



GÖTEBORGS UNIVERSITET

HANDELSHÖGSKOLAN

*En studie om utvalda faktorerers påverkan på valet mellan spin-off
och sell-off samt företagens prestation i förhållande till
marknadens index*

Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Företagsekonomiska institutionen
Kandidatuppsats i Industriell & Finansiell ekonomi
VT2018

Författare

Filip Holländer - 930724

Henrik Walldén Persson – 921025

Handledare

Gert Sandahl

Förord

Vi vill tacka vår opponentgrupp för goda råd, synpunkter och deras engagemang i vår studie, något som har varit till hjälp för studiens färdigställande.

Vi vill även rikta ett stort tack till vår handledare Gert Sandahl, som på ett föredömligt sätt kommit med konstruktiv kritik, givande diskussion och för den vägledning han givit oss under uppsatsens gång.

Henrik Walldén Persson

Filip Holländer

Sammanfattning

Denna studie undersöker sju utvalda faktorer som kan påverka ett företags val av avyttringsmetod, antingen i form av spin-off eller sell-off, på den svenska marknaden under perioden 2000 till 2017. Faktorerna som undersöks är *rörelsemarginal*, *skuldsättningsgrad*, *procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer*, *optimism på marknaden*, *totalt värde på den avyttrade enheten*, *kassalikviditet* och *likvida medel i relation till totala tillgångar*. För att undersöka utvalda faktorerers påverkan på avyttringsmetod har en logistisk regressionsanalys genomförts. *Procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer*, *likvida medel i relation till totala tillgångar* och *totalt värde på den avyttrade enheten* visar på statistisk signifikans, vilket stöds av tidigare studier. Vidare kommer studien att undersöka hur aktiekursen för företag som genomför spin-off eller sell-off presterar i förhållande till OMXSPI över 6, 12, 18 och 24 månader. Hypoteser kommer att formuleras utifrån tidigare studier och med hjälp av t-test ska den statistiska signifikansen för den abnormal avkastningen testas.

Företag som har genomfört spin-off visar på signifikant abnormal avkastning för 18 och 24 månader, vilket går i linje med tidigare studier. Företag som har genomfört sell-off visar inte på signifikant abnormal avkastning för någon av de observerade perioderna. Tidigare studier som undersöker den långsiktiga effekten efter att sell-off genomförts visar på varierat resultat, och det är därför svårt att få en tydlig bild av hur sell-off påverkar företagets avkastning. Avslutningsvis ska studien, med hjälp av tidigare studier tolka resultatet i avkastningen, men det krävs vidare forskning för att kunna identifiera exakt vad det är som faktiskt påverkar avkastningen.

Innehållsförteckning

1. Inledning	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Syfte	5
1.4 Frågeställning	5
2. Teoretiskt ramverk	6
2.1 Förklaring av spin-off och sell-off	6
2.2 Agentteorin	6
2.3 Den effektiva marknadshypotesen	7
2.4 Asymmetrisk information och snedvridet urval	8
2.5 Finansiell stress	8
2.6 Valet mellan spin-off och sell-off	9
2.6.1 <i>Skuldsättningsgrad, kassalikviditet och likvida medel</i>	9
2.6.2 <i>Storleken på den avyttrade enheten</i>	10
2.6.3 <i>Optimism på marknaden</i>	10
2.6.4 <i>Procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer</i>	11
2.6.5 <i>Rörelsemarginal</i>	12
2.7 Värdeskapande vid spin-off och sell-off	13
2.7.1 <i>Finansieringsfördelar</i>	13
2.7.2 <i>Reducerad asymmetrisk information</i>	14
2.7.3 <i>Fokusering och negativa synergier</i>	14
2.7.4 <i>Effektivare ledning</i>	15
2.7.5 <i>Agentkostnader och försäljning av tillgångar</i>	15
2.8 Tidigare studiers avkastningsundersökning	16
3. Metod	17
3.1 Vetenskapligt tillvägagångssätt	17
3.1.1 <i>Sekundär- och primärdata</i>	18
3.1.2 <i>Datainsamling</i>	18
3.2 Logistisk regressionsanalys	20
3.2.1 <i>Kollinearitet</i>	21
3.3 Beräkning av moderbolagets avkastning efter avyttring	21
3.4 T-test	22

3.5 Metodkritik	23
3.5.1 Reliabilitet och replikerbarhet	23
3.5.2 Validitet	23
3.5.3 Källkritik	24
4. Resultat	25
4.1 Korrelationsmatris	25
4.2 Deskriptiv statistik	25
4.3 Logistisk regression för utvalda faktorer	26
4.4 Abnormal avkastning	27
5. Analys och diskussion	29
5.1 Valet mellan spin-off och sell-off	29
5.1.1 Psuedo R^2	29
5.1.2 Rörelsemarginal	30
5.1.3 Kassalikviditet, skuldsättningsgrad och likvida medel i relation till totala tillgångar	30
5.1.4 Optimism på marknaden	31
5.1.5 Storlek på den avyttrade enheten	31
5.1.5 Andelen aktier ägda av företagsledare och direktörer	32
5.2 Abnormal avkastning	33
5.2.1 Sell-off	33
5.2.2 Spin-off	35
6. Slutsats	36
7. Förslag till vidare forskning	38
8. Referenslista	39
9. Appendix	43
9.1 Deskriptiv statistik	43
9.2 Förklaring av variabler	44

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Berk och DeMarzo (2017, s. 661) ställer frågan: “*When is it better for two firms to operate as separate entities, rather than as a single combined firm?*”. När ett företag väljer att avyttra delar av sin verksamhet finns det ofta bakomliggande faktorer som påverkar valet. I många fall är huvudsyftet bakom omstruktureringen att maximera aktieägarvärdet, då företaget under nuvarande styrning inte når upp till sin fulla potential. En delning av företaget i mindre, separata verksamheter kan vara en bra lösning, då det ger respektive företag möjligheten att lägga större vikt på sina kärnverksamheter (Schipper & Smith, 1983). Steiner (1997) finner att dotterbolag som inte är tillräckligt lönsamma kan göra bättre ifrån sig under annat ägande. Han ser det som ett tänkbart motiv till varför ett moderbolag väljer att sälja ett dotterbolag. För att det ska uppfyllas krävs det att synergier mellan dotterbolag och köpande företag är starkare än mellan dotterbolag och nuvarande moderbolag (ibid).

Strategiförändringar inom verksamheter kan uttryckas genom fusioner, vilket innebär att företag förvärvar andra företag, eller genom fissioner, som är när företag avyttrar delar av sin verksamhet. Synergieffekter, som till exempel stordriftsfördelar, används ofta för att motivera fusioner. Scheutz (1988) menar att de mindre separata verksamheterna kan bli mer värda som en sammanlagd enhet, det vill säga $2 + 2 = 5$. Det finns även negativa synergieffekter, stordriftsnackdelar, som kan motivera fissioner, till exempel att enheterna har ett högre värde var för sig än som en gemensam enhet. Den tidigare använda matematiken för att beskriva fusionens värdeskapande går att översättas till $5 - 2 = 4$ när det kommer till fissioner, därför kan uppdelning vara minst lika viktigt som sammanslagning. (ibid).

Lang et al. (1995) undersökte i sin studie företagets värdering i förhållande till dess diversifiering och finner att specialiserade företag har en högre värdering än diversifierade företag inom samma bransch. Berger och Ofek (1995) finner i sin studie att konglomeratets värdering är 15 procent lägre när de jämför verksamhetens enskilda enheter och det totala värdet på konglomeratet.

Under de senaste åren har flertalet företag på Stockholmsbörsen valt att dela upp sina verksamheter i separata enheter eller sålt delar av verksamheten till ett annat bolag. Ett exempel är SCA som under 2017 delade upp skog- och hygienverksamhet i två separata

börsnoterade bolag genom en utdelning till aktieägarna. I SCA:s delårsrapport från 2017 motiverar de uppdelningen som ”*Motivet för denna uppdelning var att långsiktigt öka värdet för aktieägarna genom ökat fokus, kundnytta, utvecklingsmöjligheter samt möjliggöra för respektive bolag att framgångsrikt realisera sina strategier*”. (SCA Hygiene Ab, 2017)

Det finns olika metoder att använda sig av när ett företag väljer att avyttra ett dotterbolag. När ett företag delar ut ett dotterbolag till sina aktieägare görs detta genom en så kallad spin-off, vilket innebär att det nya bolaget blir ett självständigt börsnoterat företag. En variant på spin-off är en så kallad equity carve-out, vilket innebär att en viss andel av aktierna i dotterbolaget, istället för att gå till aktieägarna, säljs ut genom en nyemission på börsen (Powers, 2001). Utöver ovan nämnda bolagsdelningar, finns även sell-off, eller en så kallad omvänd fusion, vilket innebär att företaget säljer tillgångar i utbyte mot till exempel likvida medel eller aktier till en annan organisation. Denna typ av företagsdelning resulterar i att aktieägarna i moderbolaget helt förlorar ägarskapet till den avyttrade enheten (Scheutz, 1988).

Först efter 1991 blev det möjligt för företag att genomföra en ”ren” spin-off i Sverige då Lex ASEA infördes. Innan den nya lagstiftningen blev aktieägare beskattade för inköpsrätten till det nybildade bolaget. Lex ASEA tillåter företag att dela ut dotterbolagets aktier utan krav på beskattning hos aktieägarna. (Skatteverket, 2005)

När ett företag väl har tagit ett beslut om att avyttra delar av sin verksamhet finns det ett flertal faktorer som kan påverka vilken typ av avyttringsmetod företaget använder sig av. Enligt Nixon et al. (2000) kommer valet av avyttringsmetod att påverka moderbolaget avsevärt olika. Vid sell-off omvandlas illikvida medel till likvida medel. Vid en spin-off genereras däremot inga likvida medel, utan en omplacering av aktier till ett nytt bolag sker, vilket leder till att moderbolagets aktieägare även står som aktieägare i det nya bolaget. (ibid)

1.2 Problemdiskussion

Nixon et al. (2000) gjorde en studie där de undersökte faktorer som kan påverka valet mellan en spin-off och sell-off. I sin studie kom de fram till ett antal faktorer som påverkar valet av avyttringsmetod. Antal företagsledare som sitter i styrelsen och storleken på den avyttrade enheten visade sig ha positiv påverkan på valet att genomföra spin-off. De kom också fram till att finansiell stress ökar sannolikheten för att företag väljer sell-off genom att jämföra räntetäckningsgrad mellan företag som antingen genomför spin-off eller sell-off. Detta stärks

av Steiner (1997), som kom fram till att sell-offs kan vara motiverade av att företag är i finansiell stress. Han fann även en negativ relation mellan beslutet att genomföra en sell-off och andelen ägarskap i företaget av företagsledare och direktörer. Prezas och Simonyan (2015) studerar likt Nixon et al. (2000) faktorer som kan ligga till grund för valet mellan en spin-off och en sell-off. De finner bland annat ett signifikant samband mellan rådande optimism på marknaden och valet av att genomföra en spin-off. I linje med Nixon et al. (2000) finner de också ett positivt samband mellan storleken på den avyttrade enheten och sannolikheten för spin-off. Vidare finner de att företag som väljer sell-off troligare är i finansiell stress, vilket överensstämmer med Steiners (1997) studie. Jain (1985) menar att beslutet att antingen genomföra en spin-off eller en sell-off kan ha sitt ursprung i företagets prestation innan det att beslutet att avyttra delar av verksamheten tas. Han finner att beslutet att genomföra en sell-off tas efter en tid av negativ företagsprestation på marknaden och ställer resultatet i kontrast mot studien gjord av Miles och Rosenfeld (1983) som finner att beslutet av att genomföra en spin-off genomförs efter en tid av abnormal överavkastning för företaget.

Inga tidigare studier har hittats på den svenska marknaden som undersöker valet mellan spin-off och sell-off. Det ger tillfälle att undersöka ett antal tidigare identifierade faktorer som kan ha en påverkan på valet mellan de två avyttringsmetoderna i en ny miljö. I tidigare studier har ett antal faktorer identifieras som kan påverka valet mellan spin-off och sell-off, vilka kommer att undersökas i denna studie på den svenska marknaden. Faktorerna som kommer att undersökas är *rörelsemarginal*, *skuldsättningsgrad*, *procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer*, *optimism på marknaden*, *totalt värde på den avyttrade enheten*, *kassalikviditet* och *likvida medel i relation till totala tillgångar*. *Rörelsemarginal* används som ett mått på företagets lönsamhet då tidigare studier indikerar på att företaget som genomför en spin-off presterar bättre tiden innan delningen. *Skuldsättningsgrad*, *kassalikviditet* och *likvida medel i relation till totala tillgångar* är faktorer som används för att undersöka om finansiell stress är en faktor som påverkar valet mellan avyttringsmetoderna. *Kassalikviditet* används som ett alternativt mått till räntetäckningsgrad som används i studien gjord av Nixon et al. (2000). Tidigare studier indikerar på att storleken på den avyttrade enheten är större vid spin-off och att en högre grad av *optimism på marknaden* har ett positivt samband med valet att genomföra en spin-off. *Andelen aktier ägda av företagsledare och direktörer* är en annan faktor som undersökts i tidigare studier och även vår studie kommer att undersöka om faktorn påverkar valet mellan spin-off eller sell-off.

Alexander et al. (1984), som undersökte värdeskapandet vid sell-offs, finner positiv abnormal avkastning för båda typerna av företagsdelningar vid annonseringstillfället. Ett flertal andra studier undersöker avkastningen vid annonseringstillfället för spin-off och sell-off (Denning och Shastri, 1990; Miles och Rosenfeld, 1983; Afshar et al, 1992; Chemmanur och Yan, 2004). Den initiala marknadseffekten vid annonseringstillfället behöver nödvändigtvis inte förklara hur den långsiktiga effekten på aktieägarvärdet blir. Bates (2005) menar att ett längre eventfönster därför är nödvändigt för att kunna studera den verkliga effekten i aktiepriset som omstruktureringen ger upphov till. Detta då investerare har svårt att bedöma utfallet av hur det generade kapitalet allokeras efter det att sell-off har genomförts. Lee och Lin (2008) har två andra anledningar till varför effekten av försäljningen av tillgångar inte omedelbart inkorporeras i aktiepriset. Den höga asymmetriska information som existerar vid annonseringstillfället försvårar bedömning av hur försäljning kan komma att påverka företagets prestation och det kan därför vara av vikt att studera avkastningen på längre sikt. Företag som genomför sell-off kan vara mitt i en omstrukturering, något som kan skapa osäkerhet för tänkbara investerare gällande företagets framtida prestation (Lee och Lin, 2008). Avsaknaden av information och den osäkerhet som uppstår gör det svårt för investerare att tydligt bedöma effekten av försäljningen vid annonseringstillfället. Enligt Krishnaswami och Subramaniam (1996) har företag som genomfört spin-off hög asymmetrisk information innan delning och det är möjligt att det finns en osäkerhet hos investerare kort efter delningen, vilket innebär att det kan ta tid för omstruktureringen att fullt ut spegla utvecklingen av företaget.

Det finns ett antal studier som har undersökt värdeskapandet på längre sikt både genom spin-off och sell-off. Miles och Rosenfeld (1983) gjorde en studie på den amerikanska marknaden där moderbolagets avkastning undersöktes upp till sex månader efter en spin-off och resultatet visade en signifikant överavkastning i aktiepriset. Vidare bidrar Krishnaswami och Subramaniam (1996) med en studie där de har undersökt värdeskapandet genom spin-off och för tesen att detta beror på en reduktion av asymmetrisk information som leder till ökat aktieägarvärde. Resultatet blev även här en positiv abnormal överavkastning gentemot marknadsindex. På tre års sikt har Chemmanur och Yan (2004), Cusatis et al. (1993) och Desai och Jain (1999) undersökt avkastningen i moderbolag som genomfört spin-off och alla studier fann positiv abnormal avkastning för den observerade perioden.

De studier som har undersökt värdeskapandet genom sell-off på längre sikt har visat på varierande resultat. Lee och Lin (2008) undersöker avkastningen ett år från delning och fem

år framåt och de finner en signifikant negativ abnormal avkastning hos företag i Storbritannien som genomfört försäljning av tillgångar. Bates (2005) som studerar den amerikanska marknaden finner positiv abnormal överavkastning för företag som behåller de generade intäkterna från försäljningen inom företaget. Prezas och Simonyan (2015) jämför aktieutvecklingen mellan företag som genomför spin-off och sell-off på den amerikanska marknaden. Resultatet visar att de företag som genomfört sell-off har en bättre aktieutveckling än de som genomfört spin-off över en period på ett år.

Utöver undersökningen av ett företags val mellan en spin-off och sell-off ämnar studien till att studera aktieutvecklingen i företagen efter att avyttringen genomförts. Eftersom den totala effekten av avyttringen inte nödvändigtvis speglas vid annonseringstillfället kommer studien undersöka aktieutvecklingen över en tvåårsperiod.

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka om utvalda faktorer påverkar valet mellan spin-off och sell-off på den svenska marknaden som är gjorda under perioden 1 januari 2000 - 31 december 2017. Vidare ska även aktieutvecklingen, efter det att delningen genomförts, studeras över perioderna 6, 12, 18 och 24 månader för att se om omstruktureringen resulterar i en överavkastning mot Nasdaq OMXSPI:s som är deras vägda marknadsindex.

1.4 Frågeställning

1. Påverkar utvalda faktorer valet mellan spin-off och sell-off?
2. Hur presterar moderbolagets aktie i förhållande till Nasdaq OMXSPI efter det att företaget har genomfört antingen en spin-off eller en sell-off?

2. Teoretiskt ramverk

2.1 Förklaring av spin-off och sell-off

En spin-off innebär en omstrukturering i ett företag där moder- och dotterbolag delas upp i två separata enheter. Det sker då ett dotterbolag eller tillgångar i ett bolag delas ut till aktieägarna och således skapar ett nytt företag som noteras på börsen. Dotterbolagets aktier delas ut gratis till de befintliga aktieägarna i moderbolaget, som efter utdelning kommer att stå som aktieägare i båda bolagen. (Nixon et al., 2000). Utdelningen är enligt svensk lag skattebefriad sedan 1991 och så fort bolaget har noterats görs aktierna tillgängliga på aktiemarknaden för övriga investerare.

Equity carve-out är en form av spin-off och innebär kortfattat att moderbolaget säljer en begränsad del av dotterbolaget till aktörer på aktiemarknaden. Skillnaden mellan en ren spin-off och en equity carve out är att aktieägarna i moderbolaget förlorar kontrollen över den del av företaget som sålts, men där aktieägarna vid en spin-off bibehåller kontrollen efter delning av dotterbolaget. (Powers, 2001)

Likt spin-off innebär en sell-off också en omstrukturering av moderbolaget, men istället för att aktier delas ut till aktieägarna i moderbolaget, säljs istället tillgångarna av till en tredje aktör. Försäljningen kan generera likvida medel och leder till att de befintliga aktieägarna förlorar kontrollen över det sålda företaget. (Nixon et al., 2000)

2.2 Agentteorin

Agentteorin är baserad på att principalen, som är ägaren, tilldelar ansvar och kontroll till de som styr verksamheten, i detta fall företagsledningen som benämns som agenter. Om båda parter syftar till att nyttomaximera är sannolikheten stor att agenten inte alltid kommer agera i principalens intresse (Jensen och Meckling, 1976). De kostnader som uppstår när en agent handlar i eget intresse och nyttjar bolagets resurser samt förmågor kallas agentkostnader. Principalen kan minimera agentkostnader genom övervakning och kompensation. Det är dock omöjligt för principalen att helt utan kostnad säkerställa att agenten kommer att ta optimala beslut sett från principalens synvinkel (Jensen och Meckling, 1976).

Eftersom relationen mellan aktieägare och företagsledare i ett företag kan definieras som ett agentförhållande, skall det inte komma som någon överraskning att problemen associerade

med separation av kontroll och ägande i moderna ägandestrukturer hör ihop med agentproblemet (Jensen och Meckling 1976). I små och unga företag är ägarskapet ofta koncentrerat men över tid när företaget växer sker det ofta en utspädning av ägarskapet. Det kan bero på att den ursprungliga ledningen går i pension och den nya ledningen kommer troligen inte att hålla en hög ägarandel i bolaget (Berk och DeMarzo, 2017). En annan faktor som kan leda till utspädd ägarskap är tillförandet av externt kapital då många företag ofta behöver mer kapital än vad som kan tillföras med hjälp av skuld. I många fall väljer även ägaren att sälja av sitt aktieinnehav i företaget för att diversifiera sin portfölj och minska sin egen risk.

Ett stort problem för större företag är att företagsledare väljer att investera i negativa NPV-projekt. Vissa finansiella experter hävdar att de olönsamma investeringarna som tas av företagsledare är ett resultat av viljan att bygga ett så kallat imperium. Från denna synvinkel föredrar företagsledare att leda större bolag istället för mindre, så de väljer att göra investeringar som ökar storleken istället för lönsamheten (Berk och DeMarzo, 2017).

2.3 Den effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen skapades av Eugene Fama år 1970 och bygger på att konkurrens mellan investerare eliminerar alla positiva NPV investeringsmöjligheter på aktiemarknaden. Detta innebär att värdepapper blir korrekt prissatta, baserat på framtida kassaflöde, när all information är tillgänglig för alla investerare (Berk och DeMarzo, 2017). Enligt Fama (1970) är marknadseffektiviteten uppdelad tre olika nivåer stark, halvstark och svag. I den mest extrema formen så innebär den effektiva marknadshypotesen att priser reflekterar all information, även den information som insiders i företag har till sitt förfogande. När det tillkommer ny information sprids den extremt snabbt och blir direkt inkorporerad i aktiepriset. Konsekvensen av det blir att varken tekniska analyser eller fundamentala analyser skulle hjälpa investerare att åstadkomma bättre avkastning än de som håller en slumpmässig portfölj av individuella aktier. För att detta skall gälla krävs det dock att risken är likvärdig (Malkiel, 2003). Vad är då likvärdig risk? Berk och DeMarzo (2017) menar att utan en definition på likvärdig risk är den effektiva marknadshypotesen ofullständig, då investerare måste göra en personlig bedömning av en akties risk. Denna bedömning kommer med största sannolikhet skilja sig mellan investerare och därför finns det inte någon anledning att tro att den effektiva marknadshypotesen håller i alla lägen. Den effektiva marknadshypotesen bör därför snarare ses som en bra uppskattning för högt konkurrenskraftiga marknader.

Enligt Malkiel (2003) har den effektiva marknadshypotesen fått utstå allt större kritik och under 2000-talet blev teorin om effektiva marknader allt mindre accepterad. Finansiella ekonomer och statistiker började tro att aktiepriser i viss mån var förutsägbara genom att använda sig av tidigare prisfluktuationer samt vissa fundamentala värderingsmetoder. Många av dessa ekonomer gjorde även mer kontroversiella uttalanden och menade att genom att studera dessa mönster är det möjligt att uppnå riskjusterad överavkastning (Malkiel, 2003).

2.4 Asymmetrisk information och snedvridet urval

Företagsledare har med största sannolikhet bättre information om företagets framtida kassaflöden än vad en investerare som bedömer företaget har, vilket benämns som asymmetrisk information (Berk och DeMarzo, 2017). Det var George Akerlof som formaliserade idén om att en köpare alltid kommer vara skeptisk till en säljares motiv. Akerlof menar att om en säljare besitter privat information om kvalitén på en produkt som skall säljas innebär det att produkten i köparens ögon med största sannolikhet är av låg kvalitet. En säljare som innehar produkter av hög kvalitet är medveten om att i köparens ögon anses produkten vara av låg kvalitet och är därför motvillig att sälja sin produkt. Denna situation benämns i teorin som snedvridet urval och går att applicera på alla situationer där en säljare har mer information än köparen. Snedvridet urval leder automatiskt till den så kallade *"lemon principle"* som inträffar om säljare har mer information av värdet på en tillgång än vad köparen har. Det leder till att köparen kommer att kräva en rabatt till följd av snedvridet urval (Berk och DeMarzo, 2017)

2.5 Finansiell stress

Det finns incitament för företag att ta på sig skuld för att minska sina skattekostnader. Ju mer skuld ett företag tar på sig desto större blir företagets skatteskuld. Det totala värdet på företaget blir högre då företaget använder skuld som ett resultat av värdet som sparas genom minskade skattekostnader. Det finns däremot kostnader för företaget som uppkommer som en konsekvens av ökad skuldsättning. Finansiella stresskostnader uppstår när ett företag har svårt att möta sina räntebetalningar på skulden. I de mest extrema fall, när ett företag inte klarar av att möta sina räntebetalningar, tar skuldgivaren över det juridiska ägandet av företagets tillgångar och företaget går i konkurs. Det uppstår både direkta och indirekta kostnader när ett företag går i konkurs. (Berk och DeMarzo, 2017)

2.6 Valet mellan spin-off och sell-off

2.6.1 Skuldsättningsgrad, kassalikviditet och likvida medel

Steiner finner i sin studie (1997) att ju högre skuldsättningsgrad ett företag har, desto större är sannolikheten att företag väljer att sälja av sina tillgångar. Steiner (1997) tolkar detta som ett positivt samband mellan finansiell stress och försäljning av tillgångar. Nixon, et al. (2000) finner i sin studie att det är större sannolikhet att företag väljer att sälja av sina tillgångar när företaget upplever en högre finansiell stress än att genomföra en spin-off.

Powers (2001), som studerar valet mellan spin-off och sell-off finner att företag med högre skuldsättningsgrad är mer benägna att sälja tillgångar än att göra en spin-off och tolkar det som att företag som genomför spin-off inte är i samma behov av att generera likvida medel. En högre skuldsättningsgrad leder inte per automatiskt till finansiell stress i ett företag och därför kan det vara problematiskt att endast använda skuldsättningsgrad för att förklara ett företags grad av finansiell stress. Utöver skuldsättningsgrad använder både Nixon et al. (2000) och Lang et al. (1995) räntetäckningsgrad som ett alternativt mått till skuldsättningsgrad. För denna studie kommer kassalikviditet att användas som mått istället för räntetäckningsgrad. Kassalikviditeten är ett mått på hur väl ett företag kan betala av sina kortsiktiga skulder. En högre kassalikviditet innebär mindre risk för företaget att hamna i brist på likvida medel på kort sikt (Berk & DeMarzo, 2017). Räntetäckningsgraden mäter ett företags förmåga att betala sina räntekostnader (ibid).

Prezas och Simonyan (2015) menar att en faktor som kan vara drivande i valet mellan en spin-off och sell-off är bristen på likvida medel. Ett företag har likviditetsproblem när det inte kan finansiera sina investeringar på grund av brist på internt genererat kapital eller oförmågan att anskaffa kapital genom skuld eller aktiekapital på den finansiella marknaden. En skillnad mellan sell-offs och spin-offs är att det förstnämnda genererar ett inflöde av kapital för moderbolaget medan spin-offs inte gör det. Därför har företag med likviditetsproblem incitament att istället avyttra sina tillgångar genom försäljning än genom spin-off, vilket de också finner stöd för i studien (ibid). Likt Prezas och Simonyan (2015) kommer denna studie att använda likvida medel i relation till totala tillgångar som ett mått för att mäta om ett företag har likviditetsproblem.

H₀: Företags skuldsättningsgrad kommer inte att påverka valet av avyttringsmetod

H_A: Företags skuldsättningsgrad kommer att påverka valet av avyttringsmetod

H₀: Företags kassalikviditet kommer inte att påverka valet av avyttringsmetod

H_A: Företags kassalikviditet kommer att påverka valet av avyttringsmetod

H₀: Företags andel likvida medel i relation till totala tillgångar kommer inte att påverka valet av avyttringsmetod

H_A: Företags andel likvida medel i relation till totala tillgångar kommer att påverka valet av avyttringsmetod

2.6.2 Storleken på den avyttrade enheten

Prezas och Simonyan (2015) finner ett signifikant samband mellan storleken på det avyttrade företaget och valet mellan spin-off och sell-off. Författarna finner att vid spin-off är den avyttrade enheten betydligt större än vid sell-off. Även Nixon et al. (2000) finner ett samband mellan storleken på enheten som avyttras och valet mellan metoderna. Det kan enligt författarna kopplas till relationen mellan storleken på enheten och sannolikheten för överlevnad som en separat enhet. Likt Prezas och Simonyan (2015) finner de att ju större storleken på den avyttrade enheten är, desto större sannolikhet för spin-off.

Pham et al. (2018), som studerar valet mellan en typ av spin-off, equity carve out, och sell-off på den amerikanska marknaden finner ett positivt signifikant samband mellan storleken på den avyttrade enheten och sannolikheten för en equity carve-out. De argumenterar för att ju större företaget som skall avyttras är, desto svårare kan de vara att hitta en potentiell köpare. Att då sälja en del till investerare på aktiemarknaden kan vara en bra lösning på problemet.

H₀: Storleken på den avyttrade enheten kommer inte att påverka valet av avyttringsmetod

H_A: Storleken på den avyttrade enheten kommer att påverka valet av avyttringsmetod

2.6.3 Optimism på marknaden

Prezas och Simonyan (2015) undersöker i sin studie investerares optimism som en marknadsspecifik faktor och dess påverkan på valet mellan sell-off och spin-off. Författarna gör liknelsen mellan spin-off och IPO:s då ett nytt bolag introduceras på börsen. Vidare tar de stöd från Helwege och Liangs (2004) studie som finner empiriskt stöd för investerares magkänsla som en drivande faktor av ”heta” och ”kalla” IPO-marknader. Pham et al. (2018) använder sig av samma hypotes med ”heta” och ”kalla” IPO-marknaden när de studerar valet

mellan en sell-off och en equity-carve out på den amerikanska marknaden. När investerare är optimistiska är det möjligt att de är villiga att betala mer för nya aktier på marknaden än vad aktierna egentligen är värda. Detta skapar incitament för bolag att dela ut tillgångar och göra dem tillgängliga för aktiemarknaden, då det kan leda till ökat aktieägarvärde för moderbolagets aktieägare som kommer att äga aktier i företaget som börsnoteras. (Prezas och Simonyan, 2015)

Om företag istället väljer att sälja av tillgångar under perioder av optimism på marknaden, menar Prezas och Simonyan (2015) att det är mindre troligt att moderbolaget kommer att få ut mer än vad tillgångarna faktiskt är värda, då potentiella köpande företag med stor sannolikhet har de resurser och den kunskap som krävs för att värdera tillgångarna korrekt. De menar också att under tider av pessimism är investerare inte längre villiga att betala överpris för nya bolag på marknaden, då de är mer försiktiga och inte är benägna att ta samma risker. Det skapar incitament för företag att istället sälja av tillgångar och undvika risken vid en börsintroduktion. Författarna finner ett signifikant samband mellan optimism på marknaden och sannolikheten för att företag väljer att använda sig av en spin-off. Prezas och Simonyan (2015) menar att optimism på marknaden leder till ökade aktiepriser och hög marknadsavkastning kan vara en god indikation på att det råder optimism på marknaden. Ett mått de använder är aktieutvecklingen på marknadsindex tolv månader tillbaka från det att avyttringen annonserats. Likt Prezas och Simonyan (2015) kommer denna studie att använda avkastningen på marknadsindex tolv månader innan annonseringen som ett mått på graden av optimism på marknaden.

H₀: Optimism på marknaden kommer inte att påverka valet av avyttringsmetod

H_A: Optimism på marknaden kommer att påverka valet av avyttringsmetod

2.6.4 Procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer

Steiner (1997) finner i sin studie ett negativt samband mellan procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer i ett företag och sannolikheten för en sell-off. Företagsledare kan binda sig till företag med både humant och finansiellt kapital. Ett sätt att binda sig till företaget med finansiellt kapital är genom att köpa aktier i företaget. Författaren menar att dessa investeringar kan leda till en icke diversifierad portfölj för en företagsledare. Steiner (1997) menar att när en företagsledares aktieägarskap ökar i ett företag så är det troligt att de

väljer att avstå från försäljning av tillgångar som diversifierar deras egen portfölj för att minska den osystematiska risken i den personliga aktieportföljen.

Nixon et al. (2000) utgår från Steiners (1997) studie när det undersöker ägarskapet bland företagsledare och direktörer och valet mellan sell-off och spin-off. Då spin-off reducerar företagets storlek samtidigt som sell-off kan tillföra likvida medel, menar de att företagsledare kan föredra en sell-off om deras ägarandel i företaget är lägre. Powers (2001) undersöker likt Nixon et al. (2000) om företagsledare och direktörers ägarandel påverkar valet mellan spin-off och sell-off. Även Powers (2001) bygger sin hypotes utifrån att en spin-off reducerar storleken på bolaget utan ett tillskott av kapital. För företagsledare som föredrar kompensation som är korrelerad med storleken på bolaget är detta en ”lose-lose outcome”. Han menar därför att om företagsledare har en högre andel aktier i bolaget är de mer villiga att genomföra en spin-off då det sammansvetsar det långsiktiga intresset mellan aktieägare och företagsledningen, vilket är något som han även finner stöd för i sin studie.

Feng et al. (2015) finner i sin studie att CEO:s i företag med en högre grad av kompensation i form av aktier är mer benägna att genomföra en spin-off. Författarna menar att om det finns aktiebaserad kompensation så sammansvetsas det långsiktiga intresset i företagets utveckling mellan aktieägare och företagsledare. Detta då kompensationen knyter företagsledarens intresse till den framtida utvecklingen av företagets aktiekurs. Företagsledare kommer därför vara mer motiverade att göra en spin-off när ett sådant beslut kan vara till fördel för aktieägarna (ibid).

H₀: Andelen aktier ägda av företagsledare och direktörer kommer inte att påverka valet av avyttringsmetod

H_A: Andelen aktier ägda av företagsledare och direktörer kommer att påverka valet av avyttringsmetod

2.6.5 Rörelsemarginal

I sin studie finner Lang et al. (1995) att företag som säljer av tillgångar tenderar att prestera dåligt innan beslutet tas. Även Steiner (1997) undersöker om företag med sämre lönsamhet mer troligt kommer att genomföra sell-off och finner ett negativt samband mellan lönsamhet och sell-off. Vidare undersöker Nixon et al. (2000), som tar stöd från Steiners (1997) studie, om valet mellan spin-off och sell-off påverkas av företagets lönsamhet. Författarna finner

ingen signifikant skillnad i rörelsemarginal mellan företag som genomför en spin-off och de som väljer en sell-off. De menar att, trots de studier som visar på att företag genomför spin-off gör det till följd av positiv prestation på marknaden, kan även en spin-off göras till följd av negativ prestation, då motivet kan vara att reducera ineffektiv storlek och hög diversifiering vilket kan leda till sämre resultat. Prezas och Simonyan (2015) finner också att företag som genomför spin-off har signifikant högre avkastning än företag som genomför sell-off året innan delningen. Även Powers (2011) undersöker hur företags lönsamhet påverkar valet mellan spin-off och sell-off och finner att företag som genomför en spin-off har högre lönsamhet, men får inte signifikant stöd för det i sin studie.

H₀: Företags lönsamhet kommer inte att påverka valet av avyttringsmetod

H₀: Företags lönsamhet kommer att påverka valet av avyttringsmetod

2.7 Värdeskapande vid spin-off och sell-off

2.7.1 Finansieringsfördelar

Denna teori är applicerbar vid sell-off då försäljning genererar likvida medel till företag. Hite et al. (1987) förklarar att intäkterna som genereras vid försäljning kan användas till att allokera kapital för positiva NPV-projekt. Även Bates (2005) argumenterar för att intäkterna kan användas för att finansiera positiva NPV-projekt om företag har svårt att generera eget internt kapital. Företag som väljer att behålla intäkterna från försäljning får som ett resultat fördelar i form av ökad likvid rörlighet och ökad effektivitet, utan att behöva vända sig till aktiemarknaden eller banken för tillskott av kapital (Lee och Lin, 2008). Företag som befinner sig i finansiell stress kan använda det genererade kapitalet till att betala sina ränteutgifter på skulden (Lang et al., 1995; Lasfer et al., 1996). Vidare menar Lasfer et al. (1996) att aktieägarna gynnas när företagets finansiella stress reduceras om det generade kapitalet används till att betala av sina skulder.

Eftersom företagsledningens mål skall vara att maximera aktieägarvärde bör inte företaget avyttra tillgångarna om transaktionen inte leder till positiv utveckling för aktieägarna. Vid en sell-off innebär detta att försäljningsvärdet måste överstiga nuvärdet av de avyttrade tillgångarnas kassaflöden. Även om detta inte skall vara möjligt enligt den effektiva marknadshypotesen som förutsätter full information och en perfekt kapitalmarknad finns det situationer där en sell-off kan vara en positiv NPV-investering för antingen köparen, säljaren eller för båda parter. Om köparen har komparativa fördelar gentemot säljaren är det möjligt

att priset som företaget betalar för den avyttrade enheten överstiger nuvärdet av tillgångens nettokassaflöde och det blir då ett positivt NPV-projekt för säljaren. (Rosenfeld, 1984)

2.7.2 Reducerad asymmetrisk information

Chemmanur och Paeglis (2001) ger en förklaring till varför en uppdelning av företaget i form av spin-off kan vara värdeskapande. De menar att en delning kan minska den asymmetriska informationen mellan företaget och aktieägare. Den asymmetriska informationen leder till att all relevant information som behövs för att värdera företags aktiekapital inte finns tillgängligt för investerare (ibid). Även Chen och Guo (2005) menar på att en reduktion av storlek kan leda till minskad asymmetrisk information då investeraren saknar en tydlig bild av företaget vilket resulterar i att det blir svårt att bedöma alla olika marknadssegment som företaget består av. De menar att den asymmetriska informationen kan reduceras då företaget delar upp sin verksamhet i mindre delar och investeraren kan då enklare bedöma de olika delarna var för sig.

Krishnaswami och Subramaniam (1999) undersöker i sin studie relationen mellan asymmetrisk information och spin-off. De finner att företag som har högre asymmetrisk information än sina konkurrenter kraftigt reducerar den asymmetriska informationen efter det att en spin-off har genomförts.

2.7.3 Fokusering och negativa synergier

Företagssammanslagningar motiveras ofta med att det finns positiva synergieffekter som gör att det totala värdet på verksamheten blir högre som en gemensam enhet. I motsatt riktning kan de uppstå negativa synergier mellan moderbolag och dotterbolag. (Scheutz, 1988)

Värdeskapandet uppstår genom att företaget avyttrar orelaterade enheter i ett försök till att öka fokuset inom verksamheten. Detta är viktigt när det avyttrade bolaget inte är lönsamt vilket skapar negativa synergier mellan moderbolaget och den avyttrade enheten. Avyttringen kan på så sätt eliminera den enhet som drar ner verksamhetens totala värde. (Afshar et al., 1992)

En förklaring till det värdeskapande som kan uppstå efter en spin-off är det ökade fokus inom verksamheten som sker genom en reduktion i storlek och företags tillgångsbas. Detta gör att företags ledning kan koncentrera sig på ett mindre företag med mindre företagsgrenar vilket kan leda till en ökad produktivitet och prestation inom bolaget. (Chemmanur och Paeglis, 2001)

En försäljning av tillgångar kan eliminera affärsområden som inte tillhör företagets kärnverksamhet och borde leda till en ökning i marknadsvärdet för både köparen och säljaren. Detta då försäljningen för över tillgångarna till en effektivare användare som kan nyttja och styra den avyttrade enheten på ett bättre sätt än säljaren. (Linn och Rozeff, 1984)

2.7.4 Effektivare ledning

Denna teori ämnar förklara att effektiviteten i konglomerat är underlägsen den i mindre specialiserade företag. Detta beror på företagsledningens oförmåga att kunna tillfredsställa de unika behov varje segment i verksamheten har (Nichols et al., 2014). En reducering av diversifiering skulle kunna leda till specialisering hos företagsledare och det kan leda till ökad produktivitet. (Chemmanur och Paeglis, 2001)

Ett ökat aktieägarvärde efter en spin-off kan enligt Schipper & Smith (1983) bero på att ledningen får styra en mindre diversifierad enhet vilket enligt författarna bör leda till ökad produktivitet. Författarna menar även att skapandet av ett nytt börsnoterat bolag ger investerare ny information som kan bidra till att lättare ha möjlighet att övervaka företagsledningens beslut.

Hite et al. (1987) argumenterar för att en avyttring i form av sell-off kan ha som mål att minska företagets utbud av företagsaktiviteter och därmed bevara värdefulla ledningsresurser. De bygger argumentet på negativa synergier mellan moderbolag och dotterbolag och att moderbolaget gynnas av att göra sig av med enheten om den inte passar in i strukturen, något som kan leda till ökad effektivitet.

2.7.5 Agentkostnader och försäljning av tillgångar

Bates (2005) nämner i sin studie att den genomsnittliga kompensationen i likvida medel översteg 80 procent av transaktionsvärdet vid försäljning av stora dotterbolag mellan åren 1990 och 1998. En försäljning av tillgångar resulterar sällan i att bolagets totala tillgångar reduceras, utan leder ofta till en signifikant ökning i likviditet på transaktionsdagen för moderbolaget (ibid). Det är ingen fördel för investerare när ett företag håller mer likvida medel än vad som krävs för investeringar och likviditetsbehov och utöver skattekostnaden tillkommer det med stor sannolikhet agentkostnader när ett företag tillhandahåller för mycket likvida medel (Berk och DeMarzo, 2017).

Lang et al. (1995) menar att försäljningen av tillgångar tillför mindre restriktivt kapital till företagsledare än om finansieringen sker externt genom kapitalmarknaden eller genom skuld. Lee och Lin (2008) bygger vidare på studien gjord av Lang et al. (1996) och menar att företagsledare kan välja att använda de genererade intäkterna från försäljningen till att göra investeringar för att öka sin egen makt och anseende snarare än att gynna aktieägarna. Den positiva effekten av att behålla intäkterna från försäljningen blir därför helt beroende på om fördelarna med ökad effektivitet och flexibilitet överväger de potentiella agentkostnader som kan uppstå.

2.8 Tidigare studiers avkastningsundersökning

Chemmanur och Yan (2004) undersöker avkastningen hos de moderbolag som genomfört spin-off, både vid annonseringstillfället och hur företagets avkastning ser ut på lång sikt. De finner att moderbolagen visar på positiv abnormal avkastning upp till tre år efter delning. Cusatis et al. (1993) undersöker också moderbolagens avkastning tre år efter delning och finner även de positiv abnormal avkastning mot marknadsindex. Författarna lägger stort fokus på de företag som efter delningen gör förvärv och menar att den positiva abnormal avkastningen kan vara ett resultat av det. Även Desai och Jain (1999) undersöker moderbolagens avkastning tre år efter att de har genomfört spin-off och finner positiv abnormal avkastning för alla observerade perioder.

Miles och Rosenfeld (1983) undersöker avkastningen i moderbolagen sex månader efter delning vid spin-off och finner att företagets abnormal avkastning är 22,1 procent mot marknadsindex. Likt Miles och Rosenfeld (1983) undersöker Krishnaswami och Subramaniam (1996) annonseringseffekten och avkastningen efter att delning har genomförts. I sin studie finner de ett positivt samband mellan reducering av asymmetrisk information och positiv abnormal avkastning. De kartlägger avkastningen ett år efter delning och finner positiv abnormal avkastning för moderbolagen mot marknadsindex.

Lee och Lin (2008) studie undersöker sell-off företag och kartlägger avkastningen i Storbritannien ett år efter delning och fem år framåt och finner signifikant negativ abnormal avkastning för perioden. Lee och Lin (2008) finner att avkastningen är negativ för företag som genomfört en sell-off oberoende på hur företaget väljer att distribuera de intäkter som genereras vid försäljningen. Bates (2005) undersöker den amerikanska marknaden över en period på två år och finner att företag som behåller de intäkter som genereras från

försäljningen har en abnormal signifikant överavkastning på 18,22 procent. De företag som väljer att dela ut intäkterna till aktieägare eller betala sin skuld visar inte någon signifikant överavkastning. Prezas och Simonyan (2015) som undersöker den långsiktiga aktieutvecklingen för både spin-off och sell-off bolag på den amerikanska marknaden finner en signifikant högre avkastning för företag som genomfört sell-off. Företag som genomför en spin-off visar en negativ abnormal avkastning på -5,46 procent medan företag som genomfört en sell-off visar en abnormal överavkastning på 1,68 procent över en period på 12 månader.

Likt tidigare studier vill vi undersöka aktieutvecklingen för moderbolag som har genomfört antingen spin-off och sell-off. För 6, 12, 18 och 24 månader kommer hypoteserna att ställas enligt nedan:

H_0 = Spin-off företags avkastning är samma som valt index

H_A = Spin-off företags avkastning är inte samma som valt index

H_0 = Sell-off företags avkastning är samma som valt index

H_A = Sell-off företags avkastning är inte samma som valt index

3. Metod

3.1 Vetenskapligt tillvägagångssätt

Då uppsatsen har hämtat data från Bloomberg Terminal, vilket har varit underlag för att kunna svara på frågeställningarna och de ställda hypoteserna, har en kvantitativ studie tillämpats. Data från Bloomberg Terminal har strukturerats i Excel för att sedan användas vid den logistiska regressionsanalysen och för t-testerna.

När det kommer till rapportskrivande finns det främst två sätt att gå tillväga för att angripa den teoretiska referensramen, antingen genom deduktiv ansats eller induktiv ansats. I den här studien kommer en deduktiv ansats till det teoretiska ramverket att tillämpas. Ett deduktivt förhållningssätt innebär att det är teorin med hjälp av hypoteser som ligger till grund för den empiriska undersökningen där resultatet efter insamling av data kan förklara relevansen av teorin. Det teoretiska ramverket och de hypoteser som ställs styr hur datainsamlingen kommer att gå till. (Bryman och Bell, 2017)

Till skillnad från deduktiv ansats startar induktiv ansats i andra änden, där resultatet kopplas till den teori som ligger till grund för undersökningen. Ett tredje sätt att angripa den teoretiska referensramen är med hjälp av abduktiv teori som på senare tid har blivit mer populär.

Bryman och Bell (2017) menar att abduktion främst används när gränserna mellan deduktion och induktion i en rapport blir svåra att särskilja.

3.1.1 Sekundär- och primärdata

Vid inhämtning av data finns det två typer av data att hämta sitt underlag från, sekundärdata och primärdata. Den sekundärdata som har använts för denna uppsats innefattar tidigare studier inom forskningsområdet, böcker och elektroniska tidskrifter. Den primärdata har hämtats från den finansiella databasen *Bloomberg Terminal*. Då uppsatsen är en kvantitativ studie med deduktiv ansats har datainsamlingen följt de avgränsningar som beskrivits i problemformuleringen. Det innebär att data från svenska börsnoterade företag kommer att användas som underlag för studien med relevant information som följer de faktorer som påverkar valet mellan spin-off och sell-off.

För att finna litteratur till uppsatsen har sökverktyget *Supersök* från Göteborgs Universitetsbibliotek använts för att förse uppsatsens teoretiska ramverk. Därifrån har en stor mängd sekundärkällor kunnat erhållas. Exempel på sökord för att finna relevant teori var: *spin-off, sell-off, corporate divestiture, capital structure, delning, avknoppning, corporate sell-off, corporate spin-off, return*.

3.1.2 Datainsamling

För att hitta de bolag som har genomfört spin-off eller sell-off i Bloomberg Terminal har ett antal avgränsningar gjorts för att kunna identifiera de bolag som var relevanta för studien. Variablernas data har hämtats ett år innan annonseringstillfället att moderbolaget kommer att genomföra antingen spin-off eller sell-off då vi anser att det kan ge en övergripande bild av företaget innan det att delningen görs.

Spin-off

- *Tidsram:* 01/01/2000 - 31/12/2017
- *Affärstyp:* Mergers & Acquisitions → Spin-off
- *Status:* Genomförd
- *Region:* Sverige

- *Index:* OMX Stockholm All-share (OMXSPI)
- *Bolagstyp, publikt:* Moderbolag

Sell-off

- *Tidsram:* 01/01/2000 - 31/12/2017
- *Affärstyp:* Mergers & Acquisitions
- *Status:* Genomförd
- *Region:* Sverige
- *Index:* OMX Stockholm All-share
- *Bolagstyp, publikt:* Moderbolag (säljande bolag)

Under den valda tidsramen fann vi 57 genomförda spin-offs på den svenska börsen, där 54 av bolagen kunde användas som underlag då tre av bolagen var avnoterade och då ett av kraven var att bolagen skulle vara publikt undersöktes inte de bolagen. Ytterligare 21 bortfall gällande spin-off skedde, då det inte finns data om bolagen för utvalda faktorer, vilket gör att totalt 33 spin-off bolag har undersökts. För beräkning av abnormal avkastning fanns underlag för alla bolag.

Gällande urvalet på sell-off var det nödvändigt att för hand sälla ut företag som enbart sålt av dotterbolag eller divisioner. Efter att företag som har genomfört försäljning av dotterbolag eller divisioner sållats ut fann vi 186 sell-offs av totalt 645 sell-offs under perioden 1 januari 2000 till 31 december 2017. Bortfallen för sell-off företag blev 41 till antalet då det inte gick att finna information om utvalda faktorer för alla företag. Således undersöktes 145 sell-off företag och totalt antal företag som undersöktes uppgick till 178 stycken för valet mellan spin-off och sell-off.

Tidigare studier som har analyserat spin-offs och sell-offs har inte varit tydliga med avgränsningen att moderbolaget ska ha sålt av ett dotterbolag eller division för att vara del i undersökningen, vilket vi har gjort för att få en mer korrekt jämförelse mot spin-off. Eftersom listan över företag som genomfört en sell-off även innehöll försäljning av maskiner, fastigheter och andra fasta tillgångar ansåg vi att de skulle exkluderas då det vid en spin-off delas ut antingen dotterbolag eller divisioner.

3.2 Logistisk regressionsanalys

För att undersöka om utvalda faktorer påverkade moderbolagets val av avyttringsmetod formulerades ett antal hypoteser. Likt tidigare studier (Nixon et al., 2000; Prezas och Simonyan, 2015) som studerar faktorers påverkan på valet mellan spin-off och sell-off har vi använt oss av en multipel logistisk regressionsanalys. Regressionsanalysen har genomförts i programmet Stata där typ av avyttringsmetod, som benämns som affärstyp, används som beroende variabel. Regressionen har undersökts med en signifikansnivå på fem procent. Variabler som var signifikanta gjordes i fetstil och markerades med upphöjda bokstäver i Tabell 1.4. Signifikanta på en procent markeras med **a**, fem procent markerades med **b**, tio procent markerades med **c**. För denna studie föredras variabler som är signifikanta på en och fem procents nivå.

Logistisk regression är en metod som används för att modellera en binär responsvariabel som antar värdet noll eller ett (Bewick et al., 2005). I vår studie antar spin-off värdet ett och sell-off antar värdet noll. Även om modellen liknar en enkel linjär regression är den underliggande distributionen binomial och den förklarande variabeln kan inte estimeras på samma vis som genom en regressionsanalys (ibid). Precis som vid en enkel linjär regression går det att använda mer än en oberoende variabel för att förklara den beroende variabeln (ibid). Det som skiljer en logistisk regression från en linjär regression är att den logistiska regressionen ger ett sannolikhetsmått för hur troligt det är att ett scenario inträffar (ibid). I vår regressionsanalys ökar sannolikheten för att genomföra spin-off gentemot sell-off om koefficienten för den oberoende variabeln antar ett positivt värde och tvärtom om den antar ett negativt värde.

Pseudo R^2 som används i den logistiska regressionen skiljer sig till viss del från R^2 -värdet som anges vid en linjär regression och tolkningen blir därför aningen annorlunda. Pseudo R^2 visar en jämförelse mellan den estimerade modellen och "the null model". "The null model" innehåller inga parametrar förutom interceptet och R^2 -värdet i den logistiska modellen bör därför tolkas som ett mått på förbättring i jämförelse med en modell utan oberoende variabler (Hemmert et al. 2016). Pseudo R^2 kan på så vis ge en indikation på modellens "goodness of fit". (ibid). McFadden's (1977) pseudo R^2 används i denna studie och kan ta ett värde mellan noll och ett. Ett värde mellan 0,2 och 0,4 anses vara en bra indikation för hur den valda modellen beskriver det som avses att undersökas (ibid), i detta fallet valet mellan spin-off och sell-off.

De oberoende variablerna är de utvalda faktorerna som kan påverka valet av avyttringsmetod. De faktorer som kommer att undersökas är *rörelsemarginal* (*rör.marg*), *skuldsättningsgrad* (*skldgrad*), *procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer* (*pct.aktier*), *optimism på marknaden* (*opt.mark*), *storleken på den avyttrade enheten* (*strl*), *kassalikviditet* (*kassalikv*) och *likvida medel i relation till totala tillgångar* (*likv.mdl/tot.tillg*). Hur variablerna benämns i regressionen anges inom parentes ovan.

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{rör.marg} + \beta_2 \text{skldgrad} + \beta_3 \text{pct.aktier} + \beta_4 \text{opt.mark} + \beta_5 \text{strl} \\ + \beta_6 \text{kassalikv} + \beta_7 \text{likv.mdl/tot.tillg} + \varepsilon$$

Y = Beroende variabel, 1 eller 0

β_i = Förklaringsgrad

x_i = Oberoende variabel

x_i = Oberoende variabel

ε = Felterm

3.2.1 Kollinearitet

För att undersöka om kollinearitet eller multikollinearitet råder ska korrelationen mellan faktorerna tas fram. Om det råder korrelation mellan två variabler benämns det som kollinearitet och om det råder korrelation mellan två eller fler variabler benämns det som multikollinearitet. Korrelationskoefficienten kan anta värden mellan -1 till +1, där -1 innebär starkt negativt samband och +1 starkt positivt samband. Om korrelationen är 0 råder inget samband mellan variablerna. Värden över 0.9 är inte att önska då det betyder att variablerna påverkar varandra starkt positivt. (Cortinhas och Black, 2012). För denna studie kommer 0.9 att användas som en gräns för kollinearitet och multikollinearitet.

3.3 Beräkning av moderbolaget avkastning efter avyttring

För beräkning av abnormal avkastning har MacKinlays (1997) statistiska marknadsmodell *Market Adjusted Abnormal Return Model* använts. MacKinlay (1997) använder en tillgångs avkastning vid en specifik tidpunkt minus marknadsens index vid samma tidpunkt för att beräkna abnormal avkastning, vilket även kommer att göras i denna studie. Vid användning av MacKinlays modell är alfa en konstant med värdet 0, beta en konstant med värdet 1. Det innebär att den förväntade avkastningen för en tillgång blir marknadsens avkastning. För vår

studie har OMX Stockholm Price Index (OMXSPI) valts som index. OMXSPI är ett vägt index för alla noterade aktier på Nasdaq Stockholm. Avkastningen för spin-off mäts från den dag då det nya bolaget går att handlas på börsen och för sell-off mäts från transaktionsdagen då dotterbolaget eller divisionen byter ägare. För att beräkna den abnormala avkastningen för de två urvalsgrupperna har avkastningen för respektive avknopningsmetod summerats för att sedan divideras med antalet observation för varje tidsperiod. Därefter har den vägda genomsnittliga abnormala avkastningen subtraherats med den genomsnittliga avkastningen för marknaden under samma tidsperiod.

$$AR_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad \overline{AR} = \frac{1}{N} \sum AR_{it}$$

β = Konstant som antar värdet 1

α = Konstant som antar värdet 0

ε_{it} = Variansens medelvärde som antar värdet 0

R_{it} = Procentuell skillnad i företagets avkastning

R_{mt} = Procentuell skillnad i marknadens avkastning

N = Antal företag

3.4 T-test

Trots att abnormal avkastning ger ett mått på den vägda abnormala avkastning för spin-off och sell-off mot marknadsindex förklarar den inte om resultatet är statistiskt signifikant. För att se om statistisk signifikans förelåg testades skillnaden mellan marknadens avkastning och val av avyttringsmetods avkastning med hjälp av ett tvåsidigt t-test med signifikansnivån fem procent. Vid tvåsidigt t-test med signifikansnivå på fem procent antar det kritiska värdet 1,676 för en population på 50, i vårt fall antal företag.

Då variansen är okänd men standardavvikelsen är känd har ett t-test använts istället för ett z-test. Formeln bygger på samma princip som ett z-test med skillnaden att z-test använder variansen istället för standardavvikelsen. (Cortinhas och Black, 2012).

För att ett t-test ska kunna genomföras korrekt gäller det att antagandet om att stickproven är normalfördelade stämmer. Vid användning av t-test är antagandet om att populationen är normalfördelad relativt robust (ibid). I vår studie utgår vi från den centrala gränsvärdessatsen

om att populationen är normalfördelad, vilket innebär att t-fördelningen närmar sig normalfördelningskurvan ju högre populationen blir (ibid).

För t-testet formulerades statistiska hypoteser, där nollhypotesen, H_0 , under alla observerade månader för både spin-off och sell-off, antog att avkastningen var desamma som marknadens avkastning. Mothypotes, H_1 , antog att avkastningen var högre eller lägre än marknadens avkastning.

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{s/\sqrt{n}}$$

\bar{x} = *summan av företagens vägda avkastning*

μ = *summan av marknadens vägda avkastning*

s = *standardavvikelse*

\sqrt{n} = *roten ur antalet observationer*

3.5 Metodkritik

3.5.1 Reliabilitet och replikerbarhet

För att uppnå reliabilitet gäller det att resultaten från undersökningen blir likadant om den skulle genomföras igen (Bryman och Bell, 2017). Reliabilitet och validitet hänger delvis ihop och för att veta att studien har god validitet krävs reliabilitet, det vill säga att det som avses att undersökas är det som faktiskt undersöks samt att det görs på ett tillförlitligt sätt (Patel och Davidsson, 2016). Om studien skulle göras om med samma tillvägagångssätt vad gäller datainhämtning, avgränsningar och faktorer kommer studien att visa på hög replikerbarhet vad gäller presenterat resultat.

3.5.2 Validitet

Enligt Bryman och Bell (2017) handlar validitet om hur väl de slutsatser som tagits från undersökningen hänger ihop eller inte. Inre validitet kan kopplas till frågor om kausalitet (ibid). Till exempel hur väl det går att säkerställa att det verkligen är de oberoende variablerna som påverkar valet av avyttringsmetod. Då syftet med rapporten är att undersöka utvalda faktorer som kan ligga till grund för valet av avyttringsmetod går det att ifrågasätta validiteten att enbart ta med sju variabler som ska förklara valet av avknopningsmetod, då det troligen finns betydligt fler faktorer som kan påverka valet av avyttringsmetod. Till skillnad från

studien gjord av Nixon et al. (2000) så har författarna i denna studie använt kassalikviditet istället för räntetäckningsgrad som ett av måtten för att mäta finansiell stress. Då bortfallen blev för stora när räntetäckningsgrad användes var det nödvändigt att hitta ett liknande alternativt mått som kunde ge en bild av företags förmåga att betala av sin skuld. Det kan ha inneburit att faktorerna inte gav samma utfall.

Antalet företag som har genomfört spin-off och sell-off skiljer sig kraftigt åt. Företag som genomfört spin-off var 33 företag och företag som genomfört sell-off var 145 när faktorerna undersöktes. Då endast 33 företag som genomfört spin-off har undersökts fanns risken att extremvärden påverkade variablerna vid regressionsanalysen och kan ha gett en missvisande bild.

Market Adjusted Abnormal Return Model som tillämpades för att mäta abnormal avkastning använder beta och alfa som konstanter, vilket innebär att riskjustering ignoreras och är något som också kan påverka resultatet.

Det gjordes inte någon uppdelning av branscher av de bolag som finns i studien för att se om avkastningen skiljde sig branscherna emellan, något som hade kunnat vara relevant för att se om branschtillhörighet hade någon påverkan på avkastningen. Beslutet att enbart ta med sell-off bolag som sålt av dotterbolag eller divisioner går också ifrågasätta och är något som tidigare studier inte har gjort, vilket kan ge missvisande resultat gentemot tidigare studier.

Yttre validitet förklarar hur passande tillvägagångssättet är för den undersökning som ska göras (Bryman och Bell, 2017). Som stöd har tidigare studier granskats för att finna relevans för undersökningen. Ett flertal studier, däribland Prezas och Simonyan (2005), Steiner (1997), Powers (2001) och Nixon, Roenfeldt och Sicherman (2000) har undersökt ett antal faktorer som kan ligga till grund för avyttringsmetod.

3.5.3 Källkritik

Eftersom uppsatsen har hämtat inspiration från tidigare studier vad gäller faktorer och hypoteser har det krävts att de sekundärkällor som valts är noggrant utvalda. Det innebär att det gäller att förhålla sig kritiskt till de valda källorna (Patel och Davidsson, 2016). Därför har de sekundära källornas syfte, undersökningsområde, relevans för studien och användbarhet granskats för att studien ska uppnå trovärdighet. För primärdata har Bloomberg Terminal

använts som databas för att tillhandahålla data gällande faktorer och avkastning om företagen. Då Bloomberg Terminals syfte är att tillhandahålla finansiella mått om företag valdes den som primärkälla för att på ett tillförlitligt sätt tillhandahålla relevant data.

4. Resultat

4.1 Korrelationsmatris

Tabell 1.1

Antal observationer= 178							
KORRELATIONS- MATRIS	rör.marg	skldgrad	pct.aktier	opt.mark	strl	kassalikv	likv.mdl/ tot.tillg
rör.marg	1.0000						
skldgrad	0.1429	1.0000					
pct.aktier	0.1330	-0.0887	1.0000				
opt.mark	-0.0785	0.0455	0.0491	1.0000			
strl	0.0305	-0.01144	-0.0509	-0.0149	1.0000		
kassalikv	-0.0938	-0.0986	-0.0488	-0.01512	-0.0415	1.0000	
likv.mdl/tot.tillg	-0.0600	-0.0997	-0.0259	-0.0662	-0.0598	0.4726	1.0000

I tabell 1.1 i ovan går det att se att de flesta värden ligger nära noll, vilket betyder att multikollinearitet inte råder mellan de oberoende variablerna. Koefficienterna *likvida medel i relation till totala tillgångar* och *kassalikviditet* har ett positivt samband på 0,4726, vilket innebär att de är relativt starkt positivt korrelerade.

4.2 Deskriptiv statistik faktorer

Tabell 1.2 och 1.3, som återfinns i appendix, visar den deskriptiva statistiken för de två olika urvalsgrupperna. Spin-off företagen presenteras i tabell 1.2 och sell-off företagen i tabell 1.3. Tabellerna visar medelvärde samt standardavvikelse för samtliga valda variabler för respektive urvalsgrupp. Tabellen visar även antalet observationer i varje urvalsgrupp. Det totala antalet observationer i regressionsanalysen är 178 stycken, varav 33 av dessa är spin-off bolag och 145 stycken är sell-off bolag.

För spin-off företag är medelvärdet för *skuldsättningsgrad* 42,03 procent där samma variabel visar ett medelvärde på 53,87 procent för sell-off företag. *Procentandel aktier ägda av*

företagsledare och direktörer visar ett medelvärde på 10,74 procent för företag som genomfört spin-off medan urvalsgruppen för sell-off företag har ett medelvärde på 3,21 procent. Medelvärdet för *rörelsemarginal* är 10,31 procent respektive 5,30 procent för företag som genomfört en spin-off och sell-off. Variabeln *marknadsindex* har ett medelvärde på 13,70 procent för spin-off företag och 6,92 procent för sell-off företag. Tabellen visar även ett medelvärde för *totalt värde på den avyttrade enheten* på 1054,38 miljoner USD för företag som använt sig av en spin-off medan medelvärdet för sell-off bolag är 160,65 miljoner USD. *Likvida medel i relation till totala tillgångar* uppvisar ett medelvärde för företag som genomfört en spin-off på 10,57 procent och 6,16 procent för företag som genomfört en sell-off. Medelvärdet för *kassalikviditet* gällande spin-off är 0,8133 och för sell-off 0,8302.

Tabell 1.4

LOGISTISK REGRESSION						Antal observationer = 178
						LR chi2(7) = 30.39
						Sannolikhet > chi2 = 0.0001
Log sannolikhet = -70.151198						Pseudo R ² = 0.1780
AFFÄRSTYP	Koefficient	Standardfel	z	P> z	[95% Konf. Intervall]	
rör.marg	.0172278	.0144025	1.20	0.232	-.0110007	.0454563
skldgrad	-.0024493	.0041859	-0.59	0.558	-.0106356	.005755
pct.aktier	0.0439257	.0167433	2.62^a	0.009	.0111094	.0767419
opt.mark	.023312	.0125943	1.85 ^c	0.064	-.0013724	.0479964
strl	.0008444	.0003185	2.65^a	0.008	.0002201	.0014686
kassalikv	-.3008793	.4624878	-0.65	0.515	-.1207339	.6055802
likv.mdl/tot.tillg	.0839347	.0383317	2.19^b	0.029	.008806	.1590635
_konstant	-2.68094	.5621282	-4.77	0.000	-3.782691	-1.570189
						a = signifikant vid 1%-nivå b = signifikant vid 5%-nivå c = signifikant vid 10%-nivå

4.3 Logistisk regression för utvalda faktorer

Pseudo R²-värdet som återfinns i Tabell 1.4 ovan har värdet 0,1780. Vidare går det att urskilja i Tabell 1.4 att *procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer*, *totalt värde på den avyttrade enheten* och *likvida medel i relation till totala tillgångar* var statistiskt signifikanta för valet av avknopningsmetod. Ett z-värde över 1,96 påvisar signifikans med test vid 5% signifikansnivå. *Procentandel aktier ägda av företagsledare och direktörer* påvisar statistisk signifikans med ett z-värde på 2,62. *Likvida medel i relation till totala tillgångar* visar på

statistisk signifikans för en och fem procent med ett z-värde på 2,19. Variabeln *storleken på den avyttrade enheten* visar även den signifikans med ett z-värde på 2,65. De tre variabler som visar statistisk signifikans har positiv koefficient vilket innebär att sannolikheten för en spin-off ökar gentemot en sell-off.

Optimism på marknaden visar inte på signifikans vid fem procent då den har ett z-värde på 1,85. Variabeln är signifikant vid tio procents nivå, vilket visas i Tabell 1.3 ovan.

Koefficienten visar ett positivt värde vilket innebär att sannolikheten för en spin-off ökar när variabelns värde ökar.

De oberoende variablerna *rörelsemarginal*, *skuldsättningsgrad* samt *kassalikviditet* påvisar ingen statistisk signifikans för valet mellan de två olika typerna av avyttringsmetoder.

Variabeln *rörelsemarginal* har ett z-värde på 1,20. *Skuldsättningsgradens* z-värde är -0,59.

Slutligen har *kassalikviditet* har ett z-värde på -0,65. *Rörelsemarginal* har en positiv koefficient som betyder att sannolikheten för en spin-off ökar medan *skuldsättningsgrad* och *kassalikviditet* har en negativ koefficient vilket innebär att sannolikheten för en spin-off minskar när variabeln ökar.

4.4 Abnormal avkastning

De båda urvalsgruppernas avkastning gentemot OMXSPI över perioderna 6,12,18 och 24 månader går att urskilja i Tabell 1.5 och Tabell 1.6 nedan. Den abnormala avkastningen för företag som genomfört spin-off över sex månader är -2,75 procent medan för sell-off är den abnormala avkastningen 1,34 procent. Det sker ett bortfall bland spin-off bolagen samt ett sell-off bolag då aktiehistorik inte finns tillgänglig för hela perioden över 6 månader.

Den abnormala avkastningen för 12 månader visar ett positivt värde på 9,75 procent för moderbolagen som genomfört en spin-off medan företagen som genomfört sell-off under samma period har ett värde på 3,58 procent. Under denna tidsperiod sker ett bortfall på tre spin-off bolag samt 9 sell-off bolag.

Den abnormala avkastningen mot OMXSPI över 18 månader är 9,75 procent för företagen som genomfört en spin-off. Under samma tidsperiod visar företag som genomfört sell-off en abnormal avkastning mot OMXSPI med 3,43 procent. Över 18-månadersperioden sker det ett

bortfall av 4 bolag som genomfört en spin-off samt 19 bolag som genomfört en sell-off då aktiehistorik inte finns tillgänglig för hela perioden.

Slutligen visar spin-off bolagen en abnormal avkastning på 31,65 procent över 24 månader.

Under samma period har sell-off bolagen en abnormal avkastning på 3,62 procent. I den sista tidsperioden sker ett bortfall på 6 företag respektive 19 företag för spin-off och sell-off bolagen.

För \overline{AR} genomfördes ett tvåsidigt t-test för att se om det går att stärka överavkastningen med statistisk signifikans.

Tabell 1.5

T-test, SPIN-OFF vs. OMXSPI					
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]
Abnormal avkastning, 6mån	53	-2.754363	3.720114	27.08284	-10.21932 4.710592
H ₀ : medelvärde=0					t= -0.7404
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=52
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]
Abnormal avkastning, 12mån	51	9.75159	8.293247	59.22563	-6.905887 26.40907
H ₀ : medelvärde=0					t= 1.1758
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=50
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]
Abnormal avkastning, 18mån	50	16.25462	9.455231	66.85858	-2.746376 35.25562
H ₀ : medelvärde=0					t= 1.7191^a
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=49
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]
Abnormal avkastning, 24mån	48	31.65038	14.19449	98.3424	3.104749 60.206
H ₀ : medelvärde=0					t= 2.2298^a
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=47
a = signifikant vid 5%-nivå					

För spin-off blev varken sex eller tolv månader signifikant med t-värden inom den kritiska gränsen på 1,676, vilket Tabell 1.5 visar. Nollhypoteserna för 6 och 12 månader förkastas därmed inte. 18 och 24 månader påvisar däremot statistisk signifikans med t-värden på 1,7191 och 2,2298. Således kan nollhypotesen att avkastning för bolag som har genomfört spin-off är densamma som marknadens avkastning förkastas för 18 och 24 månader.

Tabell 1.6

T-test, SELL-OFF vs. OMXSPI						
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]	
Abnormal avkastning, 6mån	185	1.333222	1.988076	27.004076	-2.589134	5.255579
H ₀ : medelvärde=0					t= 0.6706	
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=184	
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]	
Abnormal avkastning, 12mån	176	3.586932	2.869432	38.06732	-2.076214	9.250079
H ₀ : medelvärde=0					t= 1.2500	
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=175	
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]	
Abnormal avkastning, 18mån	166	3.436539	4.190495	53.99075	-4.837366	11.71044
H ₀ : medelvärde=0					t= 0.8201	
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=165	
t-test, \overline{AR}	Obs	Medelvärde (%)	Standardfel	Standard Av.	[95% Konf. Intervall]	
Abnormal avkastning, 24mån	166	3.616488	5.086112	65.52997	-6.425764	1.65874
H ₀ : medelvärde=0					t= 0.7111	
H _A : medelvärde≠0					frihetsgrader=165	

För sell-off påvisades ingen statistisk signifikans för någon av månaderna då deras t-värden var inom den kritiska gränsen på 1,645, vilket går att urskilja i tabellen ovan. Således förkastas inte nollhypotesen att avkastningen för bolag som har genomfört sell-off är densamma som marknadens avkastning.

5. Analys och diskussion

5.1 Valet mellan spin-off och sell-off

5.1.1 Psuedo R²

Den logistiska regressionen visar ett R²-värde på 0,1780 och som nämnts tidigare menar McFadden (1977) att ett värde mellan 0,2 och 0,4 indikerar på att modellen väl förklarar det som avses att undersökas. R²-värdet i vår modell understiger det rekommenderade värdet,

men ger en indikation på att vår modell till viss del beskriver det som undersöks. Denna studie undersöker endast sju faktorerers påverkan på valet mellan spin-off och sell-off och värdet på R2 betyder att det finns andra variabler som förklarar det vi undersöker. Vi anser att värdet är tillräckligt högt för att kunna dra slutsatsen att utvalda faktorer till viss del påverkar valet mellan spin-off och sell-off.

5.1.2 Rörelsemarginal

I resultatet där utvalda faktorerers påverkan på valet av avyttringsmetod undersöks finner vi inget statistiskt stöd för att ett företags lönsamhet, mätt som *rörelsemarginal*, har en påverkan på valet mellan en spin-off och sell-off. Lang et al. (1995) och Steiner (1997) som enbart studerar försäljning av tillgångar finner att en sell-off många gånger görs till följd av sämre företagsprestation. Trots de studier gjorda av Lang et al. (1995) och Steiner (1997), som indikerar att beslutet att genomföra en sell-off kan vara till följd av lägre lönsamhet, överensstämmer vårt resultat med studien gjord av Nixon et al. (2000) som finner att *rörelsemarginal* inte skiljer sig mellan företag som genomför en sell-off och spin-off. Att resultatet inte visar på statistiskt signifikans kan enligt Nixon et al. (2000) bero på att företagsdelningar, både i form av spin-off och sell-off, kan göras för att reducera ineffektiv storlek och hög diversifiering. För att bygga vidare på argumentet av Nixon et al. (2000) kan avyttringar göras till följd av att verksamheten inte fungerar optimalt och det innebär att företag som genomför både spin-off och sell-off kan lida av sämre lönsamhet vilket kan göra att skillnaden inte blir signifikant.

5.1.3 Kassalikviditet, skuldsättningsgrad och likvida medel i relation till totala tillgångar

Varken *kassalikviditet*, som är ett företags kortsiktiga förmåga att betala sin skuld, eller *skuldsättningsgrad* signifikanta och är således inte faktorer som påverkar valet mellan de två avyttringsmetoderna. Det finns ett negativt samband mellan spin-off och *kassalikviditet* i vår regressionsanalys, vilket indikerar att ju lägre *kassalikviditet* företaget har, desto större sannolikhet för en spin-off. Det motsäger studien gjord av Nixon et al. (2000) som finner att företag som genomför en sell-off har svårare att betala sina kortsiktiga skulder. Det är möjligt att val av variabel för att mäta företagets kortsiktiga förmåga att betala sin skuld kan ge skillnad i resultat mellan vår studie och den gjord av Nixon et al. (2000), då de har använt ett annat mått i form av räntetäckningsgrad. Som ett komplement till räntetäckningsgrad använder Nixon et al. (2000) även skuldsättningsgrad för att undersöka om finansiell stress påverkar valet, men finner ingen signifikant skillnad. Trots att varken *skuldsättningsgrad* eller

kassalikviditet visar på signifikans finner vi likt Prezas och Simonyan (2015) att företag som genomför en sell-off har signifikant lägre *andel likvida medel i relation till totala tillgångar* än de företag som genomför spin-off. Författarna menar att bristen på likvida medel kan vara en drivande faktor i valet mellan en spin-off och sell-off. Eftersom *kassalikviditet* tar hänsyn till företagets skuld medan *likvida medel i relation till totala tillgångar* endast mäter hur stor del av företagets tillgångar som är likvida, är inte innebörden densamma, trots att vi ser att det finns en positiv korrelation mellan variablerna. En lägre *andel likvida medel i relation till totala tillgångar* hos företag som genomför en sell-off behöver därför inte betyda att de lider av finansiell stress, men det kan vara en indikation på att företag väljer att använda sig av en sell-off då de är i behov av likvida medel, till exempel för att finansiera nya investeringar. Eftersom en spin-off inte genererar likvida medel till företaget medan en försäljning av tillgångar gör det, borde företag som är i behov av likvida medel välja en sell-off framför en spin-off, vilket resultatet i denna studie indikerar på.

5.1.4 Optimism på marknaden

Varken en och fem procents signifikansnivå visar på statistiskt stöd för att *optimism på marknaden* påverkar valet mellan en spin-off och en sell-off. Om studiens regressionsanalys undersökts med tio procent signifikansnivå är däremot funnit variabeln signifikant. Detta resultat bör dock tolkas med försiktighet, men kan ge en indikation på att variabeln skulle kunna ha en påverkan på valet av avyttringsmetod. Prezas och Simonyan (2015) finner ett signifikant samband mellan rådande *optimism på marknaden* och sannolikheten för en spin-off. Det faktum att investerares syn på börsen kan ha ett samband med valet av hur företag väljer att avyttra sina tillgångar kan bero på de likheter som finns mellan spin-offs och IPO:s (Prezas och Simonyan, 2015). En förklaring till varför sannolikheten för en spin-off skulle öka när börsen går bättre är att företag känner sig mer trygga med att börsnotera ett nytt bolag då det kan finnas möjlighet till att investerare värderar bolaget högre än vad det egentligen är värt (Prezas och Simonyan, 2015). Att variabeln inte blir signifikant vid fem procent kan bero på att sell-offs genomförs oftare och nödvändigtvis inte tar hänsyn till rådande marknadsförhållande när beslutet tas. Under perioden som undersökts identifierade vi 186 sell-offs mot 54 spin-offs vilket visar på genomgående högre frekvens sell-offs. Även om spin-offs i högre grad görs vid *optimism på marknaden* så kan den höga frekvensen av sell-offs, oberoende av marknadsförhållanden, innebära att variabeln inte blir signifikant på fem procent.

5.1.5 Storlek på den avyttrade enheten

Vi finner ett signifikant positivt samband mellan *storleken på den avyttrade enheten* och valet mellan en spin-off och sell-off. Ju större *storleken på den avyttrade enheten* är, desto större sannolikhet för spin-off, vilket är något vi även finner stöd för i tidigare studier (Prezas och Simonyan, 2015; Nixon et al., 2000); Pham et al., 2018). För att koppla det till den deskriptiva statistiken i Tabell 1.1 skiljde sig medelvärdet markant för storleken på den avyttrade enheten mellan spin-off och sell-off. För spin-off var medelvärdet för *storleken på den avyttrade enheten* 1054,38 miljoner USD och för sell-off 160,65 miljoner USD. Detta kan enligt Nixon et al. (2000) bero på relationen mellan storleken på enheten och sannolikheten för att enheten skall klara sig som en självständig enhet på börsen. De menar att om den avyttrade enheten är större ger det bättre förutsättningar för att klara sig som ett nybildat bolag.

Pham et al. (2018) som studerar valet mellan en sell-off och en typ av spin-off, equity carve-out, menar att ju större den avyttrade enheten är desto högre blir priset på enheten, vilket kan försvåra möjligheten för moderbolaget att hitta en potentiell köpare. Författarna menar att en bra lösning på problemet skulle kunna vara att göra bolaget publikt på aktiemarknaden. Trots att en equity carve-out i vissa avseenden skiljer sig från en ren spin-off så kan vi dra en tydlig parallell med studien gjord av Pham et al. (2018) och vår studie när vi jämför storleken på det avyttrade bolaget då båda vänder sig till aktiemarknaden istället för att vända sig till ett annat företag.

5.1.6 Andel aktier ägda av företagsledare och direktörer

Andelen aktier ägda av företagsledare och direktörer har även den ett signifikant positivt samband med sannolikheten att företag genomför en spin-off i relation till en sell-off. Steiner (1997) finner att när en företagsledares ägarandel i ett företag ökar, minskar sannolikheten för att företaget väljer att göra en sell-off. Vidare menar han att företagsledare väljer att avstå från försäljning av diversifierade tillgångar då det skulle öka företagsledarens personliga risk. En företagsledare som har hög ägarandel behåller däremot sin personliga diversifiering och riskspridning vid en spin-off då de står som ägare i båda företagen.

Nixon et al. (2000) menar att eftersom spin-off reducerar storleken på bolaget medan sell-off tillför kapital till företag är det större chans att företagsledare väljer en försäljning av tillgångar om deras ägarandel är lägre. För att utveckla resonemanget från Nixon et al. (2000) går det att koppla resultatet till agentteorin. Det kan förekomma konflikter mellan aktieägare

och företagsledare inom företaget och om båda parter är nyttomaximerande är sannolikheten stor att agenten inte alltid kommer agera i principalens intresse. Enligt Berk och DeMarzo (2017) finns det en risk att företagsledare gör investeringar i syfte att öka sin makt då de föredrar att leda större bolag. När företagsledare har en låg ägarandel i ett bolag kan de vara motvilliga till att genomföra en spin-off utan ett tillskott i kapital då det skulle reducera storleken på bolaget. Powers (2001) menar att det att en högre andel aktier ägda av företagsledare och direktörer leder till att ett större fokus läggs på det långsiktiga aktieägarvärdet och att företagsledare därför skulle kunna vara mer villiga att reducera storleken på bolaget om det är till fördel för aktieägarna.

Resultatet i vår studie kan även kopplas till studien gjord av Feng et al. (2015) som menar att aktiebaserad kompensation hos företagsledningen sammansvetsar det långsiktiga intresset mellan aktieägare och företagsledare. De finner att företag med aktiebaserad kompensation är mer benägna att genomföra en spin-off. En spin-off behöver inte alltid vara det mest lönsamma alternativet för ett företag, men en företagsledare kommer att vara mer motiverad att genomföra en spin-off om de har en aktiebaserad kompensation om ett sådant beslut kan leda till en positiv aktieutveckling för företaget (ibid).

En viktig aspekt att ta hänsyn till när resultatet av denna variabel analyseras är storleken på moderbolaget som genomför avyttringen. Då variabeln mäter andelen aktier ägda av företagsledare och direktörer skulle det kunna vara så att vi finner den signifikant på grund av en skillnad i storlek på moderbolagen. En förklaring är att det är mer troligt att en företagsledare äger en högre procentandel aktier i ett företag som är mindre och det skulle kunna vara så att moderbolaget som genomför spin-off är mindre än de som genomför sell-off. I studien kontrollerar vi inte för storleken på moderbolagen som avyttrar delar av verksamheten och det krävs vidare forskning för att kunna dra en slutsats om hur dessa faktorer hänger ihop.

5.2 Abnormal avkastning

5.2.1 Sell-off

Vi finner inget stöd för att sell-off skulle leda till positiv abnormal överavkastning på längre sikt, vilket delvis överensstämmer med studien gjord av Lee och Lin (2008), som däremot visar på negativ abnormal avkastning över alla tidsperioder, vilket är något vår studie inte visar på. Vårt resultat motsäger Prezas och Simonyans (2015) resultat gällande avkastningen

på den amerikanska marknaden mellan spin-off och sell-off och fann att de företagen som genomfört en sell-off har en betydligt bättre långsiktig aktieutveckling efter delningen än vad företag som har genomfört spin-off har. Vårt val att använda MacKinlays (1997) modell skulle delvis kunna förklara skillnaden i resultaten då MacKinlays (1997) använder alfa och beta som konstanter med värdena 0 och 1, vilket innebär att den förväntade avkastningen blir desamma som marknads avkastning. Prezas och Simonyan (2015) har använt en modell som tar upp ett antal riskfaktorer som tidigare har visat sig påverka den abnormala överavkastningen, något som MacKinlays (1997) modell inte gör. En annan faktor som skulle kunna bidra till skillnaden i resultat mellan denna studie och den gjord av Prezas och Simonyan (2015) är urvalet då de undersöker betydligt fler företag för både spin-off och sell-off. De har undersökt 4192 sell-off företag och 378 spin-off företag vilket gör att det är mindre risk för att extremvärden i urvalsgrupperna skulle påverka resultatet.

Både Bates (2005) och Lee och Lin (2008) menar att den potentiella värdeökningen som kan ske efter en försäljning av tillgångar är helt beroende på hur intäkterna från försäljningen används. Då denna studie inte undersöker vad som görs med det genererade kapitalet är det möjligt att det förekommer överavkastning inom vissa grupper i vårt urval av företag som genomför en sell-off. Bates (2005) fann exempelvis i sin studie endast abnormal överavkastning för företag som behöll de genererade intäkterna medan de företag som delade ut intäkterna till aktieägare eller använde de till att betala sin skuld inte visade någon överavkastning. I vår studie mäter vi överavkastning som ett medelvärde för samtliga företag vilket gör att det inte går att urskilja om vissa grupper inom urvalet visar på överavkastning. Vid fortsatt undersökning av värdeskapandet genom sell-off på den svenska marknaden kan en indelning av sell-off företag göras beroende på hur de väljer att allokera de intäkter som uppstår vid försäljningen och mäta aktieutvecklingen för respektive grupp. Detta skulle ge en mer komplett bild av vad det är som påverkar aktieutvecklingen för företag som genomför en sell-off.

Att en försäljning av tillgångar inte leder till ökat aktieägarvärde skulle kunna förklaras utifrån agentteorin. De intäkter som uppstår vid försäljningen är mindre restriktiva än externt finansierat kapital (Lang et al., 1995) och det finns en risk att företagsledare väljer att använda intäkterna till investeringar som stärker deras position och makt, istället för att gynna företaget (Lee och Lin, 2008). Berk och DeMarzo (2017) menar att ett problem hos många större företag kan vara att företagsledare väljer att investera i negativa NPV-projekt i ett

försök till att bygga ett imperium. Investeringar som görs i detta fall handlar mer om att öka storleken på företaget, snarare än att försöka maximera avkastningen (Berk och DeMarzo, 2017). En annan möjlig förklaring till att försäljningen av tillgångar inte resulterar i ett ökat aktieägarvärde är att säljaren inte förhandlar till sig ett pris som överstiger nuvärdet på tillgångens framtida kassaflöden. För att försäljningen skall leda till ett ökat aktieägarvärde krävs det att köparen betalar mer än det framtida kassaflödet på tillgången (Rosenfeld, 1984).

5.2.2 Spin-off

När vi testade abnormal avkastning för företag som genomfört spin-off fann vi varken stöd för sex eller tolv månader. En anledning till att sex och tolv månader inte visar på signifikans kan bero på att det i många fall sker en stor omstrukturering av företaget vid spin-off och det kan därför uppstå en osäkerhet hos investerare i hur det nya företaget klarar sig som en separat enhet. Då två nya bolag bildas och det sker en omfördelning av resurser samt att en ny företagsledning skall styra bolaget är det möjligt att det krävs en längre tidsperiod innan de fördelar som är associerade med spin-off ger utfall.

För 18 och 24 månader finner vi att den positiva abnormala avkastningen visar på statistisk signifikans. Vi finner stöd för den långsiktiga positiva utvecklingen i företag som genomfört spin-off i ett antal studier som har mätt aktieutvecklingen över en period på minst två år. (Cusatis et al., 1993; Desai och Jain, 1999; Chemmanur och Yan, 2004).

Utifrån teorin finner vi ett antal förklaringar till varför en spin-off skulle kunna resultera i en positiv abnormal avkastning. Om det uppstår negativa synergier mellan moderbolag och dotterbolag kan det vara lönsamt för företaget att avyttra delar av verksamheten som inte passar ihop med kärnverksamheten. Chemmanur och Paeglis (2001) menar att en reduktion i storlek och företagets tillgångsbas bidrar till att företagsledare kan koncentrera sig på färre verksamhetsgrenar vilket leder till ökad produktivitet som är värdeskapande för företaget. Schipper och Smith (1983) ger en liknande förklaring till varför spin-off leder till en positiv utveckling för företag. De menar att det ökade aktieägarvärdet kan vara ett resultat av effektivare ledning då företagsledare efter delning styr en mindre diversifierad enhet och kan då lägga mer fokus på den kvarvarande enheten. Spin-off ger även ny information till investerare som gör det lättare att övervaka företagsledningens beslut, vilket kan resultera i minskade agentkostnader (ibid).

En ytterligare förklaring till vårt resultat skulle kunna kopplas till asymmetrisk information och dess relation till spin-off. Krishnaswami och Subramaniam (1999) undersöker värdeskapande genom spin-offs och finner att det kan bero på en reduktion av asymmetrisk information vid uppdelningen av verksamheterna. Det kan uppstå en ökad transparens då investerare mer tydligt kan bedöma de separata enheterna var för sig. Genom snedvridet urval kräver investeraren en rabatt när säljaren har mer information än köparen (Berk och DeMarzo, 2017). Det är därför möjligt att investerare undervärderar konglomerat då det kan vara svårt att få en tydlig bild av alla olika delar av företaget. En spin-off skulle därför kunna leda till ett ökat aktieägarvärde genom en minskad rabatt (Nichols et al., 2014).

För avkastningen i företag som genomfört sell-off eller spin-off har vi utifrån teorin kunnat identifiera ett antal möjliga förklaringar till vårt resultat. Scheutz (1988) nämner svårigheten med att hitta en metod för att mäta avkastningen som eliminerar utomstående faktors effekt. Det är möjligt att företag delar ut eller säljer bolag, för att kunna förvärva nya bolag vid senare tillfälle, vilket gör det svårt att kontrollera för vad det egentligen är som påverkar företagets aktieutveckling. Exempelvis menar Cusatis et al. (1993) att överavkastningen som företagen de undersöker i sin studie har, till stor del beror på framtida förvärv. Vår studie har inte undersökt hur företagen agerar efter delning, vilket gör det svårt att dra några slutsatser om exakt vad det är som påverkar avkastningen i de företag som undersökts och det krävs kontroll för hur olika motiv och faktorer kan påverka företagets avkastning.

Konjunktursvängningar och andra makroekonomiska effekter skulle kunna vara faktorer som har en inverkan på moderbolagens avkastning då vår studie mäter avkastningen två år efter det att delningen har genomförts. Denna studie täcker tidsperioden 2000-2017, som präglats av både låg- och högkonjunktur, och vi anser därför att det borde ge en bra bild av hur det går för företag som genomför spin-off och sell-off.

6. Slutsats

Syftet med studien var att undersöka ett antal utvalda faktors påverkan på valet mellan spin-off och sell-off samt att undersöka aktieutvecklingen efter det att delningen genomförts i svenska börsnoterade bolag mellan åren 2000 till 2017.

Utifrån tidigare studier gjorda på andra marknader och i andra länder har vi identifierat variabler som skulle kunna ha en påverkan på valet och haft de som utgångspunkt vid

analysen av svenska börsnoterade bolag. Efter att regressionsanalysen genomfördes gick det att konstatera att *andelen aktier ägda av företagsledare och direktörer, storleken på den avyttrade enheten* samt *andelen likvida medel i relation till totala tillgångar* har en positiv påverkan på valet att genomföra en spin-off i relation till sell-off. Det vill säga att om ovan nämnda variabler ökar så är sannolikheten för att ett företag väljer att genomföra en spin-off gentemot en sell-off högre. Tidigare studier har påvisat liknande resultat gällande de faktorer som visade på signifikans i studien, vilket stärker validiteten i vår uppsats.

Rörelsemarginal, skuldsättningsgrad och kassalikviditet påvisade inte statistiskt signifikans att de påverkar valet av avyttringsmetod. Trots att både Lang et al. (1995) och Steiner (1997) finner att en sell-off många gånger görs efter en period av negativt resultat finner vi inte, likt Nixon et al. (2000) att lönsamhet är en faktor som skiljer sig mellan företag som genomför en sell-off eller spin-off. I vår studie går det inte heller att konstatera att finansiell stress är en faktor som skiljer sig mellan spin-off och sell-off. Nixon et al. (2000) argumenterar för och finner att finansiell stress är en faktor som påverkar valet mellan en spin-off och sell-off. Att vårt resultat skiljer sig skulle delvis kunna bero på att vi använder ett alternativt mått till räntetäckningsgraden för att mäta företagets kortsiktiga betalningsförmåga på sin skuld. Variabeln *optimism på marknaden* blev inte signifikant på fem procents nivå, men kan ändå ge en indikation på att investerarens optimism kan påverka valet av avyttringsmetod då den är signifikant på en tio procents nivå.

Trots att vi finner stöd i tidigare studier för de variabler som blev signifikanta är antalet studier som undersöker valet mellan en spin-off och sell-off relativt få och det krävs vidare forskning för att kunna dra slutsatsen att det är undersökta faktorer som har en avgörande roll i ett företags val mellan de två typerna av avyttringsmetoder. Vidare är det låga antalet företag som genomfört spin-off en aspekt som gör det svårt att konstatera att signifikanta variabler faktiskt har den påverkan på valet mellan spin-off och sell-off. Ett högre antal företag hade varit önskvärt för att minska risken för att extremvärden påverkar resultatet i denna studie.

Avkastningen för företag som genomfört en sell-off påvisar ingen signifikant överavkastning och vi kan därför inte konstatera att denna typ av företagsdelning leder till ett ökat aktieägarvärde. Tidigare studier som undersökt värdeskapandet på längre sikt visar på varierande resultat för avkastningen i företag som genomfört en sell-off (Prezas och Simonyan, 2015; Lee och Lin, 2008; Bates, 2005), vilket gör att det blir svårt att få en tydlig

bild över hur denna företagsdelning faktiskt påverkar företagets utveckling. En faktor som skulle kunna påverka variationen i resultatet är urvalet då definitionen av en sell-off kan skilja sig studier emellan. I vår studie har vi valt att endast inkludera försäljning av dotterbolag och divisioner då vi anser att jämförelsen mellan en spin-off och sell-off då blir mer rättvis. Det är möjligt att studien skulle visa ett annorlunda resultat om en sell-off hade definierats på ett annorlunda sätt. Variationen i resultat mellan studier skulle även kunna förklaras av att utfallet efter en sell-off kan bero på vad som görs med de intäkter som genereras och det kan vara en anledning till att det förekommer skillnader i avkastning mellan företagen.

Moderbolag som genomfört spin-off visar på en positiv signifikant överavkastning över 18 och 24 månader och det finner vi även stöd för i studier (Cusatis et al., 1993; Chemmanur och Yan, 2004; Desai och Jain, 1999). Resultatet i vår studie, tillsammans med tidigare undersökningar, stärker den teori att spin-off kan vara en fördelaktig omstrukturering för företag. Intressant blir att ställa resultatet mot den effektiva marknadshypotesen som betyder att företaget innan delningen skall vara korrekt prissatt och att delningen inte skall leda till någon förändring i värdering. Med utgångspunkt i vårt resultat och med stöd från tidigare studier som påvisat överavkastning i moderbolag som genomför en spin-off är det möjligt att denna typ av omstrukturering utgör en ineffektivitet på marknaden som vidare är värt undersöka.

7. Förslag till vidare forskning

Då valet mellan spin-off och sell-off fortfarande är ett relativt outforskat område finns det mycket kvar att undersöka. Denna studie enbart har undersökt sju faktorer som kan påverka valet av avyttringsmetod, det hade varit intressant för vidare forskning att undersöka ytterligare faktorer som kan tänkas påverka valet.

Gällande avkastning hade branschtillhörighet kunnat vara värt att undersöka för att se om branscherna ger olika avkastning, då kan vara så att branschens avkastning efter spin-off eller sell-off skiljer sig åt.

Då tidigare studier visar att aktieutvecklingen hos företag som genomför en sell-off beror på vad som görs med det generade kapitalet skulle en studie kunna göras där fokus endast ligger på svenska sell-off bolag och vad som görs med det genererade kapitalet.

8. Referenslista

Afshar, K.A., Taffler, R.J & P.S Sudarsanam., 1992. *The effect on corporate divestments on shareholder wealth: The UK experience*. Journal of Banking and Finance, Vol. 16, p. 115-135

Alexander, G.T., Benson, P.G., Kampmeyer, J.M., 1984. *Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs*. The Journal of Finance, Vol. 39, No. 2, p. 503-517

Bates, T.W., 2005. *Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds*. The Journal of Finance, Vol.1, p. 105-135

Berger, P. G. & Ofek, E., 1995. *Diversification's effect on firm value*. Journal of Financial Economics, Symposium on Corporate Focus, Vol. 37, p. 39–65

Berk, J. & DeMarzo, P., 2017. *Corporate Finance*. 4 uppl. Harlow. Pearson Education Ltd.

Bewick, V., Cheek, L., Ball, J. 2005. *Statistics review 14: Logistic regression*. Critical Care, Vol. 9, p. 112-118

Bloomberg., 2018. *Bloomberg Terminal*. [Online]. Tillgänglig: Prenumerationstjänst (Hämtad: 2018-05-10)

Bryman, A & Bell, E., 2017. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 3e uppl. Liber

Chemmanur, J. T., Paeglis, I., 2001. *Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-offs and Carve-outs*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 2

Chemmanur, J. T., Yan, A., 2004. *A theory of corporate spin-offs*. Journal of Financial Economics, Vo. 72, p. 259-290

Cortinhas, C & Black, K., 2012. *Statistics For Business And Economics*. 1 uppl, John Wiley & Sons, Ltd.

Cusatis, P.J., Miles, J.A & Woolridge, R.1993. *Restructuring through spinoffs, The stock market evidence*. Journal of Financial Economics, Vol. 33, p. 293-311

Desai, H & Jain, P., 1999. *Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs*. Journal of Financial Economics, Vol. 54, p. 75-101

Feng, Y., Nandy, D.K., Tian, Y.S., 2015. *Executive compensation and the corporate spin-off decision*. Journal of Economics and Business, Vol. 77, p. 94-117

Hemmert, G. A. J., Schons, L. M., Wiseke, J., Schimmelpfennig, H., 2016. *Log-likelihood-based Pseudo-R² in Logistic Regression: Deriving Sample-sensitive Benchmarks*. Sociological Methods & Research, p. 1-25

Helwege, J., Liang, N., 2004. *Initial public offerings in hot and cold markets*. Journal of Financial Quantitative Analysis, Vol. 39, Issue 3, p. 541–569

Jain, P. C., 1985. *The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth*. Journal of Finance, Vol. 40, p. 209-224

Jensen, M. C., & Meckling, W. H., 1976. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, Vol. 3 Issue 4, p. 305-360

Krishnaswami, S. & Subramaniam, V., 1999, *Information asymmetry, valuation, and the corporate Spin-off decision*. Journal of Financial Economics, Vol. 53, p. 73-112

Lang, L., Poulsen, A & Stulz, R., 1995. *Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion*. Journal of Financial Economics, Vol. 37, p. 3-37

Lasfer, M. A. & Sudarsanam, P.S., Taffler, R., 1996. *Financia Distress, Asses Sales, and Lender Monitoring*. The Journal of the Financial Management Association, Vol. 25 Issue 3, p. 57-66

- Linn, S. & Rozeff, M., 1986. *The Corporate Sell-off*. The Revolution in Corporate Finance. Eds. Stern & Chew, Basil Blackwell
- MacKinlay, C., 1997. *Event Studies in Economics and Finance*. Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 1, p. 13-39
- Malkiel, B. G., 2003. *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. Journal of Economic Perspectives. Vol. 17, No. 1, p. 59-82
- McFadden, D., 1977. *Quantitative methods for analyzing travel behaviour of individuals: some recent developments*. Cowles Foundation for Research In Economics, Paper No. 474
- Miles, J. A., Rosenfeld, James D., 1983. *The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth*. Journal of Finance, Vol. 38, No. 5
- Nichols, E., Rosenberg, A., Majoni, A., Mukanjari, S., 2014. *DIVESTITURES AND SHAREHOLDER WEALTH IN THE LONG-RUN – THE SOUTH AFRICAN CASE*. Corporate Ownership & Control, Vol. 11, Issue. 4
- Nixon, T. D., Roenfeldt, R.L., Sicherman, N.W., 2000. *The choice between spin-offs and sell-offs*. Rev. Quant. Finan. Acc. 14, 277–288.
- Patel, R & Davidson, B. 2011. *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Studentlitteratur
- Pham, D., Nguyen, T & Adhikari, H., 2018. *Determinants of divestiture methods for US firms: asset sell-off versus equity carve-out*. Review of Accounting and Finance, Vol. 17 Issue:1, p.41-57
- Powers, E. A., 2001. *Spin-offs, sell-offs, and equity carve-outs: an analysis of divestiture method choice*. University of South Carolina Working Paper.
- Prezas, A. S & Simonyan, K., 2015. *Corporate Divestitures: Spin-Offs vs. Sell-Off*. Journal of Corporate Finance 34, p. 83–107

Rosenfeld, J. D., 1984. *Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth*. The Journal of Finance, Vol. 39, No. 5, p. 1437-1448

Schipper, K., Smith, A., 1983. *Effects of recontracting on shareholder wealth: the case of voluntary spin-offs*. J. Financ. Econ. 12, p. 437-467

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

Skatteverket (2005) *Utdelning av andelar i dotterbolag, "lex ASEA"*

https://www.skatteverket.se/download/18.18e1b10334e8bc8000114077/1359706097440/ka_p19.pdf (Hämtad: 2018-05-14)

Steiner, T. Lorenz., 1997. *The Corporate Sell-Off Decision of Diversified Firms*. Journal of Financial Research 20, p. 231-241.

SCA Hygiene AB, 2017. *Delårsrapport Q1 2017*. <https://www.sca.com/sv/om-oss/Investera/finansiellt-arkiv/delarsrapportering/> (Hämtad: 2018-04-17)

9. Appendix

9.1 Deskriptiv statistik

Tabell 1.2

MEDELVÄRDE, SPIN-OFF				Antal observationer = 33	
FAKTORER	Medelvärde	Standardfel	[95% Konf. Intervall]		
rör.marg	10.309	3.1811327	3.828852	16.78916	
skldgrad	42.03356	7.814554	26.11583	57.95128	
pct.aktier	10.74053	2.543961	5.558653	15.92241	
opt.mark	13.70436	3.343777	6.893312	20.51541	
strl*	1054.379	611.0499	-190.2887	2299.047	
Kassalikv (%)	.8133863	.1140321	.5811105	1.045662	
likv.mdl/tot.tillg	9.064915	2.016136	4.95818	13.17165	

Tabell 1.3

MEDELVÄRDE, SELL-OFF				Antal observation = 145	
FAKTORER	Medelvärde	Standardfel	[95% Konf. Intervall]		
rör.marg	5.306278	1.657409	2.030285	8.582271	
skldgrad	53.87334	5.975547	42.06004	65.68663	
pct.aktier	3.21332	.8714003	1.490931	4.935708	
opt.mark	6.918726	1.779492	3.401426	10.43603	
strl*	160.6519	40.44624	80.70683	240.5969	
Kassalikv (%)	.830194	.0600677	.7114655	.9489224	
likv.mdl/tot.tillg	6.604461	.4030974	5.807709	7.401214	

9.2 Förklaring av variabler

Rörelsemarginal

Rörelsemarginalen är ett mått som förklarar hur mycket ett företag tjänar på varje krona före skatt och räntekostnader. Rörelseresultatet (intäkter minus kostnader) divideras med omsättningen.

$$\text{Rörelsemarginal} = \frac{\text{Rörelseresultat}}{\text{Omsättning}}$$

(Berk och DeMarzo, 2017)

Skuldsättningsgrad

Skuldsättningsgrad är ett vanligt mått för att mäta ett företags hävstång. Totala långsiktiga skulder divideras med totalt investerat kapital.

$$\text{Skuldsättningsgrad} = \frac{\text{Långsiktiga skulder}}{\text{Totalt kapital}}$$

(Berk och DeMarzo, 2017)

Procentandel aktier ägda av insider

Procentandel aktier ägda av insiders är ett mått framtaget i Bloomberg Terminal som visar antalet aktier ägda av företagsledare och direktörer. (Bloomberg Terminal, 2018)

Marknadsindex

Marknadsindex är ett procentmått som visar hur avkastningen på OMXSPI sett från annonseringsdagen och tolv månader tillbaka. (Bloomberg Terminal, 2018)

Totalt värde på den avyttrade enheten

Värdet på det bolag eller division som avyttras från moderbolaget vid *ex date*. (Bloomberg Terminal, 2018)

Likvida medel i relation till totala tillgångar

Mäter förhållandet mellan andelen likvida medel i relation till totala tillgångar. (Bloomberg Terminal, 2018)

$$\text{Likvida medel i relation till totala tillgångar} = \frac{\text{Likvida medel} * 100}{\text{Totala tillgångar}}$$

Kassalikviditet

Mäter ett företags förmåga att betala av kortsiktiga skulder.

$$\text{Kassalikviditet} = \frac{\text{Likvida medel \& kortsiktiga investeringar} + \text{kundfordringar}}{\text{Skulder}}$$

(Berk och DeMarzo, 2017)