

Fusioner og virksomhedsovertagelser i Danmark

Michael Rasmussen

Unidanmark

SUMMARY: The purpose of this article is by means of the market model to investigate the economic consequences of Mergers & Acquisitions in Denmark in the period 1986-89, a period characterized by strong growth in M&A-activity. Moreover, the Danish economic experience will be compared with foreign consequences. The article demonstrates that the stockholders in selling companies obtain an overnormal positive gain, whereas the buying stockholders do not experience a loss. The tendency in these results corresponds very well with foreign experience, however the results are numerically smaller than in foreign studies. The article concludes that one of the causes of this may be the absence of an organized takeover-market in Denmark.

1. Indledning

Fusioner og virksomhedsovertagelser (F&V) har i de senere år fået et markant stigende omfang. I følge Konkurrencerådet (1989) har der i perioden 1986-89 været 976 transaktioner. Denne udvikling, der har været tilskyndet og opmuntret af både EF, jvf. Kommissionen (1988), Den danske Regering, jvf. Industriministeriet (1989) og vægtige danske interessenter, jvf. McKinsey (1988), har ifølge Nielsen (1989) endnu ikke været suppleret og understøttet af konkrete økonomiske undersøgelser, og de økonomiske vurderinger af den danske fusions- og overtagelsesaktivitet har hidtil været baseret på et mere eller mindre løst grundlag. Denne artikel vil være et forsøg på en mulig indgangsvinkel til løsning af denne komplekse problemstilling.

En metode til belysning af de økonomiske konsekvenser og fordeling af eventuelle gevinster ved fusioner og virksomhedsovertagelser i USA har været baseret på betydningen for de involverede selskabers aktionærer, og koblingen til efficiens-betragtninger er sket ved antagelse om effektive aktiemarkeder i semistærk form, jvf. Fama (1970). Metoden er snævert knyttet til »The Shareholder Wealth Maximization Model«, som i følge Dullum & Stonehill (1990) kan karakterisere adfærden på kapitalmarkeder i

Der rettes en tak til professor Niels Thygesen, Københavns Universitet og professor Michael Møller, Handelshøjskolen i København, for kommentarer og forslag til artiklen.

Fusioner og virksomhedsovertagelser i Danmark

Michael Rasmussen

Unidanmark

SUMMARY: The purpose of this article is by means of the market model to investigate the economic consequences of Mergers & Acquisitions in Denmark in the period 1986-89, a period characterized by strong growth in M&A-activity. Moreover, the Danish economic experience will be compared with foreign consequences. The article demonstrates that the stockholders in selling companies obtain an overnormal positive gain, whereas the buying stockholders do not experience a loss. The tendency in these results corresponds very well with foreign experience, however the results are numerically smaller than in foreign studies. The article concludes that one of the causes of this may be the absence of an organized takeover-market in Denmark.

1. Indledning

Fusioner og virksomhedsovertagelser (F&V) har i de senere år fået et markant stigende omfang. I følge Konkurrencerådet (1989) har der i perioden 1986-89 været 976 transaktioner. Denne udvikling, der har været tilskyndet og opmuntret af både EF, jvf. Kommissionen (1988), Den danske Regering, jvf. Industriministeriet (1989) og vægtige danske interessenter, jvf. McKinsey (1988), har ifølge Nielsen (1989) endnu ikke været suppleret og understøttet af konkrete økonomiske undersøgelser, og de økonomiske vurderinger af den danske fusions- og overtagelsesaktivitet har hidtil været baseret på et mere eller mindre løst grundlag. Denne artikel vil være et forsøg på en mulig indgangsvinkel til løsning af denne komplekse problemstilling.

En metode til belysning af de økonomiske konsekvenser og fordeling af eventuelle gevinster ved fusioner og virksomhedsovertagelser i USA har været baseret på betydningen for de involverede selskabers aktionærer, og koblingen til efficiens-betragtninger er sket ved antagelse om effektive aktiemarkeder i semistærk form, jvf. Fama (1970). Metoden er snævert knyttet til »The Shareholder Wealth Maximization Model«, som i følge Dullum & Stonehill (1990) kan karakterisere adfærden på kapitalmarkeder i

Der rettes en tak til professor Niels Thygesen, Københavns Universitet og professor Michael Møller, Handelshøjskolen i København, for kommentarer og forslag til artiklen.

angelsaksiske lande, specielt i relation til aktionærers udøvelse af deres forvaltningsmæssige rettigheder. Modsætningen til denne model er »The Corporate Wealth Maximization Model«, som ifølge Dullum & Stonehill (1990) bedst beskriver adfærden i Vesteuropa¹.

Da tidligere undersøgelser af det danske aktiemarked understøtter antagelsen om effektivitet i semistærk form, jvf. f.eks. Nielsen & Svarrer (1979) og Sørensen (1982), er det her valgt at belyse F&V's betydning for danske aktionærers formue, og belyse fordelingen af eventuelle økonomiske gevinster ved F&V, udfra dette teoretiske grundlag. Ved denne fremgangsmåde opnås dels et udtryk for F&V's økonomiske betydning, dels betyder denne metodik, at international sammenligning gøres lettere.

Det må dog understreges, at denne metode, der ikke må betragtes som udtømmende for udsagn vedrørende F&V's økonomiske konsekvenser, har et klart internationalt tilsnit. For en belysning af andre metoder til beskrivelse af F&V's økonomiske virkninger kan f.eks. henvises til Ravenscraft & Scherer (1987) og Scherer (1988).

2. Udenlandske erfaringer

For at få et overblik over karakteren af de økonomiske resultater vedrørende F&V, og for at få et internationalt sammenligningsgrundlag, vil de amerikanske undersøgelseres resultater, som alle er publiceret i løbet af 1980'erne, blive skitseret. Alle refererede undersøgelser er baseret på samme teoretiske grundlag som det i denne artikel benyttede, selvom anvendelsen af modelvarianter er udpræget. Mange af de amerikanske undersøgelser er ikke relevante for danske forhold, da de belyser takeover-karakteristika, som er ukendte i Danmark. For en belysning af disse specielle forholds økonomiske betydning, såsom specielle tender offers, friendly- og hostile takeovers, betalingsmetoder, proxy fights m.v., henvises til Rasmussen (1989)².

I tabel 1 er kun de resultater skitseret, som bedst kan danne baggrund for en senere sammenligning med danske forhold, d.v.s. venlige, gennemførte F&V, sket gennem fusion eller opkøb (tender offers).

Det ses af tabel 1, at der er en klar tendens i de amerikanske undersøgelser, nemlig at aktionærerne i de sælgende virksomheder opnår tydelige signifikant positive gevinster ved F&V. Tendensen er noget mere uklar hvad angår aktionærerne i købende virksomheder. Uanset om resultatet er positivt eller negativt, må det konstateres, at det eventuelle

1. For en glimrende beskrivelse af disse to modeller henvises til Dullum og Stonehill (1990).

2. Trods udeladelsen af disse forhold i denne artikel, kan de ikke betegnes som uinteressante i dansk perspektiv. Disse forhold karakteriserer et mere veludviklet takeover-marked, hvis danske implementering, helt eller delvist, ikke kan udelukkes.

Tabel 1. Oversigt over udenlandske F&V's økonomiske virkninger.

F&V-transaktion	Risikojusteret aktiekurseffekt i event-periode omkring meddelelse	
	Købende selskab	Sælgende selskab
Fusion		
- Jensen & Ruback (1983)	-1.77%	20.15%
- Huang & Walking (1987)	-	22.60%
Opkøb		
- Jensen & Ruback (1983)	3.81%	29.09%
- Bradley, Desai & Kim (1988)	0.97%	31.77%
- Huang & Walking (1987)	-	27.50%
- Brickley, Jarrell & Netter (1988)	1.14%	28.00%

Anm.: De enkelte studier kan ikke sammenlignes direkte, dels p.g.a. metodemæssige forskelle, dels på grund af forskelle i studiernes tidsmæssige udstrækning.

overnormale afkast er tæt på nul, og hovedsageligt ikke signifikant. Sammenlagt vurderes F&V at give overnormale signifikante afkast, og derved kan F&V udviklingen generelt karakteriseres som værdiforøgende.

3. Undersøgelsens praktiske gennemførelse

Analogt til de amerikanske undersøgelser benyttes her »abnormal performance«-metodikken til undersøgelse af det danske aktiemarkeds vurdering af fusioner og overtagelser, som de børsnoterede virksomheder har været involveret i 1986-89. Det teoretiske grundlag for disse event-analyser er CAP-modellen³. Hovedideen i disse event-analyser, der har form af residualanalyser, er at måle, om tilgangen af ny information kan give anledning til, at aktionæren opnår et overnormalt afkast på investering i den pågældende aktie målt i forhold til markedet som helhed⁴. De enkelte aktiers afkast relateres til det vejede gennemsnit af alle aktiers afkast gennem en lineær regressionsmodel. Ved hjælp af denne model elimineres markedets generelle effekt på de individuelle aktiers afkast, således at den selskabsspecifikke del af afkastet isoleres. Her er der valgt at benytte markedsmodellen som den konkrete model for en analyse:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + E_{i,t} \quad (1)$$

3. CAR-metodikken udvikledes af Fama, Fisher, Jensen og Roll (1969). For en kritisk, men konstruktiv gennemgang af CAR-studiers anvendelighed til belysning af F&V henvises til Halpern (1983).

4. For en nærmere metodebeskrivelse af gennemførte CAR-analyser på det danske aktiemarked henvises til Nielsen & Svarrer (1977), Sørensen (1982) og Christensen & Sørensen (1982), der er tre af de mest omfattende danske event-analyser.

hvor R_{jt} er afkastet på den j 'te aktie i periode t , og R_m er det tilsvarende afkast på det samlede marked. Størrelserne α og β er regressionsparametre, der kan fortolkes som henholdsvis aktiens forventede afkast, givet at afkastet på markedet er nul, og den pågældende akties relative risiko målt i forhold til markedet som helhed. Parametrene estimeres ved mindste kvadraters metode. Residualleddet E_{jt} kan fortolkes som det selskabsspecifikke afkast, hvis forventet værdi er nul og varians er konstant over tiden.

Modellens parametre er estimeret over en periode fra primo 1986 til medio 1989 med ugentlige kursobservationer⁵. Som proxy for markedsafkastet, R_{mt} er det totale aktieindeks⁶ benyttet. En ulempe ved benyttelse af totalindekset som markedsværdiindeks er, at aktieindekset ikke tager højde for udbyttebetalinger, men da disses effektive størrelse traditionelt er små i Danmark (i forhold til f.eks. USA og England er det effektive udbytte ca. halvt så stort), er denne ulempe af mindre betydning.

Afkastet af den j 'te aktie i den t 'te uge, R_{jt} er defineret som

$$R_{jt} = \frac{P_{j,t+1} + D_{jt}}{P_{jt}} \quad (2)$$

hvor P_{jt} = kursen for aktie j primo uge t

D_{jt} = dividende af j 'te aktie i t 'te uge

$P_{j,t+1}$ = kursen for aktie j primo uge $t+1$ korrigeret for eventuelle kapitaludvidelser i den t 'te uge

Afkastberegningerne er foretaget for samtlige børs 1 selskaber noteret i perioden.

Da det er effekten af børsnoterede virksomheders F&V-aktiviteter, der ønskes belyst, er det nødvendigt at identificere den eksakte dag, hvor markedet har fået information om en F&V-transaktion. I et effektivt marked vil tilgangen af ny information blive afspejlet i kurserne umiddelbart ved tilvejebringelsen af informationen. Den korrekte dag for residualanalysen er derfor den dag, Københavns Fondsbørs har modtaget besked fra selskaberne angående F&V⁷. Som først observeret af Asquith, Bruner og Mullins (1983), er det nødvendigt at tage højde for de implicerede selskabers størrelse,

5. Med de strukturændringer, som det danske aktiemarked har gennemløbet i 80'erne, synes gevinsten ved længere estimationsperiode meget usikker. Ved at benytte ugentlige kursobservationer tages der højde for kritikken rejst af Sørensen (1982).

6. For en beskrivelse af det danske aktieindeks' opbygning henvises til Nielsen & Sort. »Københavns Fondsbørs' aktieindeks«, Finans/Invest, nr. 5, pp. 30-33, 1985.

7. Jvf. Fondsbørslovens § 19 og de Børssetiske Regler (regel 3), har de noterede selskaber pligt til at underrette Fondsbørsen om faktorer, der kan forventes at have betydning for selskabets aktiers kursdannelse.

når en F&V-transaktion skal kunne have en vis betydning for kurstilpasningen. Ved hjælp af Monopoltilsynets publikationer, Fondsbørsens Årsberetninger og dagspressen (især for transaktioner I. halvår 1989) er der opgjort 93 handler, hvor mindst ét børsnoteret selskab var impliceret direkte eller indirekte gennem salg af betydende datterselskab. Ud af disse blev de 28 vurderet at være uinteressante på grund af forskelle i selskabernes størrelse. Hyppige virksomhedsopkøb foretaget af samme virksomhed er ligeledes udeladt, da disse af investorerne kan tolkes som en del af et akkvisitionsprogram⁸. Dette betyder, at nutidsværdien af programmet er inkorporeret i kurserne, og de enkelte transaktioner giver da ikke anledning til yderligere kurstilpasning. Dette forhold, som først blev påpeget af Schipper og Thompson (1983), har medført ét selskabs udeladelse af undersøgelsen (ISS). Af de resterende 64 sammenlægninger er det lykkedes at identificere 60 transaktioner, hvor informationen om offentliggørelsesdatoen er hentet hos Københavns Fondsbørs⁹, Berlingske Tidende og Børsen, da disse aviser normalt også modtager pressemeddelelse fra de børsnoterede selskaber. Endvidere er information om offentliggørelse i visse tilfælde indhentet hos de pågældende selskaber. Selvom populationens størrelse er lille, er den dog relativ stor i forhold til udenlandske undersøgelser¹⁰.

Af de 60 transaktioner er de 24 sket mellem børsnoterede virksomheder, mens de 36 er foregået mellem ét børsnoteret og et ikke-børsnoteret selskab. Ialt er 44 forskellige børsnoterede selskaber inkluderet i undersøgelsen. Hvis selskabet havde flere aktieklasser noteret blev den mest omtalte benyttet (B-aktien).

Residualafkastet for de selskaber, der foretager F&V, er beregnet i 10 handelsdage omkring offentliggørelsen, d.v.s. 5 dage før og 5 dage efter¹¹. Residualafkastet beregnes som

$$u_{jt} = R_{jt} - (\alpha + \beta_j R_{mt}) \quad (3)$$

Markedsafkastet og selskabsafkastet er beregnet diskret ud fra formlen

$$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (4)$$

8. Asquith, Bruner og Mullins (1983) undersøger effekten for de købende aktionærer ved annoncering af akkvisitionsprogrammer, og finder ved 156 amerikanske koncerners annoncering et signifikant overnormalt afkast på 2,8%.

9. Søs Kappel, Københavns Fondsbørs, takkes for hjælp ved fremskaffelse af datoer for tilgang af information vedrørende F&V.

10. I princippet svarer denne undersøgelse til Christensen & Sørensen (1982), hvor stikprøven var på 27.

11. Den anvendte metodik følger Klein & Rosenfeld (1988).

hvor $t = -5...0...5$, som korrigeres for eventuelt udbytte og kapitaludvidelser. Da formålet er at bestemme den generelle afkastudvikling i forbindelse med offentliggørelse af F&V-transaktionen frem for den specielle afkastudvikling for de enkelte selskaber, foretages en beregning af det gennemsnitlige daglige residualafkast i 10-dages perioden, defineret som

$$AR_t = \frac{\sum_{j=1}^n u_{jt}}{n} \quad (5)$$

hvor n udtrykker antal beregnede transaktioner (35). Herudover beregnes det kumulative gennemsnitlige afkast, som er summen af det gennemsnitlige residualafkast over hele testperioden og udtrykkes som

$$CAR = \sum_{t=1}^T AR_t \quad (6)$$

hvor $t = -5...0...5$. CAR er således et udtryk for den samlede »ophobede« kurstilpasning over perioden, og udtrykker det samlede overnormale afkast, som offentliggørelsen af F&V-transaktionen har medført¹².

Resultaternes signifikans vurderes ud fra t -teststørrelsen:

$$t = \frac{CAR}{\sqrt{\sum_{t=1}^T s^2(AR_t)}} \quad (7)$$

hvor $t = -5...0...5$, og $s^2(AR_t)$ udtrykker variansen af det gennemsnitlige overnormale afkast af n transaktioner på dag t . Nulhypotesen er, at det gennemsnitlige akkumulerede residualafkast (CAR) er nul over perioden T .

4. Undersøgelsens resultater

I tabel 2 er der givet en summarisk oversigt over resultaterne fra de ialt 198 regressionsanalyser.

12. Regressionsanalyserne og beregningerne af residualafkastet er programmeret i APL. Kursoplysningerne er venligst stillet til min rådighed af Unidanmark A/S.

Tabel 2. *Sammariske resultater af regressionsanalyserne.*

Variable	Middelværdi	Standard-afvigelse	Min. værdi	Max. værdi
α	0.001	0.007	-0.008	0.086
β	0.815	0.578	-0.263	1.754
R^2	0.241	0.181	0.001	0.713
t -værdi(β)	6.587	3.961	-0.922	18.897
DW test	2.159	0.289	1.269	2.901

Anm.: DW test er forkortelse for Durbin-Watson testet.

Tabel 3. *Karakteristika ved undersøgelsens population.*

	Antal	Middelværdi	Standard-afvigelse	Min. værdi	Max. værdi
<i>Køber</i>	34				
α		0.005	0.063	-0.007	0.004
β		0.910	0.308	0.170	1.405
<i>Sælger</i>	26				
α		0.001	0.007	-0.008	0.032
β		1.018	0.188	0.780	1.576

Den gennemsnitlige R^2 indikerer, at omkring 24% af variationen i den enkelte akties afkast kan forklares af ændringer i markedets afkast ved anvendelse af den lineære model. Durbin-Watson-testen indikerer, at markedsmodellen kan anses for en rimelig deskriptiv model¹³. Stikprøvens karakteristika fremgår af tabel 3. Ved at sammenligne tabel 2 og tabel 3, må stikprøven vurderes at være repræsentativ, hvilket betyder, at visse generelle konklusioner med et vist forbehold kan drages.

De gennemsnitlige residualafkast ved offentliggørelse af henholdsvis købs- og salgs-transaktioner er udregnet. De gennemsnitlige residualafkast fremgår grafisk af figur 1.

13. Der er i øvrigt stor overensstemmelse mellem mine resultater, gengivet i tabel 2, og resultaterne fra undersøgelsen i Sørensen (1982), der ligeledes anvender markedsmodellen som grundlag for regressionsanalysen.

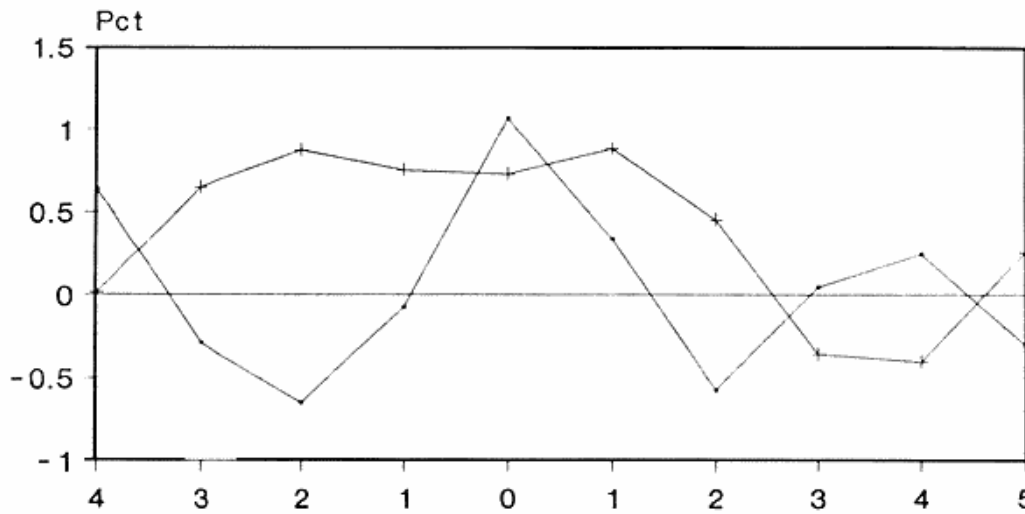


Fig. 1. Gennemsnitligt residualafkast for 60 danske fusioner og virksomhedsovertagelser 1986-1989.

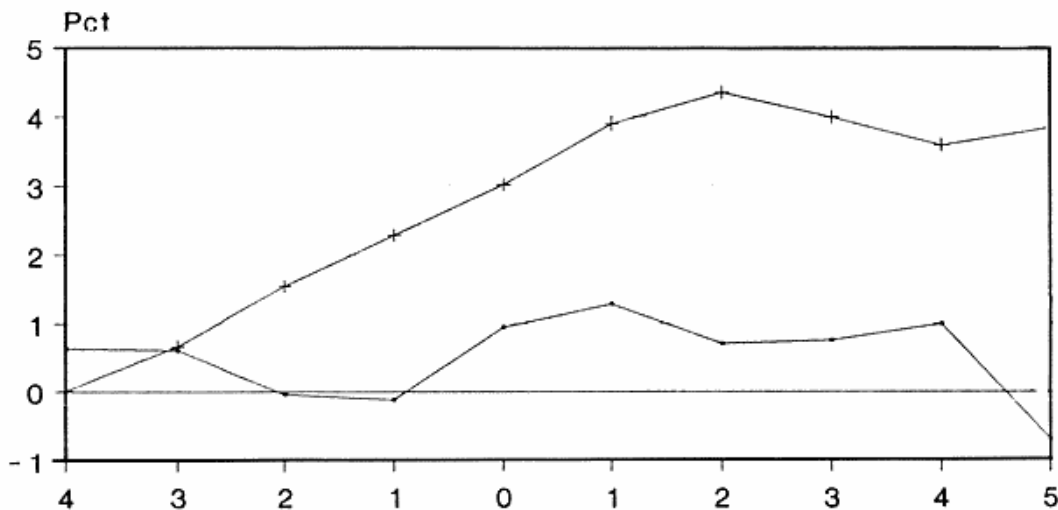


Fig. 2. Gennemsnitligt akkumuleret residualafkast for 60 danske fusioner og virksomhedsovertagelser 1986-1989.

I figur 2 er de akkumulerede gennemsnitlige residualafkast indtegnede.

Det fremgår af figur 2, at både de sælgende og købende selskabers aktionærer opnår et positivt overnormalt afkast i 10-dages perioden omkring offentliggørelsesdatoen.

Den eksakte udvikling i *AR* og *CAR* fremgår af tabel 4. Det ses af tabellen, at de sælgende selskabers aktionærer opnår et signifikant overnormalt afkast på ca. 3,8% (*t*-værdi = 3,768), mens de købende selskabers aktionærer opnår et ikke-signifikant over-

Tabel 4. Risikojusteret overnormalt afkast for 60 selskaber i 10 børsdage omkring F&V-offentliggørelsen.

Børsdag	Købende selskab		Sælgende selskab	
	AR	CAR	AR	CAR
-4	0.635	0.635	0.015	0.015
-3	-0.029	0.606	0.646	0.661
-2	-0.650	-0.044	0.873	1.534
-1	-0.076	-0.120	0.750	2.284
0	1.062	0.942	0.727	3.011
1	0.335	1.277	0.881	3.892
2	-0.573	0.704	0.450	4.342
3	0.047	0.751	-0.358	3.984
4	0.241	0.992	-0.405	3.579
5	-0.302	0.690	0.253	3.832

Ann.: Børsdag 0 er afkastet på offentliggørelsesdatoen, -1 en dag før o.s.v. Observationerne er angivet i procent.

normalt afkast på 0,69%¹⁴. Det vil sige, at de sælgende selskaber gennemsnitlig tjener på et salg, mens de købende virksomheder ikke taber på transaktionen. Ved at iagttage figur 1 (AR) ses det, at de sælgende aktionærers kurstillpasning påbegyndes før den officielle meddelelse om salg, mens de købende virksomheders aktier falder op til meddelelsen, men påvirkes klart positivt på selve offentliggørelsesdagen, men falder så igen umiddelbart efter meddelelsen.

Det ses endvidere, at de sælgende aktionærers afkast akkumuleres op før og lige efter meddelelsen om F&V, for så at falde igen ca. 2 dage efter meddelelsen. For begge aktionærgrupper må det altså fastslås, at der sker en tilpasning i dagene før og efter meddelelsen. Dette kan tolkes som at aktiemarkedet er rimeligt effektivt, da meddelelsen (informationen) inkorporeres i kurserne i event-perioden. Ved betragtning af figur 1 kunne det forventes, at afkortning af event-perioden kunne give de købende aktionærer et signifikant overnormalt afkast. For at teste denne hypotese er CAR i 3-dages perioden (-1 til +1) beregnet. Dette rykker dog ikke resultatet, da de sælgende selskaber udviser et signifikant overnormalt afkast på 2,36% (t -værdi = 7,13), mens de købende selskaber stadig udviser et ikke-signifikant positivt afkast, nu på 1,32% (t -værdi = 1,72).

Tendensen i undersøgelsen, at de sælgende selskaber udviser et positivt afkast, mens de købende selskaber ikke udviser tab, stemmer fuldstændig overens med de udenlandske undersøgelser, refereret i afsnit 2. At afkastet for de sælgende aktionærer dog ikke kan sammenlignes med de amerikanske afkast kan sikkert skyldes, at tender offer-

14. P-værdien for de sælgende virksomheder er på 0,00355, mens den for de købende virksomheder er på 0,277.

metoden ikke anvendes i Danmark, d.v.s. at så godt som alle F&V er frivillige, venlige transaktioner, og normalt vil der ikke være flere konkurrerende købere til samme selskab. Desuden er sælger-gruppen af datamæssige årsager ikke særlig homogen, da den inkluderer salg af hele selskaber og fusioner, men også medtager salg af betydende datterselskaber¹⁵. Stikprøvens kvantitative indhold må dog siges at være så stort, at generelle konklusioner med rimelig sikkerhed kan drages.

Det må noteres, at ovenstående resultat ikke kan fortolkes som at F&V generelt er værdiforøgende (selv om det summerede afkast er større end nul), da kursudviklingen for både køber og sælger i samme transaktion må identificeres før denne konklusion kan sluttes. Som tidligere nævnt var 24 af transaktionerne (12 køb og 12 salg) mellem 2 børsnoterede selskaber, d.v.s. ved at se isoleret på disse handler, kan ovennævnte hypotese testes. Resultatet af denne undersøgelse var, at de 12 sælgende selskaber udviste et signifikant positivt overnormalt afkast på 2,32% (t -værdi = 2,08, signifikant på 5%-niveau), mens de købende selskaber udviste et ikke-signifikant tab på 0,383% (t -værdi = 1,343). Dette bekræfter hypotesen, at F&V med børsnoterede virksomheder indblandet i perioden 1986-89 generelt har været værdiskabende. Dette resultat stemmer ligeledes overens med de amerikanske erfaringer, gengivet i afsnit 2.

5. Konklusion

Konklusionen på undersøgelsen er, at de sælgende selskabers aktionærer opnår et signifikant positivt afkast ved F&V, mens de købende ikke opnår tab. Det blev desuden vist, at dette resultat ikke ændres selvom event-perioden ændres. Endvidere kan det med udgangspunkt i en mindre stikprøve konkluderes, at F&V generelt har været værdiforøgende. Dette resultat stemmer overens med udenlandske erfaringer, selvom de fundne resultater, specielt med hensyn til det overnormale afkast hos de sælgende aktionærer, numerisk er noget mindre end erfaret i udlandet. Dette kan skyldes manglen på et organiseret og udviklet takeover-marked i Danmark.

Når disse konklusioner drages må det bemærkes, at samme resultater blev nået i 60'erne, da bølgen af konglomeratfusioner toppede. Der er i dag bred enighed om, at størstedelen af disse fusioner var fejlslagte, jvf. Møller & Nielsen (1989). Dette kunne indikere, at markedet til tider fejlfortolker informationer. For yderligere uddybning af denne problemstilling henvises til eksempelvis Scherer (1988).

Desuden kan analysen anvendes som en test af aktiemarkedets effektivitet ved tilgang af information om F&V. Det synes bekræftet, at markedet inkorporerer informationen i

15. Bl.a. kan det oplyses, at Superfos' salg af gødningsdivisionen til Kemira (1986) og salget af Royster (1987) gav store overnormale afkast til aktionærerne.

kurserne. Dog sker tilpasningen på forskellige tidspunkter i event-perioden, afhængig af, om investor er køber eller sælger¹⁶.

Et vigtigt spørgsmål er, om resultatet kan overføres til alle F&V, d.v.s. overføres til den samlede virksomhedsbestand. Dette må forblive usagt, dog kan det være svært at forestille sig, at F&V blandt børsnoterede virksomheder skulle generere andre resultater end ved F&V blandt ikke-børsnoterede selskaber p.g.a. det danske takeover-markeds udviklingsmæssige lave niveau, og derfor ikke kan påvirke F&V blandt de børsnoterede virksomheder i en speciel retning.

Litteratur

- Asquith, Paul, Bruner, R.F. og Mullins, D.W. 1983. The Gains to Bidding Firms from Merger. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 121-139.
- Bradley, M., Desai, A. og Kim, E.H. 1988. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp. 3-40.
- Brickley, James A., Jarrell, Gregg A. og Netter, J.M. 1988. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nr. 1, pp. 49-68.
- Christensen, John og Sørensen, Bjarne Graabeche. 1982. Evaluering af en informationsproducerende virksomhed – specielt Analyseinstituttet Børsinformation. *Erhvervsøkonomisk Tidsskrift*, nr. 3, 1982.
- Cook, Richard E. 1988. What the Economics Literature Has to Say about Takeovers. I Weidenbaum og Chilton (red.), *Public Policy Toward Corporate Takeovers*, Transaction Books, pp. 1-24.
- Dullum, Kåre B. og Stonehill, Arthur. 1990. Corporate Wealth Maximation, Takeovers, and The Market for Corporate Control. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 128, nr. 1, pp. 79-96.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, vol. 25, pp. 383-417.
- Fama, Fisher, Jensen & Roll. 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, vol. 10, pp. 1-21.
- Halpern, Paul. 1983. Mergers and Acquisitions – Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *Journal of Finance*, vol. 38, nr. 2, pp. 297-317.
- Huang, Y-S og Walking, R.A. 1987. Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements. *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp. 329-349.
- Industriministeriet. 1989. *Dansk erhvervsliv på vej til det indre marked*. Analyse til baggrund for Industripolitisk Redegørelse. København.
- Jensen, Michael. 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Financial Perspectives*, vol. 2, nr. 1, pp. 21-48.
- Jensen, Michael og Ruback, Richard S. 1983. The Market for Corporate Control – The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.
- Jensen, Michael og Warner, Jerold B. 1988. The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders and Directors. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nr. 1/2, pp. 2-24.
- Klein, April og Rosenfeld, James. 1988. Targeted Share Repurchases and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics*, vol.

16. Dette fænomen genfindes ligeledes i Sørensen (1982).

kurserne. Dog sker tilpasningen på forskellige tidspunkter i event-perioden, afhængig af, om investor er køber eller sælger¹⁶.

Et vigtigt spørgsmål er, om resultatet kan overføres til alle F&V, d.v.s. overføres til den samlede virksomhedsbestand. Dette må forblive usagt, dog kan det være svært at forestille sig, at F&V blandt børsnoterede virksomheder skulle generere andre resultater end ved F&V blandt ikke-børsnoterede selskaber p.g.a. det danske takeover-markeds udviklingsmæssige lave niveau, og derfor ikke kan påvirke F&V blandt de børsnoterede virksomheder i en speciel retning.

Litteratur

- Asquith, Paul, Bruner, R.F. og Mullins, D.W. 1983. The Gains to Bidding Firms from Merger. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 121-139.
- Bradley, M., Desai, A. og Kim, E.H. 1988. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp. 3-40.
- Brickley, James A., Jarrell, Gregg A. og Netter, J.M. 1988. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nr. 1, pp. 49-68.
- Christensen, John og Sørensen, Bjarne Graabeche. 1982. Evaluering af en informationsproducerende virksomhed – specielt Analyseinstituttet Børsinformation. *Erhvervsøkonomisk Tidsskrift*, nr. 3, 1982.
- Cook, Richard E. 1988. What the Economics Literature Has to Say about Takeovers. I Weidenbaum og Chilton (red.), *Public Policy Toward Corporate Takeovers*, Transaction Books, pp. 1-24.
- Dullum, Kåre B. og Stonehill, Arthur. 1990. Corporate Wealth Maximation, Takeovers, and The Market for Corporate Control. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 128, nr. 1, pp. 79-96.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, vol. 25, pp. 383-417.
- Fama, Fisher, Jensen & Roll. 1969. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, vol. 10, pp. 1-21.
- Halpern, Paul. 1983. Mergers and Acquisitions – Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions. *Journal of Finance*, vol. 38, nr. 2, pp. 297-317.
- Huang, Y-S og Walking, R.A. 1987. Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements. *Journal of Financial Economics*, vol. 19, pp. 329-349.
- Industriministeriet. 1989. *Dansk erhvervsliv på vej til det indre marked*. Analyse til baggrund for Industripolitisk Redegørelse. København.
- Jensen, Michael. 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Financial Perspectives*, vol. 2, nr. 1, pp. 21-48.
- Jensen, Michael og Ruback, Richard S. 1983. The Market for Corporate Control – The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, pp. 5-50.
- Jensen, Michael og Warner, Jerold B. 1988. The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders and Directors. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, nr. 1/2, pp. 2-24.
- Klein, April og Rosenfeld, James. 1988. Targeted Share Repurchases and Top Management Changes. *Journal of Financial Economics*, vol.

16. Dette fænomen genfindes ligeledes i Sørensen (1982).

- 20, nr. 1/2, pp. 493-506.
- Kommissionen. 1988. The Economics of 1992. *European Economy*, nr. 35, EF-Kommissionen.
- Konkurrencerådet. 1989. *Fusioner og virksomheds-overtagelser i dansk erhvervsliv 1989*. København.
- McKinsey. 1988. Har Danmark en fremtid som industrination? *Forum For Industriel Udvikling*. København.
- Møller, Michael og Nielsen, Niels Chr. 1989. Ejer-skab, ledelse og incitamentsstrukturer. *Natio-naløkonomisk Tidsskrift*, nr. 1, pp. 45-58.
- Nielsen, Niels Chr. 1989. Stordrift, diversifikation og kontrol. *Økonomi & Politik*, nr. 4, pp. 24-27.
- Nielsen, N.C. og Svarrer, Kaj. 1979. En semistærk test af det danske aktiemarkeds effektivitet. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*. Optrykt i Niel-sen, N.C., Artikelsamling i finansiering, 3. udg., 1983, pp. 137-168.
- Rasmussen, Michael. 1989. Mergers & Acquisi-tions i Danmark – specielt med baggrund i udenlandske erfaringer. Afhandling ved det statsvidenskabelige studium, Københavns Universitet. (Upubliceret).
- Ravenscraft, David. 1989. *The Merger Game: Playing against the Odds*. Papir præsenteret på »Financial Institutions in Europe under new competitive Conditions«, SUERF, 12-14 Octo-ber, Nice. (Upubliceret).
- Ravenscraft, David og Scherer, F.M. 1987. *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency*. Washing-ton.
- Roll, Richard. 1986A. Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth. I Copeland, T.E. (red.), *Modern Finance and In-dustrial Economics: Papers in Honor of J. Fred Weston*. London, pp. 74-91.
- Scherer, F.M. 1988. Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments. *Journal of Economic Per-spectives*, vol. 2, nr. 1, pp. 69-82.
- Schipper, K. og Thompson, R. 1983. Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms. *Journal of Financial Econo-mics*, vol. 11, pp. 85-119.
- Shleifer, Andrei og Vishny, Robert W. 1988. Value Maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nr. 1, pp. 7-20.
- Sørensen, Bjarne Graabech. 1982. Regnskabsin-formation og aktiemarkedets effektivitet: En empirisk analyse. *Nationaløkonomisk Tids-skrift*. Optrykt i Nielsen, N.C., Artikelsamling i finansiering, 3. udg., 1983, pp. 193-212.