

TeliaSonera

En studie av marknadens reaktion på nyheten om
ett förvärv av aktier i Turkcell

Elin Söderlund

Luleå tekniska universitet

C- uppsats

Nationalekonomi

Institutionen för Industriell ekonomi och samhällsvetenskap

Avdelningen för Samhällsvetenskap

SAMMANFATTNING

Uppsatsen behandlar nyheten om att TeliaSonera avtalat med Cukurova Group om ett förvärv av aktier i Turkcell. Ett förvärv som skulle innebära att TeliaSonera gavs aktiemajoritet i företaget. Det huvudsakliga syftet är att analysera hur nyheten om förvärvet har påverkat TeliaSoneras företagsvärde genom att studera marknadens reaktion vid offentliggörandet av händelsen. Ett delsyfte är att utifrån en studie av den närmaste konkurrentens aktieförändring bedöma motivet till förvärvet.

En vanlig hypotes för finansiella marknader är att de är effektiva av semistark form, vilket innebär att en aktiekurs reflekterar all offentlig information. Detta utgör ett grundantagande för analysen som genomfördes med hjälp av en event studie metod. Beräkningarna visar på en positiv onormal avkastning på 5,35 procent på händelsedagen för TeliaSonera. Värdet är statistiskt signifikant vilket innebär att händelsen genererade den onormala avkastningen. TeliaSoneras företagsvärde påverkades därmed positivt i och med förvärvsnyheten. Även den kumulativa onormala avkastningen över händelsefönstret var positiv vilket stärker ovan dragna slutsats.

Bakomliggande motiv till ett förvärv kan vanligtvis härledas till antingen ökad marknadsmakt eller ökad effektivitet. För att urskilja vilket det faktiska motivet var för TeliaSonera analyserades även Tele2s aktiekurs. På händelsedagen visade Tele2 på en negativ onormal avkastning, vilket kan tolkas som att marknaden förutspått att förvärvet skulle öka effektiviteten. Det gick dock inte att statistiskt säkerhetsställa att avkastningen hade samband med händelsen. Samtidigt var den sammanlagda onormala avkastningen över händelsefönstret positiv, vilken skulle tyda på att marknadsmakt var det främsta motivet till förvärvet. Eftersom dessa resultat pekar i olika riktningar är det svårt att fastställa motivet till förvärvet.

ABSTRACT

This thesis studies TeliaSonera's agreement with Cukurova Group about an acquisition of stocks in the Turkish mobile communication company Turkcell. The acquisition would make TeliaSonera the major shareholder of the company. The main purpose is to analyse the acquisition news and its effect on the company's shareholder value. This is achieved by a study of the market reaction to the event. Another purpose of the thesis is to analyse the stock price change of a close competitor to TeliaSonera in order to estimate the motive for the acquisition.

The method used is a so called event study, which is based on the semi strong form of the efficient market hypothesis. This hypothesis is commonly used in financial market studies and it assumes that the firm's stock prices reflect all public information. The results for TeliaSonera show a 5.35 percent positive abnormal return on the event day. The value is statistically significant which means that there is a relationship between the event and the abnormal return. Consequently, the news about the acquisition increased the shareholder value for TeliaSonera. The cumulative abnormal return over the event window was also positive which confirms this conclusion.

The main motives for an acquisition are either to gain market power or increase efficiency. To determine the actual motive in the TeliaSonera case, the closest competitor in the Swedish market, Tele2 was also studied. On the event day Tele2 had a negative abnormal return, which indicates increased efficiency. However, this result was not statistically significant. Also, the cumulative abnormal return over the event window was positive, which conversely would imply that market power dominates the acquisition motive. Since these results point in opposite directions no conclusion can be made.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

SAMMANFATTNING	I
ABSTRACT	II
FIGUR- OCH TABELLFÖRTECKNING	V
Kapitel 1 INLEDNING	1
1.1 Syfte.....	2
1.2 Metod.....	3
1.3 Tidigare studier.....	3
1.4 Avgränsningar	4
1.5 Disposition.....	5
Kapitel 2 BAKGRUND.....	6
2.1 Historik	6
2.2 Händelse	7
2.3 Företagen	7
2.4 Motiv	8
Kapitel 3 TEORI.....	9
3.1 Hypotesen om den effektiva marknaden	9
3.1.1 Svag effektiv marknad.....	10
3.1.2 Semistark effektiv marknad.....	10
3.1.3 Stark effektiv marknad	11
3.1.4 Exempel semistark och stark effektiv marknad.....	11
3.2 Förvärvsmotiv och välfärdseffekter.....	12
3.2.1 Marknadsmakt	13
3.2.2 Produktionseffektivitet	13
3.2.3 Välfärdseffekter	14

Kapitel 4 METOD	15
4.1 Tillvägagångssätt	15
4.2 Marknadsmodell	16
4.3 Beräkning.....	16
4.4 Datainsamling.....	19
4.5 Validitet och reliabilitet	20
Kapitel 5 RESULTAT	21
5.1 TeliaSonera.....	21
5.1.1 Estimering av marknadsmodellen	21
5.1.2 Onormal avkastning och hypotestest.....	22
5.2 Tele2.....	23
5.2.1 Estimering av marknadsmodellen	23
5.2.2 Onormal avkastning och hypotestest.....	24
Kapitel 6 SLUTSATSER	26
REFERENSLISTA.....	28

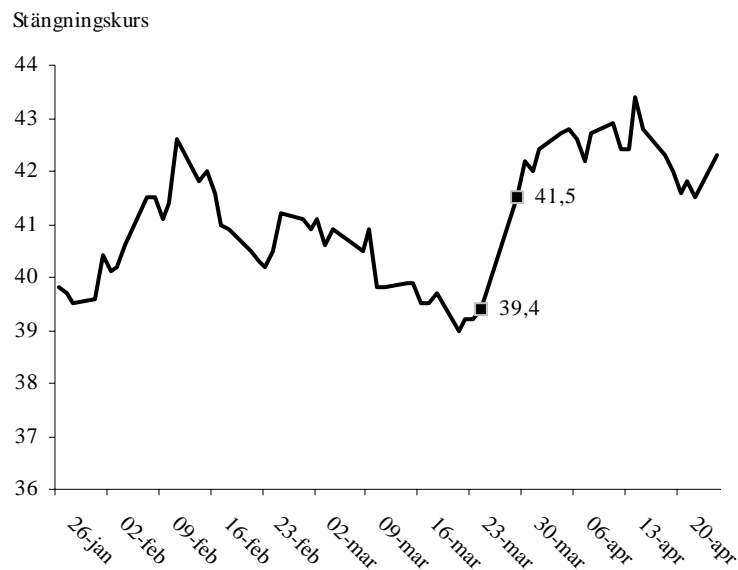
FIGUR- OCH TABELLFÖRTECKNING

Figur 1.1: Aktiekurs för TeliaSonera AB, 2005-01-26 – 2005-04-25.....	1
Figur 3.1: Former av marknadseffektivitet.....	10
Figur 3.2: Kursanpassning vid en händelse beroende på marknadseffektivitet	12
Figur 4.1: Tidslinje för en event studie	17
Figur 5.1: Onormal avkastning inom händelsefönstret för TeliaSonera	23
Figur 5.2: Onormal avkastning inom händelsefönstret för Tele2.....	25
Tabell 3.1: Den onormala avkastningen för samgående företag och dess konkurrenter utifrån hypoteserna om marknadsmakt och produktionseffektivitet	14
Tabell 5.1: Regressionsresultat TeliaSonera	21
Tabell 5.2: Onormal avkastning (%) för TeliaSonera inom händelsefönstret	22
Tabell 5.3: Kumulerad onormal avkastning TeliaSonera.....	23
Tabell 5.4: Regressionsresultat Tele2.....	23
Tabell 5.5: Onormal avkastning (%) för Tele2 inom händelsefönstret	24
Tabell 5.6: Kumulerad onormal avkastning Tele2	25

Kapitel 1

INLEDNING

Långfredagen den 25 mars 2005 gick TeliaSonera ut med ett pressmeddelande där de informerade om att företaget hade förhandlat med turkiska Cukurova Group om att förvärva en andel om 27,0 procent av deras aktier i den turkiska mobiloperatören Turkcell. Detta skulle, tillsammans med en tidigare andel på 37,3 procent, ge TeliaSonera en total ägarandel på 64,3 procent (TeliaSonera, 2005). Offentliggörandet ledde till att TeliaSoneras aktiekurs steg kraftigt (se figur 1.1) när börsen öppnade efter påskhelgen, tisdagen den 29 mars. Stängningskursen gick från 39,40 till 41,50, vilket motsvarar en kursökning på 5,3 procent (Yahoo Finance, 2005).



Figur 1.1: Aktiekurs för TeliaSonera AB, 2005-01-26 – 2005-04-25

Källa: Yahoo Finance (2005)

En företagshändelse i form av ett förvärv kan hastigt förändra utseendet och förutsättningarna på en marknad. Hur marknadens aktörer reagerar och agerar, positivt eller negativt, avgör om aktiepriset stiger eller faller (Panayides & Gong, 2002).

Spridningen av informationen om en händelse kan ge indikationer på hur effektiv marknaden är. Om marknaden är effektiv justeras den direkt efter den nya informationen utan att någon aktör ges möjlighet att slå marknaden, det vill säga göra avkastningsvinster. Ett sätt att fastställa hur en nyhet om ett företagsförvärv tas emot på aktiemarknaden är genom att granska aktieprisernas förändring kring händelsedagen, en så kallad event studie (event study) (ibid.). Event studier testar hypotesen om den effektiva marknaden, som har att göra med hur marknaden tar till sig ny information. Detta för att se om nyheten om en händelse orsakar ekonomiska vinster eller förluster (Cox & Portes, 1998).

Förvärv kan även påverka värderingen av konkurrerande företag inom samma bransch, till exempel om konkurrensen antas förändras och om marknadsandelar omfördelas (Cox & Portes, 1998). Ett samarbete mellan två mindre företag kan öka konkurrensen, medan en sammanslagning med två större företag kan ge monopolstatus på marknaden (Harding, 1982). Underliggande motiv till ett samgående kan vara antingen just en förhoppning om monopolstatus, marknadsstyrka, eller en önskan om ökad produktions-effektivitet. Genom att studera hur aktieinvestorer uppfattar händelser som företagsförvärv kan förståelse ges för huruvida olika företagsstrategier skapar aktieägarvärde eller ej (Shusterman et al., 2001). Att analysera marknads beteende kan vara ett bättre sätt att urskilja motiven till företagsförvärvet, än att fråga de inblandade i affären (Baltazar & Santos, 2003).

1.1 Syfte

Det huvudsakliga syftet är att analysera hur nyheten om förvärvet har påverkat TeliaSoneras företagsvärde genom att studera marknads reaktion vid offentliggörandet av händelsen. Ett delsyfte är även att bedöma motivet till förvärvet, marknadsstyrka eller produktions-effektivitet, genom att studera den närmaste konkurrentens aktiereaktion.

1.2 Metod

Uppsatsen bygger på kvantitativa resultat utifrån tillämpandet av en event studie. Event studier används för att värdera vilka effekter en specifik händelse får på företagsvärdet. Grundläggande teori för analysen är hypotesen om den effektiva marknaden. En event studie utgår från antagandet om en semistark form av marknadseffektivitet. Med utgångspunkt i finansiella data, aktiekurser för aktuella företag, beräknas skillnaden mellan faktisk avkastning och förväntad avkastning. Detta för att avgöra om händelsen medfört onormal avkastning, vilken kan vara positiv, negativ eller noll. Positiv onormal avkastning förväntas öka företagsvärdet.

Ett ökat företagsvärde uppkommer antingen för att det nya företaget är mer effektivt eller för att företagets marknadsmakt har ökat. Att bara analysera det förvärvande företagets aktieprisförändring ger dock ingen information om motivet till samgåendet och vad det får för konsekvenser för produktionspris och samhällsekonomisk välfärd. Men genom att studera förändringarna i aktiepriset för konkurrerande företag, utifrån hypoteserna om marknadsmakt och produktionseffektivitet, kan resultat ges för att tolka bakgrunden till förvärvet samt vad det får för samhällsekonomisk effekt.

1.3 Tidigare studier

Det finns flertalet tidigare studier där författarna använt sig av event studie metoden för att analysera antingen en specifik händelse, för att se dess konsekvenser, eller typen av händelse, för att utreda förekommande av generella mönster. Härnäst ges några exempel.

Panayides & Gong (2002) studerar branschen för linjefartyg och hur aktiemarknaden reagerar på information om en sammanslagning eller ett förvärv inom industrin. Författarna gör en empirisk utredning genom att tillämpa en event studie. Deras resultat visar på att informationen om betydande företagshändelser, som fusioner och förvärv, ger en signifikant och positiv effekt på aktiepriset för linjefartygsrederier. Fusioner och förvärv ses därför som lämpliga strategier för att skapa aktieägarvärde.

Shusterman, Norsworthy & Bessler (2001) analyserar aktiemarknadens reaktion på offentliggöranden gällande fusioner mellan företag inom den amerikanska marknaden för telekommunikationstjänster. Efter studier av ett flertal fusioner där aktörerna dels studerats var och en för sig och dels indelade i olika grupper, gav författarna slutsatsen att fusioner mellan företag med fjärrsamtalstjänster uppfattades av marknaden som mer riskfyllda än fusioner mellan lokalsamtalsföretag. Dessutom visade resultaten över lag att avkastningen till följd av en fusion var negativ för det budgivande företaget samtidigt som den var positiv för målföretaget. Detta beror på att marknaden anser att det budgivande företaget lagt ett överbud.

En författare som tidigt använde sig av event studie metoden för att analysera effekter av företagssammanslagningar, och som senare undersökningar ofta refererar till, är Espen Eckbo. Ett exempel är Eckbo (1983) där författaren gör en undersökning utifrån teorin om att horisontella fusioner ger positiv onormal avkastning på aktierna för både budgivare och målföretag på grund av att sammanslagningen antas ge ökad marknads-makt. Detta för att se om fusioner som mött på motstånd från konkurrensmyndigheter verkligen skulle ha haft en negativ effekt på konkurrensen. Resultaten visar att för många av fallen skulle ingen betydande marknads-makt ha getts.

1.4 Avgränsningar

De avgränsningar som gjorts av marknad och studerade aktörer är främst beroende av att uppsatsarbetet är tidsbegränsat. Fokus har valts att läggas på det förvärvande företaget TeliaSonera och den svenska marknaden för att på kort tid kunna göra likvärdiga beräkningar. Studien har därför avgränsats till att endast studera företag som är listade på Sockholmsbörsen, vilket möjliggör att Stockholmsbörsens All-share (SAX) index fördelaktigt kan användas i alla beräkningar som approximation för marknadsportföljen. Därför har inga beräkningar gjorts för Turkcell och även de svenska konkurrenterna Vodafone och Hi3G Access har uteslutits från studien på grund av att de har andra listtillhörigheter. Den konkurrent som slutligen finns kvar att studera är Tele2.

Event studien utgår från antagandet om en semistarkt effektiv marknad och görs över perioden 2004-09-20 – 2005-04-12, vilket sammanlagt är 141 antal dagar. Det beräkningsfönster som valts ligger före händelsen i tiden på grund av att det inte gavs tillgång till ett tillräckligt stort antal kursdagar efter händelsen eftersom uppsatsen skrevs nyligen efter det att informationen publicerats.

1.5 Disposition

Det första kapitlet är ett bakgrundskapitel som syftar till att informera läsaren om händelsen, vad som har hänt, när det hände, varför det hände, samt vilka de inblandade parterna är. Därefter följer ett teorikapitel med redogörelse för den aktuella teorin i uppsatsen. Där behandlas den grundläggande hypotesen för uppsatsen, den om effektiva marknader (EMH), samt hypoteserna om marknadsmakt respektive produktions-effektivitet, vilka har att göra med motiven till ett företagsförvärv. Kapitel 4 är ett metodkapitel där tillvägagångssätt beskrivs, det vill säga hur event studien går till. De resultat som erhålls genom gjorda beräkningar redovisas och diskuteras i kapitel 5. Avslutningsvis, i kapitel 6, behandlas de slutsatser som kunnat dras utifrån resultatet.

Kapitel 2

BAKGRUND

I detta kapitel beskrivs den händelse som ligger till grund för uppsatsen och kommande beräkningar. För det första ges en historisk beskrivning om vad som föregått händelsen. Därefter preciseras händelsen och aktörerna. Till sist presenteras förvärvarens motiv.

2.1 Historik

I Europa har det under en längre tid skett strukturella förändringar inom telekommunikationsindustrin (OECD, 2001). Avregleringar har öppnat de nationella telekommunikationsmarknaderna för konkurrens, från att tidigare dominerats av statligt ägda monopolföretag. Konkurrensen har medfört att de före detta monopolföretagen drivits till att ta fram nya strategier gällande tillväxt och uppbyggnad av skalfördelar för att kunna behålla en stark marknadsposition. Ett exempel på en sådan strategi är företagsförvärv. Teknisk utveckling har gjort det möjligt att erbjuda globala kommunikationstjänster och en ökad efterfrågan på dessa tjänster har frammanat incitament för telekomoperatörer att söka gränsöverskridande samarbete. Idag sker utvecklingen i störst utsträckning inom marknaden för trådlös kommunikation, vilket föranleder investeringar i telekomindustrins mobiloperatörer (ibid.).

2002 gick det svenska telekommunikationsföretaget Telia och det finska företaget Sonera ihop i en fusion. Soneras bidrag till sammanslagningen var bland annat en andel aktier i den turkiska mobiloperatören Turkcell. Sedan dess har TeliaSonera uttryckt en önskan om att öka sitt ägande i Turkcell men mött motstånd från företagets största ägare, Cukurova Group. En bankkollaps har dock gjort att Cukurova fått finansiella problem, vilket tvingar bolaget att sälja av många av sina tillgångar, däribland Turkcell (Törnwall, 2005).

2.2 Händelse

Den 25 mars 2005 gick TeliaSonera ut med ett pressmeddelande om att företaget gjort en överenskommelse med turkiska Cukurova Group om att förvärva 27,0 procent av deras andel i Turkcell Iletisim Hizmetleri A.S, Turkiets ledande mobiloperatör. De 27,0 procenten ger tillsammans med företagets tidigare andel på 37,3 procent en aktiemajoritet på 64,3 procent. Förvärvet kommer att kosta TeliaSonera 21,8 miljarder SEK (3,1 miljarder USD) och beräknas kunna slutföras under andra kvartalet 2005 (TeliaSonera, 2005).

2.3 Företagen

TeliaSonera är det ledande telekommunikationsbolaget i Norden och Baltikum och har därtill även ägarandelar i mobiloperatörer i Ryssland, Turkiet, Azerbajdzjan, Georgien, Kazakstan och Moldavien (Dagens Industri, 2005). December 2004 hade TeliaSonera 15,4 miljoner mobilkunder (51,4 miljoner kunder inklusive delägda bolag), 8,3 miljoner fasttelefonikunder (8,9 miljoner kunder inklusive delägda bolag) och 2,0 miljoner Internetkunder (2,1 miljoner kunder inklusive delägda bolag). TeliaSonera är noterat på Stockholmsbörsen och Helsingforsbörsen (TeliaSonera, 2005).

Turkcell är den ledande mobiloperatören i Turkiet med 23,4 miljoner kunder (31 december, 2004) vilket motsvarar en marknadsandel på 67 procent i landet (Svenska Dagbladet, b2005). Företaget har förutom hemmamarknaden även intressen i mobila operatörer i Eurasien, på norra Cypern och i Ukraina. Turkcell är noterat på Istanbulbörsen och på New York-börsen (TeliaSonera, 2005).

TeliaSoneras främsta konkurrenter på den svenska marknaden inom det mobila nätet är Tele2, Hi3G Access och Vodafone. Dessa är även några av företagets största konkurrenter sett till hela den europeiska marknaden. På den turkiska marknaden konkurrerar Turkcell med Telsim och Avea (World Markets Analysis, 2005).

2.4 Motiv

I pressmeddelandet den 25 mars skriver TeliaSonera att affären stärker deras engagemang i Turkiet och öppnar för framtida utvecklingsmöjligheter. Investeringens syfte är att ge TeliaSonera en bredare företagsbas och avlasta beroendet av hemmamarknaden. Förvärvet förväntas därför ge en positiv effekt på resultat och kassaflöde. Samordningsvinster är dock inte en drivande faktor bakom köpet. TeliaSonera vill kunna behålla den turkiska profilen och företagets börsnotering även efter förvärvet (TeliaSonera, 2005). Om förvärvet genomförs blir TeliaSonera Europas fjärde största mobiloperatör (Svenska Dagbladet, a2005).

Kapitel 3

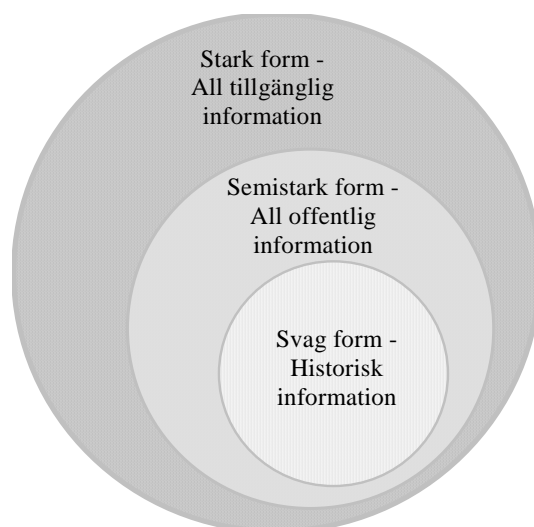
TEORI

Till att börja med behandlar detta kapitel hypotesen om den effektiva marknaden, vilken utgör ett grundantagande för event studie metoden. Därefter beskrivs hypoteserna om marknadsmakt respektive produktionseffektivitet, vilka är av betydelse för delsyftet att bedöma motivet.

3.1 Hypotesen om den effektiva marknaden

Det var först med Eugen Famas forskning kring 1970 som hypotesen om den effektiva marknaden (The efficient market hypothesis, EMH) blev riktigt etablerad inom den finansiella ekonomin (Wang, 2001). Grundläggande antaganden för hypotesen är ett stort antal deltagare, lättillgänglig information, samt låga transaktionskostnader. Ett stort antal deltagare innebär att det finns många konkurrerande köpare och säljare på marknaden. Informationen som behövs för analys är lätt och i huvudsak billig att tillgå. En marknad med låga transaktionskostnader innebär att kostnaderna påverkar investeringsbesluten i mindre grad. Tidigare har detta främst gällt för olika finansiella institut vilka undkommer omkostnader för mellanhänder, till exempel mäklare, vid köpet av aktier. Dessa omkostnader minskar dock tack vare den elektroniska handeln (Mayo, 2003).

EMH handlar om hur effektiv marknaden är på att bearbeta information (Hägg, 1988). Om aktiemarknaden är effektiv ska reaktionen på ny information återspeglas direkt i priset på aktien. Direkt i det avseendet att tiden mellan tillkännagivandet och reaktionen ska motsvara de effektivaste sätten och teknikerna genom vilka marknaden tillgodoser sig informationen (Haugen, 2001). Hur effektiv en marknad är definieras utifrån tre olika former: svag, semistark och stark form (Figur 3.1). Detta för att underlätta genomförandet av empiriska test av EMH (Hägg, 1988).



Figur 3.1: Former av marknadseffektivitet

Källa: Haugen (2001)

3.1.1 Svag effektiv marknad

Om marknadseffektiviteten är av svag form reflekterar aktien all historisk information och aktiekursens mönster är slumpmässigt (De Ridder, 2003). Marknaden föregår dess aktörer, vilket innebär att det inte finns något samband mellan historiska förändringar och framtida förändringar i aktiepriset. Investerare kan därför inte använda historiska priser som indikatorer för att spå framtida prisförändringar¹ i syfte att slå markanden (Wang, 2001).

3.1.2 Semistark effektiv marknad

Semistark form av marknadseffektivitet är vad som vanligen antas för finansiella marknader. Den är även den mest vedertagna formen av EMH i finansiella studier och den form som event studie metoden utgår ifrån (Cox & Portes, 1998). En semistark effektiv marknad innebär att det aktuella aktiepriset reflekterar all offentlig information. Historisk information kompletteras med övrig allmän och publicerad information, till exempel information om bolagshändelser och ekonomisk utveckling. Ny information prissätts genast korrekt genom marknadens aktörers agerande (De Ridder, 2003).

¹ Teknisk analys (Mayo, 2003).

Vid antagande om semistark effektiv marknad är inte bara teknisk analys oanvändbar utan även fundamental analys². En aktör antas inte konstant kunna uppfatta en viktig förändring i ett företag utan att andra aktörer uppfattar samma förändring samtidigt, eftersom informationen på en effektiv marknad är lätt att tillgå för alla aktörer (Mayo, 2003). Den enda möjligheten för en investerare att genomföra en placering som ger högre avkastning är genom att förskansa sig information som inte är offentlig, till exempel insiderinformation³ (Hägg, 1988).

3.1.3 Stark effektiv marknad

Den starka formen av en effektiv marknad är ytterligheten där aktiepriserna reflekterar all information, både offentlig, privat och insiderinformation (Mayo, 2003). Om en marknad är starkt effektiv kan ingen tillgodogöra sig information som ingen annan kan få tag på och insiderinformation antas inte kunna hållas på insidan. All relevant information blir omedelbart tillgänglig för alla aktörer (Vinell & De Ridder, 1995).

3.1.4 Exempel semistark och stark effektiv marknad⁴

Antag att ett företag inleder förvärvsförhandlingar med ett annat företag den 1 januari. Affären förväntas höja aktiekursen med 50 procent och sannolikheten för att förvärvet kommer till stånd är vid förhandlingsinledandet 50 procent. En månad senare 1 februari slutförs förhandlingarna och företagen har då fattat beslut om förvärv. Beslutet publiceras dock först ytterligare en månad senare, den 1 mars. Förvärvet tas emot som en positiv nyhet. Marknadens reaktion på informationen visas i figur 3.2.

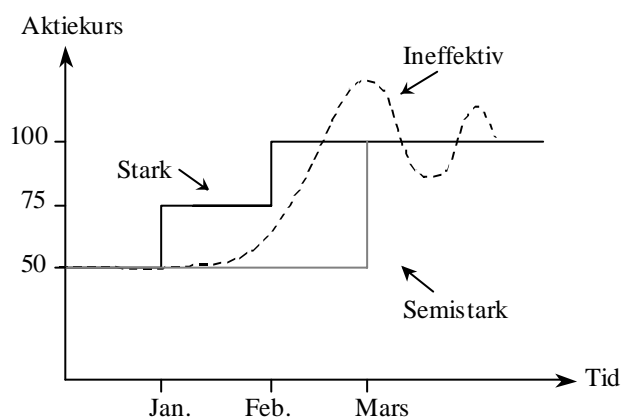
Om marknadseffektiviteten är av stark form sker kursanpassningen utifrån förvärvsförloppet. Den 1/1 då förhandlingarna inleds sker en höjning av aktiekursen från 50 kronor till 75 kronor, motsvarande sannolikheten för att förvärvet genomförs. När sedan förhandlingarna slutförs den 1/2 höjs kursen till den förväntade nivån på 100 kronor. Om marknaden istället är effektiv i semistark form sker ingen förändring förrän förvärvet offentliggörs den 1/3.

² Analys av företagets fundamentala faktorer och makroekonomiska inslag, exempelvis lönsamhet, ränteläge och branschspecifik information (De Ridder, 2003).

³ Den information som ett företags anställda, främst företagsledning och styrelse, besitter om framtida företagshändelser (Hägg, 1988).

⁴ Här är källan Vinell & De Ridder (1995).

En ineffektiv reaktion visas genom den streckade kurvan. En eller flera aktörer får kännedom om att något kommer ske och börjar köpa aktier, vilket leder till att kursen sakta ökar. Andra aktörer uppmärksammar förändringen och köper även de, uppgångstakten accelererar. Detta fortgår tills informationen publiceras den 1/3 och aktien visar sig vara övervärderad på grund av att aktörerna inte vetat vad uppgången berott på. Kursen rasar och svänger fram och tillbaka till dess att jämviktsnivån nås.



Figur 3.2: Kursanpassning vid en händelse beroende på marknadseffektivitet

Källa: Vinell & De Ridder (1995)

3.2 Förvärvsmotiv och välfärdseffekter

Vad får ett företag att vilja förvärva ett annat företag? Förvärv kan skapa tillväxt för det förvärvande företaget genom tillträdet till en ny produkt eller en ny marknad och framförallt förfogande över det förvärvade företagens tillgångar och kunder. Inom telekommunikationsmarknaden har förvärvsmotivet på senare tid ofta handlat om att snabbt och effektivt kunna integrera sig med nya marknader, på grund av incitamentet att stärka företaget i den begynnande konkurrensen. En konkurrens som kommer sig av att det på senare tid skett avregleringar av statliga ägda monopolföretag, som bidragit till att marknaden öppnats upp (Shusterman et al., 2001).

Det finns två vedertagna hypoteser om motivet till ett förvärv, den första hypotesen har att göra med att förvärvet ger företaget marknadsmakt (market power hypothesis) och

den andra hypotesen handlar om att stärka företagets värde genom ökad produktionseffektivitet (productive efficiency hypothesis). Genom att studera den onormala avkastningen för konkurrenter går det att urskilja vilken av hypoteserna som är aktuell för händelsen i fråga. Detta är inte möjligt genom att bara se till den onormala avkastningen för de samgående företagen, eftersom utfallet för dessa är detsamma för båda hypoteserna (tabell 3.1). Vilka välfärdseffekter en sammanslagning för med sig diskuteras utifrån var och en av hypoteserna (Cox & Portes, 1998).

3.2.1 Marknadsmakt

Att förvärva med motivet om marknadsmakt handlar om att stärka företagets marknadsposition genom ökade konkurrensfördelar gentemot de andra företagen på marknaden (Wild et al., 2003). Horisontella samgåenden mellan företag minskar antalet konkurrenter inom branschen och följderna kan bli att det sammanslagna företaget får marknadsdominans eller att sannolikheten för karteller ökar. Det senare beror på att ett färre antal konkurrenter innebär att det enskilda företagets agerande är mer synligt, vilket leder till att samtidigt som sannolikheten för att ett företag ska upptäckas om det avviker från kartellen ökar, ökar sannolikheten för att en kartellbildning ska kunna bibehållas. Detta gäller på kort sikt till dess att kartellen uppdagas, om den uppdagas. För de konkurrerande företagen är nyttan av att avvika från kartellen lägre än nyttan av att stanna inom den. Oavsett hur marknadsmakten uppstår innebär det en möjlighet till att påverka priset (Eckbo, 1983).

3.2.2 Produktionseffektivitet

Hypotesen om att ett förvärv får konsekvenser för produktionseffektiviteten har att göra med att en sammanslagning av två verksamheter kan skapa stordriftsfördelar (Eckbo, 1989). Om de samgående företagen kompletterar varandra, det vill säga att den ena gör mindre bra gör den andra bättre och vice versa, kan samarbete skapa en gemensam starkare produkt gentemot andra produkter på marknaden (George et al., 1992). Detta genom att kostnaderna för till exempel produktion, produktutveckling och distribution minskar vid samkörning, samtidigt som effektiviteten och lönsamheten i tillverkningsprocessen ökar. Integration på nya marknader kan även bidra till att sprida risken, det vill säga samtidigt som en marknad går dåligt kan en annan gå bra. I en sådan situation

kan vinster från den ena marknaden täcka förluster från den andra (Lipczynski & Wilson, 2001).

3.2.3 Välfärdseffekter

Om den onormala avkastningen är positiv både för de samgående företagen och för deras rivaler, se tabell 3.1, kan orsaken vara att marknaden förmodar att den ökade koncentration efter fusionen antas bidra till ökad sannolikhet för karteller eller marknadsdominans. Att den onormala avkastningen ökar även för konkurrenter beror på att dessa antas kunna åka snålskjuts på ett högre pris (Eckbo, 1983). Följden av en ökad marknadsstyrka blir således en negativ välfärdseffekt på grund av minskad konkurrens, högre priser och lägre samhällsekonomisk välfärd (Cox & Portes, 1998).

En negativ onormal avkastning för konkurrerande företag, tabell 3.1, tyder på att samgåendet förväntas ge ökad effektivitet (Cox & Portes, 1998). Anledningen till att konkurrerande företags aktiekurser reagerar negativt är att stordriftfördelar för de samgående företagen associeras med prissänkningar och detta missgynnar mindre effektiva konkurrenter (Eckbo, 1983). Att de samgående företagen kan bjuda ut sina produkter till ett lägre pris gynnar dock konsumenter, vilket innebär en ökad ekonomisk välfärd för samhället (Cox & Portes, 1998).

Tabell 3.1:

Den onormala avkastningen för samgående företag och dess konkurrenter utifrån hypoteserna om marknadsstyrka och produktionseffektivitet

	Samgående företag	Konkurrerande företag
Marknadsstyrka	Positiv	Positiv
Produktionseffektivitet	Positiv	Negativ

Källa: Eckbo (1989)

Kapitel 4

METOD

För att närmare studera den aktieeffekt som följde av nyheten om TeliaSoneras förvärv av Turkcell görs en händelseanalys, en så kallad event studie. Event studier används för att bedöma hur en specifik händelse påverkat företagsvärdet, vid antagande att marknaden är effektiv av semistark form.

4.1 Tillvägagångssätt

MacKinlay (1997) redogör för tillvägagångssättet vid en event studie. För det första definieras den händelse som ska studeras och vilken dag händelsen inträffade. För att kunna uppskatta en händelses påverkan behövs en uträkning av den onormala avkastningen. Den onormala avkastningen beräknas genom att ta faktisk avkastning (aktuell avkastningen inom den studerade perioden), minus normal avkastning (förväntad avkastning för perioden om inte händelsen hade inträffat). För företag i och händelseperioden τ , är den onormala avkastningen:

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

där $AR_{i\tau}$ står för onormal avkastning medan $R_{i\tau}$ och $E(R_{i\tau})$ är faktisk respektive normal avkastning. Det sista steget är att testa om den onormala avkastningen är statistiskt skild från noll (ibid.).

4.2 Marknadsmodell⁵

Det finns flertalet statistiska och ekonomiska metoder för att beräkna den normala avkastningen $E(R_{i,t})$. I den här uppsatsen används en statistisk modell i form av en så kallad marknadsmodell (market model). Marknadsmodellen relaterar en akties avkastning med avkastningen för en marknadsportfölj. Vid tillämpande av marknadsmodellen kan till exempel aktieindex eller branschindex användas som marknadsportfölj. Ett grundläggande antagande för marknadsmodellen är att det finns ett samband mellan marknadsportföljens avkastning (R_{mt}) och aktiens avkastning. För en aktie, i , är marknadsmodellen:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

där:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

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

R_{it} och R_{mt} är avkastningen på aktie i respektive på marknadsportföljen m för period t , och ε_{it} är residualen för aktie i . α_i , β_i och $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ är modellens parametrar. Regressionskoefficienten β_i är ett mått på den systematiska risken, det vill säga samvariationen mellan avkastningen för aktie i och marknadens avkastning (Eckbo, 1983).

4.3 Beräkning⁶

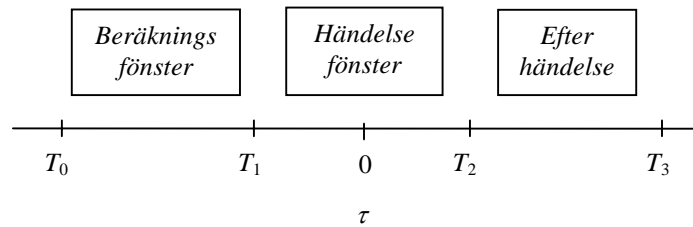
För att underlätta uträkningen av normal och onormal avkastning delas data upp utifrån tid, se figur 4.1. Tiden för händelsen definieras som $\tau_0 = 0$. Händelsen omges av ett händelsefönster⁷ (event window), $\tau_3 = T_1 + 1$ till $\tau_4 = T_2$. Händelsefönstret används för att fånga reaktioner som kan visa på att marknaden inte är effektiv av semistark form,

⁵ Här är källan MacKinlay (1997) om inget annat anges.

⁶ Även här är källan MacKinlay (1997) om inget annat anges.

⁷ MacKinlay (1997) föreslår ett intervall på tio dagar före och tio dagar efter händelsen.

det vill säga om informationen når marknaden innan den offentliggörs och därför beräknas onormal avkastning inom händelsefönstret. För att kunna uppskatta den normala avkastningen används historiska data från ett antal⁸ handelsdagar innan händelsen, ett så kallat beräkningsfönster (estimation window), $\tau_1 = T_0 + 1$ till $\tau_2 = T_1$. Händelsen inkluderas inte i beräkningsfönstret på grund av eventuell påverkan på den normala avkastningen. Även tiden efter händelsen (post event window), som ges av $\tau_5 = T_2 + 1$ till $\tau_6 = T_3$, kan användas för att räkna ut normal avkastning. Längden på beräkningsfönstret och händelsefönstret kan definieras som $L_1 = T_1 - T_0$ respektive $L_2 = T_2 - T_1$.



Figur 4.1: Tidslinje för en event studie

Källa: MacKinlay (1997)

För att skatta marknadsmodellens parametrar α_i , β_i och $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ används minsta kvadratmetoden⁹, ordinary least squares (OLS), vilken ger:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \bar{R}_i)(R_{m\tau} - \bar{R}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m\tau} - \bar{R}_m)^2} \quad (3)$$

$$\hat{\alpha}_i = \bar{R}_i - \hat{\beta}_i \bar{R}_m \quad (4)$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau})^2 \quad (5)$$

⁸ Förslagsvis 120 dagar.

⁹ Regression där parametrarna bestäms på ett sådant sätt att residualerna, avståndet mellan faktiskt värde och skattat värde, minimeras (Dougherty, 2002).

\bar{R}_i och \bar{R}_m är medelvärdena för avkastningen, gällande aktie i respektive marknadsportföljen m , över beräkningsfönstret. Givet $\hat{\beta}_i$ och $\hat{\alpha}_i$ kan normal och onormal avkastning ges utifrån marknadsmodellen. Den normala avkastningen, det vill säga den förväntade avkastningen $E(R_{i\tau})$ för aktie i , är

$$E(R_{i\tau}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m\tau} \quad (6)$$

Onormal avkastning $AR_{i\tau}$, inom händelsefönstret L_2 , ges av

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

Variansen för den onormala avkastningen beräknas med hjälp av beräkningsfönstret och är

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

där $\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2$ är residualvariansen från regressionen av marknadsmodellen och $Var(R_m)$ är variansen för marknadens avkastning.

Nollhypotesen (H_0) är att händelsen inte har någon påverkan på aktiens avkastning, det vill säga att $AR_{i\tau}$ inte är signifikant skild från noll, medan mothypotesen (H_A) är att händelsen medfört onormal avkastning och att därför $AR_{i\tau}$ är signifikant skild från noll.

$$H_0 : AR_{i\tau} = 0$$

$$H_A : AR_{i\tau} \neq 0.$$

För att testa nollhypotesen görs ett T-test, där T-värdet ges av:

¹⁰ Panayides & Gong (2002).

¹¹ Ruback (1982).

$$T = \frac{AR_{i\tau}}{\sqrt{Var(AR_{i\tau})}} \quad (9)$$

T-värdet jämförs sedan med ett kritiskt T-värde (T_{crit}) och om $-T_{crit} \leq T \leq T_{crit}$ kan nollhypotesen inte förkastas, det vill säga den onormala avkastningen är inte signifikant skild från noll, i annat fall kan hypotesen förkastas (Dougherty, 2002). En förkastning av nollhypotesen tyder på att marknaden är effektiv i semistark form, det vill säga aktiekursen reflekterar all offentlig information.

En summering av den onormala avkastningen över tiden inom händelsefönstret återger om händelsen gett onormal avkastning för fler dagar än händelsedagen. Den kumulerad onormal avkastning (Cumulative abnormal return) för aktien inom tidsperioden τ_3 till τ_4 där $T_1 < \tau_3 \leq \tau_4 \leq T_2$, det vill säga händelsefönstret, är:

$$CAR_i(\tau_3, \tau_4) = \left[\prod_{\tau_3=T_1+1}^{\tau_4=T_2} (1 + AR_{i\tau}) \right] - 1 \quad (10)$$

4.4 Datainsamling

Val av tidsintervall för studien har gjorts enligt MacKinlay (1997). Därför används dagskurser från 130 dagar innan och tio dagar efter händelsen. Det beräkningsfönster (dag -130 till -11) som använts utgjordes av 120 handelsdagar, från och med den 20 september 2004 till och med den 10 mars 2005. Händelsefönster bestod av 21 handelsdagar, dag -10 till +10 samt händelsedagen 0, där den första dagen var den 11 mars 2005 och den sista dagen var den 12 april 2005. Eftersom händelsen inträffade den 25 mars 2005, vilket var en helgdag när börsen var stängd, används den första handelsdagen den 29 mars som händelsedag i estimeringen. För beräkningen av normal respektive onormal avkastning användes en justerad kurs¹⁴ som hämtades från Yahoo

¹² Ruback (1982).

¹³ "Pi" innebär att den onormala avkastningen över händelsefönstret summeras genom att multipliceras i stället för att adderas.

¹⁴ Stängningskursen justerad för, om förekommande, splittar och emissioner.

Finance. Data för marknadsportföljen (R_{mt}) utgörs av Stockholmsbörsens All-share index (SAX) och hämtades även det från samma källa.

Att bestämma exakt tidpunkt ($\tau = 0$) för händelsen, kan i vissa fall vara problematiskt. För marknaden enbart informationen via tidningar bör dagen efter själva tillkännagivandet ses som eventdag eftersom det är först då som tidningarna vidarebefordrar informationen. I sådana fall kan händelsedatumet utgöras av två dagar. Tack vare direkta informationssubstitut, till exempel tidningars nätupplagor och företagens hemsidor, kan ofta tidpunkten för händelsen hållas till en dag (MacKinlay, 1997). För denna studie innebär det faktum att pressmeddelandet kom på långfredagen när börsen var stängd att markandens aktörer gavs god tid, fram till tisdagen, att ta del av informationen om händelsen och det är därför möjligt att definiera en enskild händelsedag.

4.5 Validitet och reliabilitet

Validitet handlar om att data och metoder är giltiga, det vill säga undersökningen mäter det den är avsedd att mäta. Reliabilitet innebär att undersökningen är tillförlitlig, att den kan göras igen och ge samma resultat (Denscombe, 1998).

Data för beräkning inhämtades från Yahoo Finance en källa som anses giltig för studien. Något som kan sänka validiteten är om flera händelser inträffar samtidigt vilket gör att det inte går att urskilja vilken händelse som gett vilken effekt. Enligt den publicerade informationen om företagshändelser för TeliaSonera var förvärvsanbudet den enda nyheten kring händelsedagen, detta stärker validiteten i uppsatsen, metoden mäter det som den avser att mäta.

Eftersom eventstudien baseras på historiska data, kommer en liknande studie kunna ge samma resultat. Möjligtvis kan resultatet skilja sig något om ett annat index, till exempel branschindex, används som approximation, men det bör i slutändan ändå visa ett liknande resultat på händelsedagen för TeliaSonera. Studien anses därför vara tillförlitlig.

Kapitel 5

RESULTAT

Följande kapitel innehåller en redogörelse för de resultat som erhållits utifrån tillvägagångssättet i metodkapitlet, det vill säga event studien. Dessa presenteras och diskuteras för var och ett av de undersökta företagen.

5.1 TeliaSonera

Vid beräkningarna har tyngdpunkten lagts på det förvärvande företaget TeliaSonera och testen av hypotesen om en effektiv marknad i semistark form. Event studien gav följande resultat för företaget:

5.1.1 Estimering av marknadsmodellen

En regression av värdena inom beräkningsfönstret gav de skattade värdena för marknadsmodellen, se tabell 5.1.

Tabell 5.1:
Regressionsresultat TeliaSonera

$\hat{\alpha}$	$\hat{\beta}$	R^2
(T-test)	(T-test)	
- 0,0001	1,17	0,36
(-0,10)	(7,89)	

Förklaringsgraden (R^2) visar att 36 procent av svängningarna i avkastningen för företagets aktie kan förklaras av svängningar i marknadsportföljen. Även om detta är ett någorlunda svagt värde stärks sambandet med hjälp av T-värdet (7,89) för $\hat{\beta}$ eftersom det är statistiskt signifikant.

5.1.2 Onormal avkastning och hypotestest

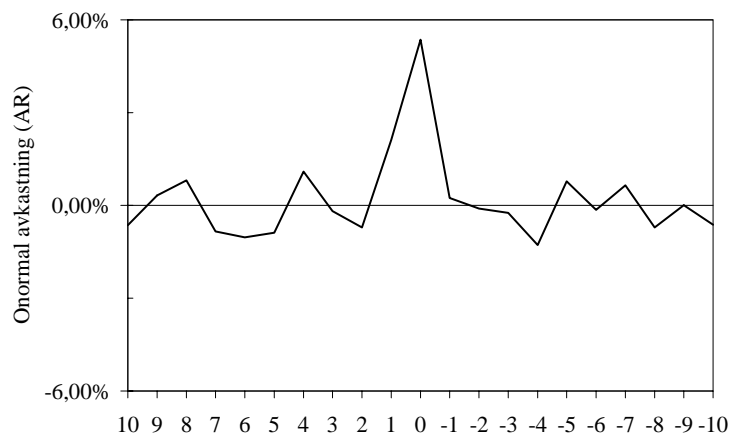
Den onormala avkastningen för händelseperioden beräknades utifrån ekvation (7) och T-värdet för testa av hypotesen beräknades enligt ekvation (9). Resultatet redovisas i tabell 5.2.

Tabell 5.2:
Onormal avkastning (%) för TeliaSonera inom händelsefönstret

Dag	AR (%)	T-test
10	-0,64	-0,56
9	0,32	0,28
8	0,81	0,70
7	-0,84	-0,73
6	-1,03	-0,89
5	-0,88	-0,76
4	1,09	0,95
3	-0,18	-0,16
2	-0,72	-0,62
1	2,12	1,83
0	5,35	4,64
-1	0,24	0,21
-2	-0,10	-0,09
-3	-0,24	-0,21
-4	-1,28	-1,11
-5	0,77	0,67
-6	-0,15	-0,13
-7	0,65	0,56
-8	-0,72	-0,62
-9	0,01	0,01
-10	-0,63	-0,54

På händelsedagen, 0, visar resultatet tydligt en positivt onormal avkastning på 5,35 procent. För att säkerhetsställa ett samband mellan den onormala avkastningen och händelsen, testas nollhypotesen med T-test. Nollhypotesen är att det inte finns något samband mellan händelsen och avkastningen. Med en signifikansnivå på 99 procent kan denna förkastas eftersom det estimerade värdet är större än det kritiska värdet, $4,64 > 2,62^{15}$. Vid 90 procent signifikansnivå visar ett T-test att nollhypotesen även kan förkastas för dag 1, vilket tyder på att den onormala avkastningen den dagen till viss del berott på händelsen. Att ingen av dagarna innan händelsen har en onormalavkastning som är statistisk signifikant med händelsen tolkas som att ingen insiderinformation läckt ut, det vill säga marknaden är effektiv i semistark form. Ökningen av den onormal avkastning illustreras i ett diagram, se figur 5.1.

¹⁵ T-kritiskt värde ges utifrån Table A.2, Dougherty (2002), s.390.



Figur 5.1: Onormal avkastning inom händelsefönstret för TeliaSonera

Den sammanlagda onormala avkastningen över händelsefönstret är 3,82, tabell 5.3, vilket visar på en positiv aktiekursutveckling för TeliaSonera under tidsperioden.

Tabell 5.3:

Kumulerad onormal avkastning TeliaSonera

	CAR (%)
TeliaSonera	3,82

5.2 Tele2

För att kunna se om förvärvet förväntades stämma överens med hypotesen om marknadsmakt eller produktionseffektivitet gjordes en jämförelse med Tele2s aktiekursförändring på händelsedagen.

5.2.1 Estimering av marknadsmodellen

För det första kördes en regression av data med Tele2s kurs inom beräkningsfönstret. Resultatet redovisas i tabell 5.4.

Tabell 5.4:

Regressionsresultat Tele2

$\hat{\alpha}$	$\hat{\beta}$	R^2
(T-test)	(T-test)	

-0,0031	1,72	0,39
(-2,14)	(8,63)	

Estimeringen gav även för Tele2 ett signifikant $\hat{\beta}$, T-testet var 8,63, vilket tyder på att SAX-index är en bra approximation för marknadsportföljen. Förklaringsvärdet för sambandet mellan kursutvecklingen för Tele2 och marknadsportföljen var 39 procent, vilket är ungefär detsamma som för TeliaSonera.

5.2.2 Onormal avkastning och hypotestest

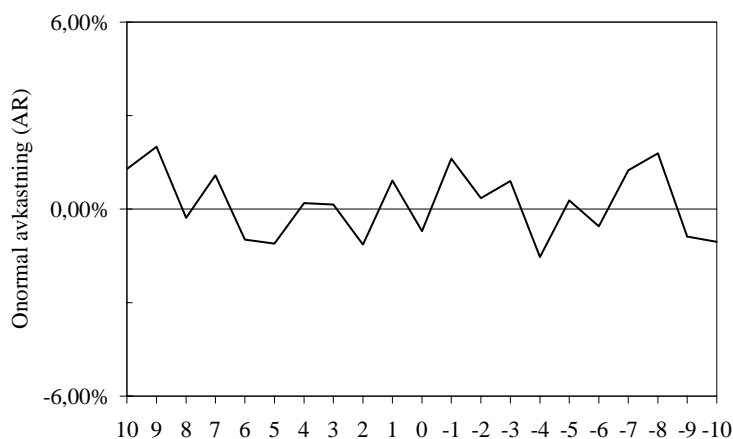
Det intressanta i studien är att se om den onormala avkastningen skiljer sig mellan företagen. Därför gjordes liknande uträkningar av Tele2s onormala avkastning, inom händelsefönstret, som för TeliaSonera, se tabell 5.5.

Tabell 5.5:
Onormal avkastning (%) för Tele2 inom händelsefönstret

Dag	AR (%)	T-test
10	1,29	0,83
9	2,00	1,29
8	- 0,28	- 0,18
7	1,08	0,70
6	- 0,98	- 0,63
5	- 1,11	- 0,71
4	0,19	0,12
3	0,15	0,09
2	- 1,14	- 0,73
1	0,91	0,59
0	- 0,71	- 0,46
-1	1,62	1,04
-2	0,35	0,23
-3	0,90	0,58
-4	- 1,54	- 0,99
-5	0,28	0,18
-6	- 0,55	- 0,36
-7	1,25	0,79
-8	1,78	1,15
-9	- 0,88	- 0,57
-10	- 1,05	- 0,68

På händelsedagen visar resultaten för Tele2 en negativ avkastning på 0,71 procent. Enligt tabell 3.1 kan en negativ avkastning för konkurrenten tolkas som att marknaden antagit att förvärvet kommer att ge TeliaSonera produktionseffektivitet, vilket innebär en positiv samhällsekonomisk välfärdseffekt. Ett T-test visar dock att detta värde inte är

signifikant, det vill säga nollhypotesen om att det inte finns något samband mellan kursvärdet och händelsen kan inte förkastas. Även här plottades den onormala avkastningen i en graf, figur 5.2, den visar dock att det inte skett någon större avvikelse från den normala avkastningen över händelseperioden.



Figur 5.2: Onormal avkastning inom händelsefönstret för Tele2

För Tele2 är den sammanlagda onormala avkastningen 3,48, se tabell 5.6, vilket visar att Tele2 hade en positiv utveckling över händelsefönstret. Detta resultat kan tolkas som att även Tele2 också har gynnats av händelsen. Utifrån tabell 3.1 tyds en positiv avkastning som att hypotesen om marknadsakt har dominerat förvärvet, vilket innebär en negativ välfärdseffekt i och med förväntade prisökningar. Det är dock svårt att avgöra om den positiva utvecklingen över händelsefönstret för Tele2 enbart går att knyta till informationen om TeliaSoneras förvärv av aktier i Turkcell. Givet olika resultat på händelsedagen och över händelsefönstret är det komplicerat att dra någon allmän slutsats gällande välfärdseffekter.

Tabell 5.6:

Kumulerad onormal avkastning Tele2

CAR (%)	
Tele2	3,48

Kapitel 6

SLUTSATSER

Det huvudsakliga syftet med uppsatsen var att närmare analysera hur nyheten om TeliaSoneras anbud gällande förvärv av aktier i Turkcell har påverkat TeliaSoneras företagsvärde genom att studera marknadens reaktion vid offentliggörandet av händelsen. Uppsatsen hade även ett delsyfte, vilket var att bedöma motivet till förvärvet genom att studera effekten på konkurrentens aktie kring händelsedagen.

Marknadens reaktion studerades utifrån en event studie, vars grundläggande antagande är att marknaden är semistarkt effektiv. TeliaSoneras aktiekurs på händelsedagen visade en positiv onormal avkastning på 5,35 procent. Ett T-test kunde förkasta nollhypotesen, det vill säga att den onormala avkastningen inte berodde på nyheten om händelsen. Förvärvsnyheten gav således TeliaSonera en positiv påverkan på företagsvärdet. Denna slutsats stöds även av den kumulerade onormala avkastningen.

För att kunna ge ett svar på om förvärvet förväntades ge företaget marknadsmakt eller produktionseffektivitet, studerades även TeliaSoneras närmaste konkurrent på den svenska marknaden, Tele2. Den onormala avkastningen var negativ för konkurrenten på händelsedagen, vilket enligt teorin visar att marknaden antagit att förvärvet skulle ge TeliaSonera produktionseffektivitetsvinster och att Tele2 därför missgynnas av affären. Detta kunde dock inte säkerhetsställas statistiskt. Den sammanlagda onormala avkastningen över händelsefönstret för Tele2 visade samtidigt på motsatsen, det vill säga ett positivt resultat, vilket kan tolkas som att även Tele2 har gynnats av händelsen och att marknadsmaktmotivet har dominerat förvärvet. Det är dock svårt att fastställa om den sammanlagda avkastningen enbart går att koppla till den studerade händelsen. På grund av de motsägande resultaten och osäkerheten i dem blir det komplicerat att dra någon slutsats gällande motiv och välfärdseffekter.

Om ett förvärv mellan TeliaSonera och Turkcell verkligen blir av¹⁶, kan det i framtiden vara intressant att studera förvärvet mera ingående. Till exempel en studie av hur aktiekurserna för berörda företag har påverkats av de olika nyheterna gällande förvärvet under hela förvärvsförloppet. Framförallt en närmare studie av hur förvärvet påverkat Turkcell på den östeuropeiska marknaden anses vara av intresse. Dessutom vore det intressant att se om en studie av fler konkurrenter kan ge resultat som visar motivet till förvärvet.

¹⁶ 2005-06-03 var det ännu inte klart.

REFERENSLISTA

- Baltazar, R & Santos, M, (2003), "The Benefits of Banking Mega-Mergers. Event Study Evidence from the 1998 Failed Mega-Merger Attempts in Canada", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol 3, s 196-208.
- Cox, A J & Portes, J, (1998), "Mergers in Regulated Industries: The Uses and Abuses of Event Studies", *Journal of Regulatory Economics*, vol 14, s 281-304.
- Dagens Industri, (2005), "Stockwatch", www.di.se, 11 maj 2005.
- De Ridder, A, (2003), *Finansiell ekonomi*, Norstedt Juridik, Stockholm.
- Denscombe, M, (1998), *Forskningshandboken – för små och storskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna*, Studentlitteratur, Lund.
- Dougherty, C, (2002), *Introduction to Econometrics*, Oxford University Press, Oxford.
- Eckbo, E B, (1983), "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, vol 11, s 241-273.
- Eckbo, E B, (1989), "The Role of Stock Market Studies in Formulating Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers: Comment", *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol 28, s 22-38.
- George, K D, Joll, C & Lynk, L E, (1992), *Industrial Organization: Competition, Growth & Structural Change*, Routledge, London.
- Harding, L-E, (1982), *Kontroll av företagssammanslagningar*, LiberFörlag, Stockholm.

- Haugen, R A, (2001), *Modern Investment theory*, Prentice Hall, New Jersey.
- Hägg, I, (red), (1988), *Stockholms fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling*, SNS Förlag, Stockholm.
- Lipczynski, J & Wilson, J, (2001), *Industrial Organisation: An Analysis of Competitive Markets*, Financial Times Prentice Hall, Harlow.
- MacKinlay, C, (1997), “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, vol 35, s 13-39.
- Mayo, H B, (2003), *Investments: An Introduction*, South-Western, Ohio.
- OECD, (2001), *New Patterns of Industrial Globalisation*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Panayides, P M & Gong, X, (2002), “The Stock Market Reaction to Merger and Acquisition Announcements in Liner Shipping”, *International Journal of Maritime Economics*, vol 4, s 55-88.
- Ruback, R S, (1982), “The Conoco Takeover and Stockholder Returns”, *Sloan Management Review*, vol 23, s 13-33.
- Shusterman, T G, Norsworthy, J R & Bessler, W, (2001), “Stock Market Reaction to Mergers and Acquisitions Announcements in the U.S. Telecommunications Industry”, *Center for Financial Technology, Walker Lab, Rensselaer Polytechnic Institute, Troy, NY, 12180, USA*.
- Svenska Dagbladet, (a2005), “Telia ökar ägarandelen i Turkcell”, www.svd.se, publicerat 25 mars 2005.
- Svenska Dagbladet, (b2005), ”Telia steg efter storköp”, www.svd.se, publicerat 29 mars 2005.

TeliaSonera, (2005), "Teliasonera överens med Cukurova om att köpa fler aktier i Turkcell", www.teliasonera.se, pressmeddelande 25 mars 2005.

Törnwall, M, (2005), "Teliasoneras affär fick börsen att jubla", www.di.se, publicerat 30 mars 2005.

Vinell, L & De Ridder, A, (1995), *Aktiers avkastning och risk, Teori och praktik*, Norstedts Juridik, Stockholm.

Wang, P, (2001), *Econometric Analysis of the Real Estate Market & Investment*, Routledge, London.

Wild, J J, Wild, K L & Han, J C Y, (2003), *International Business*, Prentice Hall, New Jersey.

World Markets Analysis, (2005), www.worldmarketsanalysis.com, 25 april 2005.

Yahoo Finance, (2005), finance.yahoo.com, 16 maj 2005.