, mens kontantfinansierede transaktioner opnår værdiskabende resultater for bidder-selskabet (Bruner, 2002). Disse resultater er konsistente med "the pecking order theory", der argumenterer for, at finansiering gennem egenkapital signalerer, at ledelsen mener, at aktiekursen er overvurderet, hvilket derfor kan medføre en negativ effekt på aktiekursen, jf. afsnit 2.2.3. Ydermere, analyserede Franks et al. (1988) 2.500 amerikanske og britiske selskaber i perioden 1955-85 og konkluderede følgende: De britiske bidder-selskaber generede ikke noget overnormalt afkast fra hverken kontant- eller egenkapitalfinansierede transaktioner. På den anden side blev det observeret, at de amerikanske bidder-selskaber generede signifikante overnormale afkast fra de kontantfinansierede transaktioner og negativt afkast fra de egenkapitalfinansierede transaktioner. Et nyere amerikanske studie såsom Schleifer & Vishny (2003) og det europæiske studie af Goergen & Renneboog (2004), der studerer transaktioner i perioden 1993-2000, frembringer lignende resultater. På denne baggrund må det konkluderes, at der er bred enighed om, at kontantfinansierede transaktioner formår at skabe signifikant positive overnormale afkast, hvorimod egenkapitalfinansierede transaktioner typisk generer lave eller sågar signifikant negative overnormale afkast. Denne tendens må derfor også forventes i denne afhandlings empiriske resultater.

3.3 Gældsserviceringssevne

¹² Eventstudier over amerikanske selskaber i perioderne henholdsvis 1975-1983, 1977-1982 og 1985-1996

Flere empiriske studier er blevet udført for at teste ”The free cash flow problem” (Jensen, 1986), som blev introduceret i afsnit 2.3.1. Likviditetsstærke selskaber har muligheden for at udbetale den overskydende likviditet som dividender eller reinvestere midlerne i investeringsprojekter såsom virksomhedsopkøb. ”The free cash flow problem” postulerer, at ledere heller vil indgå i investeringsprojekter med en negativ nutidsværdi, end udlodde de frie pengestrømme som dividender, da lederne potentielt mister magt og aflønning. Det er værd at nævne, at selskaber, der har generet lave eller negative frie pengestrømme i flere år, stadigvæk kan have en høj andel af likvide midler til at investere i M&A-transaktioner. Derfor kan der argumenteres for, at mængden af et selskabs frie pengestrømme som måleenhed ikke alene formår at fange ledelsens motivation til at indgå i ikke-attraktive M&A-transaktioner. På baggrund af dette udførte Lang et al (1991) et studie, hvor sammenhængen mellem amerikanske virksomheders likviditetsstyrke og afkast på deres M&A-transaktioner blev målt for perioden 1980-1986. De empiriske resultater viste, at selskaber med en høj likviditetsbeholdning generede signifikant negative afkast på deres M&A-transaktioner, hvilket bekræfter ”The free cash flow problem”. Jarred Harford (1999) udførte et lignende studie, ved at tage udgangspunkt i selskabernes likviditetsbeholdning og gældsgrad, over amerikanske selskaber for perioden 1977-1994 og hans empiriske resultater drog samme konklusion. Derudover konkluderede studiet, at likviditetsstærke selskaber har en større sandsynlighed for at indgå i konglomerater. Han argumenter yderligere for, at konglomerater har højere risiko for at være værdidestruerende end transaktioner med selskaber inden for samme branche. Enigheden blandt de tidligere empiriske studier danner en interessant forventning til afhandlingens empiriske resultater.

3.4 Selskabets historiske performance

En af de faktorer, der er blevet grundigt empirisk undersøgt, er hvorvidt bidder-selskabernes kurs-indre-lignende værdier spiller en rolle for afkastet ved et virksomhedsopkøb. Et eventstudie over amerikanske selskaber for perioden 1980-1986 udført af Lang, Stulz & Walkling (1991) fokuserede netop på denne sammenhæng ved hjælp af Tobin’s Q, der fungerer som et nøgletal for, hvordan selskaber performer. Tobin’s Q er defineret som forholdet mellem virksomhedens markedsværdi og erstatnings-omkostningerne for selskabets aktiver.¹³ Studiet konkluderede, at selskaber med høje Q værdier, med andre ord de bedre performende virksomheder, opnår højere positive afkast. Rau & Vermaelen (1998) lavede et lignende studie, der undersøgte den langsigtede værdiskabelse på amerikanske M&A-transaktioner i perioden 1980-1991. Deres empiriske resultater viste, at markedet overekstrapolerer bidder-selskabets tidligere

¹³ $Tobin's Q = \frac{\text{Selskabets markedsværdi}}{\text{Erstatningspris for selskabets aktiver}}$

performance (reflekteret i den modificerede Tobin's Q), når markedet vurderer den langsigtede fordel af en transaktion. Med andre ord formår bidder-selskaber med en høj historisk performance ikke at indfri markedets langsigtede forventninger. Forventningerne til afhandlingens empiriske resultater vil derfor være, at selskaber med høje Q værdier, med andre ord de bedre performende virksomheder, opnår højere positive afkast på kort sigt.

3.5 Det geografiske perspektiv

Eckbo & Thorburn (2000) viste gennem deres empiriske studie for perioden 1964-1983, at canadiske bidder-selskaber opnår et højere afkast, når de opkøber selskaber hjemme i Canada frem for i udlandet. I modsætning til dette konkluderede Zenner & Hazelkorn (2004), at bidder-selskaber i USA for perioden 1990-2002 opnår et højere afkast, når de indgår i internationale transaktioner frem for at opkøbe target-selskaber inden for landets grænser. De tilskriver deres resultater muligheden for bredere geografisk dækning og adgang til både lokal teknologisk ekspertise og billige produktionsfaciliteter. Gregory & McCorison (2004) undersøgte britiske bidder-selskabers afkast for perioden 1985-1994, når de opkøber selskaber i USA og andre steder i Europa. Undersøgelsen viste, at hvis target-selskaberne lå i USA, var der negativ værdiskabelse, hvorimod opkøb af target-selskaber i Europa generede positive afkast. Endelig viste Moeller & Schlingemann (2005), at amerikanske bidder-selskaber for perioden 1985-95 oplevede positive overnormale afkast ved at opkøbe selskaber i udlandet.

Som vist ovenfor, er der forskelle i de tidligere empiriske undersøgelser af, hvorvidt udenlandske investeringer er fordelagtige for bidder-selskaberne. Det bliver derfor interessant at se, hvorledes denne afhandlings empiriske resultater falder ud i forhold hertil.

3.6 Transaktionstørrelsen

Det er blevet dokumenteret, at transaktionstørrelsen spiller en signifikant rolle for bidder-selskabets afkast. Dog har de tidligere empiriske studier vist sig at divergere i henseende til hvordan denne faktor udfolder sig. Baseret på eventstudier over amerikanske selskaber i perioderne 1991-1998 og 1980-2001 argumenterer henholdsvis Kane (2000) og Moeller, Schlingemann & Stulz (2004) for, at større transaktioner resulterer i større værdiskabelse for bidder-selskabet. Hovedargumentet for denne konklusion byg-

ger på, at større target-selskaber også betyder et større potentiale for at opnå potentielle synergier. Ydermere, baseret på et eventstudie der studerede amerikanske transaktioner i perioden 1962-1997, argumenter Seth (1990) for, at jo større target-selskabet er i forhold til bidder-selskabet desto højere sandsynlighed er der for at opnå "economies of scale" og forbedret konkurrencekraft. På den anden side viser Al-Sharkas (2003) i studiet af amerikanske selskaber for perioden 1980-2000 en negativ korrelation mellem bidder-selskabers overnormale afkast og deres relative størrelse til target-selskabet. Denne konklusion er Bradley & Sundaram (2004) enig i, idet de argumenterer for, at virksomhedernes ledere har tendens til at vælge store M&A-transaktioner, da det typisk vil have en positiv indflydelse på deres aflønning, hvilket ikke altid vil være det bedste valg for bidder-selskabernes aktionærer. Konklusionen er baseret på deres eventstudie over amerikanske transaktioner for perioden 1990-2000.

Også her er der forskelle i de tidligere empiriske undersøgelser af, hvordan den relative transaktionstørrelse i forhold til bidder-selskabets markedsværdi påvirker det overnormale afkast. Det bliver derfor også interessant at se, hvorledes denne afhandlings empiriske resultater falder ud i forhold hertil.

3.7 Selskabsstørrelsen

Moeller, Schlingemann & Stulz (2004) konkluderede, at afkastene for små selskaber er højere end for store virksomheder i USA i perioden 1980-2001, hvilket også var uafhængigt af, hvilken type finansieringsmetode der blev brugt og hvorvidt target-selskabet er privat eller børsnoteret. På længere sigt, observerede Mitchell & Stafford (2000) ved hjælp af deres eventstudie over amerikanske selskaber for perioden 1961-1993, at mindre bidder-selskaber opnår signifikant positive afkast, hvilket ikke var tilfældet for de store bidder-selskaber. Humphery et al (2014) understøtter de tidligere frembragte resultater, men argumenter for, at de bedre afkast for små selskaber er reduceret i lande med mindre regeringskontrol. Hovedargumentet er, at store selskaber har flere fordele i lande med svagere regeringer. For eksempel er fordelene ved at have gode politiske forbindelser signifikant højere i lande, der har svagere regeringer, hvilket kan have en positiv effekt på virksomhedsdriften. Store magtfulde selskaber har større sandsynlighed for at knytte sådanne politiske forbindelser, der kan udnyttes til positivt at påvirke aktionærværdien i selskabet. Denne konklusion er baseret på et eventstudie fra 45 forskellige lande i perioden 1996-2008. Endelig fremlægger Gorton et al (2009) - ved at studere amerikanske transaktioner for perioden 1983-2004 - empiriske beviser på, at store selskaber har en tendens til at betale for meget for deres virksomhedsopkøb, hvilket naturligvis har en negativ effekt på transaktionsafkastet.

4 Sammenfatning af det teoretiske og empiriske grundlag

Formålet med kapitel 2 var at fremlægge det teoretiske grundlag bag værdiskabelsen og værdidestruering til brug for afhandlingens 7 underspørgsmål, mens kapitel 3 havde til formål at gennemgå de tidligere empiriske studier på området. Formålet med dette kapitel er at opsummere de to kapitler for dermed kortfattet at beskrive forventningerne til afhandlingens hypotesetests.

4.1 Forventningerne til de empiriske resultater

Som beskrevet i afsnit 2.1.1 er der teoretisk mange fordele ved at indgå i en horisontal M&A-transaktion. På omsætningsdelen giver disse sig udslag i muligheden for forbedret konkurrencekraft, salgssynergier og en potentiel nytte fra netværkseffekten. På omkostningsdelen er fordelene ”economies of scale & scope”, eliminering af overskyende produktkapacitet samt værdien af læringsøkonomi. I afsnit 3.1 blev det konkluderet på baggrund af tidligere empiriske studier, at den høje brancherelation i horisontale transaktioner har medført positive transaktionsafkast på kort sigt. Forventningen til det kortsigtede overnormale afkast for horisontale transaktioner vurderes på baggrund af ovenstående til at være positiv. Som beskrevet i afsnit 2.1.2 er der også mange teoretiske fordele ved at indgå i en vertikal M&A-transaktion. Disse giver sig udslag i muligheden for bedre kontrol over værdikæden, produktdifferentiering samt den konkurrencemæssige fordel. I afsnit 3.1 blev det konkluderet på baggrund af tidligere empiriske studier, at vertikale transaktioner har medført positive transaktionsafkast på kort sigt. Forventningen til det kortsigtede overnormale afkast for vertikale transaktioner vurderes på baggrund af ovenstående også til at være positiv. Endelig, som beskrevet i afsnit 2.1.3, er der også mange teoretiske fordele ved at indgå i et konglomerat. Disse giver sig udslag i muligheden for diversifikation, krydssubsidering samt skattefordele. I afsnit 3.1 blev det konkluderet, på baggrund af tidligere empiriske studier, at konglomerater har medført negative kortsigtede afkast. På baggrund af dette og til trods for de teoretiske fordele ved konglomerater, forventes det kortsigtede overnormale afkast - på linje med de tidligere empiriske studier - at være lig med nul eller sågar negativt.

Afsnit 2.2 lagde det teoretiske fundament for selskabers kapitalstruktur og hvorledes investeringsprojekter såsom M&A-transaktioner har indflydelse på denne. ”The pecking order theory” argumenterede for, at selskaber altid vil have en foretrukken rækkefølge at finansiere investeringsprojekter på, da der i langt de fleste tilfælde vil være asymmetrisk information til stede i markedet. Ifølge teorien vil virksomheder altid foretrække at finansiere deres virksomhedsopkøb internt og dernæst igennem gæld. Dette skyldes

argumentet om, at markedet altid vil antage, at virksomheder ikke vælger at udstede egenkapital, hvis de mener, at dets aktiekurs er undervurderet. Markedet ser således en udstedelse af egenkapital som et indirekte signal om, at aktiekursen er overvurderet, hvilket så potentielt kan lede til en negativ indflydelse på aktiekursen. Derudover blev det introduceret, hvordan gæld kan fungere som en katalysator for at forbedre investeringsafkast, hvilket giver forventningen om, at markedet vil reagere positivt på fremmedkapitalfinansierede transaktioner. I afsnit 3.2 blev det på baggrund af tidligere empiriske studier konkluderet, at kontantfinansierede transaktioner formår at skabe signifikante positive overnormale afkast, hvor egenkapitalfinansierede transaktioner typisk genererer signifikant negative overnormale afkast. På baggrund af teorien og de tidligere empiriske studier forventes de kortsigtede overnormale afkast at være positive for internt- og gældsfinansierede transaktioner, mens der ved egenkapitalfinansierede transaktioner forventes et overnormalt afkast på nul eller sågar negativt.

“The Free Cash Flow Problem” blev beskrevet i afsnit 2.3.1 og postulerer grundlæggende, at likviditetsstærke selskaber skaber mindre værdi ved M&A-annonceringer end likviditetssvage virksomheder, da markedet bekymrer sig om, hvorvidt selskabsledernes motivation for transaktionen udspringer af egen personlig interesse frem for investorenes. Derudover argumenterer teorien for, at virksomhedsgæld fungerer som en kontrolfunktion til at reducere agentproblemet. De tidligere empiriske studier på området bekræfter hypotesen ved at vise, at likviditetsstærke selskaber skaber mindre værdi ved M&A-annonceringer end likviditetssvage virksomheder. Forventningen til afhandlingens empiriske resultater er på linje hermed.

Afsnit 2.4.1 introducerede hybris-hypotesen, der grundlæggende postulerer, at selskabsledere i visse tilfælde undervurderer de potentielle risici ved et opkøb samt overvurderer deres egen evne til at skabe værdi ved M&A-transaktioner. De empiriske studier i afsnit 3.4 viste, at markedet på kort sigt ser de højeste overnormale afkast hos selskaber med historisk høj performance. Til gengæld konkluderes det også, at markedet overekstrapolerer bidder-selskabets tidligere performance på lang sigt. Forventningerne til afhandlingens empiriske resultater vil derfor være, at de selskaber med høje Tobin's Q værdier, som denne afhandling undersøger, på kort sigt opnår højere positive afkast end selskaber med lave Tobin's Q værdier.

Afsnit 2.5.1 introducerede OLI-modellen, der postulerer, at følgende tre betingelser skal være opfyldt, hvis en international selskabstransaktion skal være fordelagtig: Ejerspecifikke fordele, lokaliserings-specifikke fordele samt internaliseringsfordele. De empiriske studier i afsnit 3.5 viste, at der er uenighed om,

hvorvidt udenlandske investeringer er fordelagtige for bidder-selskaberne. Dog pegede mange af dem på, at udenlandske M&A-transaktioner er fordelagtige på grund af muligheden for bredere geografisk dækning og adgang til både lokal teknologisk ekspertise og billige produktionsfaciliteter. Forventningen til afhandlingens empiriske resultater vil derfor være, at de internationale transaktioner vil skabe et pænt overnormalt afkast.

Det blev i afsnit 2.6 og 2.7 diskuteret, hvorledes det må forventes, at store selskaber kan nyde godt af "economies of scale & scope" og hvordan store selskaber også typisk vil stå stærkere overfor Porter's fem konkurrencekræfter. På den anden side blev det introduceret, hvordan store virksomheder typisk støder ind i stigende kompleksitet i takt med, at selskabet vokser, hvilket kan være hæmmende for virksomhedsdriften. Afsnit 3.6 konkluderede, at der var forskellighed i de tidligere empiriske undersøgelser af, hvordan den relative transaktionstørrelse i forhold til bidder-selskabets markedsværdi påvirker det overnormale afkast. Til gengæld er der empirisk enighed om, at mindre bidder-selskaber, målt på deres absolutte størrelse, typisk formår at skabe højere værdi end store bidder-selskaber. Forventningerne til afkast-sammenhængen med den relative transaktionstørrelse i forhold til bidder-selskabets markedsværdi vil i denne afhandling, grundet de tidligere studiers divergens, ikke på forhånd være klart defineret. Til gengæld er forventningen, at de mindre bidder-selskaber målt på absolut størrelse opnår højere positive afkast end de store bidder-selskaber, jf. afsnit 3.7.

Det teoretiske og empiriske fundament for de 7 underspørgsmål, der udgør afhandlingens problemformulering, blev introduceret i kapitel 2 og 3. Grundlaget for afhandlingens analytiske er dermed lagt. Det følgende kapitel har til formål at formulere testbare hypoteser baseret på afhandlingens 7 underspørgsmål. Derudover har kapitlet til formål at forklare, hvorledes målingen samt kvantificeringen af datasættets transaktioner udføres i de forskellige hypotesetests.

5 Hypotesefremlæggelse

Som det blev introduceret i indledningen, viser historiske amerikanske og europæiske empiriske undersøgelser - i langt de fleste tilfælde - at der i gennemsnit skabes et signifikant overnormalt afkast for target-selskabernes aktionærer. Bruner (2002) fremlægger resultaterne fra 21 amerikanske og europæiske empiriske studier i perioden 1929-2001, der analyserer det overnormale afkast for target-virksomheder og konkluderer, at de i gennemsnit opnår et overnormalt afkast mellem 20-30% ved M&A-annonceringer på (primært) kort sigt. Der er derfor ingen tvivl om, at det historisk set har vist sig at være attraktivt for target-selskabernes aktionærer at blive overtaget.

Til gengæld er de overordnede konklusioner for bidder-selskabernes aktionærer ikke helt så positive. Bruner (2002) fremlægger resultaterne fra 44 amerikanske og europæiske empiriske studier i perioden 1929-2001, der analyserer det overnormale afkast for bidder-virksomhederne og konkluderer, at de i gennemsnit opnår et overnormalt afkast på nul ved M&A-annonceringer. Variationerne i afkastene er dog iøjnefaldende store, hvorfor det er interessant at undersøge, hvorvidt disse store forskelle kan give en bedre forståelse for, hvilke typer af M&A-transaktioner, der formår at være værdiskabende eller værdidestruerende.

Da empiriske studier på området konkluderer, at bidder-virksomhedernes aktionærer i gennemsnit opnår et overnormalt afkast på nul ved M&A-annonceringer, findes det naturligt at opbygge afhandlingens hypotesetests med udgangspunkt i dette. Afhandlingens syv underspørgsmål vil derfor blive testet for, hvorvidt de positivt eller negativt afviger fra et overnormalt afkast på 0%. Hvis det viser sig, at det overnormale afkast for de forskellige hypotesers stikprøver afviger signifikant fra 0%, vil der dermed kunne konkluderes, hvorvidt stikprøvernes transaktioner formår at skabe eller destruere værdi for bidder-selskabets aktionærer (Bruner, 2002).

Nedenstående afsnit præsenterer analyserammen for afhandlingens hypotesetests og mindst lige så vigtigt, hvilke antagelser der er blevet taget i forbindelse med kategorisering af dem, herunder hvilke antagelser, der er lagt til grund i forbindelse med inddelingen af datasættets transaktioner i de tre forskellige virksomhedsintegrationstyper.

I nedenstående hypoteser er det forventede overnormale afkast til bidder-selskabets aktionærer ved annonceringen af en M&A-transaktion givet ved termen μ .

5.1 Hypotese 1: Virksomhedsintegration

Hypotese 1a – Horisontal integration

En horisontal integration er hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Horisontal transaktion}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Horisontal transaktion}} \neq 0\%$$

Hypotese 1b – Vertikal integration

En vertikal integration er hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Vertikal transaktion}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Vertikal transaktion}} \neq 0\%$$

Hypotese 1c – Konglomerat

Et konglomerat er hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Konglomerat}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Konglomerat}} \neq 0\%$$

Kategoriseringen i de tre forskellige integrationstyper er mulig ved hjælp af den firecifrede amerikanske branchekode Standard Industrial Classification (SIC), der er tildelt alle selskaber i USA. SIC-koden gør det overordnet muligt at undersøge, hvorvidt bidder- og target-selskaberne opererer i samme branche. SIC-koder har en struktur, hvor de første to cifre repræsenterer hovedbranchen, som virksomheden tilhører. Dernæst beskriver tredje og fjerde ciffer henholdsvis underkategorien til hovedbranchen og den definitive selskabsspecialisering. For eksempel refererer "25" til en virksomhed, der beskæftiger sig med "Møbler og inventar". Tilføjelse af "2" betyder, at virksomheden arbejder med "Kontormøbler". Tilføjelse af "1" som fjerde ciffer betyder, at virksomheden beskæftiger sig med "Kontormøbler lavet af træ". På baggrund af ovenstående kategoriseringer er det muligt, med en række antagelser, at inddele datasættets transaktioner i de tre integrationstyper. Følgende antagelser er forudsat i denne inddeling:

- Hvis begge virksomheder har samme firecifrede SIC-koder klassificeres transaktionen som horisontal. Argumentet er her, at de to selskaber derved vil arbejde inden for samme definitive selskabsspecialisering.
- Hvis begge virksomheder har samme tocifrede SIC-koder klassificeres transaktionen som vertikal. Argumentet er her, at de to selskaber derved vil arbejde inden for samme hovedbranche.
- Hvis begge virksomheder har samme encifrede SIC-kode eller slet ingen fælles kode, klassificeres transaktionen som et

konglomerat. Argumentet er her, at de to selskaber hverken arbejder indenfor samme hovedbranche, underkategorisering eller definitive selskabsspecialisering, hvorfor der er tale om at konglomerat.

Det skal nævnes, at ovenstående kategorisering af datasættets transaktioner er ikke 100% perfekt, da der i enkeltstående tilfælde kan opstå potentielle fejlkilder. På den anden side er den største kilde til potentielle fejlkategoriiseringer fjernet. Det gælder tilfældet, hvor selskaberne har samme trecifrede SIC-kode. Dette er med andre ord selskaber, der deler samme underkategorisering til hovedbranchen. Her vil der typisk være tale om enten horisontale eller vertikale transaktioner dog med omtrent samme sandsynlighed, hvorfor en endelig kategorisering ikke kan lade sig gøre.

Ovenstående antagelser til integrationskategorisering er de mest korrekte, hvis inddelingen skal ske ved hjælp af SIC-branchekoder. Dette bekræftes ved, at lignende antagelser til kategorisering ved hjælp af SIC-branchekoder benyttes i flere tidligere empiriske undersøgelser¹⁴, hvilket støtter op om metodens validitetsgrad. Det skal dog nævnes, at afhandlingen stadigvæk afgrænses fra potentielle fejlkilder ved denne kategorisering, da det ikke er muligt at udføre inddelingen på mere korrekt vis, jf. afsnit 1.4: Afgrænsning.

5.2 Hypotese 2: Transaktionsfinansiering

Hypotese 2a – Kontantfinansieret

En kontantfinansieret transaktion er hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Kontantfinansieret transaktion}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Kontantfinansieret transaktion}} \neq 0\%$$

Hypotese 2b – Gældsfinansieret

En gældsfinansieret transaktion er hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Gældsfinansieret transaktion}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Gældsfinansieret transaktion}} \neq 0\%$$

Hypotese 2c – Egenkapitalfinansieret

En egenkapitalfinansieret transaktion er hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

¹⁴ Berger & Ofek (1995), Mann & Sicherman (1991), Sicherman & Pettway (1987) og Motis (2007)

$$H_0: \mu^{\text{Egenkapitalfinansieret transaktion}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Egenkapitalfinansieret transaktion}} \neq 0\%$$

M&A-databasen Zephyr oplyser to variable, der muliggør en kategorisering af, hvordan datasættets transaktioner er blevet finansieret. Den første variabel er transaktionens betalingsmetode (kontanter, aktier eller gæld)¹⁵, mens den anden variabel er, hvordan handlen er blevet finansieret (gældsoptagelse eller kapitalforhøjelse)¹⁶. Følgende antagelser er gjort i forbindelse med kategorisering af datasættets transaktioner på baggrund af disse to tilgængelige variable.

- *Hvis bidder-selskabets finansieringsmetode er en gældsoptagelse og betalingsmetoden er kontant, antages det at være en gældsfinansieret transaktion.*
- *Hvis bidder-selskabets finansieringsmetode er en kapitalforhøjelse og betalingsmåden er enten kontanter eller aktier, antages transaktionen at være finansieret ved udstedelse af ny egenkapital.*
- *Hvis der ikke er angivet nogen form for finansieringsmetode og betalingsmetoden er kontant, antages transaktionen at være internt finansieret ved hjælp af selskabets frie pengestrømme.*

Ovenstående kategorisering af datasættets transaktioner er – ligesom ved integrationskategoriseringen – ikke fuldt optimale. Der kan opstå potentielle fejlkilder, da det med høj sandsynlighed kan være, at nogle af virksomhedstransaktionerne er blevet finansieret igennem en kombination af de forskellige finansieringskilder. Et eksempel kunne være en transaktion, der er 60% finansieret igennem gæld og 40% finansieret ved hjælp af selskabets frie pengestrømme. Databasen Zephyr oplyser dog desværre kun den væsentligste finansieringskilde i de enkelte transaktioner, hvilket i ovenstående eksempel derfor vil være gæld. For at fuldføre hypotesetestene laves derfor endnu en antagelse om, at aktiekursen vil blive mest påvirket af den største finansieringskilde i de pågældende transaktioner til trods for, at der muligvis kan være tale om mere end én finansieringskilde (Woolrych, 2017).

Ovenstående antagelser til finansieringskategorisering er de mest korrekte, hvis inddelingen skal ske ved hjælp af Zephyr's variable. Dette bekræftes ved, at lignende antagelser til kategorisering ved hjælp af Zephyr benyttes i flere tidligere empiriske undersøgelser¹⁷, hvilket støtter op om metodens validitetsgrad.

¹⁵ Kategorien er navngivet "Deal method of payment" i M&A-databasen Zephyr

¹⁶ Kategorien er navngivet "Deal financing" i M&A-databasen Zephyr

¹⁷ Kjørulff (2009), Ekholm & Svensson (2009), Sørheim & Lerkerød (2015) og Woolrych (2017)

Det skal dog nævnes, at afhandlingen stadigvæk afgrænses fra potentielle fejlkilder ved denne kategorisering, da det ikke er muligt, at udføre inddelingen på nogen mere korrekt vis, jf. afsnit 1.4: Afgrænsning.

5.3 Hypotese 3: Gældsserviceringsevne

Hypotese 3a – Likviditetsstærke selskaber

Bidder-selskabets likviditetsstyrke er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Likviditetsstærke selskaber}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Likviditetsstærke selskaber}} \neq 0\%$$

Hypotese 3b – Likviditetssvage selskaber

Bidder-selskabets likviditetsstyrke er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Likviditetssvage selskaber}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Likviditetssvage selskaber}} \neq 0\%$$

En effektiv metode til at måle et selskabs langsigtede likviditetsstyrke er ved at sammenligne dets netto rentebærende gæld (NRBG) med driftsindtjening (EBITDA), med andre ord ved at måle deres gældsserviceringsevne.¹⁸ Dette nøgletal giver et indblik i, hvor god mulighed virksomheder har for at imødekomme sine eksterne forpligtigelser. En finansiell gearing på under 1 betyder, at selskabet har en høj nok driftsindtjening til at tilbagebetale dets gældsforpligtigelser efter et års drift, mens en finansiell gearing på over 1 betyder, at selskabet ikke har nok driftsindtjening til at tilbagebetale dets gældsforpligtigelser efter et års drift. Ved en rangordning af bidder-selskabers likviditetsstyrke igennem dette nøgletal kan det lade sig gøre at måle sammenhængen mellem bidder-selskabets likviditetsstyrke og de pågældende transaktioners afkast.

For at forbedre analysemulighederne inddeles selskaberne i kvartiler. For eksempel inddeles selskaberne med de 0-25% laveste likviditetsstyrke (højeste finansielle gearing) i nedre kvartil, mens virksomhederne med de 75-100% højeste likviditetsstyrke (laveste finansielle gearing) i øvre kvartil. Til den overordnede

¹⁸ *Finansielle gearing* = $\frac{\text{Netto Rentebærende Gæld}}{\text{EBITDA}}$

test defineres de likviditetssvage virksomheder til at være selskaberne med de 50% højeste finansielle gearinger, mens de likviditetsstærke virksomheder er de selskaber med de 50% laveste finansielle gearinger.

5.4 Hypotese 4: Selskabets historiske performance

Hypotese 4a – Selskaber med god historisk performance

Bidder-selskabets historiske præstation er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{God historisk performance}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{God historisk performance}} \neq 0\%$$

Hypotese 4b – Selskaber med dårlig historisk performance

Bidder-selskabets historiske præstation er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Dårlig historisk performance}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Dårlig historisk performance}} \neq 0\%$$

Til måling af bidder-selskabernes historiske performance vil der i denne afhandling blive benyttet Tobin's Q (Kaldor, 1966). Tobin's Q er defineret som forholdet mellem virksomhedens markedsværdi og erstatningsomkostningerne for selskabets aktiver.¹⁹ Siden erstatningsomkostningerne for selskabets aktiver er svære at estimere, benyttes der i stedet for de bogførte værdier af virksomhedens materielle aktiver, hvilket essentielt gør nøgletallet til en kurs-indre-lignende værdi.²⁰ Hermed opnås en målestok, der giver en indikation om, hvordan markedet vurderer virksomhedens evne til at skabe værdi på baggrund af dets erhvervede aktiver. Hvis nøgletallet er over 1 betyder det, at selskabet formår at skabe værdi ud fra dets materielle aktiver. Hvis nøgletallet er under 1 betyder det, at selskabet ikke formår at skabe værdi ud fra dets materielle aktiver. I forhold til hypotesetesten, er selskabets markedsværdi og den bogførte værdi målt på dagen før offentliggørelsen af selskabets opkøbsplaner. Denne nøgletalsmetode er først og fremmest valgt, fordi det anses som en hurtig og effektiv måde at måle samt sammenligne værdiskabelsen i

¹⁹ *Originale Tobins Q* = $\frac{\text{Selskabets markedsværdi}}{\text{Erstatningspris for selskabets aktiver}}$

²⁰ *Modificeret Tobins Q* = $\frac{\text{Selskabets markedsværdi}}{\text{Den bogførte værdi af selskabets materielle aktiver}}$

selskaber. Desuden er Tobin's Q-metoden blevet benyttet til samme formål i flere tidligere empiriske undersøgelser²¹, hvilket støtter op om metodens validitetsgrad.

Det skal dog nævnes, at der findes andre mere teoretisk korrekte måder at måle værdiskabelsen i selskaber. Der kan først og fremmest argumenteres for, at virksomheders profit skal måles op imod investorerne afkastkrav, hvis den ægte værdiskabelse skal måles. Med andre ord vil der først blive skabt værdi, når selskabets profit overgår investorens afkastkrav. Denne ægte værdiskabelse kaldes også for Economic Value Added (EVA) (Petersen et al, 2017). EVA beregnes ved at fratrække selskabets vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) fra selskabets afkast på deres investerede kapital (ROIC) og til sidst multiplicere dette med selskabets investerede kapital (Petersen et al, 2017). EVA-metoden benyttes ikke i denne afhandling, da det anses som en stor udfordring, at beregne en teoretisk korrekt WACC for hver enkelt selskab i datasættet. Dette skyldes først og fremmest virksomhedernes forskellige risikoprofiler. Det vurderes, at en benyttelse af EVA-metoden til afhandlingens formål, vil medføre for stor risiko for fejlkilder, hvorfor den mere simple Tobin's Q-metode er at foretrække.

For at forbedre analysemulighederne inddeles selskaberne i kvartiler. For eksempel inddeles selskaberne med de 0-25% laveste Q-rangeringer i nedre kvartil, mens virksomhederne med de 75-100% højeste Q-rangeringer i øvre kvartil. Til den overordnede test defineres de performancesvage selskaber til at være selskaberne med de 50% laveste Q-rangering, mens de præstationsstærke virksomheder er de selskaber med de 50% højeste Q-rangering.

5.5 Hypotese 5: Det geografiske perspektiv

Hypotese 5a – Lokalt target-selskab

Target-selskabets placering er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Nationalt target-selskab}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Nationalt target-selskab}} \neq 0\%$$

Hypotese 5b – Internationalt target-selskab

²¹ Lindenberg & Ross (1981), Lang & Litzenberger (1989), Lang et al (1991), Rau & Vermaelen (1998) & Woolrych (2017)

Target-selskabets placering er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Internationalt target-selskab}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Internationalt target-selskab}} \neq 0\%$$

Kategoriseringen af, hvorvidt transaktionen er national eller international sker ved at identificere, hvor target-selskabet har sit hovedkvarter. I og med samtlige bidder-selskaber er amerikanske, er kategorisering som følger:

- Hvis target-selskabets hovedkvarter er i USA anses transaktionen som værende *national*
- Hvis target-selskabets hovedkvarter er uden for USA kategoriseres transaktionen som værende *international*

Ved hjælp af ovenstående kategorisering opnås muligheden for at undersøge, hvorvidt bidder-selskabernes geografiske placering har en indflydelse på transaktionsafkastet.

5.6 Hypotese 6: Transaktionstørrelsen

Hypotese 6a – Relativ store transaktionstørrelser

Transaktionens relative størrelse i forhold til bidder-selskabet er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Store transaktioner}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Store transaktioner}} \neq 0\%$$

Hypotese 6b – Relativ små transaktionstørrelser

Transaktionens relative størrelse i forhold til bidder-selskabet er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Små transaktioner}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Horisontal transaktioner}} \neq 0\%$$

Kategoriseringen af datasættets transaktioner vil i denne hypotese ske igennem en rangordning af transaktionsværdien i forhold til markedsværdien af bidder-selskabet.²² Hermed opnås et relativt mål for transaktionstørrelserne i forhold til bidder-selskabet, hvilket giver muligheden for at undersøge, hvorvidt store eller små transaktioner spiller en rolle for transaktionsafkastet. Markedsværdien for bidder-selskabet og transaktionsværdien for target-selskabet er målt dagen før M&A-annonceringsdatoen.

For at forbedre analysemulighederne inddeles selskaberne i kvartiler. For eksempel inddeles selskaberne med de 0-25% laveste relative transaktionsstørrelser i nedre kvartil, mens virksomhederne med de 75-100% højeste relative transaktionsstørrelser i øvre kvartil. Til den overordnede test defineres de små transaktioner til at være dem med de 50% laveste relative transaktionsstørrelser, mens de store virksomheder defineres til at være dem med de 50% højeste relative transaktionsstørrelser.

5.7 Hypotese 7: Selskabsstørrelsen

Hypotese 7a – Store bidder-selskaber

Bidder-selskabets størrelse er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Store bidder-selskaber}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Store bidder-selskaber}} \neq 0\%$$

Hypotese 7b – Små bidder-selskaber

Bidder-selskabets størrelse er ved en transaktion hverken værdiskabende eller værdidestruende for bidder-selskabet:

$$H_0: \mu^{\text{Små bidder-selskaber}} = 0\%$$

$$H_1: \mu^{\text{Små bidder-selskaber}} \neq 0\%$$

I modsætning til hypotese 6, hvor forholdet mellem target-selskabets transaktionstørrelse og bidder-selskabets markedsværdi bliver målt, bliver bidder-selskaberne i denne hypotese i stedet rangordnet efter deres absolutte markedsværdi dagen før M&A-annonceringsdatoen. Hypotese 7 skal ses som et supplement til hypotese 6.

²² *Transaktionens relative størrelsesforhold* = $\frac{\text{Target-selskabets transaktionsstørrelse}}{\text{Bidder-selskabets markedsværdi}}$

For at forbedre analysemulighederne inddeles selskaberne i kvartiler. For eksempel inddeles selskaberne med de 0-25% laveste markedsværdi i nedre kvartil, mens virksomhederne med de 75-100% højeste markedsværdi i øvre kvartil. Til den overordnede test defineres de små selskaber til et være selskaber med de 50% laveste markedsværdier, mens de store virksomheder er selskaber med de 50% højeste markedsværdier.

6 Metodologi

Dette kapitel har til formål at introducere, hvordan afhandlingens data er blevet indsamlet samt give læseren et indblik i eventstudiemetoden, der benyttes til at frembringe afhandlingens empiriske resultater.

6.1 Dataindsamling

Denne afhandling benytter sig af de to databaser Bureau Van Dijk: Zephyr og Datastream. Zephyr er en global M&A-database der leverer informationerne om M&A-transaktioner. Til denne afhandlings fordel leverer Zephyr en høj detaljeringsgrad af information om transaktionerne, hvilket har muliggjort - ved hjælp af en række antagelser - at kategorisere transaktionerne på korrekt vis til de forskellige hypotesetest. Zephyr benyttes derfor overordnet til at indhente: Selve M&A-transaktionerne og annonceringsdatoerne for disse, transaktionssummerne, branchekoderne for de involverede virksomheder samt transaktionernes finansieringsmetode.

Indhentningen af bidder-selskabernes aktiekurser i de anvendte eventvinduer er gjort ved hjælp af databasen Datastream. Datastream er en global finansiell database, hvor der på effektiv vis kan hentes data vedrørende aktier, obligationer, markedsindeks og valutaer. Datastream benyttes derfor overordnet til at indhente: Selskabernes aktiekurser, finansielle nøgletal og kursudviklingen på SP500 indekset²³, der bruges til at beregne de overnormale daglige afkast på bidder-selskaberne. Metoden til denne beregning bliver uddybet i afsnit 6.2.1.2.

6.2 Eventstudiet

Som det blev diskuteret i afsnit 1.3 om videnskabsteoretiske overvejelser, findes der flere forskellige metoder til at måle værdiskabelsen fra M&A-transaktioner. Denne afhandling vælger at fokusere på, hvordan aktiemarkedet reagerer i dagene før, under og efter selskabernes annoncering af deres opkøbsplaner. Eventstudier har historisk set været den mest anvendte videnskabelige metode indenfor M&A-profitabilitet, da den er teoretisk velbegrundet og overkommelig at udføre (Caves, 1989). Eventstudiet i denne afhandling vil være baseret MacKinlay populære fremgangsmåde (MacKinlay, 1997).

²³ Indekset inkluderer dividender

Eventstudiet analyserer det overnormale afkast genereret til aktionærene før, under og efter et event, der vil have indflydelse på et selskabs aktiekurs, hvilket i denne afhandling er offentliggørelsen af et virksomhedsopkøb. Andre eksempler kunne være annoncering af en afskedigelse eller ansættelse af ny administrerende direktør, aktiesplit eller udstedelse af ny gæld. Eventstudiet bygger på en underliggende antagelse om, at markedet absorberer ny viden, såsom et virksomhedsopkøb på objektiv og effektiv vis afspejler sig i prisen. Dette er kun muligt i et efficient marked, hvorfor eventstudiet og dermed også denne afhandling antager, at markedet som minimum er semi-stærk efficient. En semi-stærk markedsefficiens betyder, at aktiekurspriserne reflekterer al offentlig tilgængelig information (Fama, 1970).

To yderligere essentielle antagelser ved udførelse af eventstudiet ved brug af markedsmodellen er, at aktieafkastene skal være normalfordelte og uafhængige over tid (MacKinlay, 1997). Det antages derfor i denne afhandling, at begge disse betingelser er opfyldt, da det ellers ikke vil være muligt at gennemføre eventstudiet. Antagelserne vil blive diskuteret i afsnit 9.2, da der kan stilles spørgsmålstegn ved, om deres holdbarhed ved måling af aktieafkast.

Det overnormale afkast består af aktiens faktiske afkast fratrukket dets estimerede forventede afkast. Det overnormale afkast giver med andre ord muligheden for at undersøge, hvorvidt eventet har haft en værdidestruende eller værdiskabende effekt på selskabernes aktiekurs, hvor der samtidig korrigeres for den generelle udvikling i markedet. Metoden er derfor mere avanceret end, hvis der kun blev set på den normale aktiekursreaktion, da eksterne markedsfaktorer kan have en stor betydning på aktiekursudsving.

6.2.1 Udførelsen af eventstudiet

Udførelsen af et eventstudie kan deles op i fem skridt. Denne struktur sørger for, at processen er effektiv og standardiseret. De fem skridt til gennemførelse af eventstudiet er forklaret nedenfor og er inspireret af tidligere eventstudier produceret af Bowman (1983), Henderson (1990), (MacKinlay, 1997) og Sørheim & Lerkerød (2015):

1. Fastlæggelse af studiets estimerings- og eventvindue
2. Beregning af aktiernes forventede afkast
3. Beregning af aktiernes overnormale afkast
4. Akkumulering af de overnormale afkast

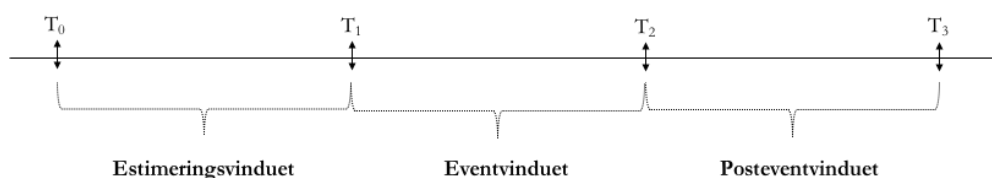
5. Test for statistisk signifikans

Det første skridt går ud på at bestemme længden af studiets estimerings- og eventvindue. Estimeringsvinduet benyttes til at beregne de enkelte aktiers faktiske afkasts korrelation med det generelle aktiemarked under normale forhold. I det andet skridt beregnes de forventede afkast for hver af aktierne i datasættet ved hjælp af en passende estimationsmodel og korrelationsdataene fra det første skridt. I det tredje skridt beregnes det overnormale afkast som forskellen mellem det faktiske afkast og det beregnede forventede afkast. I det fjerde skridt akkumuleres de overnormale afkast, hvilket muliggør de statistiske test af afhandlingens hypoteser i det femte og sidste skridt.

6.2.1.1 Fastlæggelse af studiets estimerings- og eventvinduer

Som navnet indikerer benyttes estimeringsvinduet til at estimere det forventede afkast på de individuelle aktier i eventvinduet. For at dette kan lade sig gøre, skal en periode med aktiernes daglige afkast før eventvinduet start benyttes. Det anbefales, at estimeringsvinduet har en minimumslængde på 120 børsdage før begyndelsen på eventvinduet (MacKinlay, 1997, s. 15). Eventstudiet i denne afhandling anvender et estimeringsvindue på 170 børsdag før begyndelsen på det første eventvindue, hvilket er elleve dage før M&A-annonceringsdatoen. Nedenfor ses tidslinjen over eventstudiet.

Figur 6.1: Tidslinje over eventstudiet



Kilde: Egen tilvirkning og Benninga (2008)

Eventvinduet er den analyseperiode, hvor det overnormale afkast på selskabernes aktie analyseres for at se, hvilken indflydelse eventet har haft. Eventvinduet er typisk en periode før, under og efter eventet. Perioden før eventet er med til at sørge for, at kursreaktionen fra potentielle rygter eller informationsudslip er med i vinduet. Perioden efter eventvinduet skal sørge for, at al relevant information formår at blive repræsenteret i aktiekursen. Afhandlingens hypoteser er brede i den forstand, at visse faktorer kan have en markedseffekt med det samme, mens det for andre faktorer vil tage længere tid for markedet at absorbere informationen i aktiekursen. Derudover argumenterer MacKinlay (1997) for, at alt mellem 10

dage før og 10 dage efter eventdatoen er gyldige og realistiske eventvinduer. For at tage højde for begge disse faktorer og også opnå et mere nuanceret billede af hypotesetestenes resultat, vil der i dette eventstudie blive valgt følgende tre forskellige længder for eventvinduerne:

1. 2 dage før til og med 2 dage efter M&A-annonceringsdatoen: [-2,2]
2. 5 dage før til og med 5 dage efter M&A-annonceringsdatoen: [-5,5]
3. 10 dage før til og med 10 dage efter M&A-annonceringsdatoen [-10,10]

Alle tre eventvinduer anses for at være kortsigtede. Selskaberne analyseres ikke på lang sigt til trods for, at der kan argumenteres for, at den reelle værdiskabelse i M&A-transaktioner fremkommer, når transaktionerne gennemføres og de strategiske og finansielle målsætninger for alvor aktiveres. Grunden til fravalget af dette er, at eventstudiemetoden ikke er velegnet til at analysere overnormale afkast på lang sigt, da der vil opstå for meget støj fra potentielle andre events, hvorfor det er svært at vurdere, hvorvidt estimerede overnormale afkast stammer fra transaktionen eller helt andre faktorer (MacKinlay, 1997).

6.2.1.2 Beregning af aktivernes forventede afkast

Til beregning af de forventede afkast for selskabernes aktier på baggrund af aktiekursudsvingene i estimeringsvinduet benyttes i dette studie markedsmodellen. Der er dog flere alternativer til markedsmodellen, hvorfor valget af netop markedsmodellen vil blive diskuteret og begrundet i dette afsnit. Afsnittet skal dog ikke ses som en udtømmende redegørelse for samtlige eksisterende modeller, hvorfor det er blevet valgt at fokusere på de modeller, der vurderes at være mest relevante. Disse inkluderer constant mean return modellen, markedsmodellen, Capital Asset Pricing Model (CAPM) og flerfaktormodellen (Sudarsanam, 2010, s. 114). Det er naturligt at starte med en introduktion af constant mean return modellen, der er den simpleste af dem alle. Modellen beregner et simpelt gennemsnit af de enkelte aktiers afkast i estimeringsvinduet. Dermed tager modellen ikke højde for den generelle udvikling i markedet, hvilket begrænser modellens forklaringsgrad (MacKinlay, 1997). Markedsmodellen, der benyttes i dette eventstudie, er en simpel faktormodel, der inkluderer én faktor, β , der repræsenterer relationen mellem det givne aktiv og markedet. Markedsmodellens afvigelse fra CAPM ligger i, at dens skæring, α , er en konstant frem for den risikofrie rente, hvorfor der ved markedsmodellen ikke tages hensyn til den risikofrie rente (Bang & Nøhr, 2017). Derudover findes der yderligere modeller, der inddrager flere faktorer, de såkaldte flerfaktormodeller. Her kan blandt andet nævnes den anderkendte Fama Frenchs trefaktor-model, der udover beregning af β som i CAPM også inddrager effekten fra selskabernes størrelse og

forholdet mellem selskabernes markedsværdi og bogførte værdi af egenkapitalen (Fama et al, 1993). Valget på markedsmodellen skyldes dens simple design, gode forklaringsgrad og høje anvendelse i praksis. Markedsmodellen definerer det forventede afkast for selskabet i på tidspunktet τ igennem følgende formel:

$$R_{i,\tau} = \alpha_i + \beta_i R_{M,\tau} + \epsilon_{i,\tau} \quad (6.1)$$

Hvor det gælder, at $E[\epsilon_{i,\tau}] = 0$ og $VAR[\epsilon_{i,\tau}] = \sigma_{\epsilon i}^2$, og $R_{i,\tau}$ er det faktiske afkast, α_i er alpha og β_i er aktivets samvariation med markedsporteføljen. Koefficienterne α_i og β_i bliver estimeret ved hjælp af en OLS-regression²⁴ i estimeringsvinduet. Forudsætningerne bag udførelsen af en OLS-regression vil være opfyldt, hvis det antages, at aktiernes afkast er normalfordelte og uafhængige over tid, hvilket er lagt til grund i denne afhandling, jf. afsnit 6.2. Markedsmodellen kræver, som det også kan ses i ovennævnte formel 6.1, en markedsportefølje, som de enkeltes aktivers samvariation skal måles i forhold til. Givet at samtlige af studiets bidder-selskaber er noteret på en amerikansk børs vælges et amerikansk aktiemarkedsindeks som proxy for markedsporteføljen. Valget falder på SP500-indekset, der ofte anvendes i amerikanske eventstudier, da det er veldiversificeret og stort set udelukkende udsat for systematisk risiko (MacKinlay, 1997).

6.2.1.3 Beregning af aktivernes overnormale afkast

Givet ovenstående formel 6.1, er det muligt at beregne det overnormale afkast for hver af aktierne i eventvinduet. For dag τ i eventvinduet, beregnes det overnormale afkast som forskellen på det faktiske afkast og det forventede afkast beregnet i markedsmodellen:

$$AR_{i,\tau} = R_{i,\tau} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{M,\tau}) \quad (6.2)$$

Hvor det gælder at $AR_{i,\tau}$ er det overnormale afkast, $R_{i,\tau}$ er det faktiske afkast, $\hat{\alpha}$ er alpha og $\hat{\beta}_i$ er estimeret fra estimeringsvinduet beregnet i formel 6.1.

²⁴ Ordinary least-square

6.2.1.4 Akkumulering af de overnormale afkast

Ved at addere alle de overnormale afkast, beregnet i formel 6.2, for dagene i de enkelt eventvinduer findes det kumulative overnormale afkast (CAR) for de enkelte selskaber. CAR giver en indikation om, hvorvidt selskabet har formået at destruere eller skabe værdi i eventvinduet.

$$CAR_{i(\tau_1, \tau_2)} = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,\tau} \quad (6.3)$$

For at kunne generalisere værdiskabelsen af hypotesernes forskellige transaktionstyper beregnes et gennemsnit over de kumulative overnormale afkast fra formel 6.3 ved de enkelte stikprøver. Dette kaldes det kumulative gennemsnitlige overnormale afkast (CAAR) over de forskellige transaktionstyper og beregnes på følgende vis, hvor n angiver antal selskaber (Benninga, 2008):

$$CAAR_{(\tau_1, \tau_2)} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n CAR_{i(\tau_1, \tau_2)} \quad (6.4)$$

Ud fra beregningen af de overnormale afkast er det muligt at konkludere, hvorvidt M&A-annonceringerne har formået at skabe værdi hos de individuelle selskaber. Følgende kategorisering kan foretages (Bruner, 2002):

- *Værdiskabende transaktioner* opstår, når det overnormale afkast er over 0%, da den faktiske aktiekurs på selskabet er højere end, hvad markedet forventer.
- *Værdineutrale transaktioner* opstår, når det overnormale afkast er 0%, da den faktiske aktiekurs på selskabet er lige præcis, hvad markedet forventer. Værdineutrale transaktioner er, hvad afhandlingens hypotesetests påstår at producere.
- *Værdidestruerende transaktioner* opstår, når det overnormale afkast er under 0%, da den faktiske aktiekurs på selskabet er lavere end, hvad markedet forventer.

6.2.1.5 Test for statistisk signifikans

Når de overnormale afkast er blevet beregnet, er næste skridt at teste deres statistiske signifikans. Resultaterne fra disse tests vil hjælpe med at kunne enten be- eller afkræfte afhandlingens hypoteser. Der vil i

denne afhandling blive benyttet t-tests. Rationalitet bag disse tests er at undersøge, hvorvidt middelværdierne i to populationer kan antages at være identiske. Testene vil blive udført med en alpha-værdi på 5% signifikansniveau (95% sandsynlighed). Dette betyder, at der testes for, hvorvidt der med 95% sandsynlighed kan konkluderes, at stikprøvens middelværdi er lig med den hypotetiske middelværdi, der testes for i H0-hypotesen (MacKinlay, 1997). Når det er blevet bestemt, hvilket signifikansniveau der ønskes at blive testet på, er det næste skridt at beregne antallet af frihedsgrader, som stikprøvens middelværdi er spredt ud over. Antallet af frihedsgrader beregnes som: $n - 1$, hvor n er antallet af observationer i stikprøven eller med andre ord antallet af bidder-selskaber (Müller, 2015). Baseret på antallet af frihedsgrader samt valget af signifikansniveau beregnes de kritiske værdier ved hjælp af en t-tabel. De kritiske værdier repræsenterer det interval, som resultatet fra t-statistikken forventes at falde inden for, hvilket ved et 5% signifikansniveau typisk ved lægge omkring de $\pm 1,96$. Hvis t-testene falder indenfor dette interval, accepteres H0 hypotesen, mens den forkastes, hvis t-statistikken falder uden for intervallets grænser, hvilket er ensbetydende med, at alternativ-hypotesen H1 accepteres (Müller, 2015). Siden målet er at finde ud af, hvorvidt der destrueres eller skabes værdi benyttes en to-halet t-test. Formlen til beregning af t-statistikken ses nedenfor:

$$|t| = \frac{CAAR_{(\tau_1, \tau_2)} - \mu}{\frac{\sigma CAAR_{(\tau_1, \tau_2)}}{\sqrt{n}}} \quad (6.6)$$

Hvor $CAAR_{(\tau_1, \tau_2)}$ er stikprøvens gennemsnit, μ er den hypotetiske middelværdi i nulhypotesen (dvs. $\mu = 0$), $\sigma CAAR_{(\tau_1, \tau_2)}$ er standardafvigelsen i stikprøvens observationer og $\sqrt{n}$ er kvadratroden af antallet af observationer i stikprøven.

Som det blev introduceret i indledningen (kapitel 1) og hypotesefremlæggelsen (kapitel 5), indikerer tidligere empiriske undersøgelser, at aktionærer i gennemsnit opnår et overnormalt afkast på nul ved M&A-annonceringer (Bruner, 2002). Derfor vil den hypotetiske middelværdi, μ , der testes for ligheden med være sat til 0%. Hvis t-statistikens resultater falder uden for de kritiske værdier, kan det konkluderes, at de analyserede bidder-selskaber med høj sandsynlighed formår at destruere eller skabe værdi. Hvorvidt dette er tilfældet, vil blive gennemgået og analyseret i kapitel 8.

En vigtig forudsætning for at udføre t-tests er normalfordelte og uafhængige observationer over tid. Appendix 1 indeholder et histogram over det fulde datasæts CAR-værdier. Som det fremgår af histogrammet har fordelingen en del ekstreme observationer, hvilket indikerer en vis afvigelse fra den klassiske normalfordeling. Som nævnt i afsnit 6.2 antages det dog, at begge disse betingelser er opfyldt. En diskussion af disse antagelser vil finde sted i afsnit 9.2. En Excel-fil med histogrammer over selskaberne i de enkelte tests til samtlige af afhandlingens hypoteser er også vedhæftet. Denne fil er navngivet "Histogrammer over CAR-værdier".

7 Data

7.1 Sortering af afhandlingens data

Ved hjælp af M&A-databasen Zephyr er der indhentet 235.141 transaktioner. Datasættet indeholdte dog mange transaktioner, som ikke var relevante for analysen, hvorfor der er blevet lavet en sorteringsproces af transaktionerne. Nedenfor opsummeres, hvordan afhandlingens datasæt er gået fra 235.141 transaktioner til 1.127 transaktioner.

Tabel 7.1: Sortering af afhandlingens transaktioner

Sorteringskriterer	Antal transaktioner
1. Transaktionen skal være gennemført i USA	235.141
2. Transaktionen skal være gennemført i perioden 1. august 2007 til 1. august 2017	234.574
3. Bidder-selskabet skal være noteret på en amerikansk børs	54.731
4. Den annoncerede transaktion skal være endeligt gennemført	40.728
5. Transaktionsværdien skal overstige \$50.000.000	10.938
6. Transaktionen skal være et majoritetsopkøb	4.060
7. Transaktionen inkluderer ikke banker og andre finansielle institutioner	3.012
8. Tilstrækkeligt finansielle data vedrørende selskaberne skal være tilgængelig	1.127
Endeligt antal transaktioner i datasættet	1.127

Kilde: Egen tilvirkning og Zephyr

Første sorteringskriterie sikrer, at transaktionen er gennemført i USA. Som nævnt i afsnit 1.2 skyldes valget af USA, at der historisk set er udført et stort antal af M&A-transaktioner i landet. Derudover elimineres risikoen for potentielle fejlkilder som for eksempel signifikante forskelle i afskrivnings- og skatteregler mellem lande.

Det andet sorteringskriterie er, at transaktionen skal være annonceret i en 10-årig periode fra 1. august 2007 til 1. august 2017. Der vælges en 10-årig periode for at sikre, at der er tilstrækkeligt med data samt muligheden for at dække den seneste økonomiske cyklus.

Det tredje sorteringskriterie er, at bidder-selskabet skal være børsnoteret, hvilket er en nødvendighed for at udføre et eventstudie, da analysen bygger på aktiekursudviklingen i bidder-virksomhederne. Studiet er afgrænset til følgende amerikanske børser: New York Stock Exchange (NYSE), NASDAQ International, NASDAQ OMX PHLX, BATS Exchange og Boston Stock Exchange.

Det fjerde kriterie er, at transaktionen skal være endelig gennemført, hvilket er vigtigt af flere årsager. For det første er målet med denne afhandling at måle værdiskabelsen i M&A-transaktioner, hvorfor det naturligvis giver mening at analysere endeligt gennemførte transaktioner. Desuden har langt størstedelen af tidligere empiriske studier også dette sorteringskriterie med i deres eventstudier (Bruner, 2002). Endelig, vurderes validiteten af dataene at blive bedre ved kun at inkludere endeligt gennemførte transaktioner. Aktiekursreaktionerne for både target- og bidder-selskabet vil typisk reflektere den usikkerhed, der er for, at transaktionen ikke vil blive gennemført. Det vurderes derfor, at hvis ikke-gennemførte transaktioner inkluderes, vil risikoen for, at markedet forventer, at transaktioner ikke gennemføres også blive højere, hvilket kan føre til misvisende empiriske resultater (Sudarsanam, 2010, s. 491).

Det femte kriterie er, at transaktionsværdien minimum skal være på 50.000.000 USD ud fra et væsentlighedskriterie. Det sjette kriterie er, at der skal være tale om et majoritetsopkøb. Et majoritetsopkøb defineres i denne afhandling til at være et opkøb over 50,1% af target-selskabets aktier. Hermed elimineres minoritetstransaktioner og det må forventes, at effekten på bidder-selskaberne vil være større og mere bemærkelsesværdig.

Det syvende kriterie er, at studiets datasæt afgrænses til ikke at indeholde M&A-transaktioner mellem finansielle institutioner såsom banker og investeringsselskabet. Som nævnt i afgrænsningen er dette almindelig praksis i størstedelen af tidligere eventstudier og skyldes først og fremmest, at disse selskabers gældsandel typisk er på et niveau, der ville indikere konkurs-lignende tilstande for ikke-finansielle selskaber. Dette forhold vil derfor kunne resultere i misvisende konklusioner, da gældsniveauet fortolkes forskelligt mellem finansielle og ikke-finansielle selskaber (Fama & French, 1992). Derudover har finansielle selskaber anderledes værdiansættelses- og regnskabsstandarder samt hårdere regulering end ikke-finansielle selskaber, hvilket også kan lede til uholdbare konklusioner (Schiebl, 2013, s. 32).

Endelig er det ottende kriterie med for at sikre, at eventstudiet samt kategorisering af dataene er mulige. Eksempelvis er det nødvendigt, at data om selskabernes aktiekurs går tilstrækkeligt lang tid tilbage, så der kan opnås et estimeringsvindue med en minimumslængde på 120 børsdage (Mackinlay, 1997, s. 15). Derudover er det nødvendigt, at der er tilstrækkelig med finansielle data såsom adgang til regnskabstal til kategorisering af transaktioner i de forskellige hypotesetests beskrevet i kapitel 5.

Det skal nævnes, at det har været nødvendigt at foretage mindre justeringer i datasættet til de enkelte tests, da der kan være tilfælde, hvor det ikke er muligt at kategorisere hele datasættet, fordi der mangler test-specifik finansiell information vedrørende disse selskaber.

7.2 Præsentation af datasættet

Afhandlingens datasæt består af 1127 amerikanske transaktioner. Inden de empiriske resultater fremlægges, giver det mening at præsentere de overordnede transaktionskarakteristika.

Tabel 7.2: Transaktionskarakteristika over datasættet

Kategori	Antal transaktioner	Procent
Horisontal transaktion	371	33%
Vertikal transaktion	167	15%
Konglomerat	457	41%
Ikke klassificeret	132	12%
Total	1127	100%
Egenkapitalfinansieret	192	17%
Fremmedkapitalfinansieret	230	20%
Internt finansieret	658	58%
Ikke klassificeret	47	4%
Total	1127	100%
Nationale transaktioner	884	78%
Internationale transaktioner	243	22%
Total	1127	100%

Kilde: Egen tilvirkning og Zephyr

Som det fremstår af tabel 7.2 kan 33% af transaktionerne kategoriseres som horisontale, 15% som vertikale og endeligt 41% som konglomerater. 12% af datasættets transaktioner kan ikke kategoriseres på integrationstype ved hjælp af SIC-kode, da der er for stor usikkerhed blandt disse, jf. afsnit 5.1. Ydermere fremgår det af tabel 7.1, at 17% af transaktionerne er finansieret igennem en udstedelse af egenkapital, 20% er gældsfinansierede, mens 58% er finansieret internt med selskabernes egne frie reserver. 4% af datasættets transaktioner kan ikke kategoriseres efter finansieringsmetode, da der er også her er for stor usikkerhed blandt disse, jf. afsnit 5.2. Størstedelen af datasættets transaktioner er nationale (78%). De

resterende 22% af transaktionerne er kategoriseret som internationale, da target-selskabets hovedkvarter ligger uden for USA, jf. afsnit 5.5.

Tabel 7.3: Fordeling af bidder-selskabernes hovedindustri

Industri	Antal transaktioner	Procent
Fabrikation	597	53%
Mineral- and konstruktionsindustrier	114	10%
Transport, kommunikation og forsyningsservices	129	11%
Engros- og detailhandel	84	7%
Serviceindustrier	203	18%
Total	1127	100%

Kilde: Egen tilvirkning og Zephyr

Som det fremgår af tabel 7.3 over fordelingen af datasættets transaktioner på forskellige hovedindustrier, er den største industri fabrikation, der repræsenterer hele 53% af datasættets bidder-selskaber. Dernæst kommer serviceindustrierne, der udgør 18%. Transport, kommunikation og forsyningsservices udgør 11%, mineral- og konstruktionsindustrien udgør 10%, mens engros- og detailhandel endelig udgør de resterende 7%.

Tabel 7.4: Finansielle transaktionskarakteristika over datasættet

	n	Gennemsnit	Median
Markedsværdi (\$m)	1127	21.793	4.678
Tobin's Q	1106	1,83	1,55
NRBG / EBITDA	1101	3,46	2,24

Kilde: Egen tilvirkning og Zephyr

Som det fremgår af tabel 7.4 er der relativt store udsving i bidder-selskabernes markedsværdier. For eksempel er gennemsnittet for bidder-selskabers markedsværdi omkring fire gange højere end medianen, hvilket indikerer, at der er en del outliers til stede i datasættet. Tobin's Q og NRBG/EBITDA vurderes til at være på et mere ensartet niveau på tværs over datasættet.

Afhandlingens datasæt er hermed blevet præsenteret på et overordnet niveau. Næste trin er at fremlægge de empiriske resultater af afhandlingens hypotesetests, hvilket vil blive gjort i det følgende kapitel 8.

8 Analyse

Formålet med dette kapitel er, med udgangspunkt i det empiriske datagrundlag, at be- eller afkræfte afhandlingens hypoteser, jf. kapitel 5. Ved at inddele afhandlingens transaktioner ud fra forskellige karakteristika vil afhandlingens 7 underspørgsmål blive testet for, hvorvidt de positivt eller negativt afviger fra et overnormalt afkast på 0%. Hvis det viser sig, at de kumulative gennemsnitlige overnormale afkast (CAAR) fra de forskellige hypotesers stikprøver afviger signifikant fra 0%, vil der dermed kunne konkluderes, hvorvidt de forskellige typer transaktioner formår at skabe eller destruere værdi for bidder-selskabets aktionærer i de fastlagte eventvinduer (Bruner, 2002).

Der vil blive benyttet en standardiseret tabel til at præsentere afhandlingens resultater for hver enkelt hypotese, der testes. Den første række angiver hvilket eventvindue, der analyseres. Den anden række har til formål at præsentere det beregnede CAAR fra transaktionerne inddelt efter forskellige karakteristika. Den tredje og fjerde række repræsenterer det højeste og laveste kumulative afkast observeret af en enkelt transaktion i den givne portefølje. Den femte til syvende række repræsenterer stikprøvernes standardafvigelse, kritiske værdi og t-statistik, hvilket benyttes til at be- eller afkræfte afhandlingens nul-hypoteser.

8.1 Test af den overordnede værdiskabelse

Før de individuelle test af afhandlingens hypoteser påbegyndes vil den overordnede værdiskabelse for bidder-selskabernes aktionærer blive undersøgt. Der testes med andre ord for, hvorvidt aktiekurserne for bidder-selskabet i gennemsnit reagerer positivt eller negativt på M&A-transaktion i dagene omkredsende M&A-annonceringsdatoerne. Konklusionen, der drages på denne indledende test, er dog ikke nok til alene at forstå faktorerne bag værdiskabelsen i transaktionerne. Konklusionen kan for alvor drages, når afhandlingens underhypoteser bliver testet. Afhandlingens totale datasæt på 1127 transaktioner er inddraget i denne mere omfattende test. Nedenfor ses tabel 8.1, der danner overblikket over testens resultater.

Som det ses i tabellen, er det overnormale afkast positivt for alle de tre forskellige længder af eventvinduer. Derudover bekræftes disse resultaters signifikans ved, at populationens t-statistik er uden for den kritiske værdi på $+1,96$, jf. afsnit 6.2.1.5.

Tabel 8.1. Test af den overordnede værdiskabelse

Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,70%	0,76%	0,59%
Max	34,30%	32,12%	48,42%
Min	-53,13%	-54,45%	-60,42%
Standardafvigelsen	6,50%	7,81%	9,64%
Kritiske værdi	$\pm 1,96$	$\pm 1,96$	$\pm 1,96$
t-statistik	3,60	3,28	2,06
Antal observationer [n]	1127	1127	1127

Kilde: Egen tilvirkning

Dette indikerer, at der overordnet gennemsnitligt formår at blive skabt aktionærværdi for bidder-selskaberne på kort sigt. Med andre ord forkastes H_0 -hypotesen ved test af den overordnede værdiskabelse i datasættet. Dette er en yderst interessant observation, da det modsiger konklusionen draget af Bruner (2002), der fremlagde resultaterne fra 44 tidligere empiriske studier, der analyserer det overnormale afkast for bidder-virksomhederne og konkluderer, at de i gennemsnit opnår et over normalt afkast på nul ved M&A-annonceringer, jf. kapitel 5. Dette indledende resultat betyder, at der er rig mulighed for, ved hjælp af de kommende hypotesetest, at finde driverne bag værdiskabelse. Standardafvigelserne på henholdsvis 6,50%, 7,81% og 9,64% for eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10] indikerer desuden, at der er en stor variationen i selskabernes aktiekursreaktioner. For eksempel var det højeste overnormale afkast fra en enkelt transaktion i eventvinduet [-2, 2] på 34,30%²⁵, mens det laveste negative overnormale afkast i samme eventvindue fra en enkelt transaktion var på -53,13%²⁶. På baggrund af dette er det interessant at undersøge, hvorvidt disse store forskelle kan give en bedre forståelse for, hvilke typer af M&A-transaktioner, der formår at være værdiskabende eller værdidestruerende.

En interessant observation er desuden, at det overnormale afkast ser ud til at blive mindre, jo større eventvinduet bliver. For eksempel går det overnormale afkast fra 0,70% i vinduet [-2, 2] til 0,59% i vinduet [-10, 10]. Forskellen bekræftes også igennem t-statistikken, der går fra henholdsvis 3,60 til 2,06 i perioderne [-2, 2] til [-10, 10], hvilket indikerer en større signifikans på helt kort sigt. En teoretisk forklaring kunne være "the overreaction hypothesis", der postulerer, at investorer overreagerer ved offentliggørelsen ny information, der vedrører et specifikt selskab. Dette medfører, at aktiekursen stiger eller falder disproportionalt meget på den helt korte sigt efterfulgt af en normalisering af aktiekursen (Clare &

²⁵ Barracuda Networks opkøb af Intronic Inc. 29/9/2015

²⁶ Acco Brands opkøb af MeadWestco's Consumer & Office Product business 17/11/2011

Thomas, 1995). Denne indledende test af den overordnede værdiskabelse danner hermed grundlaget for yderligere research. Transaktionerne i afhandlingens datasæt formår i gennemsnit at genere et positivt afkast, hvilket gør det interessant at se resultaterne i de kommende afsnit.

8.2 Hypotese 1: Virksomhedsintegration

8.2.1 Test af horisontale transaktioner

Tabel 8.2. Test af horisontale transaktioner

Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,84%	0,75%	0,40%
Max	24,09%	31,64%	48,42%
Min	-27,68%	-45,53%	-43,76%
Standardafvigelsen	6,90%	8,37%	10,34%
Kritiske værdi	$\pm 1,97$	$\pm 1,97$	$\pm 1,97$
t-statistik	2,35	1,73	0,75
Antal observationer [n]	371	371	371

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel 8.2 viser, at der på den helt korte sigt, [-2, 2], skabes et signifikant positivt CAAR på 0,84%, hvorved H0-hypotesen afvises. Denne konklusion følger både Sharur (2005) og Fee et al (2003), der ligeledes undersøgte effekten af horisontale transaktioner i USA, jf. afsnit 3.1. De teoretiske forklaringer på den kortsigtede værdiskabelse vurderes at være markedets forventninger til forbedret konkurrencekraft, salgssynergier samt "economies of scale & scope". På lidt længere sigt vises også et positivt CAAR på henholdsvis 0,75% og 0,40% i [-5, 5] og [-10, 10], hvilket dog ikke har statistisk signifikans på 5% niveauet. Dette indikerer, at markedets umiddelbare respons er positivt, men til gengæld faldende i takt med, at det får muligheden for at analysere de enkelte target-selskaber samt værdien af integrationen af dem i bidder-selskabet. "The overreaction hypothesis" kunne også her, ligesom i afsnit 8.1, være en forklaring på denne udvikling.

8.2.2 Test af vertikale transaktioner

Tabel 8.3. Test af vertikale transaktioner

Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	1,83%	2,03%	1,83%
Max	34,30%	32,12%	36,42%
Min	-19,35%	-54,45%	-60,42%
Standardafvigelsen	6,19%	8,55%	10,38%
Kritiske værdi	$\pm 1,97$	$\pm 1,97$	$\pm 1,97$
t-statistik	3,82	3,06	2,28
Antal observationer [n]	167	167	167

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående tabel 8.3 viser, at der skabes signifikant positive afkast i samtlige forskellige eventvinduer for vertikale transaktioner. De teoretiske forklaringer herpå indikerer, at markedets har høje forventninger til muligheden for bedre kontrol over værdikæden, produktdifferentiering samt en konkurrencemæssige fordel, jf. afsnit 2.1.2. Det er interessant at bemærke, at de positive afkast er højere ved vertikale transaktioner end ved horisontale transaktioner. CAAR ligger på hele 1,83% i eventvinduerne [-2, 2] og [-10, 10], mens det ligger på 2,03% i eventvinduet [-5, 5]. Dette resultat modsiger Walker (2000), der konkluderede, at horisontale transaktioner skabte mere værdi end vertikale transaktioner i USA, jf. afsnit 3.1. Dette indikerer, at markedet på kort sigt har høje forventninger til værdiskabelsen i de vertikale integrationer. Opsummerende kan det konkluderes, at både horisontale og vertikale transaktioner formår at skabe værdi på kort sigt.

8.2.3 Test af konglomerater

Tabel 8.4. Test af konglomerater

Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,44%	0,58%	0,72%
Max	19,45%	29,80%	31,81%
Min	-28,20%	-29,83%	-34,23%
Standardafvigelsen	5,75%	7,06%	8,62%
Kritiske værdi	$\pm 1,97$	$\pm 1,97$	$\pm 1,97$
t-statistik	1,62	1,76	1,78
Antal observationer [n]	457	457	457

Kilde: Egen tilvirkning

Som det kan ses af ovenstående tabel 8.4, formår konglomeraterne i dette studie at skabe et positiv CAAR i alle tre eventvinduer. Det er dog vigtigt at understrege, at disse resultater ikke er signifikante, hvorfor H0-hypotesen om, at konglomerater ikke formår at skabe et signifikant positivt afkast for bidder-selskabernes aktionærer på kort sigt, bekræftes. Resultaterne er dog stadigvæk mere positive end, hvad andre empiriske undersøgelser har vist. Både Berger & Ofek (1995) og Maquieira et al (1998) fandt negative afkast for amerikanske konglomerater, jf. afsnit 3.1. Resultatet anses derfor som en indikation for, at markedet reagerer neutralt ved annonceringen af planerne om et konglomerat. Dette stemmer overens med de forventninger, der blev defineret i kapitel 4.

8.3 Hypotese 2: Transaktionsfinansiering

8.3.1 Test af egenkapitalfinansierede transaktioner

Tabel 8.5. Test af egenkapitalfinansierede transaktioner

Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,12%	-0,42%	-1,05%
Max	34,30%	31,90%	31,14%
Min	-27,68%	-54,45%	-60,42%
Standardafvigelsen	9,38%	11,24%	13,07%
Kritiske værdi	$\pm 1,972$	$\pm 1,972$	$\pm 1,972$
t-statistik	0,18	-0,52	-1,11
Antal observationer [n]	192	192	192

Kilde: Egen tilvirkning

Som det blev introduceret i afsnit 2.3.3 argumenter “The pecking order theory” for, at markedet altid vil antage, at virksomheder ikke vælger at udstede egenkapital, hvis de mener, at dets aktiekurs er undervurderet. Forklaring herpå er, at markedet ser en udstedelse af egenkapital som et indirekte signal om, at aktiekursen er overvurderet, hvilket så potentielt kan lede til en negativ indflydelse på aktiekursen. Som det ses af tabel 8.5, skabes der et positivt CAAR på 0,12% i eventvinduet [-2, 2], mens der destrueres værdi ved en CAAR på henholdsvis -0,42% og -1,05% i eventvinduerne [-5, 5] og [-10, 10]. Samtlige resultater er dog insignifikante, hvorfor H0-hypotesen bekræftes. Til trods for denne insignifikans, synes resultaterne dog at stemme godt overens med “The pecking order theory”, især når de egenkapitalfinansierede transaktioner sammenlignes med resultaterne fra de fremmed- og kontantfinansierede transaktioner i nedenstående afsnit 8.3.2 og 8.3.3. Ligeledes støtter resultaterne op om de historiske eventstudier over amerikanske selskaber, lavet af Asquith, Bruner & Mullins (1987), Huang & Walkling (1987) og

Yook (2003). Det konkluderes derfor, at de egenkapitalfinansierede transaktioner lever op til forventningen defineret i kapitel 4.

8.3.2 Test af fremmedkapitalfinansierede transaktioner

Tabel 8.6. Test af fremmedkapitalfinansierede transaktioner

Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	2,12%	2,06%	1,85%
Max	24,55%	32,12%	38,86%
Min	-21,04%	-20,64%	-26,49%
Standardafvigelsen	6,02%	7,07%	9,09%
Kritiske værdi	$\pm 1,970$	$\pm 1,970$	$\pm 1,970$
t-statistik	5,34	4,41	3,09
Antal observationer [n]	230	230	230

Kilde: Egen tilvirkning

Som konkluderet i det teoretiske afsnit 2.2 kan gæld fungere som en katalysator for at forbedre investeringsafkast, hvilket giver forventningen om, at markedet vil reagere positivt på fremmedkapitalfinansierede transaktioner. Den øgede risiko, der følger med at benytte sig af gæld i en transaktion, signalerer til markedet, at ledelsen har en høj forventning om, at transaktionen vil blive succesfuld. Denne teori bekræftes i tabel 8.6, hvoraf fremgår, at der skabes signifikant positive CAAR værdier på henholdsvis 2,12%, 2,06% og 1,85% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10], hvorfor H_0 -hypotesen afvises. Ydermere observeres en faldende trend i CAAR, desto længere eventvinduerne strækker sig, hvilket indikerer, at markedets øjeblikkelige aktiekursreaktion er høj, hvorefter der sker en normalisering af aktiekursen i takt med, at markedet får analyseret target-selskabet samt transaktionsafkastet. Dette fænomen er et typisk resultat af markedspsykologi og synes ikke at være overraskende (Clare & Thomas, 1995). Endelig støtter resultaterne også op om Jensen's (1986) argument om, at finansiering af investeringsprojekter såsom et virksomhedsopkøb via fremmedkapital er en effektiv metode til at reducere agentproblemer, da det virker som en kontrolfunktion, der optimerer selskabets performance, jf. afsnit 2.3.

8.3.3 Test af kontantfinansierede transaktioner

Tabel 8.7. Test af kontantfinansierede transaktioner

Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,50%	0,74%	0,78%
Max	17,11%	31,64%	48,42%
Min	-53,13%	-40,08%	-38,72%
Standardafvigelsen	4,96%	6,23%	8,22%
Kritiske værdi	$\pm 1,964$	$\pm 1,964$	$\pm 1,964$
t-statistik	2,60	3,06	2,42
Antal observationer [n]	658	658	658

Kilde: Egen tilvirkning

Det positive ved at have en stærk likviditetsstyrke er friheden til at investere i projekter med positive nutidsværdier, så snart muligheden opstår. Som det fremgår af tabel 8.7, skabes der signifikant positive afkast i alle tre eventvinduer på henholdsvis 0,50%, 0,74% og 0,78% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10], hvorfor samtlige H_0 -hypoteser afvises. Det bekræftes hermed, at markedet på kort sigt reagerer positivt på annoncering af kontantfinansierede transaktioner.

Det empiriske resultat bekræfter også ”The pecking order theory” om, at virksomheder altid foretrækker at finansiere deres virksomhedsopkøb internt, da det er hurtigt og ikke kræver nogle omkostninger som ved en gældudstedelse eller aktieemission, ligesom det alt andet lige er mindre risikofyldt end at hente finansiering udefra. Det bekræftes ydermere, at de kontantfinansierede transaktioner er de mindst risikofyldte ved at undersøge deres standardafvigelse sammenlignet med de egen- og fremmedkapitalfinansierede transaktioner, hvor det fremgår, at de har de laveste værdier. Resultaterne stemmer slutteligt også overens med de historiske resultater frembragt af de amerikanske studier af Franks et al. (1988) og Shleifer & Vishny (2003) samt det europæiske studie af Goergen & Renneboog (2004), jf. afsnit 3.2.

8.4 Hypotese 3: Gældserviceringssevne

Tabel 8.8. Test af gældserviceringssevne

Kvartil	Laveste 25%			25%-50%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	-0,56%	-0,49%	-0,69%	1,66%	1,39%	0,93%
Max	22,09%	32,12%	36,42%	34,30%	31,90%	31,81%
Min	-28,20%	-29,83%	-34,23%	-24,03%	-27,51%	-24,67%
Standardafvigelsen	7,50%	8,45%	10,51%	6,22%	7,19%	8,27%
Kritiske værdi	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$
t-statistik	-1,24	-0,96	-1,09	4,42	3,21	1,87
Antal observationer [n]	275	275	275	275	275	275
Kvartil	51%-75%			Top 25%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,70%	1,00%	1,01%	1,02%	1,08%	1,08%
Max	20,57%	21,69%	31,14%	24,55%	31,64%	48,42%
Min	-53,13%	-45,53%	-43,76%	-27,68%	-54,45%	-60,42%
Standardafvigelsen	6,29%	7,56%	9,53%	5,76%	7,75%	9,99%
Kritiske værdi	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$
t-statistik	1,84	2,19	1,76	2,94	2,31	1,80
Antal observationer [n]	275	275	275	276	276	276

Kilde: Egen tilvirkning

“The Free Cash Flow Problem” blev beskrevet i afsnit 2.3.1 og postulerer grundlæggende, at likviditetsstærke selskaber skaber mindre værdi ved M&A-annonceringer end likviditetssvage virksomheder, da markedet bekymrer sig om, hvorvidt selskabsledernes motivation for transaktionen udspringer af egen personlig interesse frem for investorernes. Dette blev derfor også forventningen til denne afhandlings empiriske resultater. Ovenstående tabel 8.8 grupperer bidder-selskabernes gældserviceringssevne ved at tage udgangspunkt i relationen mellem deres nettorentebærende gæld og driftsindtjening som beskrevet i afsnit 5.3. Som det fremgår af tabellen, ses et resultat, der på interessant vis ikke bakker op om “The Free Cash Flow Problem”. Til trods for deres insignifikans, kan det ses, at selskaberne med det 25% laveste likviditetsstyrke (højeste finansielle gearing) generer negative, dog insignifikante, CAAR værdier på henholdsvis -0,56%, -0,49% og -0,69% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10]. Dette modsiger kontrollhypotesen om, at en øget gældsandel motiverer ledelsen til at have et større fokus på selskabets drift, så det er i stand til at betale sine gældforpligtigelser, hvilket dermed forhindrer virksomhederne i at benytte selskabets generede frie pengestrømme til at investere i potentielle lavafkastinvesteringer. Endelig kan det bekræftes, at afhandlingens empiriske resultater ikke støtter op om konklusionen draget af Jarred

Harford (1999), der udførte lignende studier over amerikanske selskaber, jf. afsnit 3.3. Diskussionsafsnit 9.1.2 vil undersøge nærmere, hvad der menes at kunne forklare denne interessante afvigelse.

8.5 Hypotese 4: Selskabets historiske performance

Figur 8.9. Test af selskabets historiske performance

Kvartil	Laveste 25%			25%-50%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,10%	-0,20%	-0,60%	1,30%	1,81%	2,10%
Max	22,09%	31,64%	48,42%	34,30%	31,90%	31,12%
Min	-28,20%	-54,45%	-60,42%	-21,61%	-25,29%	-27,82%
Standardafvigelsen	7,77%	9,60%	12,13%	6,76%	7,75%	9,45%
Kritiske værdi	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$
t-statistik	0,22	-0,34	-0,82	3,18	3,87	3,70
Antal observationer [n]	276	276	276	276	276	276
Kvartil	51%-75%			Top 25%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	1,07%	1,10%	0,74%	0,40%	0,43%	0,25%
Max	24,55%	32,12%	38,86%	22,27%	29,80%	24,57%
Min	-24,03%	-27,51%	-29,65%	-53,13%	-45,53%	-43,76%
Standardafvigelsen	5,53%	6,83%	8,50%	5,72%	6,81%	8,03%
Kritiske værdi	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$	$\pm 1,969$
t-statistik	3,22	2,69	1,45	1,17	1,06	0,52
Antal observationer [n]	277	277	277	277	277	277

Kilde: Egen tilvirkning

For at vurdere om bidder-selskabernes historiske performance spiller en rolle for deres evne til at skabe værdi ud fra M&A-transaktioner, ses der på deres modificerede Tobin's Q ratio, jf. afsnit 5.4. Baseret på den tidligere teori og empiri er forventningerne til afhandlingens empiriske resultater, at selskaber med høje Tobin's Q værdier, som denne afhandling undersøger, på kort sigt opnår højere positive afkast end selskaber med lave Tobin's Q værdier. Som det fremgår af tabel 8.9, kan denne hypotese kun delvist bekræftes. Ganske rigtigt observeres det, at selskaberne på med de 25% laveste Q-værdier formår at genere lave og sågar negative CAAR-værdier på henholdsvis 0,10%, -0,20% og -0,60% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10]. Disse resultater er dog insignifikante, men må konstateres under alle omstændigheder at være i den lave ende. Modsætningsvis observeres, at selskaberne med de højeste 25% Q-værdier CAAR værdier generer relativt lave og også insignifikante CAAR-værdier på henholdsvis 0,40%, 0,43% og 0,25% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10]. Dette resultat stemmer ikke overens med de predefinerede forventninger samt Lang, Stulz & Walkling's (1991) studier, der konkluderede, at selskaber med høje Q værdier, med andre ord de bedre performende virksomheder, opnår højere positive afkast,

jf. afsnit 3.4. En dybere diskussion af denne afvigelse fra afhandlingens forventning vil være temaet i afsnit 9.1.3.

Det kan konstateres, at selskaberne med den højeste værdiskabelse ligger i intervallet 25%-50%, hvilket med andre ord er bidder-selskaber med Q-værdier indenfor intervallet 1,22-1,55. Dette tyder på, at markedet reagerer positivt på stabile selskaber med moderate Tobin's Q ratioer.

8.6 Hypotese 5: Det geografiske perspektiv

Tabel 8.10. Test af det geografiske perspektiv

Transaktionstype	National			International		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,61%	0,63%	0,40%	0,92%	1,11%	1,01%
Max	34,30%	32,12%	48,42%	15,17%	29,80%	32,36%
Min	-53,13%	-45,53%	-43,76%	-27,68%	-54,45%	-60,42%
Standardafvigelsen	6,75%	7,86%	9,77%	5,83%	7,82%	9,39%
Kritiske værdi	$\pm 1,963$	$\pm 1,963$	$\pm 1,963$	$\pm 1,970$	$\pm 1,970$	$\pm 1,970$
t-statistik	2,67	2,38	1,22	2,45	2,21	1,67
Antal observationer [n]	884	884	884	243	243	243

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående tabel 8.10 formår de internationale transaktioner at skabe positive overnormale afkast på henholdsvis 0,92%, 1,11% og 1,01% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10], hvor der desuden er statistisk signifikans i de to første eventvinduer. Bemærkelsesværdigt formår de internationale transaktioner desuden at skabe et højere overnormalt afkast end de nationale transaktioner. Dette er en indikation om, at OLI-modellens tre betingelser: Ejerspecifikke fordele, lokaliserings-specifikke fordele samt internaliseringsfordele helt eller delvist er opfyldt ved disse transaktioner, jf. afsnit 2.5.1.

Som det blev introduceret i afsnit 3.5 er der forskelle i de historiske empiriske undersøgelser af, hvorvidt udenlandske investeringer er fordelagtige for bidder-selskaberne. Denne afhandlings empiriske resultater stemmer overens med Zenner & Hazelkorn (2004), der konkluderede, at bidder-selskaber i USA for perioden 1990-2002 opnår et højere afkast, når de indgår i internationale transaktioner frem for at opkøbe target-selskaber inden for landets grænser. På linje med dette forskningsresultat kan det konkluderes, at disse positive resultater i denne afhandlings empiriske undersøgelse med høj sandsynlighed kan tilskrives muligheden for bredere geografisk dækning og adgang til både lokal teknologisk ekspertise og billige produktionsfaciliteter.

8.7 Hypotese 6: Transaktionsstørrelsen

Tabel 8.11. Test af transaktionsstørrelsen

Kvartil	Laveste 25%			25%-50%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	-0,09%	0,09%	-0,22%	0,26%	0,29%	0,25%
Max	13,22%	29,80%	24,57%	13,01%	21,45%	29,95%
Min	-21,19%	-12,89%	-21,66%	-53,13%	-40,08%	-38,72%
Standardafvigelsen	3,13%	4,51%	6,11%	5,64%	5,96%	8,10%
Kritiske værdi	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$
t-statistik	-0,50	0,34	-0,60	0,78	0,82	0,51
Antal observationer [n]	282	282	282	281	281	281
Kvartil	51%-75%			Top 25%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	1,43%	1,72%	1,49%	1,18%	0,95%	0,85%
Max	24,55%	24,26%	38,86%	34,30%	32,12%	48,42%
Min	-27,27%	-25,29%	-24,49%	-28,20%	-54,45%	-60,42%
Standardafvigelsen	5,56%	7,23%	9,06%	9,77%	11,61%	13,65%
Kritiske værdi	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$
t-statistik	4,33	3,99	2,76	2,02	1,38	1,05
Antal observationer [n]	282	282	282	282	282	282

Kilde: Egen tilvirkning

Denne test har til formål at måle værdiskabelsen baseret på transaktionernes relative størrelse i forhold til bidder-selskabet. I det teoretiske afsnit blev der argumenteret for, at transaktioner, hvor target-selskabet har en signifikant størrelse i forholdet til bidder-virksomheden, har et større potentiale for at skabe synergier igennem forøget konkurrencekraft, ”economies of scale & scope”. Dog har de tidligere empiriske studier vist sig at divergere i henseende til, hvordan denne faktor udfolder sig, hvorfor der ikke har været nogen konkret forventning til de empiriske resultater i denne afhandling. Som det fremgår af tabel 8.11 formår de største transaktioner (top 25%) at levere positive overnormale afkast på henholdsvis 1,18%, 0,95% og 0,85% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10], hvor det første eventvindue, [-2, 2], er signifikant.

Dette støtter op om Kane (2000) og Moeller, Schlingemann & Stulz (2004) argument om, at større transaktioner resulterer i større værdiskabelse, da større target-selskaber også betyder et større potentiale for at opnå potentielle synergier. Derudover observeres der lave og insignifikante overnormale afkast på henholdsvis -0,09%, 0,09% og -0,22% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10] i de 25% mindste relative transaktionsstørrelser. Dette resultat modsiger konklusionen hos Al-Sharkas (2003) og Bradley & Sundaram (2004) om, at ledere har tendens til at vælge store M&A-transaktioner, da det typisk vil have

en positiv indflydelse på deres aflønning, hvilket ikke altid vil være det bedste valg for bidder-selskabernes aktionærer.

8.8 Hypotese 7: Selskabsstørrelsen

Tabel 8.12. Test af selskabsstørrelsen

Kvartil	Laveste 25%			25%-50%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	2,33%	2,04%	2,23%	0,41%	0,82%	0,51%
Max	34,30%	32,12%	48,42%	22,09%	29,80%	33,95%
Min	-53,13%	-54,45%	-60,42%	-25,16%	-25,29%	-34,23%
Standardafvigelsen	9,15%	11,26%	13,40%	6,55%	7,48%	9,93%
Kritiske værdi	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$
t-statistik	4,28	3,05	2,79	1,06	1,84	0,86
Antal observationer [n]	282	282	282	281	281	281
Kvartil	51%-75%			Top 25%		
Eventvindue	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]	[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
CAAR	0,48%	0,53%	0,12%	-0,44%	-0,34%	-0,48%
Max	18,99%	18,75%	20,61%	12,53%	14,97%	19,25%
Min	-17,45%	-26,00%	-29,65%	-21,19%	-20,64%	-21,66%
Standardafvigelsen	4,91%	6,12%	7,25%	3,84%	4,62%	6,17%
Kritiske værdi	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$	$\pm 1,968$
t-statistik	1,63	1,46	0,28	-1,93	-1,24	-1,32
Antal observationer [n]	282	282	282	282	282	282

Kilde: Egen tilvirkning

Denne test har til formål at måle værdiskabelsen baseret på bidder-selskabernes absolutte størrelse. Som det blev diskuteret i afsnit 2.7 er der gennemgående teoretisk enighed om, at der kan opstå mange positive følgevirkninger i takt med, at et selskab bliver større og større. Det kan eksempelvis være ”economies of scope & scale” samt en bedre styrke overfor eksterne trusler, som dem der bliver præsenteret i Porter’s fem konkurrencekræfter (Porter, 1979). Til trods for disse positive faktorer, kan det ses, at de 25% største selskaber kun formår at genere insignifikante negative CAAR-værdier på henholdsvis -0,44%, -0,34% og -0,48% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10]. Dette resultat understøtter de teoretiske argumenter om, at store virksomheder kan støde ind i stigende kompleksitet i takt med, at selskabet vokser, såsom kulturelle barrierer over landegrænser, komplicerede IT-systemer og ineffektiv kommunikation mellem medarbejdere. Ydermere støtter resultatet også op om Gorton et al (2009) argument om, at store selskaber har en tendens til at betale for meget for deres virksomhedsopkøb, hvilket naturligvis har en negativ effekt på transaktionsafkastet.

Endelig observeres det, at de 25% mindste bidder-selskaber i datasættet formår at skabe de højeste CAAR-værdier på henholdsvis 2,33%, 2,04% og 2,23% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10]. Dette resultat støtter op om de tidligere historiske studier af Moeller, Schlingemann and Stulz (2004), Mitchell and Stafford (2000) og Humphery et al (2014).

8.9 Oversigt over afhandlingens empiriske resultater

Afhandlingens empiriske resultater er hermed blevet gennemgået, hvad der har givet mulighed for at identificere, hvilke faktorer der har vist sig at være værdiskabende, værdineutrale eller værdidestruerende i M&A-transaktioner. Et overblik over afhandlingens empiriske hovedresultater illustreres i nedenstående tabel 8.13.

Tabel 8.13: Oversigt over afhandlingens empiriske hovedresultater

Hypotese nr.	Karakteristika	Signifikant forskelligt fra 0%?		
		[-2, 2]	[-5, 5]	[-10, 10]
Hypotese 0	Alle transaktioner	Ja	Ja	Ja
Hypotese 1a	Horisontale transaktioner	Ja	Nej	Nej
Hypotese 1b	Vertikale transaktioner	Ja	Ja	Ja
Hypotese 1c	Konglomerater	Nej	Nej	Nej
Hypotese 2a	Egenkapitalfinansierede transaktioner	Nej	Nej	Nej
Hypotese 2b	Fremmedkapitalfinansierede transaktioner	Ja	Ja	Ja
Hypotese 2c	Kontantfinansierede transaktioner	Ja	Ja	Ja
Hypotese 3a	Likviditetsstærke selskaber	Ja	Ja	Ja
Hypotese 3b	Likviditetssvage selskaber	Nej	Nej	Nej
Hypotese 4a	Selskaber med god historisk performance	Ja	Ja	Nej
Hypotese 4b	Selskaber med dårlig historisk performance	Ja	Ja	Nej
Hypotese 5a	Lokalt target-selskab	Ja	Ja	Nej
Hypotese 5b	Internationalt target-selskab	Ja	Ja	Nej
Hypotese 6a	Relativ store transaktionstørrelser	Ja	Ja	Ja
Hypotese 6b	Relativ små transaktionstørrelser	Nej	Nej	Nej
Hypotese 7a	Store bidder-selskaber	Nej	Nej	Nej
Hypotese 7b	Små bidder-selskaber	Ja	Ja	Ja

Kilde: Egen tilvirkning

9 Diskussion

Analysen frembragte flere interessante resultater, hvilket har givet en øget forståelse for de faktorer, der er værdiskabende eller værdidestruerende i et virksomhedsopkøb set ud fra de opkøbende aktionærs synsvinkel. Ved test af den overordnede værdiskabelse kunne der helt grundlæggende påvises signifikant positive overnormale afkast for alle de tre forskellige længder af eventvinduer. Dette er en yderst interessant observation, da det modsiger konklusionen draget af Bruner (2002). De fleste af afhandlingens hypoteser var til gengæld i overensstemmelse med forventningerne defineret i kapitel 4. Dog frembragte analysen et par resultater, som ikke i samme omfang var i overensstemmelse med forventningerne, hvorfor det er interessant at se nærmere på, hvad der menes at kunne forklare disse resultater. I dette kapitel diskuteres først de mest overraskende afvigelser fra afhandlingens forventninger. Dernæst diskuteres svaghederne ved eventstudiemetoden. Afslutningsvis følger forslag til videre studier.

9.1 Afhandlingens empiriske afvigelser

9.1.1 Den overordnede værdiskabelse

Det blev påvist i afsnit 8.1, at afhandlingens fulde datasæt formår at skabe et samlet signifikant positivt over normalt afkast i alle tre forskellige længder af eventvinduer. Dette betyder, at der overordnet set bliver skabt aktionærværdi for bidder-selskaberne på kort sigt. Med andre ord forkastes H_0 -hypotesen ved test af den overordnede værdiskabelse i datasættet. Dette er en yderst interessant observation, da det modsiger konklusionen draget af Bruner (2002), som fremlagde resultaterne fra 44 tidligere empiriske studier, der analyserede det over normale afkast for bidder-virksomhederne og konkluderer, at de i gennemsnit opnår et over normalt afkast på nul ved M&A-annonceringer, jf. kapitel 5.

For på effektiv vis at kunne sammenligne denne afhandlings empiriske resultater med Bruners konklusion om et gennemsnitligt over normalt afkast på nul ved M&A-transaktioner, er det naturligt at grave et spadestik dybere ved at se nærmere på de 44 tidligere empiriske studier, der analyserer det over normale afkast for bidder-virksomheder i europæiske og amerikanske transaktioner. Som tidligere nævnt er variationerne i afkastene iøjnefaldende høje, hvilket gør dem endnu mere interessant at nærstudere.

De 44 tidligere empiriske studier måler værdiskabelsen i forskellige årrækker dog alle inden for perioden 1929-2001. Overordnet generer 13 af de tidligere studier værdidestruering, 14 formår at skabe værdineutralitet, mens de sidste 17 studier påviser en værdiskabelse. En interessant og relevant observation er, at

11 ud af de 44 tidligere studier måler værdiskabelsen på længere sigt. Disse studier har eventvinduer, der strækker sig fra 365 dage til hele 1250 dage efter M&A-annonceringsdatoen (Bruner, 2002). Endnu mere interessant, kan det yderligere observeres, at 7 af disse 11 studier genererer et signifikant negativt afkast, mens de resterende 4 langsigtede studier er værdineutrale. Fra et teoretisk synspunkt argumenter Caves (1989) for, at disse resultater skyldes, at bidder-selskabernes aktionærer i mange tilfælde ændrer mening i forhold til deres tiltro til investeringsafkastet og også den løbende offentliggørelse af ny information vedrørende transaktionen i månederne efter annonceringen.

Bruners argument om, at bidder-virksomhederne i gennemsnit opnår et overnormalt afkast på nul ved M&A-annonceringer bygger altså på tidligere studier, hvoraf en stor del er langsigtede. På denne baggrund kan der argumenteres for, at Bruners generalisering af det overnormale afkast er en anelse biased. Hvis der eksempelvis kun tages udgangspunkt i de mere kortsigtede tidligere eventstudier behandlet af Bruner, vil der kunne argumenteres for, at de i gennemsnit opnår et positivt overnormalt afkast over 0%, hvilket dermed vil være på linje med denne afhandlingens overordnede resultat.

Fra et metodisk synspunkt kan Bruners inddragelse af de langsigtede eventstudier for at sige noget generelt om bidder-selskabernes transaktionsafkast også kritiseres, da der med høj sandsynlighed opstår for megen støj fra andre senere events, hvilket gør det svært at vurdere, hvorvidt estimerede overnormale afkast stammer fra transaktionen eller helt andre faktorer (MacKinlay, 1997).

9.1.1.1 Datasættets sorteringskriterier

En anden forklaring på den overordnede divergens fra Bruners resultat kan ligge i de sorteringskriterier, der er blevet lagt til grund i denne afhandling, jf. afsnit 7.1. Formålet med dette afsnit er derfor at diskutere, hvilke sorteringskriterier, der menes at kunne have en indflydelse på afvigelsen.

Kriteriet om at datasættet ikke indeholder transaktioner på under 50.000.000 USD

Denne afhandling har valgt at have et minimumskrav til den opkøbte virksomheds størrelse på 50 millioner USD. Hermed er det åbenlyst, at en del mindre transaktioner er blevet fjernet fra datasættet. Som introduceret i afsnit 3.6 er det blevet dokumenteret, at transaktionstørrelsen spiller en signifikant rolle for bidder-selskabets afkast. Dog har de tidligere empiriske studier vist sig at divergere i henseende til, hvordan denne faktor udfolder sig. Kane (2000) og Moeller, Schlingemann & Stulz (2004) argumenterede for, at større transaktioner resulterer i større værdiskabelse for bidder-selskabet. Hovedargumentet for denne konklusion bygger på, at større target-selskaber også betyder et større potentiale for at opnå potentielle

synergier. Ydermere argumenterede Seth (1990) for, at jo større target-selskabet er i forhold til bidder-selskabet, desto højere sandsynlighed er der for at opnå "economies of scale" og forbedret konkurrencekraft. På den anden side viste Al-Sharkas (2003) og Bradley & Sundaram (2004) en negativ korrelation mellem bidder-selskabers overnormale afkast og deres relative størrelse i forhold til target-selskabet. Denne konklusion er Bradley & Sundaram (2004) enig i, idet de argumenterer for, at virksomhedernes ledere har tendens til at vælge store M&A-transaktioner, da det typisk vil have en positiv indflydelse på deres aflønning, hvilket ikke altid vil være det bedste valg for bidder-selskabernes aktionærer, jf. afsnit 3.6.

Hvis der udelukkende lyttes til Kane (2000), Moeller, Schlingemann & Stulz (2004) og Seth (1990) argument om, at større transaktioner resulterer i større værdiskabelse for bidder-selskabet, kan der alt andet lige, argumenteres for, at der i afhandlingen bliver frasorteret transaktioner, der potentielt leverer et mindre overnormalt afkast til bidder-selskabets aktionærer. Dette kunne derfor have en indflydelse på, at det overordnede gennemsnitlige afkast et blevet højere, hvilket kan være en forklaring på afvigelsen fra Bruners resultat. Dog har dette argument sine begrænsninger, da flere tidligere studier, såsom Al-Sharkas (2003) og Bradley & Sundaram (2004), som nævnt argumenter for en modsatrettet effekt.

Kriteriet om at datasættet ikke inkluderer banker og andre finansielle institutioner

Studiets datasæt afgrænses også for ikke at indeholde M&A-transaktioner mellem finansielle institutioner såsom banker og investeringsselskaber, da der blev argumenteret for, at disse selskabers forretningsområde er anderledes i forhold til, hvad man vil kategorisere som traditionel selskabsdrift, jf. afsnit 7.1. Det er derfor interessant at reflektere over, hvilken effekt det formentligt havde haft, hvis dette sorteringskriterium ikke var blevet effektueret.

Ved at se på historisk empiriske resultater tegner der sig et tydeligt mønster, hvad angår det transaktionsafkast, banker har formået at genere. Houston & Ryngaert (1994), Houston et al (2001), Scholtens & Wit (2004) og endelig Knapp et al. (2006) fandt alle signifikant negative overnormale afkast generet fra amerikanske bankopkøb i perioderne henholdsvis 1985-1991, 1980-1997, 1985-1996 og 1987-1998. De historiske generede negative overnormale afkast indikerer, at frasorteringen af finansielle institutioner har haft en positiv indflydelse på det overordnede gennemsnitlige overnormale afkast i denne afhandling. Dette er selvfølgelig under antagelsen om, at disse transaktioner ville have genereret signifikant negative afkast på linje med de tidligere empiriske studier.

9.1.2 Selskabernes gældserviceringssevne

Som det blev påvist i afsnit 8.4 bakker denne afhandlings empiriske resultater ikke umiddelbart op om “The Free Cash Flow Problem”. Med andre ord kan argumentet om, at en øget gældsandel vil reducere agentproblemer ikke umiddelbart verificeres i denne undersøgelse.

Som det blev introduceret i afsnit 2.3.1 understøtter “The Free Cash Flow Problem” argumentet om, at en øget gældsandel motiverer ledelsen til at have et større fokus på selskabets drift, så det er i stand til at indfri sine gældforpligtigelser. Dette vil dermed forhindre virksomheden i at benytte de generede frie pengestrømme til at investere i potentielle lavafkastinvesteringer. I dette henseende anses gæld derfor som en kontrolfunktion, der optimerer selskabets performance. Spørgsmålet er derfor, hvorfor selskaberne med den højeste finansielle gearing målt ud fra nøgletallet NRBG/EBITDA generer de laveste overnormale afkast i denne afhandlings empiriske studie?

En forklaring kunne være, at disse selskaber er nået til et punkt, hvor deres optimale kapitalstruktur er blevet passeret. Som det blev diskuteret i afsnit 2.2.2, vil det betyde, at selskabet vil begynde at have en negativ påvirkning af en for stor gældsandel. Dette skyldes de forøgede konkursomkostninger, der opstår, når risikoen for, at virksomheden vil gå konkurs, stiger. Konklusionen er derfor, at der i dette tilfælde kan være tale om selskaber, der er overgearedede, hvorved fordelene ved en forøget fremmedkapitalandel i form af reducerede agentproblemer bliver overskygget af den modsatrettede effekt på grund af de forøgede konkursomkostninger. Dette forhold har dermed en negativ effekt på det kortsigtede afkast af de transaktioner, selskabet gennemfører.

En interessant observation er, at selskaberne i intervallet 25%-50% formår at genere de højeste signifikante CAAR-værdier på henholdsvis 1,66% og 1,39% i eventvinduerne $[-2, 2]$ og $[-5, 5]$, jf. tabel 8.8. Forklaringen på denne positive værdiskabelse kan være, at disse selskaber netop formår at finde en optimal gældsandelsgrad, hvor der opnås en god værdiskabende effekt igennem reduktionen af agentproblemer, men dog ikke i sådan en grad, at det medfører for høje konkursomkostninger.

9.1.3 Selskabets historiske performance

Som det blev påvist i afsnit 8.5, bakker denne afhandlings empiriske resultater kun delvist op om den tidligere empiri om, at selskaber med høje Tobin's Q værdier på kort sigt opnår højere positive afkast end selskaber med lave Tobin's Q værdier. I overensstemmelse med forventningerne blev det observeret, at selskaberne med de 25% laveste Q-værdier formår at genere lave og sågar negative insignifikante CAAR-værdier på henholdsvis 0,10%, -0,20% og -0,60% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10]. På den anden side blev det også observeret, at selskaberne med de højeste Q-værdier 25% CAAR værdier generer relativt lave og også insignifikante CAAR-værdier på henholdsvis 0,40%, 0,43% og 0,25% i eventvinduerne [-2, 2], [-5, 5] og [-10, 10]. Det sidste resultat var overraskende, da forventningen var, at netop disse selskaber ville genere de højeste CAAR-værdier. Spørgsmålet er derfor, hvad der kan forklare denne afvigelse?

Til besvarelse af dette spørgsmål er det relevant at forholde sig kritisk til den modificerede Tobin's Q ratio, der er en kurs-indre-lignende værdi, jf. afsnit 5.4. Nøgletallet kan kritiseres for at have sine svagheder, da det i høj grad varierer fra industri til industri. For eksempel vil teknologiselskaber typisk have højere Tobin's Q værdier, da de fleste af deres aktiver ofte er immaterielle såsom goodwill, patenter og software. Dette vil med andre ord betyde, at en sammenligning på tværs af industrier er vanskelig, hvilket kan være en forklaring på, at en ranking igennem dette nøgletal kan medføre misvisende resultater.

Endelig kunne en praktisk forklaring på afvigelsen være, at aktionærerne i selskaberne med de højeste Q-værdier har for høje forventninger til selskabernes individuelle performance. En annoncering om et pludseligt virksomhedsopkøb kunne derfor signalere til markedet, at selskabet muligvis har svært ved at imødekomme de høje forventninger på organisk vis, hvilket kan skabe uro hos investorerne.

9.2 Antagelserne bag eventstudiemetoden

Som det blev introduceret i afsnit 6.2, er der to essentielle antagelser bag udførelsen af eventstudiet ved brug af markedsmodellen. Den første er, at aktieafkastene skal være normalfordelte, mens den anden er, at de skal være uafhængige. Formålet med dette afsnit er kortfattet at diskutere, hvorvidt disse antagelser er realistiske.

Om aktieafkast rent faktisk kan anses for at være normalfordelte, er et interessant forskningsområde, da det er en af nøgleantagelserne i dele af moderne porteføljeteori. Eugene Fama (1965) rejste betydelig

kritik af antagelsen og argumenterede for - med afsæt i empiriske studier over amerikanske aktier i perioden 1897-1959 - at den var for simpel og ikke stemmer overens med virkeligheden. Han argumenterede for, at aktieafkast generelt har større udsving end den klassiske normalfordeling. Han mener, at der typisk vil være flere observationer centeret omkring middelværdien og samtidig flere ekstreme observationer, hvilket medfører tykkere haler. Når der ses på histogrammet over denne afhandlings CAR-værdier i appendix 1, kan det ses, at fordelingen har en del ekstreme observationer, hvilket støtter op om Fama's konklusion. Et nyere studie, udført af to J.P. Morgan-analytikere (Sheikh & Qiao, 2009), bekræfter Fama's konklusion, da de påviser en større antal ekstreme observationer end den klassiske normalfordeling i amerikanske og internationale aktieafkast i perioden 1997-2007.

Antagelsen om, at aktieafkastene er uafhængige, er også blevet kritiseret og empirisk betvivlet. Poterba & Summers (1988) studerede daglige aktieafkast for amerikanske aktier i perioden 1871-1986 og fandt en positiv autokorrelation, der var signifikant forskellig fra nul. Dette indikerer, at den daglige variation i kursudsvingene til en vis grad er forudsigelige på baggrund af historiske data. Sheikh & Qiao (2009) drager samme konklusion ved at studere amerikanske og internationale aktier i perioden 1997-2007. På baggrund af disse studier kan der argumenteres for, at antagelsen om, at aktieafkast er uafhængige, i visse tilfælde er urealistisk.

For at opsummere kan det konkluderes, at eventstudiemetoden har sine begrænsninger, da empiriske undersøgelser med rette argumenterer for, at dens antagelser er uholdbare. Til trods for dette er eventstudiemetoden stadigvæk en populær undersøgelsesmetode, grundet dens simple design og fordi, der endnu ikke foreligger en alternativ undersøgelsesmetode, hvor der kan slækkes på disse antagelser.

10 Konklusion

Formålet med denne afhandling var at undersøge, hvilke faktorer der har indflydelse på værdiskabelsen i M&A-transaktioner. Dette er sket igennem en dybdegående analyse af, hvordan aktiekursen varierer i børsnoterede amerikanske selskaber fra 1. august 2007 til 1. august 2017, når de offentliggør, at de ønsker at opkøbe aktiemajoriteten i en anden virksomhed. Hensigten har været at identificere, hvilke faktorer der bidrager til enten et værdiskabende eller værdidestruerende virksomhedsopkøb set ud fra de opkøbende aktionærers synsvinkel.

I og med at de tidligere empiriske studier på området konkluderer, at bidder-virksomhedernes aktionærer i gennemsnit opnår et overnormalt afkast på nul ved M&A-annonceringer, blev afhandlingens hypoteser formuleret med udgangspunkt i dette. Afhandlingens syv underspørgsmål med hypoteser blev testet for, hvorvidt de positivt eller negativt afveg fra et overnormalt afkast på 0%. Ved hjælp af markedsmodellen blev eventstudiemetoden benyttet som redskab til beregning af bidder-selskabernes overnormale afkast. Til test af resultaternes statistiske signifikans blev en t-test med en alpha-værdi på 5% signifikansniveau (95% sandsynlighed) benyttet. Dette kapitel har til formål at opsummere afhandlingens hovedresultater.

Ved test af den overordnede værdiskabelse blev der observeret signifikant positive overnormale afkast for alle de tre valgte længder af eventvinduer omkredsende M&A-annonceringsdatoerne: $[-2,2]$, $[-5,5]$ og $[-10,10]$. Med andre ord forkastes H_0 -hypotesen ved test af den overordnede værdiskabelse i datasættet. Dette var en yderst interessant observation, da det modsiger konklusionen draget af Bruner (2002), der konkluderer, at de i gennemsnit opnår et overnormalt afkast på nul ved M&A-annonceringer. Til forklaring af denne afvigelse argumenteres der for, at Bruner's resultater er biased, da de også inddrager eventstudier, der måler den langsigtede værdiskabelse ved M&A-transaktioner, der i langt de fleste tilfælde er negative. Desuden argumenteres der for, at afvigelsen også kan skyldes de anvendte sorteringskriterier, navnlig væsentlighedskriteriet og frasorteringen af finansielle institutioner fra afhandlingens datasæt. Besvarelsen af afhandlingens syv underspørgsmål faldt ud som følger:

Ved at teste værdiskabelsen ud fra selskabernes integrationstype blev det konstateret, at de horisontale transaktioner skabte et signifikant positivt afkast i det korteste eventvindue, $[-2, 2]$, mens der også blev skabt positive men dog insignifikante afkast i eventvinduerne $[-5, 5]$ og $[-10, 10]$. De teoretiske forklaringer på denne værdiskabelse vurderes at være markedets forventninger til forbedret konkurrencekraft, salgssynergier samt "economies of scale & scope". Testen af de vertikale transaktioner skabte signifikant

positive afkast i samtlige eventvinduer. De teoretiske forklaringer herpå indikerede, at markedet har høje forventninger til muligheden for bedre kontrol over værdikæden, produktdifferentiering samt en konkurrencemæssige fordel. En interessant observation var, at de positive afkast er højere ved vertikale transaktioner end ved horisontale transaktioner, hvilket modsiger tidligere empiriske resultater. Endelig blev det observeret, at konglomeraterne i dette studie skaber positive CAAR-værdier i alle tre eventvinduer. Det er dog vigtigt at understrege, at disse resultater ikke er signifikante, hvorfor H0-hypotesen om, at konglomerater ikke formår at skabe et signifikant positivt afkast for bidder-selskabernes aktionærer på kort sigt, bekræftes.

Ved at teste værdiskabelsen ud fra selskabernes transaktionsfinansiering blev det konstateret, at de egenkapitalfinansierede transaktioner skabte et positivt CAAR i eventvinduet $[-2, 2]$, mens de destruerede værdi i eventvinduerne $[-5, 5]$ og $[-10, 10]$. Samtlige resultater er dog insignifikante, hvorfor H0-hypotesen bekræftes. Til trods for denne insignifikans, synes resultaterne dog at stemme godt overens med "The pecking order theory". Ydermere blev det konstateret, at de fremmedkapitalfinansierede transaktioner skabte signifikant positive CAAR-værdier i samtlige af eventvinduerne, hvorfor H0-hypotesen afvises. Dette resultat støttede argumenterne om, at fremmedkapital både fungerer som en katalysator for at forbedre investeringsafkast og er en effektiv metode til at reducere agentproblemer, da det virker som en kontrolfunktion, der optimerer selskabets performance. De kontantfinansierede transaktioner skabte signifikant positive afkast i alle tre eventvinduer, hvorfor at samtlige H0-hypoteser afvises. Dette resultat støttede godt op om "The pecking order theory" og den historiske empiri på området.

Ved at teste værdiskabelsen ud fra selskabernes gældsserviceringssevne blev det konkluderet, at selskaberne med det 25% laveste likviditetsstyrke (højeste finansielle gearing) generer insignifikante negative CAAR-værdier i samtlige eventvinduer. Dette modsagde kontrollhypotesen om, at en øget gældsandel motiverer ledelsen til at have et større fokus på selskabets drift, så det er i stand til at betale sine gældforpligtigelser, hvilket dermed forhindrer virksomhederne i at benytte selskabets generede frie pengestrømme til at investere i potentielle lavafkastinvesteringer. Som en forklaring på dette argumenteres der for, at disse selskaber er nået til et punkt, hvor deres optimale kapitalstruktur er blevet passeret. Konklusionen er derfor, at der kan være tale om selskaber, der er overgearede, hvorved fordelene ved en forøget fremmedkapitalandel i form af reducerede agentproblemer bliver overskygget af den modsatrettede effekt på grund af de forøgede konkursomkostninger, hvilket dermed har en negativ effekt det kortsigtede afkast på de transaktioner selskabet gennemfører. En interessant observation er, at selskaberne i intervallet 25%-50% formår at genere de højeste signifikante CAAR-værdier, hvilket indikerer, at disse selskaber netop formår

at finde en optimal gældsandelsgrad, hvor der opnås en god værdiskabende effekt igennem reduktionen af agentproblemer, men dog ikke i sådan en grad, at det bliver på bekostning af for høje konkursomkostninger.

Ved at teste værdiskabelsen ud fra selskabernes historiske performance blev det observeret, at selskaberne på med de 25% laveste Q-værdier formår at genere lave og sågar negative CAAR-værdier eventvinduerne. Modsætningsvis observeres, at selskaberne med de højeste Q-værdier 25% generer relativt lave og også insignifikante CAAR-værdier. Dette resultat stemmer ikke overens med de predefinerede forventninger baseret på den historiske empiri, hvilket gjorde resultatet endnu mere interessant. Som forklaring på dette, argumenteres der for, at den modificerede Tobin's Q ratio, der er en kurs-indre-lignende værdi, er et nøgletal der ikke er ideelt at bruge som sammenligningsgrundlag på tværs af forskellige industrier. Det blev konstateret, at selskaberne med den højeste værdiskabelse ligger mellem dem i intervallet 25%-50%.

De internationale transaktioner formåede at skabe positive overnormale afkast i samtlige eventvinduer, hvor der desuden er statistisk signifikans i de to første eventvinduer. Bemærkelsesværdigt formår de internationale transaktioner desuden at skabe et højere over normalt afkast end de nationale transaktioner. Dette er en indikation om, at OLI-modellens tre betingelser: Ejerspecifikke fordele, lokaliserings-specifikke fordele samt internaliseringsfordele helt eller delvist er opfyldt ved disse transaktioner.

Ved at måle værdiskabelsen baseret på transaktionernes relative størrelse i forhold til bidder-selskabet. formåede de største transaktioner (top 25%) at levere positive overnormale afkast i samtlige eventvinduer, hvor det første eventvindue, $[-2, 2]$, var signifikant. Dette støtter historisk empiri, der påstår, at større transaktioner resulterer i større værdiskabelse, da større target-selskaber også betyder et større potentiale for at opnå potentielle synergier. Derudover observeres der lave insignifikant overnormale afkast i samtlige eventvinduerne i de 25% mindste relative transaktionsstørrelser. Dette resultat modsiger argumentet om, at ledere har tendens til at vælge store M&A-transaktioner, da det typisk vil have en positiv indflydelse på deres aflønning, hvilket ikke altid vil være det bedste valg for bidder-selskabernes aktionærer.

Endelig blev det konstateret, at de 25% største selskaber målt på absolut størrelse formåede at genere insignifikante negative CAAR-værdier på i samtlige eventvinduer. Dette resultat understøtter de teoretiske argumenter om, at store virksomheder kan støde ind i stigende kompleksitet i takt med at selskaber

vokser, såsom kulturelle barrier over landegrænser, komplicerede IT-systemer og ineffektiv kommunikation mellem medarbejdere. Ydemere, støtter resultatet også argument om, at store selskaber har en tendens til at betale for meget for deres virksomhedsopkøb, hvilket naturligvis har en negativ effekt på transaktionsafkastet. Endelig observeres det, at de 25% mindste selskaber formåede at skabe de højeste CAAR-værdier i samtlige eventvinduerne på linje med de historiske studier på området.

11 Perspektivering

Dette afsnit har til formål at introducere, hvad der ellers kunne være spændende aspekter at forske i inden for rammerne af hovedproblemstillingen.

11.1 Forslag til videre studier

Der eksisterer allerede et stort antal af tidligere studier, der undersøger faktorerne bag værdiskabende eller værdidestruerende virksomhedsopkøb. Dog er der stadigvæk flere forskningsspørgsmål, der kunne være interessante at undersøge nærmere.

En af de største begrænsninger ved nærværende studie er stikprøvestørrelsen. De relativt krævende sorteringskriterierne har resulteret i, at mange transaktioner er blevet frasorteret. Hermed kan der stilles spørgsmålstegn ved, hvorvidt stikprøven rent faktisk formår at repræsentere populationen. En løsning kunne være at forlænge analyseperioden til før 2007 eller alternativt nedjustere på sorteringskriterierne. Dette vil dog være en balance mellem stikprøvestørrelsen og mulighederne for at måle på dataene.

Ydermere kunne det være interessant at udføre et studie, der fokuserer på én eller flere specifikke brancher. I sådan et studie kunne der testes for, hvilke variable, der formår at være værdiskabende eller værdidestruerende i M&A-transaktioner i hver enkelt branche. Herefter ville det efterfølgende være spændende at sammenligne resultaterne på tværs af brancherne for at se, hvorvidt hver enkelt branche vil have de samme karakteristika for, hvad der vil være værdiskabende og værdidestruerende.

En anden specifik faktor, som det kunne være interessant at undersøge nærmere, er hvorvidt det spiller en rolle for værdiskabelsen om target-selskabet er offentligt eller privat. Man kunne forestille sig, at bidder-selskaber opnår en form for rabat ved at opkøbe private selskaber, da de er langt mindre likvide end børsnoterede selskaber. Der kunne også forventes en eventuel bedre vidensdeling imellem bidder- og target-selskabet grundet det mere koncentrerede ejerskab. Endelig kunne man forestille sig, at den reducerede offentlighed i forbindelse med opkøbet af en privat virksomhed gør det lettere for bidder-selskabet at forhandle samt lukke transaktionen, hvilket potentielt kunne have en positiv effekt på bidder-selskabets afkast.

En tredje faktor, der kunne det være interessant at undersøge, er hvilken indflydelse det har på transaktionsafkastet, at ledelsen har en ejerandel af bidder-selskabet. Man kunne forestille sig, at fælles incitamenter mellem selskabets aktionærer og ledelse ville være værdiskabende og en positivt måde at reducere agentproblemer, hvorfor det vil være spændende at se, om denne sammenhæng kan påvises empirisk.

12 Litteraturliste

Bøger

- Benninga, S. (2008).** "Financial Modelling" *The MIT Press, 3rd edition.*
- Blecker, T; Wolfgang, K. (2006).** "Complexity Management in Supply Chains" *Erich Schmidt Verlag.*
- Brealey, R. A.; Myers, S.C.; Allen, F. (2011).** "Principles of Corporate Finance." *McGraw-Hill Irwin, 10th edition.*
- Petersen, C.; Plenborg, T.; Kinserdal, F. (2017).** "Financial statement analysis - valuation, credit analysis, performance evaluation." *Scanvik A/S, 1st edition.*
- Schiebl, C. (2013).** "Value Stocks beat Growth Stocks: An empirical Analysis for the German Stock Market". *Anchor Academic Publishing.*
- Schutz, E. A. (2001).** "Markets and Power: The 21st Century Command Economy" *M. E. Sharpe.*
- Sørensen, O. (2012).** "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang." *Gjellerup, 4th edition.*
- Sudarsanam, S. (2010).** "Creating Value from Mergers and Acquisitions." *Financial Times Prentice Hall, 2nd edition.*

Videnskabelige artikler

- Al-Sharkas, A. (2003).** "Shareholder wealth effect in bank mergers: New evidence during the period 1980-2000." *In 2003 Proceedings from AFFI, Paris.*
- Asquith, P.; Bruner, R.; Mullins D. (1987).** "Merger Returns and the Form of Financing," *Proceedings of the Seminar on the Analysis of Security Prices 34 (No. 1, May 1987): p. 115-146.*
- Berger, P. G; Ofek, E. (1995).** "Diversification's Effect on Firm Value". *Journal of Financial Economics 37, No. 1, p. 33-65.*
- Bowman, R. G. (1983).** "Understanding and Conducting Event Studies." *Journal of Business Finance Accounting, vol. 10, issue 4, p. 561-584.*
- Bradley, M.; Sundaram, A. (2004).** "Do acquisitions drive performance or does performance drive acquisitions?" *Working paper, Duke University.*
- Bruner, R. (2002).** "Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision- Maker". *Journal of Applied Finance, vol. 12, issue 1, p. 48, 21.*
- Caves, R. E. (1989).** "Mergers, Takeovers, and Economic Efficiency". *International Journal of Industrial Organization, vol. 7, issue 1, p. 151-174.*
- Clare, A.; Thomas, S. (1995).** "The overreaction hypothesis and the UK stockmarket." *Journal of Business Finance & Accounting, vol. 22, issue 7, p. 961-973.*

- Dunning, J.H. (2000).** "The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity". *International Business Review*, vol. 9, p. 163-190.
- Eckbo, E.; Thorburn, K. (2000).** "Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, p. 1-25.
- Fama, E. (1965).** "The Behavior of Stock-Market Prices." *The Journal of Business*, vol. 38, no. 1, p. 34-105.
- Fama, E. (1970).** "Efficient Capital Markets: A Review of theory and Empirical Work". *Journal of Finance*, vol. 25, issue 2, p. 383-417.
- Fama, E.; French, K. R. (1992).** "The Cross-Section of Expected Stock Returns". *Journal of Finance*, vol. 47, p. 427-465.
- Fama, E.; French, K. R. (1993).** "Common risk factors in the returns of stocks and bonds". *Journal of Financial Economics*, vol. 33, no. 1, p. 3-56.
- Fee, E.C.; Thomas, S. (2003).** "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms". *Journal of Financial Economics*, vol. 74, issue 3, p. 423-460.
- Walker, M.M. (2000).** "Corporate Takeovers Strategic Objectives and Acquiring-Firm Shareholder Wealth". *Financial Management*, Vol. 29, No. 1, pp. 53-66.
- Franks, J. R., Harris, R. S.; Mayer, C. (1988).** "Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States." *Chapter in book Corporate Takeovers: Causes and Consequences (1988)*, Alan J. Auerbach, editor, p. 221-264.
- Gorton, G.; Rosen, R.; Kahl, M. (2009).** "Eat or Be Eaten: A theory of Mergers and Firm Size." *The Journal of Finance*, vol. 64, p. 1291-1344.
- Gregory, A.; McCorriston, S. (2004).** "Foreign acquisitions by UK limited companies: Short and long-run performance." *University of Exeter Centre for Finance and Investment Working Paper 04/01*.
- Harford, J (1999).** "Corporate Cash Reserves and Acquisitions" *Journal of Finance*, vol. 54, no. 6, p. 1969-1997.
- Hazelkorn, T.; Zenner, M. (2004).** "Creating value with mergers and acquisitions." *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 1, issue 2-3, p. 81-90.
- Heaton, J.B. (2002).** "Managerial Optimism and Corporate Finance." *Financial Management*, vol. 31, No. 2, p. 33-45.
- Henderson, G. V. (1990).** "Problems and solutions in conducting event studies." *Journal of Risk and Insurance*, vol. 57, p. 282-306.
- Houston, J. F.; James C. M.; Ryngaert M. D. (2001).** "Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders." *Journal of Financial Economics*, vol. 60, p. 285-331.

- Houston, J. F.; Ryngaert M. D. (1994).** "The overall gains from large bank mergers." *Journal of Banking & Finance*, vol. 18, p. 1155-1176.
- Huang, Y.; R. Walkling (1987).** "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance." *Journal of Financial Economics*, vol. 9, No. 2, p. 329-350.
- Humphery-Jenner, M.; Powell, R. (2014).** "Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect." *Journal of Corporate Finance*, vol. 26, p. 57-77.
- Jalilvand, A.; Harris, R.S. (1984).** "Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study." *Journal of Finance*: vol. 39, issue 1, p. 127-145.
- Jensen, M. C. (1986).** "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*. p. 323-329.
- Kaldor, N. C. (1966).** "Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani". *The Review of Economic Studies*, vol. 33, no. 4, p. 309-319.
- Kane, E. (2000).** "Incentives for Banking Megamergers: What Motives Might Regulators Infer from Event-Study Evidence?" *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 32, No. 3, p. 671-701.
- Knapp, M.; Gart, A.; Chaudhry, M., (2006).** "The impact of mean reversion of bank profitability on post- merger performance in the banking industry." *Journal of banking and finance*, vol. 30, p. 3503-3517.
- Kraus, A.; Litzenberger, R.H. (1973).** "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage". *Journal of Finance*, vol. 28, issue 4, p. 911-922.
- Lang, L. H. P.; Stulz, R.; Walkling, R. a. (1991).** "A test of the free cash flow hypothesis". *Journal of Financial Economics*, vol. 29, issue 2, p. 315-335.
- Lang, L.H.P.; R.H. Litzenberger (1989).** "Dividend Announcements—Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis." *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 181-191.
- Leland, H. E.; Pyle, D. H. (1977).** "Information asymmetries, financial structure and financial intermediation". *Journal of Finance*, vol. 32, issue 2, p. 371- 87.
- Lewellen, W. G. (1971).** "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger." *Journal of Finance*, vol. 26, issue 2, p. 521-37.
- Lindenberg, E., B.; Ross, S. (1981).** "Tobin's q Ratio and Industrial Organization". *Journal of Financial Economics*, vol. 24, p. 181-191.
- MacKinlay, A. C. (1997).** "Event Studies in Economics and Finance." *Journal of Economic Literature*, 1997, vol. 35, issue 1, p. 13-39.

- Mann, S.; Sicherman, N. (1991).** "The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues." *Journal of Business* 64, 213- 227.
- Maquieira, C.; Megginson, W.; Nail, L. (1998).** "Wealth Creation versus Wealth Redistribution in Pure Stock-for-Stock Mergers." *Journal of Financial Economics*, vol. 48, No. 1, p. 3-33.
- March, J.G.; Shapira (1987).** "Managerial Perspectives on Risk and Risk Taking." *Management Science*, vol. 33, Issue 11, p. 1404.
- Maznevski, M.; Steger, U.; Amann, W. (2007).** "Managing complexity in global organizations" *IMD: Perspective for Managers*, vol. 141.
- Mitchell, Mark L.; Erik Stafford, (2000).** "Managerial decisions and long-term stock price performance." *The Journal of Business*, vol. 73, Issue 3, p. 287-329.
- Modigliani, F.; Merton, H. M. (1958).** "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *The American Economic Review*, vol. 48, no. 3, p. 261-297.
- Modigliani, F.; Merton, H. M. (1963).** "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction". *The American Economic Review*, vol. 53, p. 433-443.
- Moeller, S.B.; Schlingemann, F.P.; Stulz, R. (2004).** "Firm Size and the Gains from Acquisitions." *Journal of Financial Economics*, vol. 73, issue 2, p. 201-228.
- Moeller, S.B.; Stulz, R. (2005).** "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions". *Journal of Banking & Finance*, 2005, vol. 29, issue 3, p. 533-564.
- Motis, J. (2007).** "Mergers and Acquisitions Motives." No 730, *Working Papers from University of Crete, Department of Economics*
- Müller, S. (2015).** "Significance tests for event studies" Website access: <https://www.eventstudytools.com/significance-tests#t-test>
- Murphy, K. (1985).** "Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis." *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, issue 1-3, p. 11-42.
- Myers, S.; Majiuf, N. (1984).** "Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have." *Journal of Financial Economics*, vol. 13, no 2, pp. 187-221.
- Porter, M. E. (1979).** "How Competitive Forces Shape Strategy" *Harvard Business Review*, vol. 59, no. 2, p. 137-145.
- Poterba, J.; Summers, L. (1988).** "Mean Reversion In Stock Prices." *Journal Of Financial Economics*, vol. 22, p. 57-59.
- Rau, R. P.; Vermaelen, T. (1998).** "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms." *Journal of Financial Economics*, vol. 49, No. 2, p. 223-253.

- Renneboog, L.; Goergen, M. (2004).** "Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids." *European Financial Management*, vol. 10, issue 1, p. 9–45.
- Roll, R. (1986).** "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers." *The Journal of Business*, vol. 59, No. 2, p. 197-216.
- Schleifer, A.; Vishny, R. (2003).** "Stock market driven acquisitions." *Journal of Financial Economics*, vol. 70, issue 3, p. 295-311.
- Scholtens, B.; De Wit, R. (2004).** "Announcement Effects of Bank Mergers in Europe and the US." *Research in International Business and Finance*, vol. 18, p. 217-228.
- Seth, A. (1990).** "Value Creation in Acquisitions: A Re-Examination of Performance Issues." *Strategic Management Journal*, vol. 11, p. 99-115.
- Sharur, H., (2005).** "Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers, and Corporate Customers". *Journal of Financial Economics*, vol. 76, issue 1, p. 61-98.
- Sheikh, A. Z; Qiao, H. (2009).** "Non-normality of Market Returns: A framework for asset allocation decision-making" *J.P. Morgan Asset Management*.
- Sicherman, N.; Pettway, R.H. (1987).** "Acquisition of Divested Assets and Shareholders' Wealth." *The Journal of Finance*, vol. 42, no. 5, p. 1261-1273.
- Vasconcellos, G. M.; Kish, R. J. (1998).** "Cross-border mergers and acquisitions: the European-US experience." *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 8, issue 4, p. 431-450.
- Yook, K.C. (2003).** "Larger Return to Cash Acquisitions: Signaling Effect or Leverage Effect?" *The Journal of Business*, vol. 76, issue 3, p. 477-498.

Kandidatafhandlinger

- Bang, N, D.; Nøhr, K, W. (2017).** "Hedgefondaktivisme - er det godt for aktionærene?" *Copenhagen Business School*.
- Ekholm, D.; Svensson, P. (2009).** "Value creation through mergers & acquisitions – A study on the Swedish market." *Lund University*.
- Kjærulff, L. (2009).** "Værdiskabelsen i akquisitioner og fusioner – En empirisk analyse". *Copenhagen Business School*.
- Sørheim, D.; Lerkerød, M. (2015).** "Value creation through mergers & acquisitions in the Nordics – An empirical investigation of short-term value creation and its value drivers." *Copenhagen Business School*.
- Woolrych, N. (2017).** "Characteristics of value generating company acquisitions – From the acquiring shareholders point of view." *Copenhagen Business School*.

Forkortelser og definitioner

Forkortelse / Definition	Betydning
AR	Abnormal Return
Bidder	Det opkøbende selskab
CAAR	Cumulative Average Abnormal Return
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAR	Cumulative Abnormal Return
EBITDA	Earnings Before Interest Deprecation & Amortization
Estimeringsvindue	Den periode der benyttes til at beregne de enkelte aktiers faktiske afkasts korrelation med det generelle aktiemarked under normale forhold.
EVA	Economic Value Added
Eventdag	Dagen for eventet hvilket i denne afhandling er M&A-annonceringsdatoen
Eventvindue	Den analyseperiode hvor det overnormale afkast på selskabernes aktie analyseres for at se, hvilken indflydelse eventet har haft.
Gearing (FGEAR)	Selskabets gældsgrad
M&A	Mergers & Acquisitions
NRBG	Netto Rentebærende Gæld
OLS	Ordinary Least Squares
ROE	Return on Equity
ROIC	Return on Invested Capital
SIC	Standard Industrial Classification
Target	Det opkøbte selskab
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Appendix

Appendix 1: Histogram – Det fulde datasæt - [-10,10]

