



School of Economics  
and Commercial Law  
GÖTEBORG UNIVERSITY

**Handelshögskolan  
Vid Göteborg Universitet  
Företagsekonomiska institutionen  
Avd. Industriell och finansiell ekonomi**

# **En jämförelse av Svenska Spin-off och Equity Carve-out företag – ur ett aktieägarperspektiv**

**Kandidatuppsats & Magisteruppsats/  
Bachelor thesis & Master thesis  
Höstterminen 2005**

<b>Daneshvar Minabi Reza</b>	<b>750325</b>
<b>Jonasson Christian</b>	<b>821222</b>
<b>Nordin Sofia</b>	<b>811210</b>

**Handledare:  
Hamberg Mattias**

## Sammanfattning

Företag som vill åstadkomma ett så högt marknadsvärde som möjligt av sina verksamheter använder sig allt mer av företagsomstruktureringar. I detta uppsatsprojekt som bedrivits inom företagsekonomiska institutionen vid Handelshögskolan i Göteborg skall vi studera företagsavknoppningar som är en form av företagsomstrukturering. Uppsatsens syfte är att jämföra de två olika metoder av företagsavknoppningar som i teorin benämns Equity Carve-out och Spin-off ur ett aktieägarperspektiv. Undersökningen begränsas genom att endast studera det avknoppade dotterbolaget. Moderbolag som genomför en företagsavknoppning har olika motiv till val av metod för denna omstrukturering och undersökningen studerar om det finns några skillnader i aktiens överavkastning hos företag som knoppats av med respektive metod. Med stöd av grundläggande teori ska en omstrukturering som förändrar kapitalstrukturen inte förändra värderingen av företaget och inte ge någon överavkastning. Detta gäller under förutsättningen att företaget är verksam i en effektiv marknad med fullkomligt informationsflöde mellan företaget och dess investerare.

Studien omfattar företagsavknoppningar som genomförts på Stockholmsbörsen under perioden 1991 till 2001. Vad vi har kunnat notera har ingen tidigare studie på den svenska marknaden genomförts där man delat upp de två avknoppningsmetoderna och jämfört dem med varandra. Undersökningen sker genom ett kvantitativt tillvägagångssätt och genom statistiska beräkningar behandlas historisk aktiedata för att kunna dra slutsatser kring våra hypoteser som formats utifrån teorin och tidigare forskning. Hypoteserna testades genom t-tester av Cumulative Abnormal Return (CAR) för de båda företagsavknoppningarna. För att vi skall kunna uttala oss om den statistiska signifikansen beräknades t-värden.

Utifrån resultatet kan vi konstatera att ett Spin-off företag ger en högre avkastning än ett Equity Carve-out företag över 12, 24 samt 36 månader efter fissionen. Efter att ha studerat 73 stycken avknoppade företag som introducerats till Stockholmsbörsen kan man konstatera att Spin-off företagen överpresterar marknaden när de får sin egen styrelse och företagsledning. Som mest ger Spin-off företagen en överavkastning på nästan 50 % över affärsvärldens generalindex. Samma resultat ger inte företagen som introducerats på Stockholmsbörsen genom en Equity Carve-out. De ger endast överavkastning över 24 månader. Därmed kan vi konstatera att en Spin-off avknoppning som fissionsmetod motsäger sig den effektiva marknadshypotesen över de tre tidsintervaller vi undersökt. Däremot kan inte samma bevis gälla för de Equity Carve-out företag som studerats eftersom dessa företag ger olika svar på frågan om metoden motsäger sig den effektiva marknadshypotesen.

## **Förord**

Denna C/D – uppsats har skrivits inom företagsekonomi vid Handelshögskolan i Göteborg. Analyser och slutsatser har sitt ursprung i iakttagelser på statistiska resultat kring företagens aktiedata. Samtliga Svenska företag som ingår i urvalsgruppen för denna studie har genomgått en företagsavknoppning i form av Equity Carve-out eller Spin-off.

Denna uppsats hade varit svårt att genomföra om vi inte hade fått tillgång till den sammanställning som vår handledare Mattias Hamberg tidigare gjort över alla företagsavknoppningar i Sverige mellan åren 1982 - 2001.

Slutligen vill vi passa på och tacka vår handledare Mattias Hamberg för den möjlighet han har givit oss samt att han under studiens gång har kommit med olika infallsvinklar.

Göteborg 2006-01-10

*Daneshvar Minabi Reza, Jonasson Christian & Nordin Sofia*

# Innehållsförteckning

<b>Sammanfattning</b>	<b>I</b>
<b>Förord</b>	<b>II</b>
<b>1. Inledning</b>	<b>1</b>
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	3
1.3 Syfte	5
1.4 Avgränsning	5
1.5 Disposition	5
<b>2. Teoretisk referensram</b>	<b>6</b>
2.1 Vad är en företagsavknoppning?	6
2.1.1 Sell-off	6
2.1.2 Leveraged Buy-out	6
2.1.3 Spin-off	6
2.2 Motiv till att man genomför en Spin-off/Equity Carve-out	8
2.2.1 Allmänna fördelar gällande företagsavknoppningar	8
2.2.2 Ökad transparens	9
2.2.3 Effektivare investeringsbedömning	9
2.2.4 Underlätta uppköp	10
2.2.5 Ökade incitament	10
2.2.6 Negativa synergier	11
2.2.7 Företagsfokus	11
2.3 Lex Asea	12
2.4 Effektiva marknader	12
2.5 Tidigare studier	12
<b>3. Metod</b>	<b>17</b>
3.1 Vetenskapligt tillvägagångssätt	17
3.1.1 Deduktiv eller Induktiv förhållningssätt	17
3.1.2 Kvantitativ eller kvalitativ undersökning	18
3.1.3 Primärdata och Sekundärdata	18
3.2 Källkritik	19
3.3 Urvalsdiskussion	19
3.4 Metod	21
<b>4. Resultat</b>	<b>23</b>
4.1 Hypotesprövning över 12, 24 samt 36 månader i förhållande till AFGX	24
4.2 Hypotesprövning över 12, 24 samt 36 månader jämfört med Industriindex	27
4.3 Hypotesprövning över 12, 24 samt 36 månader jämfört med Serviceindex	30
<b>5. Analys</b>	<b>33</b>
<b>6. Slutsats</b>	<b>36</b>

<b>Referenslista</b>	<b>37</b>
Artiklar	37
Böcker	39
Internet / Intervjuer / Tidagere Studentuppsatser	40
<b>Appendix 1</b>	<b>41</b>
<b>Appendix 2</b>	<b>43</b>



## 1. Inledning

I detta kapitel ges kortfattat en bakgrundsbeskrivning. Vidare diskuteras det problem som uppsatsen kommer att beröra. Avslutningsvis i dispositionsavsnittet beskrivs uppsatsens struktur.

### 1.1 Bakgrund

Det är en utbredd uppfattning att företagsledningens uppgift är att på olika sätt åstadkomma ett så högt marknadsvärde som möjligt på företaget, att maximera företagets marknadsvärde (Wramsby & Österlund, 2003). Beroende på olika restriktioner som sätts upp av samhället via lagar och förordningar löper aktieägarna störst risk att förlora sitt insatta kapital. Aktieägarna är den grupp som har störst inflytande över besluten i ett företag, av den orsaken att det är aktieägarna som utser företagsledningen vars uppgift är att maximera avkastningen på aktieägarnas insatta kapital. Genom detta synsätt kommer företagets värde att stå i centrum. Det kan då något förhastat framhållas att företagsledningen bör fatta beslut som ökar företagets vinst och förkasta förslag som minskar företagets vinst (Wramsby & Österlund, 2003).

Företagsledningen med återkommande intervall utvärderar sin position på marknaden och genom olika strategiska beslut utnyttjar företagets resurser i syfte att uppnå företagets mål. Företag som vill åstadkomma ett så högt marknadsvärde som möjligt av sina verksamheter använder sig allt mer av företagsomstruktureringar. Både fusioner (företagssammanslagningar och företagsförvärv) och fissioner (företagsdelning och företagsförsäljning) är uttryck för struktur och strategi förändringar inom företagsverksamheter. Enligt Scheutz (1988) kan fissionsprocessen vara lika betydelsefull som fusionsprocessens beslut. Att sälja kan vara lika viktigt som att köpa. I detta uppsatsprojekt som genomförts inom företagsekonomiska institutionen vid Handelshögskolan i Göteborg skall vi studera företagsavknoppningar som är en form av företagsomstrukturering.

Blecher (2005) skriver ”*förra decenniets långa högkonjunktur ledde till en extrem våg av fusioner och förvärv. Företag fick för mycket pengar att röra sig med och de internationella trenderna med tron på stordriftsfördelar och global närvaro hetsade fram många affärer. Sedan kom baksmällan i form av vinstvarningar stora nedskrivningar och nedläggningar av verksamheter. Resultatet ledde till renodlingar av företag. Allt som inte tillhörde företagets kärnverksamhet såldes av. Börsbolag som exempelvis ABB, Ericsson och Nordea sålde ut sina fastigheter och andra anläggningstillgångar. Även skulder amorterades ner och de svenska börsbolagens balansräkningar framstod som extremt starka i jämförelse med amerikanska företa*”.



Vidare beskriver Blecher (2005) att företag i allt större utsträckning numera använder sig av fissioner vid omstruktureringar. Verksamheter ska knoppas av eller säljas ut för att de skall kunna växa bättre på egen hand, alternativt att marknaden skall upptäcka de dolda värdena. Han menar dock att detta inte är något nytt fenomen.

Förutom renodling av företag genom försäljningen av enheter till andra företag eller individer har i Sverige liksom i USA delningar av koncerner skett genom försäljning helt eller delvis i samband med börsintroduktion av den enskilda enheten. I slutet av 1970- talet genomfördes den första företagsfissionen i Sverige mellan Beijer och Fastighets AB Pilen. Därefter, närmare bestämt 1980, genomfördes den första större industriella avknoppningen när AGA introducerade Pharos på Stockholmsbörsen. De befintliga aktieägarna i AGA erbjöds vid denna tidpunkt att köpa 40 % av aktierna (Scheutz, 1988).

Numera visar trenden på att företagsavknoppningar är ett tillvägagångssätt som moderbolag använder i större utsträckning för att ta fram dotterbolagets dolda värden på börsen, istället för att sälja dem till riskkapitalbolag. Detta resulterar i att fler bolag introduceras på stockholmsbörsen.

Blecher (2005) skriver att *"de senaste åren har vi sett flera lyckosamma uppdelningar på den svenska marknaden där ett bolag har blivit flera och det samlade värdet har ökat betydligt, samtidigt som aktieägarna har kunnat behålla sina aktier. Detta bidrar till att aktieägarna får ta del av den överavkastning som uppstår istället för att riskkapitalbolag eller eventuella konkurrenter får ta del av överavkastningen"*.

Att genomföra en avknoppning borde leda till att aktieägarna inte går miste om dess dolda värden och därmed leda till som ovan nämnt en högre avkastning. I vissa fall är dock verksamheter för små eller för udda för att kunna noteras och därmed är försäljningsalternativet av enheten att föredra (Blecher, 2005).



## 1.2 Problemdiskussion

De vetenskapliga studier som har studerat företagsavknoppningar under de senaste decennierna har försökt att beskriva effekterna för aktieägarnas välfärd som en indikator på de beteende förändringar som följer av en företagsavknoppning.

Eftersom motiven delvis varierar beroende på vilken typ av företagsavknoppning som används kan effekterna på aktieägarnas välfärd väntas variera. Tidigare studier som har förts kring ämnet företagsavknoppningar har oftast undersökt inverkan på aktiekurserna i moder- respektive dotterbolaget utifrån tillkännagivandet av företagsavknoppningens information.

Enligt Scheutz (1988) har man i USA studerat tre typer av fissioner i vetenskapliga studier, nämligen försäljning av företagsdel till ett annat företag eller försäljning till ledningen för den sålda företagsdelen samt överlåtelse av företagsdelar till de befintliga aktieägarna. De tre fissioner som Scheutz (1988) beskriver benämns även som Sell-off, Leveraged Buy-out och slutligen Spin-off. Den sist nämnda fissionsmetoden, Spin-off, kommer att studeras i och med denna uppsats. Tidigare forskning som har studerat moder- och dotterbolag och deras respektive aktiedata efter att man genomfört en Spin-off har till största del genomförts på den amerikanska marknaden.

Enligt Krishnaswami & Subramaniam (1996) dokumenterar extern litteratur och undersökningar en onormal positiv aktieägaravkastning vid tiden av tillkännagivandet av Spin-off avknoppningar. Författarna beskriver även att en Spin-off leder till en onormal aktieägaravkastning över ett längre tidsperspektiv.

Även Miles & Rosenfeld (1983) har genomfört studier av amerikanska börsnoterade företag som använt sig av Spin-off metoden vid företagsomstruktureringar. Dessa studier har visat på betydande positiva reaktioner gällande moderbolagets aktiepriser när man genomfört en Spin-off.

Curt Sceultz (1988) genomförde en svensk studie där han studerade företagsavknoppningars aktieavkastning mellan åren 1983-1984. Hans studie kunde fastställa att de företagsavknoppningar som gjorts fick en genomsnittlig överavkastning till börsen på 34 %. Dock visade studien att traditionella introduktioner till börsen gav en överavkastning på 45 %.





Företagsfissioner som symboliserar en Spin-off förekommer i två inriktningar. De båda inriktningarna kallas i teorin för "Equity Carve-out" och "ren Spin-off". De båda fissionsmetoderna skiljer sig i förhållande till varandra gällande aktieägarstruktur och styrelsens beslutsfattande vilket kan påverka moder- och dotterbolags aktievärde efter genomförd fission.

Utifrån de informationsökningar som vi har genomfört har vi kunnat konstatera att inga tidigare studier har gjorts på den svenska marknaden där man jämfört Spin-off företags aktieavkastning utifrån de två inriktningarna som ovan nämndes.

Tidigare studier som studerat Spin-off metoden och dess inverkan på aktievärdet har inte varit entydiga i sina resultat. Därmed vill vi i denna C/D-uppsats studera vilken Spin-off metod som ger högst avkastning gentemot aktieägarna? Vi vill kunna konstatera om Equity Carve-out och den rena Spin-off metoden ger någon överavkastning och om dessa fenomen kan motsäga sig den effektiva marknadshypotesen?



### **1.3 Syfte**

Huvudsakliga frågeställningen i denna uppsats är om det är lönsamt att äga aktier i ett företag som knoppas av från ett annat börsnoterat företag. Studien kommer att innebära en jämförelse mellan Equity Carve-out respektive rena Spin-off företags aktieavkastning. Därefter kommer vi att undersöka om dessa avknopningsmetoder kan motsäga sig den effektiva marknadshypotesen vilket i sin tur innebär en överavkastning hos de nyintroducerade dotterbolagen.

### **1.4 Avgränsning**

Studien kommer att avgränsas till att studera svenska företag som är börsnoterade och som genomgått en avknoppning i form av en Equity Carve-out eller ren Spin-off. Vi kommer att använda oss av historisk aktie för perioden 1991 – 2001 eftersom det under denna tidsperiod finns ett urval av de båda avknopningsmetoderna. Studien kommer avgränsas till att studera enbart dotterbolagens aktiedata och utelämnar moderbolagen.

### **1.5 Disposition**

Här nedan presenteras kortfattat uppsatsens upplägg så att läsaren får en överblick av rapportens innehåll.

Inledningen innehåller en presentation av uppsatsen där bakgrund och syfte beskrivs. I Kapitel 2 berör ansatser kring Equity Carve-out och ren Spin-off, där vi diskuterar motiv till de båda avknopningsmetoderna för att därefter kunna utforma relevanta hypoteser.

I kapitel 3 diskuteras metod, tillvägagångssätt och syn på vetenskapliga angreppssätt.

I Kapitel 4 som är resultatkapitlet i denna studie, genomförs hypotesprövningar på den historiska aktiedatan, för att sedan möjliggöra en analys i kapitel 5 av vårt resultat.

Slutligen i kapitel 6 förs en diskussion kring slutsatser utifrån undersökningen.



## 2. Teoretisk referensram

### 2.1 Vad är en företagsavknoppning?

Det förekommer tre olika fissionsmetoder som leder till företagsomstruktureringar. Dessa tre benämns Sell-off, Leveraged Buy-out och Spin-off. Nedan ges en förklaring till respektive fissionsmetod.

#### 2.1.1 Sell-off

En Sell-off även kallat divestment innebär en omvänd fusion sett ur säljarens synvinkel. Här sker en försäljning av tillgångar i utbyte mot kontanter eller aktier till ett annat företag. Försäljningen innebär att det fissionerade tillgångarna övergår till ett annat företag vilket resulterar i att aktieägarna i det säljande moderbolaget förlorar länken och styrförmågan till den enhet som har avknoppats.

#### 2.1.2 Leveraged Buy-out

Leveraged Buy-out även kallat Management Buy-out symboliseras av att företagsledningen köper ut och privatiserar en del av ett företag. I motsatsen till att introducera ett företag på börsen "going public" innebär denna typ av företagsavknoppning istället att "going private".

#### 2.1.3 Spin-off

Företagsomstruktureringen som symboliserar en Spin-off förekommer i två inriktningar. Det första tillvägagångssättet kallas för "ren Spin-off" och den andra inriktningen kallas för Equity Carve-out. Fortsättningsvis i denna uppsats använder vi oss av benämningarna Spin-off respektive Equity Carve-out.

Scheutz (1988) beskriver att en Spin-off innebär att moderbolagets företagsledning distribuerar aktierna i ett dotterbolag till de befintliga aktieägarna, ungefär som vid en utdelning. Därvid ändras ej det proportionella ägarskapet, men aktiestocken i dotterbolaget separeras för enskild handel och moderbolagets företagsledning släpper helt kontrollen över den avskilda enheten.

Enligt Chemmanur & Paeglis (2001) leder Spin-off omstruktureringen till att det avknoppade dotterbolaget blir oberoende av moderbolaget med en separat styrelse och företagsledning. Det är även troligt att urvalet av aktieägare av det avknoppade



dotterbolaget skiljer sig efter en Spin-off eftersom det nya företaget i vissa fall inte stämmer överens med befintliga aktieägares aktieportföljer, vilket är förklaringen till att vissa aktieägare väljer att sälja sina andelar direkt.

Spin-off är en typ av företag uppgörelse som har blivit allt vanligare i Sverige under senare år. En Spin-off uppstår när moderbolaget distribuerar alla aktier som de kontrollerar i det närliggande dotterbolaget till deras existerande aktieägare under en pro rata basis. Ur aktieägarsynpunkt innebär detta att istället för att äga aktier i koncernen erhåller aktieägarna andelar i två separata företag, moderbolaget samt aktier i det nya börsnoterade dotterbolaget. Detta kan ses som en extra utdelning gentemot aktieägarna då man istället för pengar får sig tilldelat aktier i Spin-off företaget. Denna utdelning leder till att aktieägarna inte behöver betala någon skatt för de aktier man erhållit förrän den dag man bestämmer sig för att sälja sina andelar i Spin-off företaget.

De företagsavknoppningar som genomfördes i Sverige i slutet av 70-talet fram till och med 1991 innebar i motsats till Spin-off i USA en kombination av nyemission och introduktion av ett dotterbolag på börsen. I USA tillät landets skattelagstiftning ett moderbolag att dela ut aktier i ett dotterbolag till sina befintliga aktieägare vilket inte var tillåtet i Sverige vid denna tid (Scheutz, 1988). Detta skulle dock snart ändras i och med svenska Aseas fusion med schweiziska Brown Boveri vilket framtvingade en lagändring gällande uppskjuten beskattning i och med Lex Asea.

En Equity Carve-out innebär till skillnad från Spin-off att moderbolaget istället för att dela ut sina aktier till befintliga aktieägare säljer ut en minoritet, vanligtvis mindre än 20 %, av ett närliggande dotterbolag till aktörer på aktiemarknaden. Aktieägare i moderbolaget har efter denna omstrukturering ingen kontroll över denna del som sålts ut till nya aktörer. Länken mellan moderbolaget och det avknoppade dotterbolaget på företagsnivå är starkare inom Equity Carve-out jämfört med Spin-off. Detta beror på att styrelsen och företagsledningen i en Equity Carve-out behåller kontrollen och inflytandet över dotterbolaget.

Enligt Chemmanur & Paeglis (2001) visar studier på att i 34 av 48 fall är verkställande direktören i det avknoppade dotterbolaget likaså delaktig i moderbolagets företagsledning. I en annan studie fastställer Chemmanur & Paeglis (2001) att i 56 av 57 fall av de avknoppade företagen besitter minst en medlem från moderbolagets företagsledning även en styrelse befattning i dotterbolaget.



Spin-off skiljer sig från andra typer av företagsavknoppningar som försäljning av tillgångar och Equity Carve-out. Detta på grund av att det inte innehåller något kassaflöde mellan företagen och aktieägarna i en Spin-off. Om företaget utifrån företagsledningens och investerarnas synpunkt är undervärderat är en Spin-off en speciellt fördelaktig modell av avknoppning eftersom dotterbolaget inte säljs och på det viset påverkas inte något kassaflöde av undervärderingen av moderbolaget.

Sukesh, (2004) menar att när en avknoppning genomförs från ett undervärderat företag förbättras trovärdigheten i den information som ges om det avknoppade företaget och marknadsvärdet av de separata verksamheterna kan bli större än det tidigare kombinerade. Denna värdeökning kommer utifrån att de individuella delarna kan bättre få fram information om verksamhetens effektivitet och framtida förväntningar.

## **2.2 Motiv till att man genomför en Spin-off/Equity Carve-out**

När ett företag beslutar sig för att strukturera om sin verksamhet kan det bero på ett flertal olika anledningar. Ett aktiebolag försöker med sin verksamhet till största sannolikhet att maximera värdet för sina aktieägare och skapa mervärden. Vi vill i denna del av uppsatsen försöka att utreda varför företag väljer att knoppa av delar av sin verksamhet genom antingen en Equity Carve-out eller en Spin-off.

Utifrån Modigliani och Millers grundläggande teori ska en omstrukturering som förändrar kapitalstrukturen inte förändra värderingen om företaget och inte ge mervärden. Detta gäller under förutsättningen att företaget är verksamma i en effektiv marknad med fullkomligt informationsflöde mellan företagen och investerarna, vilket ifrågasätts och vidare kommer att diskuteras längre fram i kapitlet (Copeland, et al. 2005). När ett företag värderas finns det en rad olika faktorer som är med och påverkar. Vilken inverkan det får på företagsvärdet beror också på hur marknaden tolkar den information företaget friger och vilka signaler de ger. Längre ner kommer vi att beskriva olika motiv till varför företag genomför en avknoppning. Vi kommer även att beskriva vilken metod av avknoppning ett företag troligast kommer att använda sig av med tanke på vilken utgångspunkt företaget har och vilka specifika egenskaper företaget besitter (Copeland, et al. 2005).

### **2.2.1 Allmänna fördelar gällande företagsavknoppningar**

Det finns grundläggande faktorer till varför företag använder sig av företagsavknoppningar såsom Equity Carve-out och Spin-off. Dessa faktorer resulterar även i ett ökat värde för aktieägarna (Chemmanur & Paelis, 2001).



### 2.2.2 Ökad transparens

Marknaden för ett företags aktiekapital är ofta karakteriserat av asymmetrisk information. Det innebär att företagsledningen inom företaget har tillgång till information om företaget som inte är tillgängligt för allmänheten. Resultatet av den asymmetriska informationen blir att information som är viktig för aktieägarna i deras värderingsprocess av sina andelar reflekteras inte i aktiepriset.

När en företagsavknoppning sker resulterar det i att asymmetrisk information minskas och den information som tidigare varit utelämnad om dotterbolaget publiceras på aktiemarknaden. Fler investerare och analytiker kommer att studera dotterbolagets redovisningsdata vilket kommer leda till att det dolda företagsvärdet lyfts fram och reflekteras i aktiepriset. En företagsavknoppning skulle sänka kostnaderna för investeraren gällande deras efterforskning av aktiepriset och fler investerare skulle intressera sig av dotterbolagets aktier. Istället för att endast kunna studera moderbolagets och koncernens redovisningsdata finns efter företagsavknoppningen möjlighet för företagsanalytiker att lättare kunna klassificera det avknoppade dotterbolaget utifrån specifika branscher (Chemmanur & Paelis, 2001).

En Spin-off som är den klaraste formen av en avknoppning, ( mellan moderbolaget och dotterbolaget) har därmed störst reduktion av informationsasymmetri till skillnad från en Equity Carve-out (Chemmanur & Paelis, 2001).

### 2.2.3 Effektivare investeringsbedömning

I ett företag använder man ofta samma avkastningskrav för alla investeringsprojekt. Detta innebär att koncernen många gånger förkastar eller accepterar investeringar som skulle ha bedömts annorlunda om dotterbolaget var en separat enhet efter en företagsavknoppning. En företagsavknoppning skulle minska möjligheterna för koncernen att neka projekt som skapar positiva NPV för dotterbolaget (Chemmanur & Paelis, 2001).

Motiv för genomförandet av en företagsavknoppning nämns i diskussioner om Agency theory. Jain (1985) argumenterar för att företag med hög skuldsättningsgrad skulle avstå från investeringar med positiva NPV eftersom delar av vinsten som investeringen skulle resultera i tillfaller befintliga långgivare istället för att bli tilldelad aktieägarna. Om ett dotterbolag har goda investeringsmöjligheter som blir bortprioriterade till följd av moderbolagets höga skuldsättningsgrad, är det bästa alternativet att genomföra en avknoppning av dotterbolaget. Detta skulle leda till att de investeringsmöjligheter som var intressanta för dotterbolaget blir verklighet och den vinst som investeringen medför



tillges aktieägarna. Detta betyder att Spin-off borde vara mer fördelaktigt för företag med hög skuldsättningsgrad.

Miles & Rosenfeld (1983) diskuterar att Spin-off minskar andelen av kapital hos långivarna eftersom vinsterna förflyttas från långivarna till aktieägarna medan företagsvärdet förbli oförändrat.

### **2.2.4 Underlätta uppköp**

En företagsavknoppning leder i regel till ökade möjligheter för utomstående aktörer att överta kontrollen av det avknoppade dotterbolaget. Detta ses som självklart eftersom det är betydligt enklare att överta ett mindre företag jämfört med ett större kombinerat företag. Potentiella utomstående förvärvare besitter troligtvis inte heller den kunskap som är sammankopplat med att styra det kombinerade företaget på ett så effektivt sätt som möjligt. Däremot är det vanligt att förvärvarna i fråga har större kunskap än tidigare ledning inom det specifika område dotterbolaget agerar.

Man tror sig kunna styra bolaget mer effektivt än tidigare och uppbbringa större vinster. Det ökade hotet av att bli uppköpt och att kunna förlora sina uppdrag motiverar den befintliga företagsledningen till att arbeta mer effektivt och uppnå större avkastning, vilket i sin tur leder till ett ökat värde för aktieägarna i dotterbolaget (Chemmanur & Paelis, 2001). Givet den rena avknoppningen i form av en Spin-off förväntas möjligheten för dotterbolaget att bli uppköpt vara större i jämförelse med en Equity Carve-out. Detta till följd av att moderbolaget i en Equity Carve-out fortsättningsvis behåller majoriteten av aktierna i dotterbolaget (Chemmanur & Paelis, 2001).

### **2.2.5 Ökade incitament**

En ytterligare anledning som skapar värde för aktieägarna genom en företagsavknoppning beror på förbättrad styreffekt. Innan ett företag genomfört en avknoppning är bonussystem gentemot ledningen kopplat till hela verksamheten. Man erhåller aktieandelar i den totala verksamheten utifrån prestationen. Tiden efter att företaget ingått i en företagsavknoppning belönas företagsledningen i dotterbolaget utifrån deras egen prestation. När belöningsystemet är direkt kopplat till dotterbolagets aktiepris innebär det att man har större incitament till att sträva efter en högre avkastning. Detta leder i de flesta fall till ett ökat värde för aktieägarna (Chemmanur & Paelis, 2001).



### 2.2.6 Negativa synergier

När två företag går samman brukar anledningen vara att det finns positiva synergieffekter, vilket leder till att det fusionerade företaget besitter ett starkare värde jämfört med de separata delarna. I vissa situationer kan det dock uppkomma negativa synergier. Den nära relationen mellan moder- och dotterbolaget skapar intressekonflikter mellan de två enheterna. Att bevara samma företagsledning för de båda bolagen kan skapa eventuella konflikter mellan medlemmarna i styrelsen eftersom de kontrollerar olika proportioner av företagets aktiekapital. Detta kan resultera i att man investerar mer kapital i ett av de respektive bolagen beroende på vilket bolag man äger mest aktier i. Detta missgynnar oftast dotterbolaget i form av en Equity Carve-out.

Enligt European Commission (1999) är det främsta motivet till att genomföra en Spin-off att moderbolaget vill avverka företagsverksamhet som inte längre stämmer överens med företagets kärnverksamhet. Syftet är att radera ut funktioner för att reducera dessa kostnader och för att undvika direkta nerskärningar kopplat till dessa funktioner.

Eliminering av företagsledningens och den operationella verksamhetens ineffektivitet kan vara en av orsakerna till värdeskapande genom företagsavknoppning. En viktig bakomliggande orsak till detta värdeskapande kan vara den ökade decentraliseringen som uppstår efter en Spin-off omstruktureringen. Detta leder till att dotterbolagets företagsledning har möjlighet att reagera i ett tidigt skede vid förändringar i företagets externa miljö eftersom man inte behöver få support och godkännande av moderbolagets företagsledning (Chemmanur & Paelis, 2001). Vidare beskriver Chemmanur & Paelis (2001) att de största synergieffekterna som elimineras uppstår främst genom Spin-off till följd av Equity Carve-out.

### 2.2.7 Företagsfokus

En annan anledning till att värdeskapande uppstår är till följd av det ökade företagsfokus efter omstruktureringen gällande reduktion i storlek och olikheter av företagets tillgångar. Det tillåter företagsledningen att koncentrera sig på ett mindre företag med färre affärsinriktningar vilket leder till ökad produktivitet och förbättrad företagsprestation. Den största företagsfokuseringen uppstår efter en Spin-off eftersom olikheter och storlek av företagets tillgångar minskar till största del. Inom Equity Carve-out finns det dock troligtvis överlappningar mellan moder- och dotterbolaget vilket leder till en mindre fokusering. Detta innebär att företagsomstruktureringar gällande Spin-off i relation till Equity Carve-out ger en större förbättring ur prestationssynpunkt (Chemmanur & Paelis, 2001).





## 2.3 Lex Asea

Den främsta fördelen med Spin-off jämfört med andra former av företagsavknoppningar är att den leder till uppskjuten beskattning hos de befintliga aktieägarna som får ta del av moderbolagets utdelning. Det var i samband med sammanslagningen av ASEA och schweiziska Brown Boveri 1991 som ASEA delades upp i en ABB-del och en resterande ASEA-del, vilket ledde till beteckningen Lex ASEA. Uttrycket Lex ASEA kommer alltså från det lagrum som tillkom för att möjliggöra delningen av ASEA. Lagen gjorde det möjligt för ASEA att dela ut sitt dotterbolag Incentive utan omedelbara skattekonsekvenser för befintliga aktieägare (Berndtsson, 2000).

Lex ASEA föreligger alltså om ett dotterföretag skiljs från sitt moderföretag utan att någon förändring sker på ägarnivå. Resultatet av ombildningen blir att dotterbolaget ägs direkt av aktieägarna till moderbolaget istället för av moderbolaget. Spin-off företag som avknoppas på detta vis blev inte möjliga att genomföra förrän man lagstiftade om det 1991 och därför valde vi att fokusera denna studie på tidsperioden 1991-2001.

## 2.4 Effektiva marknader

Då tillgångars priser till fullo reflekterar all tillgänglig information är marknaden effektiv. Då kan företag, investerare och andra finansiella aktörer fatta korrekta beslut för resursallokering utifrån dessa priser. Den effektiva marknadshypotesen (EMH) innebär att aktiepriser reflekterar all tillgänglig information och är utformad av Eugene Fama, 1970. Den effektiva marknadshypotesen innebär att investeraren inte har någon fördel i att försöka förutspå avkastningen på en aktie, detta på grund av att all den information som finns publicerad är tillgänglig för alla investerare på marknaden.

En av de första klassifikationerna som gjordes av de olika nivåerna gällande marknadseffektivitet var av Fama (1970). Marknaden kan vara effektiv i tre olika nivåer baserat på vilken information som reflekteras i aktiepriset. Svag, halvstark och starkform av marknadseffektivitet förekommer.

## 2.5 Tidigare studier

I detta avsnitt skall vi studera tidigare studier av företagsavknoppningar gällande Equity Carve-out och Spin-off. De flesta studier av företagsavknoppningar har genomförts på den amerikanska marknaden och endast ett fåtal på den svenska marknaden.

**Miles & Rosenfeld (1983)**

I studien kartlägger författarna 55 frivilliga Spin-off mellan åren 1963 till 1981. Med frivillig Spin-off menas att den inte är framtvingad pga kapitalbehov. De båda författarna genomförde observationer över en 180 dagars period vid tillkännagivandet av en Spin-off. I studien beskrivs tre möjliga anledningar till att en Spin-off ökar moderbolagets värde. (1) Genom eliminering av negativa synergier som ger ett ökat framtida kassaflöde. (2) Ett större antal olika placeringsalternativ för investerarna, större valmöjlighet till att välja mellan utdelning eller kapitaltillväxt. (3) Att välfärd förflyttas från långivarna till aktieägarna.

Miles & Rosenfeldt (1983) studerade Spin-off företagens aktieavkastning 120 dagar innan avknoppningen till 60 dagar efter genomförandet. Deras studie visade att det förekommer en överavkastning på 21.1 % med ett t-värde på 4,55. Författarna klassificerade även sitt urval av företag utifrån deras storlek. De stora avknoppade dotterbolagen kännetecknades av att de hade ett eget kapital på minst 10 % relativt till moderbolagets aktiekapital, medan de mindre Spin-off företagen hade ett eget kapital mindre än 10 % relativt till moderbolagets aktiekapital. Studien visade att större Spin-offs gav högre överavkastning än små Spin-off.

**Anand M. Vih (1994)**

Artikeln visar att en del av välfärdsvinsten från finansiella beslut som innehåller förändringar i aktiekapital kommer i form av förutspådda företagsavknoppningar. Från ett urval av 113 Spin-off på den amerikanska marknaden under åren 1964 till 1990 dokumenterades en genomsnittlig överavkastning av 3 % på datumet för introduktionen av företagsavknoppningen. Författarna menar att aktieavkastningen vid detta specifika datum uppstår på grund av att moderbolaget och dotterbolagets aktier drar till sig andra investerare som föredrar att köpa de separata aktierna efter företagsavknoppningen. Studien noterar även att i aktieägarna i genomsnitt får en överavkastning på 1,5 % vid datumet för introduktionen.

**Pat Dorsey (2005)**

Pat Dorsey, skribent för den amerikanska nyhetstidningen Morningstar och dess aktieanalyser, skriver att Spin-offs är en av de få marknads ineffektiviteter som finns kvar. Pat Dorsey skrev en artikel om Spin-off företag år 2004 och har valt att studera hur dessa avknoppade dotterbolag utvecklat sina aktievärden efter ett års tid. Den genomsnittliga aktieavkastning av de 7 Spin-off företagen som Dorsey studerat har sedan introduktionen av dem som separata enheter på börsen visat en positiv avkastning. Den genomsnittliga överavkastningen gällande dessa företag är 20 % jämfört med S&P 500 på 8 %.

**Olofsson, Wallgren & Öhlin (1999)**

Vid Nationalekonomiska institutionen vid Handelshögskolan i Göteborg har tidigare studenter behandlat Spin-off effekten på den svenska aktiemarknaden genom en C-uppsats i Finansiell Ekonomi. De har studerat ”rena Spin-offs” gjorda i Sverige från det att Lex Asea tillkom år 1991 fram till och med året 1998. Man har valt att studera hur moderbolagets aktiepris förändras vid tillkännagivandet av en Spin-off över en 10 dagars period. Resultatet visar att ett företags marknadsvärde ökar i genomsnitt när det avknoppar ett dotterbolag genom att göra en Spin-off. Den totala överavkastningen har de uppskattat till 8,3 %.

**Krishnaswami & Subramaniam (1996)**

Författarnas studie analyserade betydelsen av asymmetrisk information och dess inverkan på de vinster som är anslutna till Spin-off företag. De argumenterar för att en Spin-off reducerar informationsasymmetrin på marknaden om förväntade kassaflöden och operationell effektivitet inom företagets olika divisioner. Därför skall ett företag som är undervärderat på grund av informationsasymmetri leda till en ökning av företagsvärdet efter en företagsavknoppning.

Författarna fann att företag som använde sig av avknoppningar hade en högre grad av informationsasymmetri före företagsavknoppningen i jämförelse med storleksmässigt likvärdiga företag i den bransch de verkar i som inte genomgått några avknoppningar. Vidare visade deras undersökning att en Spin-off minskade det informationsproblem som fanns inom företagen. De fann ett tydligt samband hos de företag som gav en positiv överavkastning vid tillkännagivandet av en Spin-off och deras tidigare höga grad av asymmetrisk information. Den positiva överavkastningen stärktes ytterligare av att de studerade företagen hade mindre negativa synergier mellan sina företagsdivisioner.

Författarna fann även att företag med stora tillväxtpotentialer och med behov av kapital i stor utsträckning använder sig av Spin-off omstrukturering, även om denna avknoppningsform inte genererar något nytt kapital vid tidpunkten för en Spin-off. Studien noterade att de företag som använt sig av en Spin-off ökat sin anskaffning av kapital de följande åren. Vi kan konstatera att det finns ett flertal olika motiv till varför ett moderbolag genomför en Spin-off av ett specifikt dotterbolag, och att de effekter som man vill se sig uppnå bör ge en högre aktieavkastning i framtiden. Med stöd av bakomliggande teori samt tidigare forskning formulerar vi hypotes I.

**Hypotes I: Ett Spin-off företag ger överavkastning i förhållande till valt index.**

**Vikram Nanda (1991)**

Denna studie undersöker Equity Carve-out på den amerikanska marknaden. Marknaden anser att ett tillkännagivande av en Equity Carve-out är goda nyheter för värdet på de existerande aktierna i moderbolaget, till skillnad från andra metoder för att anskaffa kapital på den finansiella marknaden. Studien visar att företag som väljer Equity Carve-out framför en Spin-off är de företag som vanligtvis är undervärderade av marknaden.

**Allen, W. Jeffrey, McConnell, J. John (1998)**

Även denna studie inriktar sig på att studera företagsavknoppningar gjorda genom en Equity Carve-out på den amerikanska marknaden. Studien finner att företag som väljer en Equity Carve-out har högre skuldsättningsgrad, lägre räntetäckningsgrad och lägre räntabilitetsmått i jämförelse med liknande företag i samma bransch. Vidare visade studien att den genomsnittliga avkastningen på aktiepriset vid tillkännagivandet av en Equity Carve-out är utmärkande större när kapital anskaffas för att betala till långivarna eller till aktieägarna än när kapitalet behålls för att investeras i företaget.

**Curt Scheutz (1988)**

Curt Scheutz, docent vid Stockholms universitet, är författare till boken Företagsfissioner som behandlar avknoppningar till Stockholms fondbörs och OTC-marknaden. I boken beskriver han att tidigare studier genomförts av Lindell och Ranta (1988) där man analyserat enskilda avknoppningar beträffande initial överavkastning vid information om avknoppning samt noteringsdagen. Studien visade positiv signifikant överavkastning vid informationstillfället och positiv men ej signifikant överavkastning vid noteringsdagen.

Scheutz (1988) anser dock att det vore intressant att undersöka överavkastning och därmed marknadsvärdet även på längre sikt. Han har därför valt att genomföra en genomsnittlig avkastningsstudie på samtliga avknoppningar under perioden 1983-84. Eftersom denna studie genomförts innan Lex Asea tillkom 1991 och möjliggjorde rena spin-off avknoppningar innefattar studien endast Equity Carve-out företag. Vidare har Scheutz (1988) jämfört Equity Carve-out företagen med samtliga traditionella introduktioner under samma period. Studien visar att den genomsnittliga överavkastningen på samtliga avknoppningar till börsen är 34 % men att traditionella introduktioner till börsen ger en överavkastning på 45 %. Detta kan möjligen förklaras av att en mer försiktig introduktionskurs satts för de traditionella. Med stöd utifrån dessa tidigare studier formulerar vi hypotes II.

**Hypotes II: Ett Equity Carve-out företag ger överavkastning i förhållande till valt index.**

**Michaely & Shaw (2002)**

Roni Michaely och Wayne H. Shaw är två professorer inom finansiering och redovisningsområdet som forskat kring de motiv som driver företag att välja antingen Spin-off eller Equity Carve-out som avknoppningsmetod. Deras tester undersöker även vilken avkastning de båda företagsavknoppningarna genererar för moderbolaget samt det avknoppade dotterbolaget.

Resultatet av deras undersökningar visade en negativ avkastning efter de studerade företagens avknoppningar. Man studerade 4 tidsintervall efter genomförda avknoppningar, 10dagar-60dagar-ett halvår-2 år, och samtliga resultat visade på en negativ avkastning. Två år efter avknoppningen hade Spin-off företagen underpresterat aktiemarkanden med 59.13 % jämfört med – 20,19 % avkastning för Equity Carve-out företag. Skillnaderna var signifikanta på 1% nivån. Deras hypotesprövning fastställde även att större företag med hög lönsamhet oftare väljer att knoppa av sin verksamhet genom en Equity Carve-out. Deras tester noterade även att moderbolag som knoppar av sina verksamheter genom en Spin-off minskar sina skuldnivåer vid fissions tidpunkten, troligtvis på grund av att man överför skulderna till Spin-off företaget.

De båda forskarna kan inte finna några starka bevis för att företag med behov av likvida medel väljer att genomföra en Equity Carve-out. Kassafördet hos moderbolaget visar sig inte vara onormalt lågt innan företagsavknoppningen och avkastningen på tillgångarna hos moderbolaget ger inte någon signifikant förbättring åren efter avknoppningen. Studien vill fastslå att dotterbolag som kommit till ur en Equity Carve-out bär mindre risk, har en lägre skuldnivå jämfört med Spin-off företag och genererar en högre avkastning gentemot aktieägarna. Man anser därför att en Equity Carve-out är ett mer attraktivare investeringsbeslut för aktörer på aktiemarknaden.

Utifrån Michaely & Shaw (2002) studie vill vi formulera hypotes III. Vi vill studera om det finns en signifikant skillnad mellan de båda fissionsmetoderna gällande det avknoppade dotterbolagets aktieutveckling. Med utgångspunkt utifrån vad teorin säger om de båda avknoppningsmetoderna vill vi pröva vilken metod som ger den högsta avkastningen.

**Hypotes III: Ett Spin-off företag ger högre avkastningen än ett Equity Carve-out företag i förhållande till valt index.**



## 3. Metod

### 3.1 Vetenskapligt tillvägagångssätt

Vi skall i denna uppsats kritiskt undersöka alla påståenden och alla iakttagelser och endast stödja oss på de fakta som vi kan säkerställa med rimlig sannolikhet, detta enligt ett positivistiskt synsätt. Vi ska sedan analysera fakta logiskt för att komma fram till slutsatser. Fakta ska kvantifieras, behandlas statistiskt så att vi kan dra generella slutsatser av dem. (Thurén, 1992).

” Vetenskap söker efter sanningar, att försöka ta reda på hur det förhåller sig i verkligheten. Jämsides med att forskare söker efter sanningar går vetenskapen alltid framåt, eller i alla fall förändras. Dessa förändringar innebär inte bara att man tillägger ny fakta till kunskapsbygget utan också att gamla åsikter förkastas” (Thurén, 1992).

Man brukar tala om två vetenskapliga huvudinriktningar positivism och hermeneutik. Positivisterna vill gärna tro på absolut kunskap, medan hermeneutiker ofta har mer förståelse för relativistiska tankegångar. Positivismen ursprung kommer från ett gammalt västerländskt tänkande och syftar till att man vill bygga på positiv, det vi säga säker kunskap. Enligt positivisterna har vi människor två källor till kunskap, det vi kan iaktta med våra sinnen och det vi kan räkna ut med vår logik.

#### 3.1.1 Deduktiv eller Induktiv förhållningssätt

Det finns två olika sätt att komma fram till sin slutsats och hur man bearbetar sin teori, nämligen utifrån induktiv och deduktiv metod. Den deduktiva metoden innebär att man utgår från befintlig teori och genom empiriska undersökningar testar om man kan stärka eller försvaga tilliten till teorin. Med en induktiv metod dras istället slutsatser från befintlig empirisk fakta. Den insamlade datan behandlas med begrepp samt modeller av den befintliga teorin som leder fram till slutsatser om verkligheten (Gunnarsson, 2004).

Positivisterna kombinerar den induktiva och deduktiva metoden vilket leder till en hypotetisk-deduktiv metod. Detta innebär att man växlar mellan teoretiska resonemang och studier av verkligheten, dvs. att man utifrån teorin deduktivt härleder hypoteser som prövas empiriskt med vetenskapliga metoder (Thurén, 1992).

Vi formar våra hypoteser utifrån teorin som vi sedan prövar med tester på befintlig aktiedata. Därefter försöker vi finna förklaringar till resultatet utifrån teorin för att kunna dra generella slutsatser.



### 3.1.2 Kvantitativ eller kvalitativ undersökning

I denna uppsats har vi använt oss av en kvantitativ undersökning eftersom vi tillhandahållit en stor mängd historisk aktiedata från den svenska aktie databasen Six Trust. Genom statistiska beräkningar behandlas historiska aktiedata för att kunna dra slutsatser kring våra hypoteser.

Inom samhällsvetenskaplig forskning brukar det skiljas på två huvudmetoder, nämligen kvalitativ och kvantitativ metod. Skillnaderna dem emellan är främst huruvida information bearbetas samt huruvida siffror och statistik används. Vid valet av metodisk angreppssätt är det undersökningsproblemet som styr om det är en kvalitativ eller kvantitativ metod som skall användas (Gunnarsson, 2004).

Med kvalitativa metoder vill man beskriva samt skapa en djupare förståelse av det område som ska studeras. De kvalitativa data som samlas in och sammanställs är ofta av mjukare karaktär och kan t.ex. utgöras av värderingar och attityder (Gunnarsson, 2004). Kvantitativa metoder behandlar ofta stora mängder data, den uttrycks i siffror och avser därmed att mäta någonting. För att bearbeta data används ofta statistiska modeller och därefter görs vanligtvis jämförelser och generaliseringar för att kunna dra slutsatser. Kvantitativa metoder har sin styrka främst i att de kan förklara olika företeelser och genom statistiska tekniker även göra generaliseringar (Gunnarsson, 2004).

### 3.1.3 Primärdata och Sekundärdata

När man genomför en undersökning samlas data in för att sedan behandlas. Man skiljer på två former av data, primärdata och sekundärdata. För att skapa en teoretisk referensram används redan befintligt material som böcker, artiklar och rapporter, dvs. sekundärdata. Genom att denna information är insamlad utifrån ett annat syfte än vad som ligger till grund för vår undersökning är det viktigt att utvärdera sekundärdata så att den är relevant, korrekt, aktuell och objektiv. Primärdata består av råmaterial som fungerar som empiri i undersökningen. Råmaterialet ser olika ut utifrån syftet med uppsatsen, det kan vara enkäter, intervjuer samt osorterad och obearbetad statistik (Patel, 2003).

Denna uppsats primär data består av historisk aktiedata som är hämtad från den svenska databasen Six Trust. Därefter används sekundärdata för att beskriva, tolka och analysera den primära datan.



### 3.2 Källkritik

Syftet med källkritik är att bestämma om källan mäter det den avser att mäta, det vill säga om den är giltig samt om källan är väsentlig för frågeställningen, det vill säga om den är relevant (Holme & Solvang, 1997).

För att få tillförlitligt material till vår uppsats har vi granskat de framtagna källorna. För att vara säkra på att de uppgifter som använts i uppsatsen varit korrekta har i de fall vi ansett det nödvändigt sökt upp den primära källan för att intyga uppgifterna och deras aktualitet.

### 3.3 Urvalsdiskussion

Vi har tillhandahållit en sammanställning av Mattias Hamberg vid Handelshögskolan i Göteborg över alla företagsavknoppningar som genomförts på Stockholmsbörsen mellan åren 1982-2001. Vi har valt att mäta aktievärdets överavkastning på avknoppade företag under perioden 1991-2001. Eftersom vi har som avsikt i denna uppsats att beskriva om det finns några skillnader mellan de två grupper av företagsavknoppningar som i teorin benämns Spin-off respektive Equity Carve-out förefaller den valda perioden mellan åren 1991-2001 som den enda möjligheten.

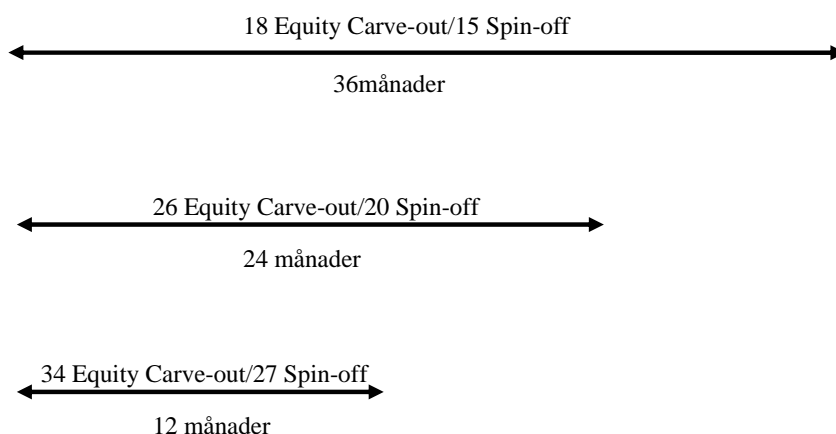
Efter att varit i kontakt med Curt Scheutz, docent i finansiering vid Stockholms universitet och författare till boken *Företagsfissioner*, tillhandhöll vi information som ligger till grund för vår uppdelning av de avknoppade företagen mellan åren 1982-2001. Scheutz bekräftade att efter den nya skattelagstiftningen gällande Lex Asea som tillkom 1991 blev det tillåtet för svenska börsnoterade företag att genomföra en Spin-off, något som inte varit tillåtet tidigare. Därmed kunde Scheutz bekräfta vårt antagande att alla företagsavknoppningar som gjorts mellan åren 1982-1990 bestod av Equity Carve-outs.

De resterande företagen i urvalet mellan åren 1991-2001 har fördelats i Spin-off respektive Equity Carve-out, med hjälp av information tagen från databasen Affärsdata. Eftersom de båda företagsavknoppningarna skiljer sig markant emellan gällande hur uppdelningen sker kunde vi utan tvivel läsa oss till vilken metod företagen använt sig av vid datumet för avknoppningen. Mellan tidsperioden 1991-2001 har det genomförts 73 avknoppningar på Stockholmsbörsen, varav 37 är Spin-off samt 36 är Equity Carve-out. För att få en korrekt undersökning statistiskt sett väljer vi att studera företag som inte faller bort under de perioder vi studerar. Vi har valt att studera de avknoppade företagens aktieutveckling mellan åren 1991 – 2001. Efter att företagen introducerats på





Stockholmsbörsen väljer vi att studera respektive företags aktieutveckling 12, 24 samt 36 månader efter tillträdes datum. När vi genomför dessa tester får vi dock ett bortfall av företag eftersom de företag vi undersöker, inte befinner sig på stockholmsbörsen under 12, 24 eller 36 månader. Många företag som finns med i första urvalsgruppen 12 månader försvinner därefter och finns därmed inte med när vi genomför tester på 24 respektive 36 månader.



För att man ska kunna utnyttja den information som man samlat in för att få svar på sina frågeställningar måste den obearbetade informationen göras om. När man lägger upp en undersökning på detta sätt får man alltid ett visst bortfall. Innan man börjar med analysen bör man undersöka om dessa bortfall av enheter och variabler har ett samband och är systematiskt (Holme & Solvang, 1997).

I vår undersökning av företagsavknoppningar mellan 1991-2001 finner vi att 12 företag av 73 totalt inte finns med i våran undersökning över huvudtaget. Dessa företag blir uppköpta eller går i konkurs inom 12 månader. Vi har inte sett något samband med de företag som försvinner eller att bortfallen sker systematiskt som skulle påverka undersökningen.



### 3.4 Metod

För att mäta aktievärdets överavkastning gällande Spin-off och Equity Carve-out samt skillnaden mellan de båda avknopningsformernas avkastning används Affärs världens general index (AFGX) i beräkningarna. AFGX är ett mycket brett index som mäter den genomsnittliga kursutvecklingen på Stockholmsbörsen.

För att beräkna ett företags Abnormal Return (AR = överavkastning) på månadsbasis använder vi oss av följande uträkning.

$$AR = R_{it} - R_{mt}$$

$R_{it}$  = Faktisk avkastning för företaget  $i$  sista datumet varje månad  $t$  (beräknat som den procentuella skillnaden mellan månadens och föregående månads stängningskurs).

$$R_{it} = (P_{it} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

$R_{mt}$  = avkastningen för marknadsportföljen ( $I$  =index) sista datumet i månaden  $t$  (beräknat som den procentuella skillnaden mellan månadens och föregående månads stängningskurs).

$$R_{mt} = (I_{it} - I_{i,t-1}) / I_{i,t-1}$$

För varje månad under de perioder vi studerar beräknar vi ett genomsnittligt  $AR_t$  i vårt urval av företag enligt följande formel.

$$\overline{AR} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N AR_{it}$$

$N$  = antalet företag i urvalet

För att få ett sammanlagt värde för det genomsnittliga  $AR_t$  över 12, 24 respektive 36 månader efter att företagen knoppats av och kunna åskådliggöra detta resultat i diagramform beräknar vi Cumulative Abnormal Return (CAR).

$$CAR_t = \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

### 3.5 Statistisk metod

Därefter görs en hypotesprövning genom ett t-test av den genomsnittliga  $CAR_t$  som förekommer för de båda företagsavknoppningarna, Spin-off samt Equity Carve-out. För att vi skall kunna uttala oss om den statistiska signifikansen av den genomsnittliga  $CAR_t$  behöver vi beräkna ett t-värde. Ett ensidigt t-test använder vi oss av när vi beräknar den statistiska signifikansen över en 12, 24 respektive 36 månader. För att kunna beräkna urvalets t-värde krävs att vi först beräknar urvalets standardavvikelse.

$$t = \frac{\bar{X} - \mu_0}{S / \sqrt{n}} \qquad S = \sqrt{\sum \frac{(X - \bar{X})^2}{n-1}}$$

Därefter studeras om ett Spin-off företag ger högre avkastning jämfört med ett Equity Carve-out företag. Ett ensidigt t-test genomförs över 12, 24 samt 36 månader.

$$t = \frac{(\bar{X}_1 - \bar{X}_2) - d_0}{\sqrt{S_p^2 \left( \frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}} \qquad S_p^2 = \frac{(n_1 - 1)S_1^2 + (n_2 - 1)S_2^2}{n_1 + n_2 - 2}$$

Efter att beräknat den genomsnittliga avkastningen för Spin-off samt Equity Carve-out med hjälp av AFGX har även genomförts studier utifrån de specifika branscher som företagen befinner sig i. Därmed har en uppdelning gjorts av det urval av företag som studerats över 12, 24 samt 36 månader. Företagen har varit verksamma i 4 olika branscher, Tillverknings-, Service-, Finans- samt IT-bransch.

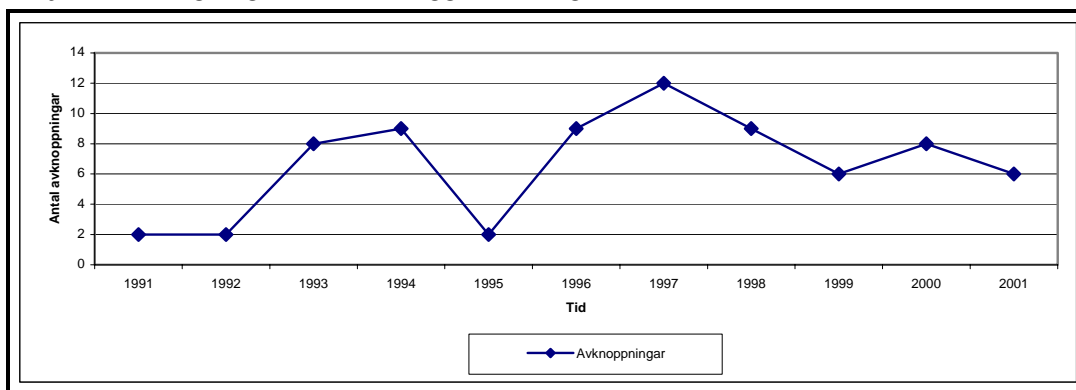
De branschindex som har använts i våra beräkningar har hämtats ifrån databasen Six Trust. Efter att ha varit i kontakt med Six Trust erhöll vi en total sammanställning över alla branschindex. Därefter valdes att studera tillverknings- och servicebranschen eftersom vi inom dessa två branscher fick ett urval av företag för att genomföra en statistisk säkerställd undersökning. Inom dessa två branscher kunde även genomföras tester på de avknoppade företagen över 12, 24 samt 36 månader efter fissionstillfället.

## 4. Resultat

I resultatkapitlet presenteras den empiriska studien som vi har genomfört gällande företagsavknoppningar. Resultatet är uppdelat i två olika perioder som sträcker sig över 36 respektive 12 månader. Inom dessa perioder fördelas det totala urvalet av företagsavknoppningar i två grupper, Equity Carve-out och Spin-off.

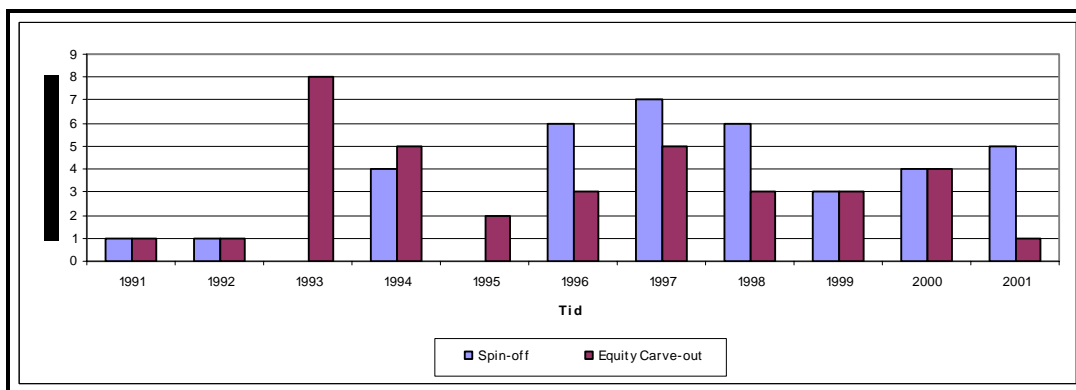
Mellan åren 1991 – 2001 har 73 avknoppningar genomförts på Stockholmsbörsen. En fördelning har gjorts mellan Equity Carve-out och Spin-off över åren beroende på det nyintroducerade dotterbolagets introduktions datum på Stockholmsbörsen.

Antalet avknoppningar per år för det totala urvalet beror förmodligen på konjunktursvängningar, vilket vi anser kan bero på att antalet avknoppningar ökar under uppgångsfasen och avtar under nedgångsfasen i konjunkturcykeln. Dessa konjunktursvängningar kan åskådliggöras i diagram 1.



**Diagram 1**

Antal avknoppningar fördelade på Equity Carve-out och Spin-off, under perioden 1991 – 2001.



**Diagram 2**

Beräknad medellivslängden för Equity Carve-out och Spin-off, perioden 1991 – 2001, är 46 månader respektive 38 månader.

## 4.1 Hypotesprövning över 12, 24 samt 36 månader i förhållande till AFGX

För att kunna genomföra vår hypotesprövning för de två avknoppningsmetoderna har vi beräknat den genomsnittliga Abnormal Return (AR) för varje månad, därefter beräknat Cumulative Abnormal Return (CAR) för 12, 24 samt 36 månader efter att företagen avknoppats.

I diagram 3, 4 och 5 kan vi studera den totala aktieavkastningen i förhållande till affärsvärldens general index (AFGX), för de Spin-off och Equity Carve-out företag som finns i vår urvalsgrupp under de första 12, 24 samt 36 månader efter avknoppning. En uppdelning över företagen ges i appendix 1.

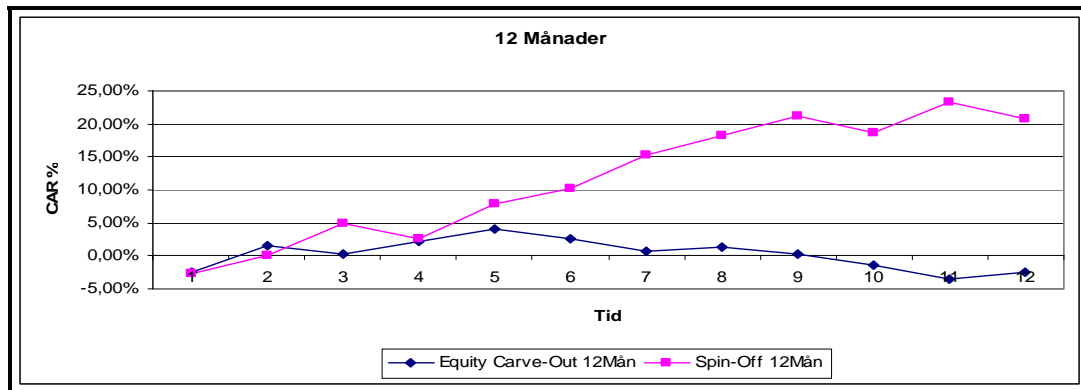


Diagram 3

I diagram 3 ser vi tydliga skillnader mellan de båda avknoppningsmetodernas avkastning. De 27 Spin-off företag som studerats från det datumet de introducerades på Stockholmbörsen och 12 månader framåt gav en högre avkastning än de 34 Equity Carve-out företag vi jämfört med. Utifrån diagram 3 kan enkelt utläsa att Spin-off företagen ger en överavkastning i förhållande till AFGX. Detta måste dock säkerhetsställas genom t-test.

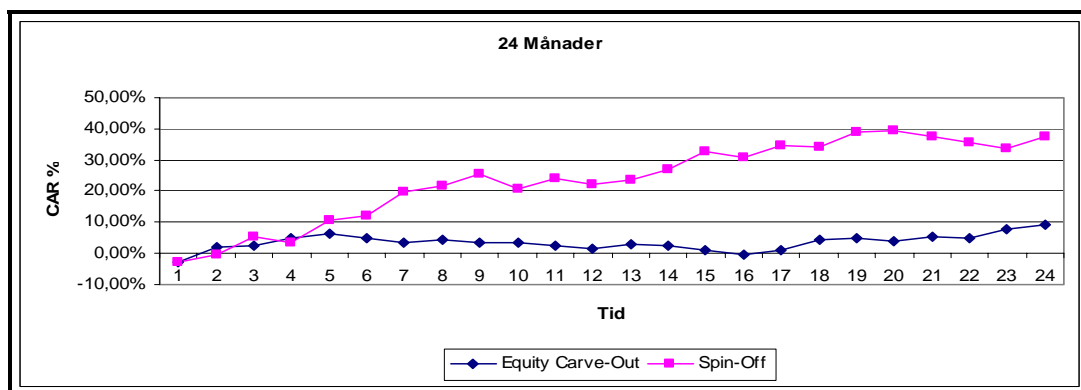
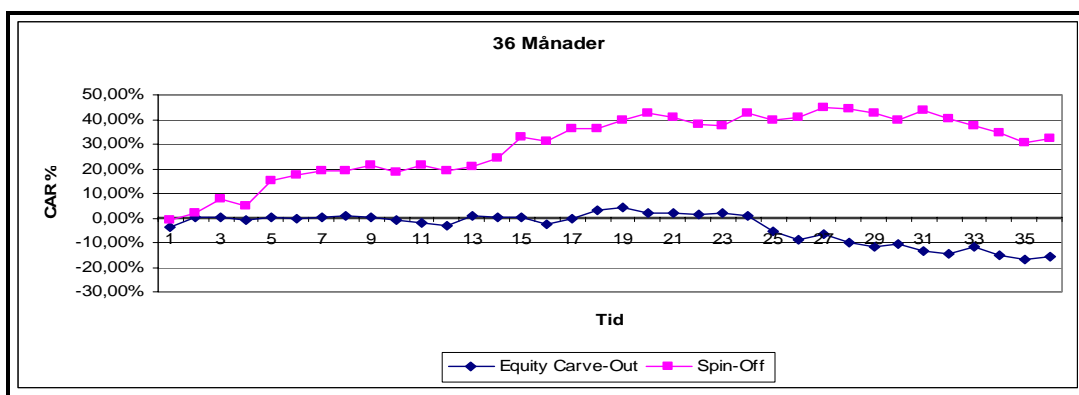


Diagram 4

I diagram 4 ser vi att de båda avknopningsmetodernas avkastning skiljer sig åt även när vi studerat företagen under 24 månader.

De 20 Spin-off företag som studerats från det datumet de introducerades på Stockholmbörsen och 24 månader framåt gav en högre avkastning i förhållande till de 26 Equity Carve-out företag man jämfört med. Vi kan ur diagram 4 utläsa att Spin-off företagen ger en överavkastning i förhållande till AFGX. Den största skillnaden när vi jämför 12 månader med 24 månader är att de 26 Equity Carve-out företagen ger en högre avkastning under 24 månader. Detta måste dock prövas genom t-test.



**Diagram 5**

I diagram 5 fortsätter trenden när de båda avknopningsmetodernas avkastning studeras under 36 månader. Spin-off respektive Equity Carve-out företagen skiljer sig åt även när vi studerat dem över 36 månader.

De 15 Spin-off företag som studerats från det datumet de introducerades på Stockholmbörsen och 36 månader framåt gav en högre avkastning jämfört med de 18 Equity Carve-out företag som ingått i undersökningen. Den största skillnaden när vi jämför 36 månader med 12 respektive 24 månader är att de 18 Equity Carve-out företagen ger en kraftig negativ avkastning mellan 24 och 36 månader i diagram 5. Detta måste dock säkerhetsställas genom t-test.

De hypotestester som gjorts över 12, 24 samt 36 månader har prövats med ett 95 % konfidensintervall och värdena av t-testerna sammanfattas i tabell 1-3.

	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	2,056	0,091	4,483
Hypotes II	2,042	0,023	0,398
Hypotes III	2,000	0,004	4,245

**Tabell 1( 12 månader)**



	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	2,093	0,129	9,006
Hypotes II	2,060	0,025	6,849
Hypotes III	2,021	0,009	7,534

**Tabell 2( 24 månader)**

	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	2,145	0,130	13,547
Hypotes II	2,110	0,063	-3,592
Hypotes III	2,042	0,010	13,766

**Tabell 3( 36 månader)**

### **Hypotes I**

Hypotes I säger att ett Spin-off företag ger en överavkastning i förhållande till AFGX. Utifrån det beräknade t-värdet kan vi acceptera denna hypotes på grund av att t-värdet ligger utanför normalfördelningskurvens kritiska t-värde. En avknoppning gjord genom en Spin-off över 12, 24 samt 36 månader ger överavkastning i förhållande till AFGX.

### **Hypotes II**

Hypotes II säger att ett Equity Carve-out företag ger en överavkastning i förhållande till AFGX. Eftersom vi inte får entydiga svar på denna fråga utifrån de t-tester vi genomfört över 12, 24 samt 36 månader så kan vi inte ge ett entydigt svar. De 12 första månaderna efter att ett Equity Carve-out företag knoppats av ger företagen ingen överavkastning på grund av att beräknat t-värde ligger inom normalfördelningskurvan. Vi kan istället acceptera nollhypotesen.

När vi däremot studerar färre Equity Carve-out företag över 24 månader i förhållande till 12 månader kan vi acceptera hypotes II eftersom t-värdet ligger utanför normalfördelningskurvens kritiska t-värde. Företagen ger en överavkastning i förhållande till AFGX över 24 månader.

Slutligen har t-tester gjorts på Equity Carve-out företagen som ännu finns kvar på Stockholmsbörsen efter 36 månader. Företagen är nu ännu färre och visar över 36 månader en negativ utveckling i förhållande till AFGX. Equity Carve-out företagen ger ingen överavkastning och vi kan därmed acceptera nollhypotesen.

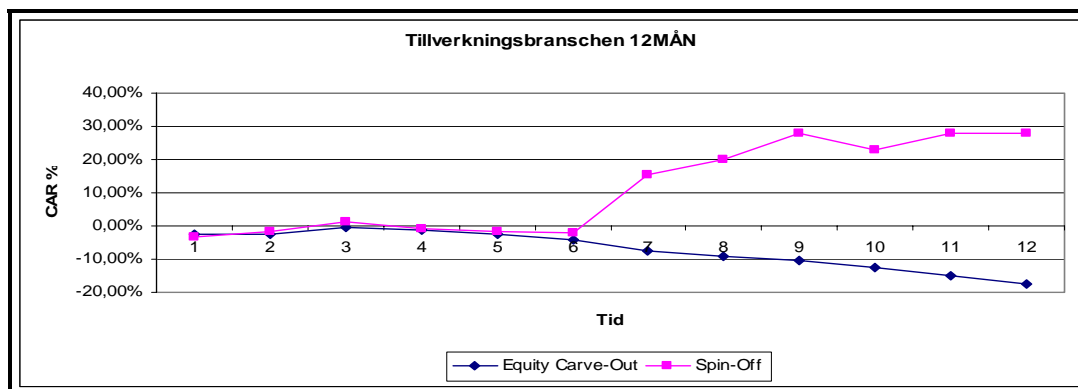
### **Hypotes III**

Hypotes III innebär att ett Spin-off företag ger högre avkastning i förhållande till ett Equity Carve-out företag när vi jämför de båda avknoppningsmetoderna med AFGX.

Utifrån de beräknade t-värdena kan vi acceptera denna hypotes på grund av att vi får ett stort positivt t-värde som ligger utanför normalfördelningskurvans kritiska t-värde när vi jämför de båda avknopningsmetoderna över 12, 24 samt 36 månader. Vad vi kan utläsa utifrån t-värdena är att skillnaden gällande de båda avknopningsmetodernas avkastning är som störst när vi jämför företagen över 36 månader. Spin-off företagen ger en högre långsiktig avkastning i förhållande till Equity Carve-out företagen.

## 4.2 Hypotesprövning över 12, 24 samt 36 månader jämfört med Industriindex

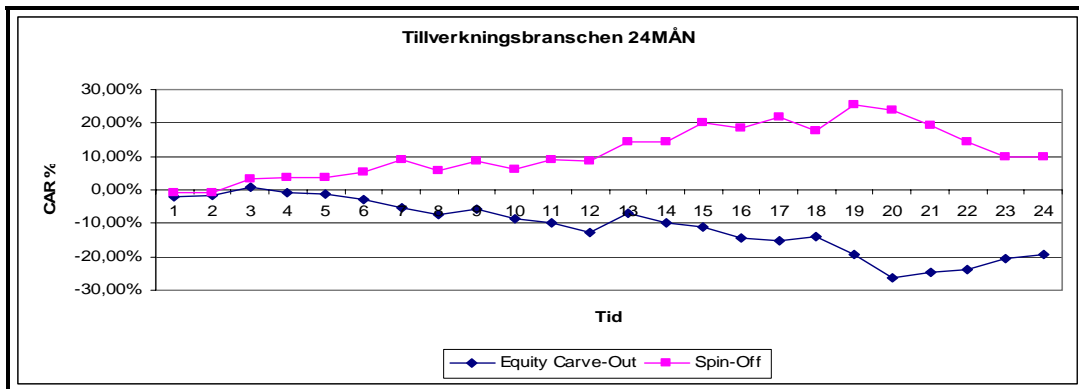
För att kunna genomföra vår hypotesprövning för de två avknopningsmetoderna har vi beräknat den genomsnittliga Abnormal Return (AR) för varje månad, därefter beräknat Cumulative Abnormal Return (CAR) för 12, 24 respektive 36 månader efter att företagen knoppats av i förhållande till industriindex (AFIN).



**Diagram 6 (12månader)**

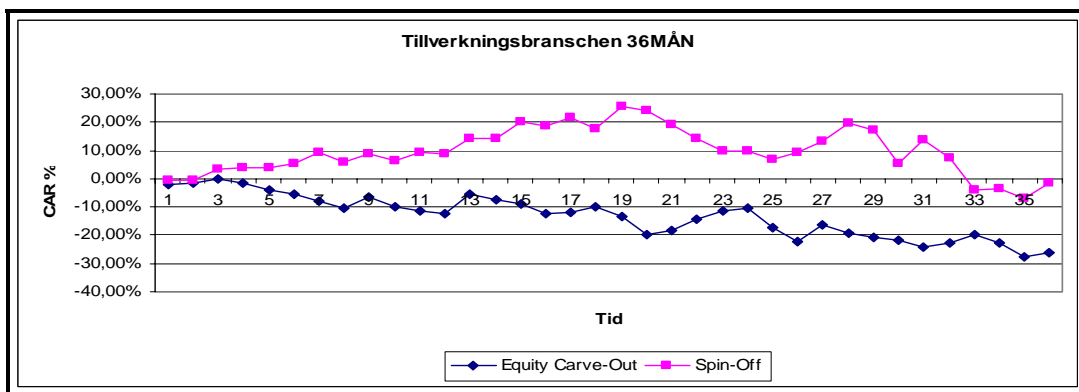
I diagram 6 kan vi studera den totala avkastningen i förhållande till index för industribranschen (AFIN) för de 9 Spin-off- och 16 Equity Carve-out företag som finns i vår urvalsgrupp över en 12 månader. Vi kan tydligt se att de båda fissionsmetoderna skiljer sig åt efter 6 månader i diagrammet. En uppdelning av företagen ges i appendix 2.





**Diagram 7 (24 månader)**

Diagram 7 ger oss en liknande utveckling som gavs över 12 månader. De 6 Spin-off företag som jämförts med 16 Equity Carve-out företag i förhållande till AFIN ger en mycket högre avkastning över 24 månader.



**Diagram 8 (36 månader)**

Diagram 8 är inget undantag i förhållande till 12 samt 24 månader. 6 Spin-off företag fortsätter att ge den högsta avkastningen i förhållande till de 12 Equity Carve-out företagen vi jämför med. Utvecklingen är därefter sådan att ett Spin-off företag inom tillverkningsbranschen ger sämre resultat i slutet av de 36 månaderna. Det är första tillfället då de hamnar under AFIN index.

De hypotestester som gjorts över 12, 24 samt 36 månader har prövats med ett 95 % konfidensintervall och värdena av t-testerna sammanfattas i tabell 4-6.

	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	2,306	0,1365	2,825
Hypotes II	2,131	0,0577	-4,28
Hypotes III	2,069	0,0110	4,269

**Tabell 4 (12 månader)**



	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	2,571	0,076	7,350
Hypotes II	2,160	0,081	-6,600
Hypotes III	2,101	0,006	9,842

**Tabell 5 (24 månader)**

	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	2,571	0,082	7,095
Hypotes II	2,201	-0,098	-10,490
Hypotes III	2,120	0,006	12,336

**Tabell 6 (36 månader)**

### **Hypotes I**

Hypotes I säger att ett Spin-off företag ger en överavkastning i förhållande till AFIN. Utifrån det beräknade t-värdet kan vi acceptera denna hypotes på grund av att t-värdet ligger utanför normalfördelningskurvens kritiska t-värde. En avknoppning gjord genom en Spin-off i ett tillverkningsföretag över 12, 24 samt 36 månader ger överavkastning i förhållande till AFIN.

### **Hypotes II**

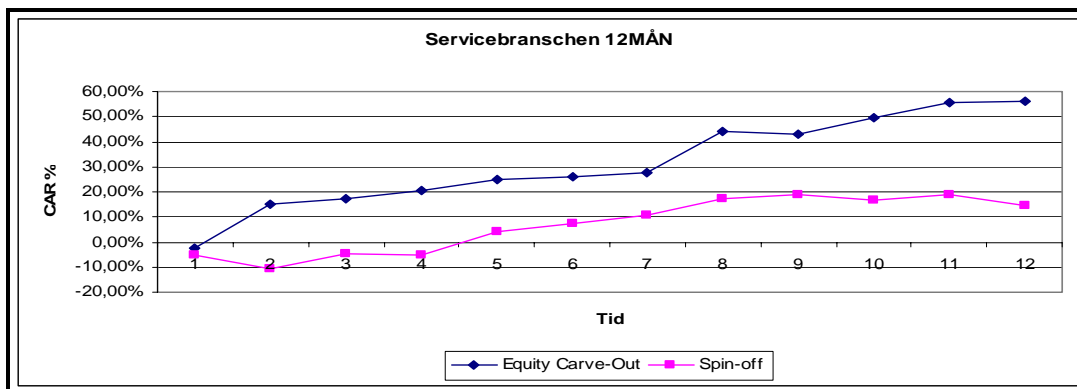
Hypotes III säger att ett Equity Carve-out företag ger en överavkastning i förhållande till AFIN. T-testerna talar klarspråk. Ett Equity Carve-out företag ger ingen överavkastning under de 12, 24 samt 36 månader vi undersökt efter att företaget avknoppats och introducerats på Stockholmbörsen. Vi kan istället acceptera nollhypotesen eftersom t-testerna visar att värdena inte ligger utanför det kritiska t-värdet.

### **Hypotes III**

Hypotes III innebär att ett Spin-off företag ger högre avkastning i förhållande till ett Equity Carve-out företag när vi jämför de båda avknoppningsmetoderna med AFIN. Utifrån det beräknade t-värdet kan vi acceptera denna hypotes på grund av att värdet ligger utanför normalfördelningskurvan kritiska t-värde. Ett Spin-off företag inom tillverkningsbranschen ger en högre överavkastning jämfört med en Equity Carve-out företag över de 12, 24 samt 36 månader vi studerat.

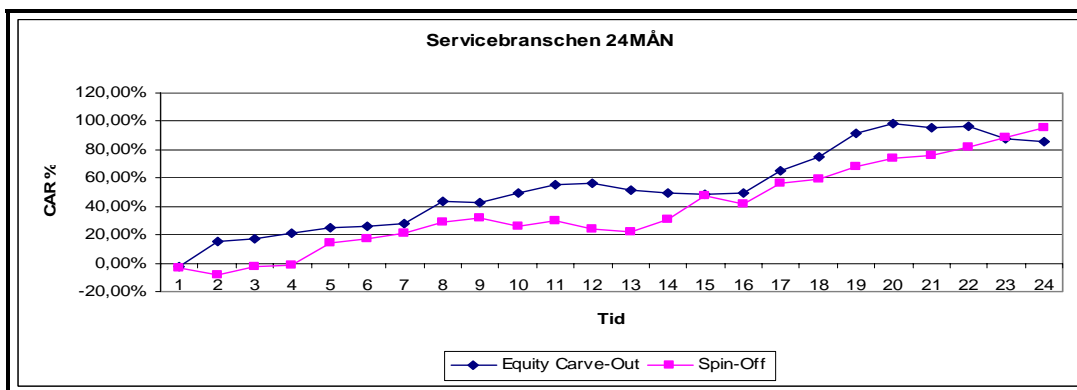
### 4.3 Hypotesprövning över 12, 24 samt 36 månader jämfört med Serviceindex

För att kunna genomföra vår hypotesprövning för de två avknopningsmetoderna har vi beräknat den genomsnittliga Abnormal Return (AR) för varje månad, därefter beräknat Cumulative Abnormal Return (CAR) för 12, 24 respektive 36 månader efter att företagen knoppats av i förhållande till serviceindex (AFTJ)



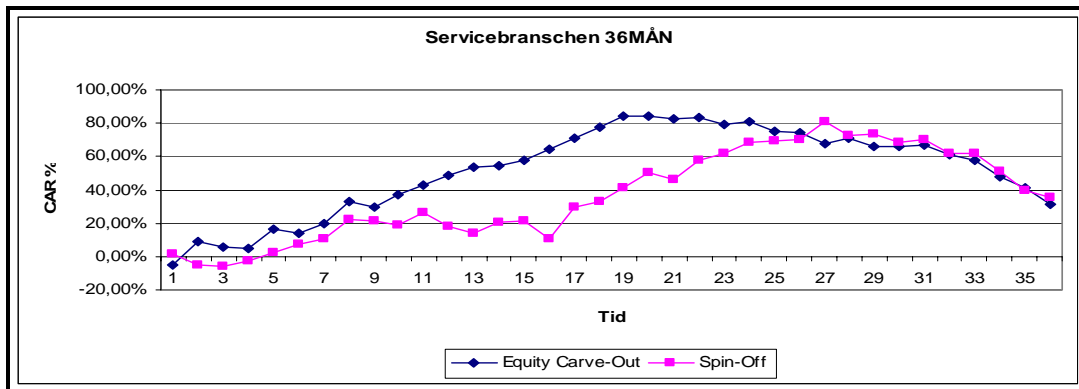
**Diagram 9**

I diagram 9 ser vi att de 5 Equity Carve-out företag som studerats ger en högre avkastning jämfört med de 5 Spin-off företagen som finns i vår urvalsgrupp över 12 månader. Man kan även utläsa ur diagrammet att Equity Carve-out företagen ger en genomsnittlig överavkastning under perioden. Detta säkerställs därefter utifrån ett t-test.



**Diagram 10**

När vi sedan studerar de båda avknopningsmetoderna över 24 månader så ser vi att 4 Spin-off- samt 5 Equity Carve-out företag ger en hög avkastning i förhållande till servicebranschens index, AFTJ.



**Diagram 11**

Diagram 11 är inget undantag i förhållande till 12 samt 24 månader. 3 Equity Carve-out företag fortsätter att ge den högsta avkastningen i förhållande till de 3 Spin-off företagen vi jämför med. De båda avknopningsmetoderna ger dock en negativ utveckling efter dryga två år.

De hypotestester som gjorts över 12, 24 samt 36 månader har prövats med ett 95 % konfidensintervall och värdena av t-testerna sammanfattas i tabell 7-9.

	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	2,776	0,109	2,190
Hypotes II	2,776	0,182	5,997
Hypotes III	2,306	0,022	-4,020

**Tabell 7 (12 månader)**

	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	3,182	0,305	6,16
Hypotes II	2,776	0,290	6,330
Hypotes III	2,365	0,090	-1,695

**Tabell 8 (24 månader)**

	Kritiska t-värden 95% KI	Std.avvikelse	t-värden
Hypotes I	4,303	0,270	8,260
Hypotes II	4,303	0,260	11,830
Hypotes III	2,776	0,070	-2,380

**Tabell 9 (36 månader)**

**Hypotes I**

Hypotes I säger att Spin-off företag ger en överavkastning i förhållande till AFTJ. Utifrån det beräknade t-värdet kan vi inte acceptera denna hypotes över 12 månader på grund av att t-värdet ligger innanför normalfördelningskurvens kritiska t-värde. En



avknoppning gjord genom en Spin-off i ett serviceföretag över 24 samt 36 månader ger dock överavkastning i förhållande till AFTJ.

### **Hypotes II**

Hypotes II säger att ett Equity Carve-out företag ger en överavkastning i förhållande till AFTJ. T-testerna talar klarspråk. Ett Equity Carve-out företag ger överavkastning under de 12, 24 samt 36 månader vi undersökt efter att företaget knoppats av och introducerats på Stockholmbörsen.

### **Hypotes III**

Hypotes III innebär att ett Spin-off företag ger högre avkastning i förhållande till ett Equity Carve-out företag när vi jämför de båda avknoppningsmetoderna med AFTJ. Utifrån det beräknade t-värdena kan vi inte acceptera denna hypotes över de tre tidsintervaller vi studerat. Detta på grund av att t-värdena inte ligger utanför normalfördelningskurvans kritiska värde. Ett Equity Carve-out företag ger högre överavkastning jämfört med ett Spin-off företag över 12 månader men över de 24 och 36 månader vi studerat kan detta inte säkerhetsställas genom t-test.



## 5. Analys

Det totala antalet företagsavknoppningar på Stockholmsbörsen under åren 1991 till 2001 som presenterades i resultatkapitlet uppgick till 73 stycken. Av den fördelningen som har gjorts av de 73 företagsavknoppningar mellan åren har vi kunnat konstatera att antalet avknoppningar varierar under denna tio års period. Det beror dels på konjunktursvängningar samt den nya skattelagen som tillkom i samband med Lex Asea. Antal avknoppningar ökar under uppgångsfasen och avtar under nedgångsfasen i konjunkturcykeln.

Detta går i linje med vad Blecher (2005) uttalar sig om gällande vad konjunkturcykeln har för påverkan på företagsavknoppningar.

*”Förre decenniets långa högkonjunktur ledde till en extrem våg av fusioner och förvärv. Företag fick för mycket pengar att röra sig med och de internationella trenderna, med tron på stordriftsfördelar och global närvaro hetsade fram många affärer. Sedan kom baksmällan i form av vinstvarningar stora nedskrivningar och nedläggningar av verksamheter. Resultatet av denna baksmälla ledde till renodlingar av företag”.*

Efter lagstiftningen av Lex Asea 1991 kan vi se en tydlig uppgång av företagsavknoppningar som genomförts med Spin-off metoden. Eftersom Sveriges ekonomiska välbefinnande var nere i en lågkonjunktur vid denna tidpunkt dröjer det några år innan man kan notera att denna avknoppningsmetod blir en allt mer populär fissionsmetod. Vid en jämförelse av Equity Carve-out- och Spin-off företags medellivslängd kan vi notera att ett Spin-off företag har en lägre medellivslängd i förhållande till en Equity Carve-out.

Detta kan återknytas till teoriavsnittet där Chemmanur & Paelis, (2001) beskriver:

*”Givet den rena avknoppningen i form av en Spin-off förväntas möjligheten för dotterbolaget att bli uppköpt vara större i jämförelse med en Equity Carve-out. Detta till följd av att moderbolaget i en Equity Carve-out fortsättningsvis behåller majoriteten av aktierna i dotterbolaget”*

Efter att ha genomfört en studie över Equity Carve-out- och Spin-off företags aktieavkastning i förhållande till affärsvärldens generalindex och jämfört resultaten ges en tydlig bild över denna avkastning. Vi ser utifrån vårt resultat att Spin-off företag ger en högre avkastning i förhållande till Equity Carve-out företag över 12, 24 samt 36 månader. Att ett Spin-off företag är mer lönsamt ur ett aktieägare perspektiv finner vi stöd för ur teorin av Chemmanur & Paelis (2001).



En av anledningarna till den större avkastningen kan vara eliminering av den operationella verksamhetens ineffektivitet och den ökade decentraliseringen som uppstår i och med en Spin-off. I en föränderlig miljö med stora risker på aktiemarknaden har företagsledningen i ett Spin-off företag större möjlighet att i ett tidigt skede reagera vid förändringar, detta på grund av att beslut kan fattas på ett närmre plan eftersom moderbolagets företagsledning inte besitter kontrollen över beslutsfattandet, Chemmanur & Paelis (2001).

Ett ytterligare argument kan vara att när börsen visar en negativ trend är Equity Carve-out företag återhållsamma med att investera i nya projekt. Detta på grund av att deras moderbolag är försiktiga med nya investeringsmöjligheter och för att verksamheten i en Equity Carve-out är en minoritet av den totala koncernens verksamhet. Spin-off företag accepterar dock i större utsträckning att investera i nya projekt som skulle skapa positiva NPV. Detta eftersom Spin-off företag besitter större kompetens och information av de specifika projekt som man överväger att investera i vilket leder till att företagen har en större möjlighet att investera i lönsamma projekt, Chemmanur & Paelis (2001).

Ytterligare en anledning som Chemmanur & Paelis (2001) beskriver kan förklara skillnad mellan Spin-off och Equity Carve-out företags aktieavkastning. Spin-off företage får färre affärsinriktningar vilket kan leda till en bättre prestation. Inom Equity Carve-out företag kan det finnas överlappningar mellan moder- och dotterbolaget som kan förklara den lägre aktieavkastningen. Fokus kan komma att ligga på flera olika affärsinriktningar inom Equity Carve-out företag vilket missgynnar det avknoppade bolaget. En Spin-off avknoppning har även störst reduktion av informationsasymmetri tillskillnad från en Equity Carve-out, samt att medarbetarna i företagen kan ha större incitament till att sträva efter högre avkastning eftersom belöningsystem är direkt kopplat till resultatet.

Över 12, 24 samt 36 månader ökar Spin-off företagens avkastning desto längre tid vi studerar. Detta kan vi konstatera eftersom t-testernas värde ökar över 12, 24 respektive 36 månader. Däremot ser vi att Equity Carve-out företagen inte följer samma mönster. Efter att ett företag genomfört en avknoppning i form av en Equity Carve-out ger det inte någon överavkastning inom de närmsta 12 efterföljande månaderna. När vi däremot studerar företaget över 24 månader ger det en överavkastning för att slutligen över 36 månader ge en underavkastning. Urvalet av företag som vi studerat och jämfört har förekommit i fyra olika branscher. Av dessa har vi valt att studera företagens avkastning över 12, 24 samt 36 månader i förhållande till två branscher, tillverkningsbranschen och



service branschen. Dessa två branscher har det största antalet företag samt ger en möjlighet att studera företagen över de tre tilltänkta tidsintervallen.

När vi först studerar de tillverkningsföretag som genomgått antingen en Spin-off eller Equity Carve-out ger våra t-tester samma svar som tidigare. Spin-off- är överlägsna Equity Carve-out företagen i avkastning över såväl 12, 24 samt 36 månader. Skillnaden mellan de båda avknopningsmetodernas avkastning ökar desto längre tid vi studerar företagen. Detta främst på grund av att Equity Carve-out företagen ger en ökad underavkastning över 12 till 36 månader.

Inom vårt urval ingår majoriteten av företag inom tillverkningsbranschen och de flesta av dessa företag har använt sig av Equity Carve-outs vid avknopningsprocessen. Tillverkningsbranschen har en tendens att vara mer stabil till skillnad från andra branscher eftersom de företag som ingår befinner sig i en mogen livscykel. Men även om så är fallet klarar sig ett avknoppat Equity Carve-out företag sämre än ett Spin-off företag.

En förklaring kan vara att styrelsen och företagsledningen i ett tillverkningsföretag ännu mer behåller kontrollen och inflytandet över dotterbolaget (Shemmanur & Paeglis, 2001), eftersom man är av den uppfattningen att sina egna tidigare branscherfarenheter är viktiga inom tillverkningsbranschen. På detta sätt försummas dotterbolaget vid en Equity Carve-out vilket leder till en negativ aktieutveckling.

Inom servicebranschen får vi inte samma resultat gällande de båda avknopningsmetodernas avkastning. När vi studerat dem över 12, 24 samt 36 månader finner vi bara ett undantag, nämligen att Spin-off företag 12 månader efter avknopningstillfället inte ger någon överavkastning. Inom servicebranschen är inte heller Spin-off företagen överlägsna Equity Carve-out företagens avkastning. De 12 första månaderna efter att dotterbolagen avknoppats och introducerats på stockholmsbörsen klarar sig Equity Carve-out företagen bättre när de ger högre avkastning jämfört med Spin-off företagen.

En förklaring kan vara att det tar ett antal månader för nyintroducerade serviceföretag med ny styrelse och företagsledning att komma till rätta på marknaden. Eftersom man inom servicebranschen befinner sig i en föränderlig miljö där nya kundsegment kräver anpassning tar det längre tid för ett Spin-off företag inom servicebranschen att finna sin struktur.





## 6.Slutsats

Denna uppsats bygger på en jämförelse mellan de två företagsavknoppningar som i teorin benämns Spin-off och Equity Carve-out. En undersökning har utförts över 12, 24 samt 36 månader och resultatet har prövats statistiskt. Ett Spin-off företag ger högst avkastning jämfört med ett Equity Carve-out företag, vilket blir mer tydligt desto längre tid efter fissionstillfället man studerar.

Inom tillverkningsbranschen ger likaså Spin-off metoden bäst resultat i form av högst avkastning men dock inte inom servicebranschen. Där ser vi inte lika stora skillnader mellan de båda avknoppningsmetodernas avkastning som uppenbarade sig inom tillverkningsbranschen. Endast de 12 första månaderna efter att dotterbolaget avknoppats ger Equity Carve-out företaget en högre avkastning jämfört med Spin-off företaget. Över 24 och 36 månader ger de båda fissionsmetoderna samma avkastning.

Vad som avslutning är intressant att diskutera är huruvida de båda avknoppningsmetoderna kan motsäga sig den effektiva marknadshypotesen. Efter att vi studerat de dotterbolagen som avknoppats från sina modebolag i form av en Spin-off eller Equity Carve-out kan vi konstatera att Spin-off företagen ger en överavkastning i förhållande till affärsvärldens general index under de 12, 24 samt 36 månader vi studerat aktieprisernas utveckling efter de introducerats på Stockholmsbörsen. Equity Carve-out företagen ger överavkastning under 24 månader men inte över 12 respektive 36 månader.

En förklaring till att vi inte får ett entydigt svar på huruvida Equity Carve-out företagen ger en överavkastning beror på vilka företag man väljer skall ingå i urvalet. Om studien hade genomförts med de bortfall av företag som lämnades utanför hade vi möjligtvis fått ett annorlunda resultat. Vi ansåg att de företag som vi studerade över 12, 24 samt 36 månader var tvungna att befinna sig på Stockholmsbörsen tiden ut för de tre tidsintervallerna och räknade inte med de bortfall som förekom.

Därmed kan vi konstatera att Spin-off företagens avkastning mellan åren 1991 till 2001 motsäger sig den effektiva marknadshypotesen. Den effektiva marknadshypotesen innebär att investeraren inte har någon fördel i att försöka förutspå avkastningen på en aktie, detta på grund av att all den information som finns publicerad är tillgänglig för alla investerare på marknaden. För att aktieinvesteraren skall ges möjlighet att skapa överavkastning på marknaden måste investeraren anta att marknaden är ineffektiv och att det finns möjligheter att övervinna den.

Vi anser att man som aktieägare bör vara uppmärksam på att en fission genom en Spin-off kan leda till en överavkastning av sitt aktiebestånd vid ett långsiktigt aktiesparande.



## Referenslista

### Artiklar

Allen, W. Jeffrey., McConnell, J. John., 1998, *Equity Carve-outs and Managerial Discretion*, Journal of Finance” Vol. 53, No 1, p. 163-186

Blecher, Simon., 2005 *Trend Dolda Värden - Fissionskraft!* Affärsdata Källa: [Elektronisk] Tillgänglig:<  
<http://www.ad.se.lib.costello.pub.hb.se/index.php?loginkey=EDC62CEBB1D1E9DED E1361C2F39B76429A09BADA84DA330B1DF5ABC2BDAC29E45C6183ACF84C21 FA> >.[2005-11-20][Sökord: Spin-off]

Chemmanur. Thomas.J., Paeglis, Imants., 2001, *Why issue tracking stock? Insights from a comparison with Spin-offs and Equity Carve-outs*, Journal of Applied Corporate Finance, Vol.14, No.2

Conrad, S. Jennifer, 1995 *The New Finance: The Case Against Efficient Markets*, Journal of Finance, Vol. 50, No. 4, p. 1348-1352

Downes, David, D.; Heinkel, Robert., 1982, *Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues*, Journal of Finance, Vol. 37, No. 1, p. 1-10

European Commission., 1999, *The impact of corporate Spin-offs on competitiveness and employment in European Union*, Källa: [Elektronisk] Tillgänglig: <<http://www.fondazionerosSELLI.it/DocumentFolder/Spin.pdf>>. [2005-11-15][Sökord: Corporate Spin-offs]

Fama, Eugene F., 1970, *Efficient capital Markets: A review of theory and empirical work*, Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, p. 383-417

Franke, Gunter “Costless Signalling in Financial markets” Journal of Finance, 1987 Vol. 42, No.4(809-822)

Galai, Dan; Masulis, Ronald., 1976, *The option pricing model and the risk factor of stock*, Journal of Financial Economics 3, 53-81



Gunnarsson, Ronny., 2004, *Forskningsmetodik Validitet och reliabilitet*, Källa: [Elektronisk], tillgänglig:< <http://infovoice.se/fou/bok/10000035.htm> >. [2005-12-01][Sökord: Forskningsmetodik]

Krishnaswami, Sudha; Subramaniam, Venkat., 1996, *Information asymmetry, valuation, and the corporate Spin-off decision*, Källa: [Elektronisk] Tillgänglig: <[http://ssrn.com/abstract\\_id=123088](http://ssrn.com/abstract_id=123088)>. [2005-11-18] [Sökord: Information asymmetry]

Miles, James A., Rosenfeld, James D., 1983, *The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth*, Journal of Finance Vol.38, 1983, No.5

Nanda, Vikram., 1991, *On the Good News in Equity Carve-outs*, Journal of Finance, Journal of Finance, Vol.46, No. 5, p. 1717-1737,

Pat, Dorsey., 2005, *Finding Value in Spin-offs*, Källa: [Elektronisk] Tillgänglig: < <http://www.morningstar.com> >. [2005-11-20] [Sökord: Spin-offs]

Patel, Runa., 2003, *Forskningsmetodikerns grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, Studentlitteratur Lund, 3 upplaga

Prem C. Jain., 1985, *The Effect on voluntary Sell-Off Announcements on Shareholders Wealth*, Journal of Finance, Vol.40, No.1, p. 209-224

Schwert, G. William., *Anomalies and Market Efficiency*, 2002, Källa: [Elektronisk] Tillgänglig:< [http://ssrn.com/abstract\\_id=338080](http://ssrn.com/abstract_id=338080) >. [2005-12-01] [Sökord: Market Efficiency]

Sukesh, Patro., 2004, *The Evolution of Ownership Structure of Corporate Spin-offs*, Källa:[Elektronisk]Tillgänglig: <[http://www.fma.org/Chicago/Papers/Evolution\\_of\\_ownership\\_structure\\_of\\_corporate\\_Spin-offs.pdf](http://www.fma.org/Chicago/Papers/Evolution_of_ownership_structure_of_corporate_Spin-offs.pdf) >. [2005-11-15][Sökord: Corporate Spin-offs]

Vijh, Anand M., 1994, *The Spinoff and Merger Ex-Date Effects*, Journal of Finance, Vol.49, No.2, p. 581-609



## Böcker

Copland, Thomas E., Weston, J. Fred., Shastri, Kuldeep., 2005, *Financial Theory and Corporate Policy*, Pearson Education, Inc., publishing as Pearson Adisson Wesley

Frino, Alex., Kelly, Simone., Comerton-Forde, Carole., Cusack, Tony., Wilson, Kent., 2004, *Introduction to Corporate Finance*, Pearson Education Australia

Holme, I. & Solvang, B., 1997, *Forskningsmetodik- om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund

Rabe, Gunnar., 2004, *Skattelagstiftning Lagar och Andra Författningar Som De Lyder Den 1 Juli 2004*, Gunnar Rabe och Norstedts Juridik AB

Scheutz, Curt., 1988, *Företagsfissioner, Avknoppningar till Stockholms Fondbörs och OTC-marknaden- en empirisk undersökning av motiv och konsekvenser*, Företagsekonomiska institutionen, Stockholm

Thurén, T., 1991, *Vetenskapsteori för nybörjare*, Team Offset, Malmö

Wramsby, G & Österlund, U., 2003, *Företagets finansiella miljö*, Wramsby/Österlund Förlag



## Internet

<a href="http://www.affarsdata.se">http://www.affarsdata.se</a>	Affärsdata
<a href="http://www.di.se">http://www.di.se</a>	Dagensindustri
<a href="http://www.fma.org/">http://www.fma.org/</a>	Financial Management Association International
<a href="http://www.fondazioneroselli.it/User.it/">http://www.fondazioneroselli.it/User.it/</a>	Fondazionerosell
<a href="http://www.afajof.org/">http://www.afajof.org/</a>	Journal of Finance
<a href="http://www.morningstar.com">http://www.morningstar.com</a>	Morningstar
<a href="http://www.six.se">http://www.six.se</a>	SixTrust
<a href="http://www.ssrn.com">http://www.ssrn.com</a>	Social Science Research Network

## Intervjuer

Curt Scheutz  
Docent i finansiering vid Stockholms universitet

2005-11-21	Telefonsamtal
2005-11-28	Telefonsamtal
2005-11-30	E-Mail

## Tidigare Studentuppsatser

Berndtsson, Angelica., HT 2000, *Förutsättningar För Underlåten Uttagsbeskattning*, Skatterätt, Juridiska Institutionen Handelshögskolan vid Göteborgs universitet

Olofsson, Stefan., Wallgren, Jonas., Öhlin, Henrik., VT 1999, *Spin-offs På Den Svenska Aktiemarknaden*, C-uppsats i Finansiell Ekonomi, Nationalekonomiska Institutionen Handelshögskolan vid Göteborgs universitet



## Appendix 1

Förteckning över Equity Carve-out företag som ingår i studien.

Equity Carve-out		12Mån	24Mån	36Mån
1	Securitas	x	x	x
2	Linjebuss	x	x	x
3	Partnerinvest	x	x	
4	Produra Venture Capital	x	x	
5	Ven Cap	x	x	
6	Doro	x	x	x
7	Munksjö	x	x	x
8	Vide Invest			
9	Gunnebo	x	x	x
10	KapN	x		
11	Stancia	x	x	
12	Fristads	x		
13	Autoliv	x	x	
14	Nordifagruppen	x	x	x
15	Kalmar Industries	x	x	x
16	Cardo II	x	x	x
17	PLM II	x	x	x
18	Scania	x	x	x
19	Biacore	x	x	x
20	Scandic Hotels	x	x	x
21	NK Cityfastigheter	x		
22	Riddarhyttan	x	x	x
23	SPCS	x	x	
24	Axfood	x	x	x
25	Munters	x	x	x
26	KMT	x	x	x
27	Saab	x	x	x
28	AcadeMedia	x	x	x
29	Capona	x	x	
30	Boliden	x	x	
31	Sorb Industri			
32	Sensys Traffic	x		
33	IAR systems	x		
34	Eniro	x		
35	ORC Software	x		
36	Studsvik	x		
<b>Antal företag</b>		<b>34</b>	<b>26</b>	<b>18</b>



## Tillverknings branschen

Equity Carve-out företag som ingår i tillverkningsbranschen.

	Tillverkning			
	Företag	12MÅN	24MÅN	36MÅN
1	Doro	x	x	x
2	Munksjö	x	x	x
3	Gunnebo	x	x	x
4	Fristads	x		
5	Autoliv	x	x	x
6	Nordifagruppen	x	x	x
7	Kalmar Industries	x	x	x
8	Cardo II	x	x	x
9	PLM II	x	x	x
10	Scania	x	x	x
11	Biacore	x	x	x
12	Riddarhyttan	x	x	x
13	Munters	x	x	x
14	KMT	x	x	
15	Saab	x	x	
16	Boliden	x		
17	Sorb Industri			
<b>Antal</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>12</b>
<b>Bortfall</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>6</b>

## Service branschen

Equity Carve-out företag som ingår i servicebranschen.

	Service			
	Företag	12MÅN	24MÅN	36MÅN
1	Securitas	x	x	x
2	Linjebuss	x	x	x
3	Scandic Hotels	x	x	x
4	SPCS	x	x	
5	AcadeMedia	x	x	
6	Sensys Traffic			
7	IAR systems			
8	Eniro			
9	ORC Software			
10	Studsvik			
<b>Antal</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>3</b>
<b>Bortfall</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>7</b>



## Appendix 2

Förteckning över Spin-off företag som ingår i studien.

	<b>Spin-off</b>	<b>12Mån</b>	<b>24Mån</b>	<b>36Mån</b>
1	Gambro II	x	x	x
2	Scribona	x	x	x
3	Frigoscandia	x		
4	Abu Garcia			
5	Monark Stiga	x	x	x
6	Assa Abloy	x	x	x
7	Tornet	x	x	x
8	Tele2	x	x	x
9	Swedish Match II	x	x	x
10	Benima Ferator	x	x	
11	Näckebo	x	x	
12	Diligentia	x	x	x
13	Fagerhult II	x	x	x
14	SäKI	x	x	x
15	Sapa	x	x	x
16	Gorthon Lines	x	x	x
17	Hufvudstaden Int.			
18	MTG	x	x	x
19	Liljeholmens	x		
20	Asticus	x		
21	Lifco	x	x	
22	Mandamus Fastigheter	x	x	x
23	Balder	x		
24	Observer	x	x	x
25	Drott			
26	W. Sonesson	x	x	
27	Meto			
28	Perbio Science	x	x	
29	Bejjer Electronics	x		
30	Empire			
31	Capio	x		
32	Johnson Pump	x		
33	Epsilon			
34	Pergo			
35	Addtech			
36	Lagercrantz Group			
37	Transcom WorldWide			
<b>Antal företag</b>		<b>27</b>	<b>20</b>	<b>15</b>





## Tillverknings branschen

Spin-off företag som ingår i tillverkningsbranschen.

		Tillverkning		
		12MÅN	24MÅN	36MÅN
1	Gambro II	x	x	x
2	Abu Garcia			
3	Monark Stiga	x	x	x
4	Assa Abloy	x	x	x
5	Swedish Match II	x	x	x
6	Fagerhult II	x	x	x
7	Sapa	x	x	x
8	Liljeholmens	x		
9	W. Sonesson	x		
10	Meto			
11	Perbio Science	x		
12	Pergo			
13	Addtech			
<b>Antal</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>Bortfall</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>7</b>

## Service branschen

Spin-off företag som ingår i tillverkningsbranschen.

		Service			
		3	12MÅN	24MÅN	36MÅN
1	Frigoscandia	x			
2	Tele2	x	x	x	x
3	Gorthon Lines	x	x	x	x
4	MTG	x	x	x	x
5	Observer	x	x		
6	Empire				
7	Capio				
8	Epsilon				
9	Transcom WorldWide				
<b>Antal</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Bortfall</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>

