Tímarit um viðskipti og efnahagsmál, útgáfa 2007-2008

Skammtímaáhrif af samrunum og yfirtökum á íslenskum markaði

Ingi K. Pálsson, Katrín Ólafsdóttir og Kári Sigurðsson.[1]

Ágrip

Grein þessi fjallar um skammtímaviðbrögð hlutabréfamarkaðarins við tilkynningu á yfirtökum og samrunum í Kauphöll Íslands á tímabilinu 1996-2005. Niðurstöður erlendra rannsókna benda til þess að skammtímaáhrif á hlutabréfaverð þess fyrirtækis sem eftir stendur þegar yfirtaka eða samruni hefur átt sér stað séu almennt lítil og leiði jafnvel til lækkunar á hlutabréfaverði þess fyrirtækis. Undantekningin virðist vera dálítil hækkun þegar um er að ræða minni fyrirtæki. Rannsókn þessi leiðir í ljós að hlutabréfaverð á íslenskum markaði hækkar um tæp 7% þegar um meiriháttar yfirtöku eða samruna er að ræða en breytist ekki við minniháttar yfirtöku eða samruna.

Abstract

This paper investigates the short term stock price reaction in the Icelandic market to announcements of mergers and acquisitions from 1996 to 2005. Research from Europe and the U.S. shows that the short term effects from mergers and acquisitions on the value of the acquiring firm are generally small or even negative. The exception seems to be a modest increase in the share price of the acquiring firm when smaller firms are involved. This research shows that the stock value for Icelandic firms increases by nearly 7% when the size of the target firm is a significant share of the size of the acquiring firm, but remains unchanged when the target firm is relatively small compared to the acquirer.

JEL-flokkun: G34, G14

Lykilhugtök: Samrunar, yfirtökur, atburðarrannsókn (e. event study)

---

[1] Ingi K. Pálsson er sérfræðingur hjá SPRON, Katrín Ólafsdóttir er lektor við Viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík og Kári Sigurðsson er lektor við Viðskiptadeild Háskólans í Reykjavík. Höfundar þakka góðar ábendingar frá þátttakendum á málstofu Viðskiptadeildar HR, á ráðstefnunni Þjóðarspegillinn 2006 og á málstofu Seðlabanka Íslands.

1 Inngangur

Ýmsar ástæður geta verið fyrir því að fyrirtæki tekur þátt í samruna eða yfirtöku. Yfirtekna fyrirtækið getur verið vanmetið að dómi stjórnenda yfirtökufyrirtækis eða að það passar vel að rekstri hins síðarnefnda. Þar getur verið um að ræða viðleitni til að ná aukinni hagkvæmni í rekstri, minnka skattgreiðslur eða fá aðgang að fjármagni yfirtekna fyrirtækisins, svo að eitthvað sé nefnt.

Yfirtökur og samrunar eru tíðir viðburðir í fjármálaheiminum. Samkvæmt Thomson Financial (2006) áttu yfir 30 þúsund yfirtökur og samrunar sér stað á árinu 2005 og hafði samanlagt markaðsvirði yfirtekinna fyrirtækja hækkað um ríflega þriðjung frá árinu á undan. Rúmlega fjórðungur þessara samruna átti sér stað í Bandaríkjunum og um þriðjungur í Evrópu.

Það hefur einnig verið mikið um samruna og yfirtöku á íslenskum markaði á undanförnum árum. Þannig nam umfang samruna og yfirtöku á íslenskum markaði 27% af landsframleiðslu á árinu 2005. Þetta er töluvert hærra hlutfall en í Bandaríkjunum þar sem sambærilegt hlutfall var 9% af landsframleiðslu það ár.

2 Rannsóknir á hlutabréfamörkuðum

Efnahagsleg áhrif af völdum samruna og yfirtöku hafa verið rannsökuð ítarlega erlendis. Þessum rannsóknum má skipta í tvo flokka. Í fyrsta lagi eru þar rannsóknir á skammtímaviðbrögðum hlutabréfamarkaðarins við tilkynningu á yfirtöku og samruna og í öðru lagi rannsóknir á áhrifum á gengi hlutabréfa viðkomandi fyrirtækja yfir lengra tímabil, t.d. 2-3 ár eftir tilkynningu um samruna eða yfirtöku. Þessi rannsókn fjallar um skammtímaviðbrögð markaðarins við tilkynningu um samruna eða yfirtöku. Ef gert er ráð fyrir að hlutabréfamarkaðir séu skilvirkir, þ.e. hlutabréfaverð á hverjum tíma innihaldi allar fyrirliggjandi upplýsingar um framtíðarhagnað viðkomandi fyrirtækis, gefa skammtímamælingar besta mögulega mat á væntum framtíðarágóða/-tapi af viðkomandi samruna eða yfirtöku.

Erlendar rannsóknir hafa mælt skammtímaáhrif á hlutabréfaverð fyrirtækja, bæði yfirtökufyrirtækja (e. acquirer) og/eða yfirtekna fyrirtækisins (e. target). Niðurstöður þessara rannsókna gefa eindregið til kynna að hluthafar yfirtekinna fyrirtækja njóti að meðaltali umframávöxtunar til skemmri tíma. Hins vegar gefa rannsóknir til kynna nokkuð mismunandi niðurstöður varðandi verðmætaaukningu hluthafa í yfirtökufyrirtækjum. Rannsóknir Morcks og félaga (1990), Byrds og félaga (1992), Sirowers (1997) og Bradleys og félaga (1998) gefa allar til kynna að hluthafar yfirtökufyrirtækja verði að meðaltali fyrir verðmætaskerðingu við tilkynningu á samruna eða yfirtöku. Úrtakið í þessum rannsóknum er á bilinu 52-168 yfirtökur/samrunar hjá stórum fyrirtækjum á bandarískan mælikvarða á níunda áratugnum. Niðurstöður þessara rannsókna benda til þess að yfirtöku og samruna fylgi verðmætaskerðing á yfirtökufyrirtæki sem nemur 1,2-2,9%. Nýleg rannsókn eftir Moeller og félaga (2004) á um 12.000 yfirtökum frá 1980 til 2001 bendir jafnframt til þess að hluthafar stórra yfirtökufyrirtækja verði fyrir verðmætaskerðingu upp á tæp 2% þegar skráð fyrirtæki tekur annað skráð fyrirtæki yfir, hvort heldur sem greitt er fyrir fyrirtækið með hlutabréfum eða peningum. Aftur á móti er niðurstaðan í rannsókn Jensens og Rubacks (1983) sú að hluthafar yfirtökufyrirtækja verði ekki fyrir neinni verðmætaskerðingu að meðaltali við samruna en fái allt að 4% umframávöxtun

þegar um yfirtöku er að ræða. Moeller og félagar (2004) komast líka að þeirri niðurstöðu að hlutur eigenda yfirtökufyrirtækis aukist að verðmæti þegar yfirtekna fyrirtækið er óskráð eða þegar yfirtekna fyrirtækið er hlutfallslega lítið.

Stærð yfirtökufyrirtækis virðist því skipta máli varðandi efnahagslegan ávinning af yfirtöku og samruna. Nefna má nokkrar skýringar á því hvers vegna skammtímaáhrifin eru neikvæð hjá stórum fyrirtækjum en jákvæð hjá þeim litlu þegar um yfirtöku á skráðu fyrirtæki er að ræða. Í fyrsta lagi skiptir máli það verð sem greitt er fyrir viðkomandi fyrirtæki við yfirtöku eða samruna. Rannsókn Moellers og félaga (2004) bendir til þess að stærri fyrirtækin í Bandaríkjunum greiði að meðaltali hærra yfirverð[2] við yfirtöku en þau minni, eða 68% samanborið við um 62% í tilfelli lítilla fyrirtækja. Ein skýring á þessum mun er að stór fyrirtæki eru líklegri til að leggja í óvinveitta yfirtöku. Minni fyrirtækin eru hins vegar líklegri til að taka yfir óskráð einkahlutafélög með vinveittum tilboðum (Moeller o.fl., 2004). Önnur skýring gæti verið sú að það er að öllu jöfnu auðveldara að sameina smærri fyrirtæki og því eru meiri líkur á því að yfirtakan leiði til samlegðaráhrifa.

Einnig hefur verið sýnt fram á að skammtímaáhrif á hlutabréfaverð fyrirtækja sem tóku yfir fimm eða fleiri fyrirtæki á árunum 1990-2000 séu ekki eins neikvæð og hjá öðrum fyrirtækjum sem taka yfir færri fyrirtæki (Rosen, 2003 og Fuller o.fl., 2002). Það virðist því sem fyrirtæki sem standa oft í yfirtöku komist í ákveðna æfingu og verði þar með líklegri til að ná fram samlegðaráhrifum.

Rannsóknir á íslenskum hlutabréfamarkaði eru af skornum skammti, enda um ungan markað að ræða. Í grein Úlfs V. Níelssonar (2003) eru skoðuð áhrif Kauphallarfrétta á íslenskan hlutabréfamarkað. Nánar tiltekið kannar Úlf hvort gengi viðskiptabankanna breytist við fréttatilkynningar af þeim. Úlf kannar ekki sérstaklega áhrif yfirtökutilkynninga en niðurstaðan er í stuttu máli sú að þýðingarmiklar fréttir hafi marktæk áhrif á gengi bréfanna og áhrifin komi fljótt fram á markaði. Jafnframt eru áhrifin jákvæð þegar um jákvæða frétt er að ræða og öfugt.

Í meistararitgerð sinni skoðaði Hreinn Hrafnkelsson (2004) samruna og yfirtökur á íslenskum markaði á árunum 2000-2003. Þar gerir hann grein fyrir öllum yfirtökum og samrunum á markaðnum á þessum tíma og greinir eftir markaðsvirði, tegund samruna og atvinnugrein. Hann metur einnig að yfirverð í 9 yfirtökum á þessum tíma hafi verið að meðaltali 11%. Hreinn gerir ekki atburðarrannsókn en skoðar ávöxtun 6 og 12 mánuðum eftir yfirtöku. Þannig er ávöxtun þeirra fyrirtækja sem staðið hafa í yfirtöku eða samruna 0,2% lægri en ávöxtun úrvalsvísitölunnar 6 mánuðum síðar en 1% hærri en ávöxtun úrvalsvísitölunnar 12 mánuðum síðar. Nokkur munur er á því hvort um er að ræða yfirtöku á innlendu eða erlendu fyrirtæki 12 mánuðum eftir hana. Þannig var ávöxtun vegna yfirtöku á innlendu fyrirtæki 4,4% lægri en ávöxtun úrvalsvísitölunnar en ávöxtun fyrirtækja sem tóku yfir erlend fyrirtæki var 10% hærri en ávöxtun úrvalsvísitölu.

Í stuttu máli má segja að helstu niðurstöður rannsókna gefa til kynna að verðmæti hlutabréfa aukist ekki til skamms tíma samfara tilkynningum á samruna og yfirtöku

[2] Yfirverð er það verð sem greitt er fyrir annað fyrirtæki umfram markaðsverðmæti þess þegar tilkynning um yfirtöku berst.

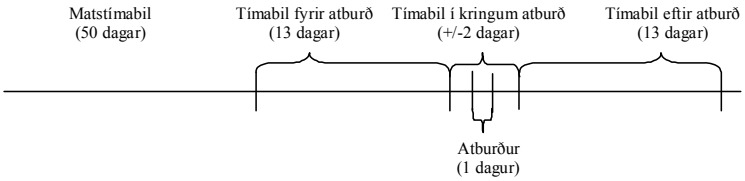
hjá stórum fyrirtækjum sem taka yfir skráð fyrirtæki. Hins vegar gefa nýlegar rannsóknir til kynna að meiri möguleikar séu á að ná samlegðaráhrifum þegar um er að ræða lítil yfirtökufyrirtæki og þegar óskráð fyrirtæki eru tekin yfir.

3 Aðferðafræði

Greiningin byggist á staðlaðri aðferðafræði fyrir atburðarrannsókn (e. event study). Atburðarrannsóknin felst í því að skoða hvort ávöxtun hlutabréfa þess fyrirtækis sem eftir stendur eftir samruna eða yfirtöku (á tímabilinu í kringum atburðinn) sé frábrugðin því sem búast mætti við samkvæmt mismunandi verðlagningarlíkönum. Ef yfirtakan eða samruninn hefur engin áhrif á gengi fyrirtækisins ætti ávöxtunin ekki að vera frábrugðin væntri ávöxtun á viðkomandi hlutabréfum. Hafi yfirtakan eða samruninn áhrif á ávöxtun fyrirtækisins myndast umframávöxtun við samruna eða yfirtöku sem hægt er að leggja mat á miðað við mismunandi verðlagningarlíkön.

„Atburður“ telst það þegar tilkynning kemur fram í Kauphöll Íslands um samruna eða yfirtöku (sjá mynd 1). Slík tilkynning getur ýmist komið fram í upphafi eða lok viðskiptadags og stundum fara sögusagnir af stað áður en formleg tilkynning berst. Til að taka tillit til þessara aðstæðna er skilgreint svokallað „tímabil í kringum atburð“ sem hér er tveir dagar fyrir atburðinn, dagurinn sem tilkynningin er birt og tveir dagar á eftir. Í heild er tímabilið í kringum atburðinn fimm viðskiptadagar. Til viðbótar við þetta tímabil eru einnig skoðaðir 13 dagar fyrir og eftir tímabilið í kringum atburð og þeir sýndir á mynd.

Hugsanlegt er að fyrirtæki sem hyggur á yfirtöku í öðru fyrirtæki byrji á því að kaupa hlut í fyrirtækinu áður en yfirtakan er tilkynnt. Í þessari grein er ekki tekið tillit til hugsanlegra áhrifa af slíkum kaupum á verð yfirtekna fyrirtækisins við yfirtöku.



Mynd 1. Tímalína fyrir atburðarrannsókn

Til að hægt sé að meta umframávöxtun þarf fyrst að meta vænta ávöxtun hlutabréfa þess fyrirtækis sem eftir stendur við samruna eða yfirtöku. Matstímabilið er skilgreint nokkru áður en atburður á sér stað til að stikamat endurspegli venjulegt tímabil. Í þessari grein eru notuð þrjú verðlagningarlíkön sem lýsa væntri ávöxtun fyrir fyrirtæki *i* á viðskiptadegi *t*. Líkönin eru sambærileg við þau sem notuð eru hjá Campbell, Lo og MacKinley og eru hér nefnd *markaðslíkan 1*, *markaðslíkan 2* og *fast meðaltal*. Markaðslíkan 1 og líkan með fast meðaltal eru yfirleitt notuð í atburðarrannsóknum en í þessari grein er jafnframt stuðst við einfaldara afbrigði af markaðslíkani 1 til að koma til móts við aðstæður á íslenskum markaði. Líkönin eru skilgreind á eftirfarandi hátt:

Markaðslíkan 1:

Þetta líkan er sambærilegt við CAPM (Sharpe, 1964) þar sem vænt ávöxtun einstakra hlutabréfa byggist á kerfisbundinni áhættu ($\hat{\beta}_i$) auk væntrar umframávöxtunar ($\hat{\alpha}_i$). Líkanið er skilgreint sem:

(1) $E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{mt}$

þar sem:

$E(R_{it})$ er vænt ávöxtun á hlutabréfi fyrirtækis i á degi *t*.

R_{mt} er ávöxtun markaðarins á degi *t*.

Stuðlarnir $\hat{\alpha}_i$ og $\hat{\beta}_i$ eru metnir yfir matstímabilið sem er skilgreint sem 50 viðskiptadagar fyrir tímabilið fyrir atburð (sjá mynd 1).

Markaðslíkan 2:

Þetta líkan er eins og líkanið að ofan að því undanskildu að $\hat{\alpha}_i = 0$ og $\hat{\beta}_i = 1$. Hér er gert ráð fyrir að vænt ávöxtun einstakra hlutabréfa sé sú sama og ávöxtun á markaðinum. Kosturinn við þetta líkan er sá að það þarf ekki að meta neina stika en stikamat getur verið ónákvæmt ef lítil viðskipti eru með hlutabréf viðkomandi fyrirtækis. Þetta líkan hentar því vel fyrir íslenskar aðstæður. Líkanið er skilgreint sem:

(2) $E(R_{it}) = R_{mt}$

þar sem:

$E(R_{it})$ er vænt ávöxtun á hlutabréfi fyrirtækis i á degi *t*.

R_{mt} er ávöxtun markaðarins á degi *t*.

Fast meðaltal:

Þetta líkan er notað til samanburðar við hin tvö sem bæði leggja markaðsávöxtun til grundvallar. Hér er meðaltal ávöxtunar hlutabréfs fyrirtækis *i* metið yfir matstímabil áður en samruninn eða yfirtakan á sér stað og gert ráð fyrir að sú ávöxtun haldist óbreytt áfram. Vænt ávöxtun er því skilgreind sem:

(3) $E(R_{it}) = \hat{\mu}_i$

þar sem:

$E(R_{it})$ er vænt ávöxtun á hlutabréfi fyrirtækis *i* á degi *t*.

Stuðullinn $\hat{\mu}_i$ er meðaltal ávöxtunar hlutabréfs fyrirtækis *i* á matstímabilinu.

Þessum líkönum er beitt á hverja yfirtöku og hvern samruna til að meta vænta ávöxtun ($E(R_{it})$) yfirtökufyrirtækis á hverjum degi á tímabilinu í kringum atburðinn. Þá er umframávöxtun metin, þ.e. sú ávöxtun sem er umfram það sem við mátti búast miðað við verðlagningarlíkönin þrjú. Loks er jafnvegið meðaltal notað til að fá mat á umframávöxtun allra fyrirtækja (N) á hverjum degi *t*:

(4) $$Umframávöxtun_t = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\left(R_{it} - E(R_{it})\right)$$

Því næst er uppsöfnuð meðaltalsumframávöxtun reiknuð út og kannað hvort hún sé tölfræðilega frábrugðin núlli á tímabilinu í kringum atburðinn. Uppsöfnuð meðaltalsávöxtun er jafnframt reiknuð fyrir og eftir atburðinn (sjá mynd 1) en þau tímabil eru einungis notuð til að auðvelda myndræna skoðun. Nánari útlistun á aðferðafræðinni, svo sem útleiðslu á líkindadreifingu sem kenningarprófun byggist á, má finna í Campbell, Lo og MacKinlay (1997).

Þegar fyrirtæki sem tekið er yfir er skráð á markaði er kaupverð jafnan yfir markaðsverði. Í þeim tilfellum má því reikna yfirverð þess við yfirtökuna þar sem markaðsverð fyrirtækisins fyrir yfirtökuna liggur fyrir.

4 Gögnin

Gögnin sem notuð eru í þessari rannsókn ná yfir öll þau fyrirtæki er tilkynntu samruna eða yfirtöku til Kauphallar Íslands (áður Verðbréfaþing Íslands) á tímabilinu frá 1996-2005. Samruni er skilgreindur sem samruni tveggja fyrirtækja þar sem hluthafar beggja eignast hlutdeild í sameinaða fyrirtækinu. Yfirtaka er skilgreind sem samruni tveggja fyrirtækja þar sem hluthöfum annars fyrirtækisins er greitt fyrir sín hlutabréf með peningum. Fjöldi yfirtaka og samruna á tímabilinu er samtals 151, sjá nánar í viðauka. Gögnin eru á dagstíðni og er notað dagslokagengi sem er leiðrétt fyrir arðgreiðslum og útgáfu jöfnunarhlutabréfa. Ef viðskipti með viðkomandi hlutabréf áttu sér ekki stað þann daginn er notað óbreytt gengi frá fyrra degi. Dagsetning atburðarins er miðuð við fyrstu tilkynningu til Kauphallar Íslands.

Tafla 1. Samtölur

Upplýsingar um ávöxtun fyrirtækja á dagstíðni og tilkynningar á samruna og yfirtöku eru frá Kauphöllinni. Gögnin ná yfir tímabilið frá upphafi árs 1996 til loka árs 2005.

Fjöldi fyrirtækja sem staðið hafa í yfirtökum	40
Fjöldi yfirtaka og samruna alls	151
Fjöldi yfirtaka og samruna í atburðarrannsókn*	128
Fjöldi yfirtekinna fyrirtækja sem skráð voru á markaði	17
Meðaltalsyfirtökuþóknun**	22%

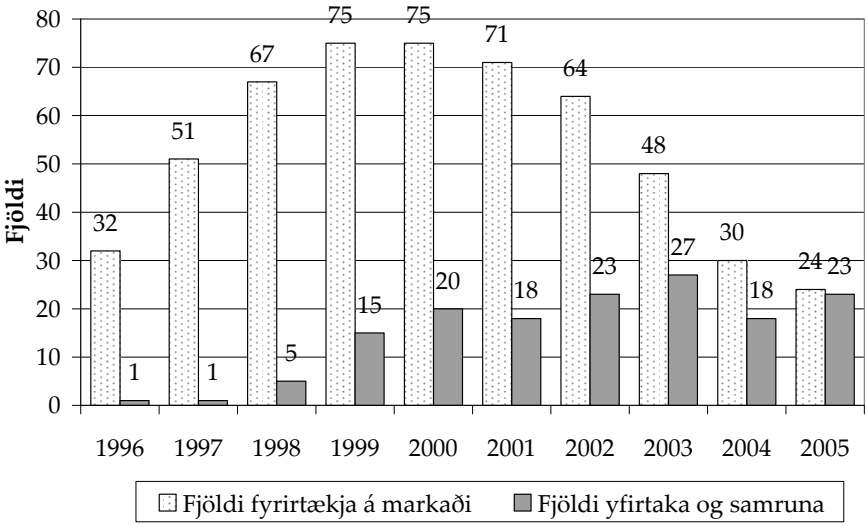
* Í nokkrum tilfellum eru ekki til ávöxtunartölur fyrir einstök fyrirtæki og því ekki hægt að nýta þær athuganir í útreikningum. Alls eru þetta 23 samrunar og yfirtökur sem allir eiga sér stað á árunum 1996-2001.

** Hlutfallslegur mismunur á yfirtökuverði og markaðsverði þegar tilkynning var gefin út. Hann er einungis reiknaður þegar yfirtekna fyrirtækið var skráð á markaði.

Yfirtökur og samrunar á tímabilinu 1996-2005 eru 151 í heild og 40 fyrirtæki hafa staðið í samrunum og yfirtökum. Þessir atburðir dreifast ekki jafnt á fyrirtækin en atkvæðamestu fyrirtækin eru Actavis (áður Pharmaco/Delta) og Kaupþing (áður KB banki). Actavis hefur staðið í samruna eða yfirtöku 18 sinnum og Kaupþing 14

sinnum á tímabilinu. Samanlagt hafa því þessi tvö fyrirtæki átt þátt í einum af hverjum fimm yfirtökum eða samrunum á þessu tímabili.

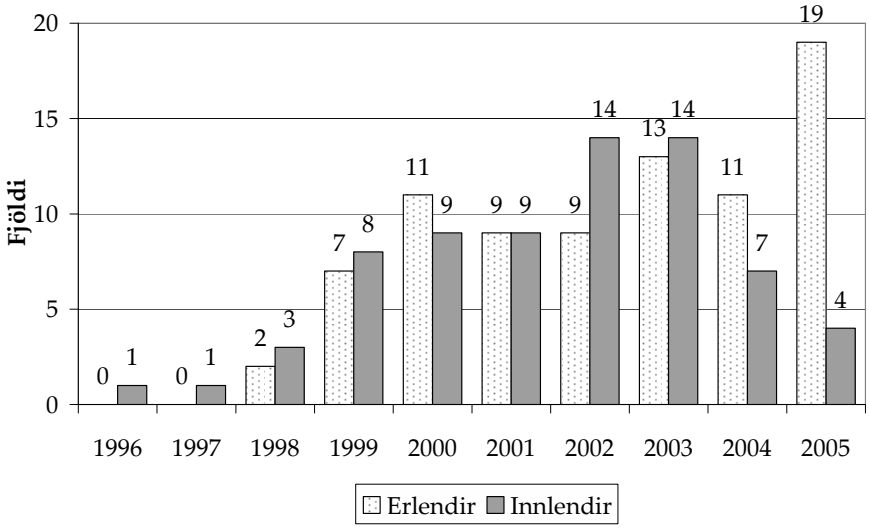
Á fyrri hluta þess tímabils sem hér er til skoðunar eru samrunar og yfirtökur fátíðar og skráðum fyrirtækjum á markaði fjölgar ört. Á síðari hluta tímabilsins snýst þetta við, yfirtökum fjölgar og skráðum fyrirtækjum fækkar til muna. Fjöldi samruna og yfirtaka nær hámarki á árinu 2003, 27 talsins. Það ár eru 48 fyrirtæki skráð í Kauphöllinni. Á árinu 2005 vekur það athygli að fjöldi samruna og yfirtaka er næstum sá sami og fjöldi skráðra fyrirtækja á markaði. Hlutfallslegt vægi yfirtaka og samruna hjá íslenskum fyrirtækjum hefur því aukist á síðustu árum.



Mynd 2. Samrunar og yfirtökur og fyrirtæki skráð á markaði eftir árum

Umfang samruna og yfirtaka hefur einnig aukist ef miðað er við landsframleiðslu. Á árinu 2000 var umfang samruna og yfirtaka ríflega 8% af landsframleiðslu. Fram til ársins 2005 hafði umfangið þrefaldast og var komið í ríflega fjórðung af landsframleiðslu.

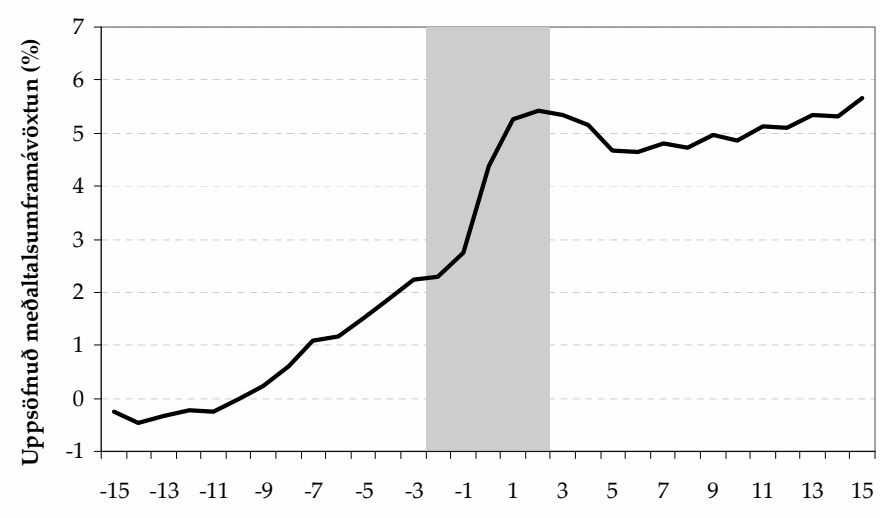
Í 46% tilvika af 151 yfirtökum og samrunum eiga íslensk fyrirtæki í hlut en í 54% tilfella er samrunafyrirtækið eða yfirtekna fyrirtækið erlent. Eins og sjá má á mynd 3 hefur vægi innlendra fyrirtækja í samrunum og yfirtökum minnkað hin síðari ár en vægi erlendra fyrirtækja jafnframt aukist.



Mynd 3. Erlendir og innlendir samrunar og yfirtökur eftir árum

5 Niðurstöður

Hér á landi hækkar hlutabréfaverð yfirtökufyrirtækisins við samruna og yfirtökur þegar á heildina er litið. Verðið hækkar að meðaltali um 3% við tilkynningu um yfirtöku eða samruna og er hækkunin marktæk miðað við 1% marktektarkröfu. Í tveimur af hverjum þremur tilfellum eru áhrifin á hlutabréfaverð jákvæð en neikvæð í þriðjungi tilfella.



Mynd 4. Skammtímaáhrif yfirtöku og samruna á hlutabréfaverð

Lárétti ásinn sýnir fjölda daga frá tilkynningu. Lóðrétti ásinn sýnir uppsafnaða umframávöxtun samkvæmt markaðslíkani 1. Skyggða svæðið afmarkar tímabilið í kringum atburðinn.

Þótt niðurstöðurnar séu mismunandi eftir því hvaða líkan er notað við matið er munurinn mjög lítill, eða á bilinu 3,05-3,30%. Ef við lítum einungis á samruna sést að áhrif þeirra á hlutabréfaverð eru ívið meiri en áhrif af yfirtöku, eða 3,7-4,0% en af yfirtökum eru þau á bilinu 2,9-3,1%, en munurinn er tölfræðilega ómarktækur.

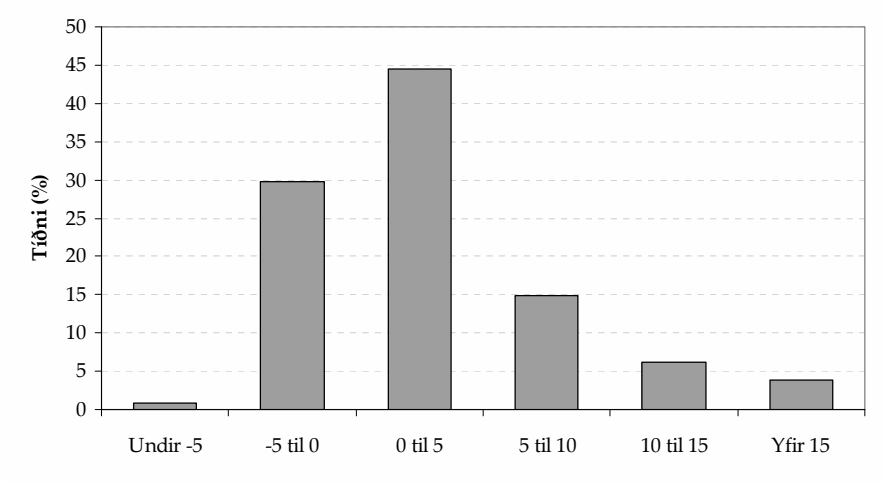
Tafla 2. Skammtímaáhrif yfirtöku og samruna á hlutabréfaverð

Matstímabil: 50 dagar. Meðaltal umframávöxtunar nær yfir 5 daga tímabil (2 daga fyrir og eftir tilkynningu). t-gildi eru birt í svigum fyrir neðan stika. ***=1% marktektarkrafa, **=5% marktektarkrafa og *=10% marktektarkrafa.

	Líkan		
	Markaðslíkan 1	Markaðslíkan 2	Fast meðaltal
Samruni og yfirtaka	3,14	3,05	3,30
Fjöldi = 128	(6,51)***	(6,27)***	(6,65)***
Jákvæðir, fjöldi	89	78	88
Neikvæðir, fjöldi	39	50	40
Samruni	3,65	3,68	4,04
Fjöldi=31	(1,83)*	(1,83)*	(1,97)**
Yfirtaka	2,98	2,85	3,06
Fjöldi=97	(4,68)***	(4,44)***	(4,68)***
Munur milli samruna og yfirtöku, t-gildi	(0,50)	(0,64)	(0,71)

Á mynd 5 sést tíðnidreifing umframávöxtunar. Á myndinni kemur í ljós að dreifing umframávöxtunar er nokkuð regluleg. Hún er oftast jákvæð og í flestum tilfellum liggur hún á bilinu 0-5% þó að dæmi séu um umframávöxtun yfir 15%.

Eins og sjá má í töflu 2 eru niðurstöður úr markaðslíkani 1 og markaðslíkani 2 fremur líkar. Þetta kemur ekki á óvart þar sem meðaltalið af $\hat{\alpha}_i$ eins og það er metið í markaðslíkani 1 er jafnt og 0, sem er það gildi sem því er gefið í markaðslíkani 2. Metið gildi á $\hat{\beta}_i$ í markaðslíkani 1 er að meðaltali 0,7 en í markaðslíkani 2 er $\hat{\beta}_i$ gefið gildið 1.



Mynd 5. Dreifing umframávöxtunar
Á myndinni sést dreifing umframávöxtunar (í % samkvæmt markaðslíkani 1) 5 daga í kringum tilkynningu.

5.1 Flokkun yfirtaka og samruna

Til að fá betri mynd af áhrifum af samrunum og yfirtökum skiptum við safninu á mismunandi hátt. Í fyrsta lagi skiptum við yfirtökum og samrunum í tvennt eftir því hvort um er að ræða yfirtökur á innlendum eða erlendum fyrirtækjum. Í öðru lagi er þeim skipt eftir því hvort um er að ræða meiriháttar eða minniháttar samruna eða yfirtöku samkvæmt skilgreiningu Kauphallar Íslands. Í þriðja lagi er safninu skipt eftir tímabilum til að athuga hvort væntingar fjárfesta hafi breyst samhliða aukinni umræðu um útrás íslenskra fyrirtækja og/eða þróun markaðarins. Loks vildum við skoða hvort munur er á yfirtökum og samrunum í bankastarfsemi og annarri starfsemi. Íslensku bankarnir hafa verið sérstaklega áberandi í yfirtökum og samrunum á sama tíma og hlutabréfaverð þeirra hefur hækkað ört og því er ástæða til að kanna sérstaklega hvort verðáhrif af yfirtökum og samrunum þeirra skýri að einhverju leyti niðurstöðu þessarar rannsóknar.

5.1.1 Innlend og erlend fyrirtæki

Hér er safninu skipt eftir því hvort það fyrirtæki sem tekið er yfir er af innlendum eða erlendum toga. Alls voru 53 samrunar og yfirtökur á íslenskum fyrirtækjum en 75 á erlendum. Ekki er marktækur munur á því hvort yfirtekna fyrirtækið er innlent eða erlent. Áhrifin á hlutabréfaverð eru í öllum tilfellum í kringum 3% og marktæk við 1% marktektarkröfu.

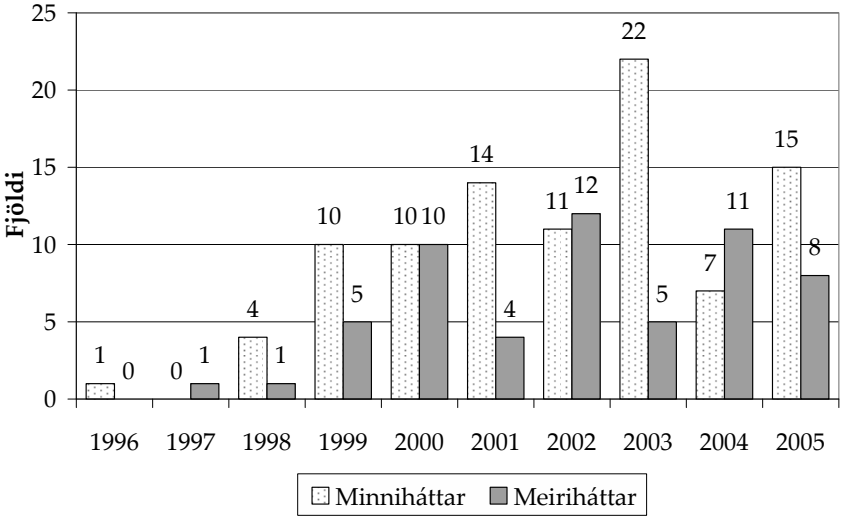
Tafla 3. Skammtímaáhrif mismunandi tegunda af yfirtöku og samruna á hlutabréfaverð

Matstímabil: 50 dagar. Meðaltal umframávöxtunar nær yfir 5 daga tímabil (2 daga fyrir og eftir tilkynningu). t-gildi eru birt í svigum fyrir neðan stika. ***=1% marktektarkrafa, **=5% marktektarkrafa og *=10% marktektarkrafa.

	Líkan		
	Markaðslíkan 1	Markaðslíkan 2	Fast meðaltal
Uppruni yfirtekna fyrirtækisins			
Innlent	3,24	3,39	3,43
Fjöldi=53	(2,78)***	(2,89)***	(2,86)***
Erlent	3,08	2,81	3,21
Fjöldi=75	(3,73)***	(3,39)***	(3,79)***
Munur milli innlendra og erlendra fyrirtækja, t-gildi	(1,14)	(0,52)	(0,18)
Áhrif yfirtekna fyrirtækisins á rekstur sameinaðs fyrirtækis			
Minniháttar áhrif	1,01	0,74	1,23
Fjöldi=80	(1,30)	(0,95)	(1,54)
Meiriháttar áhrif	6,70	6,90	6,76
Fjöldi=48	(5,21)***	(5,33)***	(5,10)***
Munur milli minniháttar og meiriháttar, t-gildi	(4,79)***	(5,38)***	(4,55)***
Tímabil			
Fyrra tímabil (1996-2002)	4,52	4,37	4,68
Fjöldi=60	(4,39)***	(4,22)***	(4,42)***
Seinna tímabil (2003-2005)	1,93	1,88	2,09
Fjöldi=68	(2,12)**	(2,05)**	(2,23)**
Munur milli tímabila, t-gildi	(2,25)**	(2,24)**	(2,20)**
Atvinnugrein yfirtökufyrirtækis			
Bankar	1,39	1,90	2,51
Fjöldi=26	(0,58)	(0,79)	(1,03)
Aðrar atvinnugreinar	3,59	3,34	3,50
Fjöldi=102	(5,93)***	(5,48)***	(5,62)***
Munur milli banka og annarra fyrirtækja, t-gildi	(1,54)	(1,05)	(0,68)

5.1.2 Minniháttar eða meiriháttar viðskipti

Samkvæmt reglum Kauphallarinnar eiga tilkynningar um samruna eða yfirtöku að gefa til kynna hvort viðkomandi atburður muni hafa veruleg eða óveruleg áhrif á starfsemi yfirtökufyrirtækisins og þar með á verðmyndun hlutabréfa þess á markaði. Farið var í gegnum allar fréttir sem birtust í fréttakerfi Kauphallarinnar og þær metnar með tilliti til þess hvort tekið var fram hvort viðkomandi yfirtaka eða samruni myndi hafa veruleg áhrif á starfsemi yfirtökufyrirtækisins. Í þessari rannsókn voru kennitölur fyrirtækjanna jafnframt notaðar til viðmiðunar til að skilja enn frekar á milli meiri- og minniháttar samruna eða yfirtöku. Miðað var við hvort viðskiptin mældust meira en 10% á einhvern af eftirfarandi mælikvörðum miðað við yfirtökufyrirtækið: Heildarvirði eigna fyrirtækis sem keypt er, hagnaður fyrirtækis sem keypt er, velta fyrirtækis sem keypt er, greiðsla fyrir fyrirtækið, brúttófjármagn fyrirtækis sem keypt er.

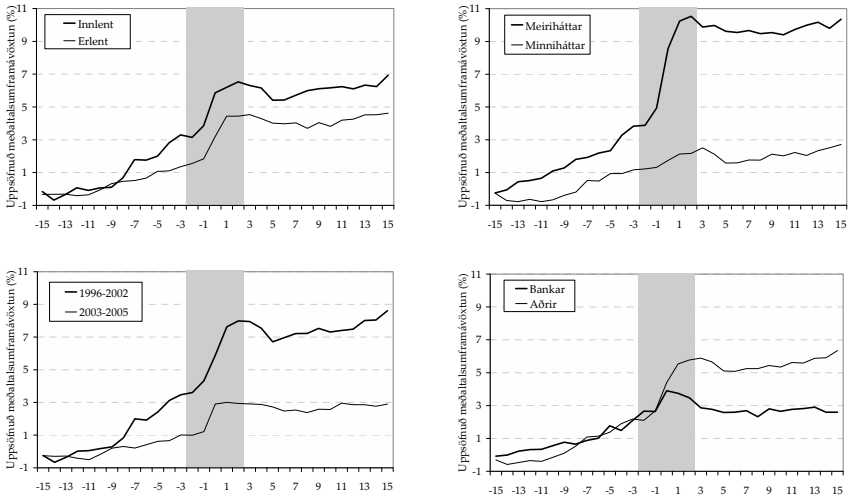


Mynd 6. Minniháttar og meiriháttar yfirtökur og samrunar eftir árum

Yfirtaka eða samruni er því skilgreindur sem meiriháttar í þessari rannsókn ef hvort tveggja gildir, að textinn í tilkynningu til Kauphallarinnar gefi til kynna að um meiriháttar áhrif á yfirtökufyrirtækið sé að ræða og að fyrir liggi tölulegar upplýsingar um að minnsta kosti eina af þeim fimm breytum sem lagðar voru til grundvallar og hún fari yfir viðmiðunarmörk. Ef ekki var hægt að lesa slíkt út úr fréttinni né að reikna kennitölu sem sýnir að um meiriháttar samruna eða yfirtöku væri að ræða, var atburðurinn skilgreindur sem minniháttar.

Meirihluti yfirtaka og samruna hefur óveruleg áhrif á rekstur yfirtökufyrirtækisins, eða 80 tilvik. Í 48 tilvikum hefur yfirtakan eða samruninn aftur á móti veruleg áhrif á rekstur. Ef atburðirnir eru flokkaðir á þennan hátt kemur í ljós að minniháttar samruni eða yfirtaka hefur ekki marktæk áhrif á hlutabréfaverð. Ef fyrirtæki stendur aftur á móti í yfirtöku eða samruna af þeirri stærð að það hefur meiriháttar áhrif á það hefur samruninn eða yfirtakan marktæk áhrif til hækkunar á hlutabréfaverði

fyrirtækisins og nemur hún nálægt 7%, eða á bilinu 6,7-6,9%. Munurinn á milli meiriháttar og minniháttar yfirtöku og samruna er einnig tölfræðilega marktækur.



Mynd 7. Skammtímaáhrif við mismunandi gerðir af yfirtökum og samrunum á hlutabréfaverð

Á lárétta ásnum sést fjöldi daga frá tilkynningu. Á lóðrétta ásnum sést uppsöfnuð umframávöxtun samkvæmt markaðslíkani 1. Skyggða svæðið afmarkar tímabilið í kringum atburðinn.

5.1.3 Tímabil

Verðbréfamarkaður hér á landi er ungur að árum en hefur þróast mjög hratt síðustu ár. Því er forvitnilegt að skoða hvort skammtímaáhrif af samruna og yfirtöku á ávöxtun hlutabréfa hafi breyst í tímans rás. Tímabilinu er skipt í tvennt, annars vegar tímabilið frá 1996 til 2002 og hins vegar frá 2003 til 2005. Stóru ríkisbankarnir, Búnaðarbanki og Landsbanki, voru einkavæddir á árinu 2003 og breyttust þá aðstæður á markaði til muna. Alls urðu 60 yfirtökur og samrunar á fyrra tímabilinu og 68 á því síðara.

Skammtímaáhrif á verð hlutabréfa eru mun meiri á fyrra tímabilinu en þá hækkaði hlutabréfaverð að meðaltali um 4,5% þegar tilkynnt var um samruna eða yfirtöku og er þessi niðurstaða marktæk miðað við 1% marktektarkröfu. Á síðari hluta tímabilsins hækkaði hlutabréfaverð að meðaltali um 2% við tilkynningu um samruna eða yfirtöku og er sú niðurstaða marktæk miðað við 5% marktektarkröfu. Munurinn á milli tímabilanna reyndist marktækur. Þetta gæti verið vísbending um að markaðurinn sé að læra eða þróast. Jákvæð áhrif af yfirtöku eða samruna fara minnkandi með tímanum og nálgast þannig niðurstöður erlendra rannsókna.

5.1.4 Bankar og önnur fyrirtæki

Íslenskar fjármálastofnanir hafa verið iðnar við kolann síðustu ár við samruna og yfirtökur á öðrum fyrirtækjum og gífurlegar breytingar hafa átt sér stað í bankaumhverfinu á því tímabili sem hér er til skoðunar. Því er fróðlegt að skoða hvort

áhrif af samruna og yfirtöku bankanna séu önnur en af samruna og yfirtöku annarra markaðsaðila.

Af 128 samrunum og yfirtökum í gagnasafninu má rekja 26 til bankanna. Skammtímaáhrif af samruna og yfirtöku þeirra eru minni en af samruna og yfirtöku annarra fyrirtækja, eða 1,4-2,5%, sem er ómarktæk breyting, borið saman við 3,5% hækkun hlutabréfaverðs hjá öðrum fyrirtækjum og er sú hækkun marktæk. Jákvæð viðbrögð hlutabréfamarkaðarins við tilkynningu á samruna eða yfirtöku eiga því ekki rætur sínar að rekja til yfirtöku eða samruna á vegum íslensku bankanna.

5.1.5 Yfirverð skráðra fyrirtækja við yfirtöku/samruna

Á því tímabili sem hér er til skoðunar voru 17 fyrirtæki á markaði tekin yfir af öðru fyrirtæki og yfirverð var að meðaltali 22%, sem er nokkru lægra en meðalyfirverð í Bandaríkjunum, en það er á bilinu 60-70% (Moeller o.fl., 2004).[3]

Þessi 22% eru reiknuð sem meðalyfirtökuverð miðað við síðasta skráða gengi fyrir yfirtöku og má geta þess að þessi tala er mjög breytileg, eða á bilinu 5,5% til 48,5%. Landsbankinn greiddi 48,5% yfirverð fyrir Teather & Greenwood[4] en Pharmaco greiddi aftur á móti 5,5% yfirverð fyrir Delta[5]. Yfirleitt hækkar hlutabréfaverð yfirtekna félagsins nokkru áður en tilkynning berst og ef yfirtökuverð er reiknað miðað við meðalverð lengra aftur í tímann hækkar yfirverðið talsvert að meðaltali. Sem dæmi greiddi Landsbankinn 70,45% yfirverð fyrir Teather & Greenwood ef miðað er við meðalverð síðustu þriggja mánaða fyrir tilkynningu og á sama mælikvarða greiddi Pharmaco um 20% yfirverð fyrir Delta.

Munurinn á því yfirverði sem að meðaltali er greitt á íslenskum markaði og því sem kemur fram í erlendum rannsóknum má ef til vill rekja til þess að í flestum tilvikum er um að ræða vinveitta yfirtöku en erlendar rannsóknir hafa sýnt að greiða þarf hærra yfirverð við óvinveitta yfirtöku.

5.1.6 Spilað á kennitölur

Í umræðunni hefur verið bent á að ein skýring á yfirtökum og samrunum, og þá fyrst og fremst þegar yfirtökur og samrunar eiga sér stað milli landa, sé sú að verið sé að spila á kennitölur fyrirtækjanna. Þá kaupir íslenskt fyrirtæki annað fyrirtæki í útlöndum sem er með hagstæðari kennitölur, t.d. lægra V/H-hlutfall. Með þessu móti er hægt að bæta kennitölur íslenska fyrirtækisins. Þegar markaðurinn sér að kennitölurnar hafa batnað hækkar hlutabréfaverðið.

Þetta fyrirbæri er þekkt erlendis frá og oft kallað V/H-leikur. Í daglegu tali á Íslandi er þetta stundum kallað „kennitölu-arbitrage“. Eftir því sem V/H-gildið er hærra því meira er markaðurinn tilbúinn að greiða fyrir hlutabréf fyrirtækisins. Íslensk fyrirtæki reyna því að taka yfir erlend fyrirtæki sem eru með lægra V/H-gildi en þau sjálf eru

---

[3] Í tölum um íslenskan markað er miðað við síðasta skráða gengi fyrir yfirtöku en í tölum um bandaríska markaðinn er miðað við meðaltal verðs frá tilkynningu um yfirtöku þar til lokaverð er tilkynnt.

[4] Miðað við gengi 25.01.2005.

[5] Miðað við gengi 18.07.2002.

með í von um að gildið á sameinuðu félagi hækki til jafns við það sem það var á íslenska markaðnum fyrir yfirtökuna.

Hvort íslensk fyrirtæki hafi farið í samruna og yfirtökur með þetta að markmiði skal ósagt látið. Þess í stað lítum við á dæmi sem skýrir hvernig fyrirtæki getur komið betur út eftir samruna. Bakkavör yfirtók breska fyrirtækið Geest í lok árs 2004. Árið 2003 var V/H-hlutfall Geest 12,5 og á sama tíma var V/H-gildi Bakkavarar 19,1. Ef gengi Bakkavarar hefði haldist óbreytt eftir samruna þá hefði V/H-gildi sameinaðs félags verið jafnt vegnu meðaltali þessara félaga. Hins vegar hækkaði gengi Bakkavarar umtalsvert í kjölfar sameiningar og árið 2005 var V/H-gildið orðið 18,5, sem er í takt við verðlagningu á íslenskum markaði. Samkvæmt hugmyndafræði V/H-leiksins hækkaði gengi Bakkavarar vegna þess að eftir sameininguna leit Bakkavör út fyrir að vera ódýrt fyrirtæki miðað við kennitölur á íslenska markaðnum.

6 Næmni niðurstaðna gagnvart forsendum

Útreikningarnir að framan miðast við ákveðnar forsendur, en hversu viðkvæmar eru niðurstöðurnar fyrir gefnum forsendum? Að framan voru kynntar niðurstöður miðað við 5 daga, þ.e. tvo daga fyrir og eftir tilkynningu og 50 daga matstímabil. Þetta dæmi köllum við grunndæmi og hér verða skoðuð nokkur fráviksdæmi þar sem forsendunum hér að ofan er breytt.

Tafla 4 sýnir umframávöxtun yfir skemmra tímabil en miðað var við hér að framan, eða 3 daga í stað 5, þ.e. 1 dag fyrir og eftir tilkynningu. Niðurstöður eru áþekkar en reiknuð umframávöxtun er ívið minni nú en þegar tímabilið er 5 dagar. Ef notað er markaðslíkan 1 er umframávöxtunin 2,95% samanborið við 3,14% þegar tímabilið er 5 dagar.

Ef við á hinn bóginn skoðum lengra tímabil en áður var miðað við (tafla 5) í kringum tilkynninguna, eða 7 daga í stað 5, er reiknuð umframávöxtun ívið meiri, eða 3,5% í stað 3,1% ef miðað er við markaðslíkan 1. Aftur á móti verður umframávöxtun við samruna ekki lengur marktæk við 10%. Reiknuð umframávöxtun af yfirtöku er hins vegar meiri en í grunndæminu, eða 3,4% borið saman við 3,0%.

Í töflu 6 er meðaltal umframávöxtunar aftur reiknað yfir 5 daga tímabil en aftur á móti hefur matstímabilið verið lengt úr 50 dögum í 100 daga. Umframávöxtunin í heild mælist hér minni en í grunndæminu, eða 2,7% samanborið við 3,1% í markaðslíkani 1. Þá mælast áhrifin af yfirtöku erlendra fyrirtækja nú töluvert minni en í grunndæminu, eða 2,3% í stað 3,1%. Aftur á móti mælist umframávöxtun vegna meiriháttar yfirtöku nú 5,9% í stað 6,7% í grunndæminu. Einnig mælist umframávöxtun á fyrra tímabili minni þegar matstímabilið er lengt og fer úr 4,5% í 3,7%.

Að lokum er í töflu 7 skoðað hver niðurstaðan verður ef einungis eru notaðar upplýsingar um fyrirtæki sem eru skráð á aðallista, þ.e. 11 fyrirtækjum sem skráð eru á vaxtarlista er sleppt úr gagnasafninu. Niðurstöðurnar eru mjög svipaðar niðurstöðum grunndæmis.

Næmnigreiningin leiðir því í ljós að meginniðurstöður þessarar rannsóknar byggjast ekki á sértækum forsendum í grunndæmi heldur standa óbreyttar þótt forsendum sé breytt.

Tafla 4. Skammtímaáhrif mismunandi tegunda af yfirtöku og samruna á hlutabréfaverð – þriggja daga tímabil í kringum atburð

Matstímabil: 50 dagar. Meðaltal umframávöxtunar nær yfir þriggja daga tímabil (1 dagur fyrir og eftir tilkynningu). t-gildi eru birt í svigum fyrir neðan stika. ***=1% marktektarkrafa, **=5% marktektarkrafa og *=10% marktektarkrafa.

	Líkan		
	Markaðslíkan 1	Markaðslíkan 2	Fast meðaltal
Samruni og yfirtaka	2,95	2,92	3,10
	(7,90)***	(7,75)***	(8,06)***
Jákvæðir, fjöldi	86	80	87
Neikvæðir, fjöldi	42	48	41
Samruni	3,28	3,38	3,6
Fjöldi=31	(2,13)**	(2,17)**	(2,27)**
Yfirtaka	2,85	2,77	2,94
Fjöldi=97	(5,78)***	(5,58)***	(5,79)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(0,26)	(0,38)	(0,40)
Uppruni yfirtekna fyrirtækisins			
Innlent	3,05	3,25	3,24
Fjöldi=53	(3,38)***	(3,57)***	(3,49)***
Erlent	2,88	2,69	3,00
Fjöldi=75	(4,52)***	(4,18)***	(4,57)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(0,12)	(0,40)	(0,17)
Áhrif yfirtekna fyrirtækisins á rekstur sameinaðs fyrirtækis			
Minniháttar áhrif	0,91	0,77	1,05
Fjöldi=80	(1,52)	(1,27)	(1,71)
Meiriháttar áhrif	6,36	6,51	6,52
Fjöldi=48	(6,38)***	(6,48)***	(6,35)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(3,78)***	(4,06)***	(3,72)***
Tímabil			
Fyrra tímabil (1996-2002)	4,03	3,93	4,25
Fjöldi=60	(5,05)***	(4,90)***	(5,17)***
Seinna tímabil (2003-2005)	2,01	2,02	2,09
Fjöldi=68	(2,85)***	(2,85)***	(2,89)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,44)	(1,39)	(1,51)
Atvinnugrein yfirtökufyrirtækis			
Bankar	1,09	1,40	1,71
Fjöldi=26	(0,59)	(0,76)	(0,90)
Aðrar atvinnugreinar	3,43	3,30	3,46
Fjöldi=102	(7,31)***	(7,00)***	(7,16)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,35)	(1,12)	(0,99)

Tafla 5. Skammtímaáhrif mismunandi tegunda af yfirtöku og samruna á hlutabréfaverð – 7 daga tímabil í kringum atburð

Matstímabil: 50 dagar. Meðaltal umframávöxtunar nær yfir 7 daga tímabil (3 dagar fyrir og eftir tilkynningu). t-gildi eru birt í svigum fyrir neðan stika. ***=1% marktektarkrafa, **=5% marktektarkrafa og *=10% marktektarkrafa.

	Líkan		
	Markaðslíkan 1	Markaðslíkan 2	Fast meðaltal
Samruni og yfirtaka	3,45	3,37	3,52
	(6,05)***	(5,86)***	(5,99)***
Jákvæðir, fjöldi	91	86	90
Neikvæðir, fjöldi	37	42	38
Samruni	3,62	3,70	3,88
Fjöldi=31	(1,53)	(1,56)	(1,60)
Yfirtaka	3,40	3,26	3,41
Fjöldi=97	(4,52)***	(4,30)***	(4,39)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(0,18)	(0,36)	(0,38)
Uppruni yfirtekna fyrirtækisins			
Innlent	3,49	3,69	3,66
Fjöldi=53	(2,53)***	(2,66)***	(2,58)***
Erlent	3,43	3,14	3,42
Fjöldi=75	(3,52)***	(3,20)***	(3,41)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(0,06)	(0,52)	(0,22)
Áhrif yfirtekna fyrirtækisins á rekstur sameinaðs fyrirtækis			
Minniháttar áhrif	1,57	1,25	1,74
Fjöldi=80	(1,71)	(1,36)	(1,86)
Meiriháttar áhrif	6,60	6,90	6,48
Fjöldi=48	(4,34)***	(4,50)***	(4,14)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(4,55)***	(5,28)***	(4,33)***
Tímabil			
Fyrra tímabil (1996-2002)	4,83	4,62	4,95
Fjöldi=60	(3,96)***	(3,77)***	(3,95)***
Seinna tímabil (2003-2005)	2,24	2,27	2,26
Fjöldi=68	(2,09)**	(2,09)**	(2,04)**
Munur á stuðlum, t-gildi	(2,42)**	(2,26)**	(2,54)**
Atvinnugrein yfirtökufyrirtækis			
Bankar	1,38	1,94	2,37
Fjöldi=26	(0,49)	(0,68)	(0,82)
Aðrar atvinnugreinar	3,98	3,74	3,81
Fjöldi=102	(5,56)***	(5,18)***	(5,17)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,96)*	(1,40)	(1,09)

Tafla 6. Skammtímaáhrif mismunandi tegunda af yfirtöku og samruna á hlutabréfaverð – 100 daga matstímabil

Matstímabil: 100 dagar. Meðaltal umframávöxtunar nær yfir 5 daga tímabil (2 daga fyrir og eftir tilkynningu). t-gildi eru birt í svigum fyrir neðan stika. ***=1% marktektarkrafa, **=5% marktektarkrafa og *=10% marktektarkrafa.

	Líkan		
	Markaðslíkan 1	Markaðslíkan 2	Fast meðaltal
Samruni og yfirtaka	2,70	2,73	2,92
	(5,67)***	(5,67)***	(5,91)***
Jákvæðir, fjöldi	83	75	79
Neikvæðir, fjöldi	41	49	45
Samruni	3,62	3,82	4,06
Fjöldi=30	(1,84)*	(1,91)*	(1,99)**
Yfirtaka	2,41	2,39	2,56
Fjöldi=94	(3,83)***	(3,75)***	(3,93)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,02)	(1,20)	(1,21)
Uppruni yfirtekna fyrirtækisins			
Innlent	3,23	3,46	3,43
Fjöldi=52	(2,84)***	(3,01)***	(2,91)***
Erlent	2,32	2,21	2,55
Fjöldi=72	(2,83)***	(2,66)***	(3,00)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(0,88)	(1,21)	(0,82)
Áhrif yfirtekna fyrirtækisins á rekstur sameinaðs fyrirtækis			
Minniháttar áhrif	0,91	0,75	1,16
Fjöldi=79	(1,21)	(0,99)	(1,49)
Meiriháttar áhrif	5,86	6,22	6,02
Fjöldi=45	(4,46)***	(4,68)***	(4,42)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(4,67)***	(5,17)***	(4,40)***
Tímabil			
Fyrra tímabil (1996-2002)	3,69	3,79	3,92
Fjöldi=57	(3,56)***	(3,62)***	(3,65)***
Seinna tímabil (2003-2005)	1,86	1,83	2,07
Fjöldi=67	(2,11)**	(2,05)**	(2,27)**
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,79)*	(1,92)*	(1,74)*
Atvinnugrein yfirtökufyrirtækis			
Bankar	1,51	1,90	2,62
Fjöldi=26	(0,66)	(0,83)	(1,11)
Aðrar atvinnugreinar	3,02	2,95	3,00
Fjöldi=98	(5,00)***	(4,84)***	(4,80)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,21)	(0,84)	(0,29)

Tafla 7. Skammtímaáhrif mismunandi tegunda af yfirtöku og samruna á hlutabréfaverð – Einungis fyrirtæki á aðallista

Matstímabil: 50 dagar. Meðaltal umframávöxtunar nær yfir 5 daga tímabil (2 daga fyrir og eftir tilkynningu). t-gildi eru birt í svigum fyrir neðan stika. ***=1% marktektarkrafa, **=5% marktektarkrafa og *=10% marktektarkrafa.

	Líkan		
	Markaðslíkan 1	Markaðslíkan 2	Fast meðaltal
Samruni og yfirtaka	3,06	2,99	3,24
	(7,04)***	(6,85)***	(7,14)***
Jákvæðir, fjöldi	81	71	80
Neikvæðir, fjöldi	36	46	37
Samruni	3,13	3,25	3,66
Fjöldi=26	(1,60)	(1,65)*	(1,79)*
Yfirtaka	3,04	2,92	3,12
Fjöldi=91	(5,44)***	(5,19)***	(5,35)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(0,06)	(0,22)	(0,34)
Uppruni yfirtekna fyrirtækisins			
Innlent	2,97	3,24	3,24
Fjöldi=43	(2,51)***	(2,73)***	(2,62)***
Erlent	3,11	2,85	3,24
Fjöldi=74	(4,53)***	(4,12)***	(4,52)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(0,10)	(0,30)	(0,00)
Áhrif yfirtekna fyrirtækisins á rekstur sameinaðs fyrirtækis			
Minniháttar áhrif	0,96	0,68	1,19
Fjöldi=73	(1,37)	(0,98)	(1,64)
Meiriháttar áhrif	6,54	6,82	6,65
Fjöldi=44	(5,66)***	(5,87)***	(5,50)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(4,15)***	(4,70)***	(4,01)***
Tímabil			
Fyrra tímabil (1996-2002)	4,40	4,31	4,61
Fjöldi=52	(4,50)***	(4,38)***	(4,51)***
Seinna tímabil (2003-2005)	1,98	1,94	2,15
Fjöldi=65	(2,53)***	(2,46)***	(2,63)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,85)*	(1,86)*	(1,85)*
Atvinnugrein yfirtökufyrirtækis			
Bankar	1,39	1,90	2,51
Fjöldi=26	(0,71)	(0,97)	(1,23)
Aðrar atvinnugreinar	3,53	3,30	3,45
Fjöldi=91	(6,33)***	(5,88)***	(5,91)***
Munur á stuðlum, t-gildi	(1,37)	(0,92)	(0,59)

7 Lokaorð

Samkvæmt þessari rannsókn hefur meiriháttar samruni eða yfirtaka hjá íslenskum fyrirtækjum jákvæð áhrif á hlutabréfaverð yfirtökufyrirtækisins og hækkar hlutabréfaverðið að meðaltali um tæp 7%. Ef um er að ræða minniháttar samruna eða yfirtöku eru áhrifin óveruleg. Þessi niðurstaða er ólík því sem erlendar rannsóknir sýna en þær sýna gjarnan litla jákvæða umframávöxtun þegar um er að ræða lítil fyrirtæki en marktækt neikvæða umframávöxtun hjá stórum fyrirtækjum.

Ekki er munur á umframávöxtun eftir því hvort um er að ræða samruna eða yfirtöku. Ekki mældist heldur marktækur munur á umframávöxtun eftir því hvort yfirtekna fyrirtækið er innlent eða erlent. Það virðist þó sem áhrifin af samruna og yfirtöku hafi breyst með tímanum, það er að jákvæð áhrif á hlutabréfaverð séu meiri á fyrri hluta tímabilsins en því síðara. Þannig virðast viðbrögð á íslenskum hlutabréfamarkaði við samruna og yfirtöku vera að færast nær viðbrögðum á erlendum mörkuðum. Jafnframt sýnir þessi rannsókn að meðalyfirverð á þeim fyrirtækjum sem skráð voru á markaði við yfirtöku sé lægra á íslenskum markaði en það yfirverð sem erlendar rannsóknir hafa sýnt.

8 Viðauki 1

Yfirtökufyrirtæki	Fyrirtæki sem tekið var yfir	Tilkynning	Samruni eða yfirtaka	Uppruni yfirtekna fyrirtækisins: Innlent/Erlent	Áhrif á rekstur yfirtökufyrirtækis: meiriháttar eða minniháttar	Skráning: Aðallisti eða vaxtalisti	Umframávöxtun* M1	M2	FM
Vinnslustöðin	Meitillinn	23.10.1996	S	I	Minni	A	4,11	9,13	2,98
Hraðfrystihúsið Gunnvör	Hraðfrystistöðin ehf og Gunnvör	17.12.1997	S	I	Meiri	V			
SÍF Group	J.B. Delpierre	13.3.1998	Y	E	Minni	A	2,38	2,69	2,41
Sláturfélag Suðurlands	Ísfugl	12.10.1998	S	I	Minni	V	-2.00	-1.70	-1.86
Tryggingamiðstöðin	Trygging	27.11.1998	S	I	Meiri	A			
Samherji	Kistufell	3.12.1998	S	I	Minni	A	-0.72	-1.41	-0.29
SÍF Group	Íslandssíld	29.12.1998	S	E	Minni	A	2,63	2,22	4,2
SÍF Group	Comercial Heredia S	7.1.1999	Y	E	Minni	A	4,45	3,45	8,69
Baugur Group	Lyfjabúðir	6.5.1999	Y	I	Minni	A			
Bakkavör Group	Lysekils Havsdelikatessen Sweden	12.5.1999	Y	E	Meiri	A			
SÍF Group	E&J Armengol S.A. Barcelona	21.5.1999	Y	E	Minni	A	-1.59	-1.66	-2.05
Baugur Group	Vöruveltan	25.5.1999	Y	I	Minni	A			
Actavis Group	Balkanpharma	7.6.1999	Y	E	Meiri	A	4,97	3,89	4,16
Vaki-DNG hf.	DNG-Sjóvélar	7.7.1999	S	I	Meiri	V			
Bakkavör Group	Comptoir du Caviar France	10.8.1999	Y	E	Minni	A			
Baugur Group	Bonus dollar stores	13.9.1999	Y	E	Minni	A			
SÍF Group	ÍS hf.	28.9.1999	S	I	Meiri	A	1,32	-0,3	0,17
Stáltak	Slippstöðin	23.11.1999	S	I	Meiri	V			
Hampiðjan	J.Hinriksson	6.12.1999	S	I	Minni	A	10,1	8,94	10,68
Hampiðjan	Swan Net Ltd.	14.12.1999	Y	E	Minni	A	16,7	15,23	17,61
Hraðfrystihúsið Gunnvör	Fiskiðjan ehf	30.12.1999	Y	I	Minni	V			
Hraðfrystihúsið Gunnvör	Tog ehf	30.12.1999	Y	I	Minni	V			
Skýrr hf.	Landsnet	23.2.2000	Y	I	Minni	V			
Össur	Flex-Foot Inc	6.3.2000	Y	E	Meiri	A	39,23	39,45	36,52
Fiskimarkaður Íslands	Fiskmarkaður Snæfells	6.3.2000	S	I	Minni	V			
Héðinn	Peder Halvorsen A/S Kjelfabrik	15.3.2000	Y	E	Meiri	V			

Framhald af fyrri síðu

Yfirtökufyrirtæki	Fyrirtæki sem tekið var yfir	Tilkynning	Samruni eða yfirtaka	Uppruni yfirtekna fyrirtækisins: Innlent/Erlent	Áhrif á rekstur yfirtökufyrirtækis: meiriháttar eða minniháttar	Skráning: Aðallisti eða vaxtalisti	Umframávöxtun* M1	M2	FM
Bakkavör Group	Norpol-Polland	28.3.2000	Y	E	Minni	A			
Íslandsbanki	FBA	30.3.2000	S	I	Meiri	A	8,04	10,97	11,36
Marel	Arbor Technologies	4.5.2000	Y	E	Minni	A	3,19	3,36	-0,35
Þorbjörn Fiskanes hf.	Fiskanes hf. og Valdimar hf	5.6.2000	S	I	Meiri	A			
Landsbanki Íslands	Heritable og General Investment Bank	18.7.2000	Y	E	Minni	A	7,55	11,27	13,78
Actavis Group	Balkanpharma og Pharmaco	15.8.2000	S	E	Meiri	A	10,03	12,01	10,16
Skeljungur hf.	Hans Petersen	28.8.2000	Y	I	Minni	A			
Guðmundur Runólfsson	Útgerðarfélagið Njörður	2.10.2000	S	I	Meiri	V			
Bakkavör Group	Wine & Dine	10.10.2000	Y	E	Meiri	A	6,18	7,17	4,55
Össur	Pi Medical and K.Karlsson	16.10.2000	S	E	Meiri	A	1,97	1,49	2,01
Fiskimarkaður Íslands	Faxamarkaður	25.10.2000	S	I	Meiri	V			
Hraðfrystihúsið Gunnvör	Trausti ehf.	27.10.2000	Y	I	Minni	V			
Össur	Century XXII Innovations	30.10.2000	Y	E	Meiri	A	2,11	0,61	-1,8
Plastprent hf.	Ako-Plastós	27.11.2000	Y	I	Minni	V			
Pharmaco/Delta	NM Pharma	15.12.2000	Y	E	Minni	A	-3,91	-3,34	-1
Marel	TVM Maschinenbau	27.12.2000	Y	E	Minni	A	2	0,48	3,5
Kaupþing banki	Frjálsi fjárfestingarbankinn	2.1.2001	Y	I	Minni	A			
Húsasmiðjan	Natural-Timber company	15.1.2001	Y	E	Minni	A			
Samherji	Snæfugl	5.2.2001	S	I	Minni	A	-0.78	-1.08	-0.77
Síldarvinnslan	Skipaklettur	5.2.2001	S	I	Minni	A	0,26	-0,41	0,55
Pharmaco/Delta	Pharmamed-Acquisition	23.2.2001	Y	E	Minni	A	0,98	0,13	1,36
Baugur Group	A Holdings	11.5.2001	Y	E	Meiri	A	3,2	4,13	5,6
SR-Mjöl	Valtýr Þorsteinsson ehf.	31.5.2001	Y	I	Minni	A	-1.40	-0.92	-2.02
Kaupþing banki	Sofi Financial Services Group	29.6.2001	S	E	Minni	A	-3.00	-3.97	-2.55
Sjóvá-Almennar hf.	Samábyrgð	29.6.2001	Y	I	Minni	A	-2.94	-3.63	-3.17
Kögun Group - Software development	Concorde Axapa Iceland	14.8.2001	Y	I	Minni	A	7,56	5,37	8,48

Framhald af fyrri síðu

Yfirtökufyrirtæki	Fyrirtæki sem tekið var yfir	Tilkynning	Samruni eða yfirtaka	Uppruni yfirtekna fyrirtækisins: Innlent/Erlent	Áhrif á rekstur yfirtökufyrirtækis: meiriháttar eða minniháttar	Skráning: Aðallisti eða vaxtalisti	Umframávöxtun* M1	M2	FM
Marel	OL-Tool Production Aps	17.8.2001	Y	E	Minni	A	-4.56	-4.44	-3.82
Samherji	Íslandslax	18.8.2001	Y	I	Minni	A	9,67	9,39	9,13
Samherji	Víkurlax	18.8.2001	Y	I	Minni	A	9,67	9,39	9,13
Tangi	Sjólaver ehf.	22.8.2001	S	I	Meiri	V	-3.24	-1.82	-4.88
Kaupþing banki	Handsal Asset Management-Switzerland	10.9.2001	Y	E	Minni	A	1,76	0,83	0,84
Baugur Group	Arcadia Group	25.10.2001	Y	E	Meiri	A	1,42	0,84	0,79
Bakkavör Group	Katsouris Fresh Foods	20.11.2001	Y	E	Meiri	A	32,36	31,81	32,37
Marel	CP Food Machinery a/s	18.12.2001	Y	E	Minni	A	10,93	8,63	11,4
Kaupþing banki	Aragon Holding AB	9.1.2002	Y	E	Minni	A	0,89	0,73	2,07
Pharmaco/Delta	Omega Pharma	4.2.2002	S	E	Meiri	A	1,22	2,08	1,99
Hraðfrystihúsið Gunnvör	Ögranes	7.2.2002	Y	I	Minni	V	8,96	8,39	10,14
Pharmaco/Delta	UNP-Acquisition	8.2.2002	Y	E	Minni	A	4,95	5,82	5,53
Hampiðjan	Gundrys Ltd. Ireland	15.2.2002	Y	E	Minni	A	1,16	-0,24	0,83
Fiskimarkadur Íslands	Fiskmarkaður Suðurlands	8.3.2002	S	I	Meiri	V	3,65	3,71	4,1
Fiskiðjusamlag Húsavíkur	Melvík	21.3.2002	Y	I	Minni	V	0,85	0,38	0,23
Icelandic Group SH	Fisher Foods	17.7.2002	Y	E	Minni	A	-0,55	-1,21	-0,58
Actavis Group	Pharmaco og Delta	19.7.2002	S	I	Meiri	A	4,19	4,45	3,58
Nýherji	HT&T	24.7.2002	Y	I	Minni	A	-1.87	-0.67	-2.39
Skýrr hf.	Teymi	15.8.2002	S	I	Meiri	V	29,5	26,42	29,29
Dagsbrún- OgVodafone	Halló	20.8.2002	S	I	Meiri	A	11,91	11,48	12,19
Kaupþing banki	JP Nordiska-Sweden	29.8.2002	Y	E	Meiri	A	3,96	3,13	4,3
Össur	Capod Systems AB	13.9.2002	Y	E	Minni	A	2,71	1,97	2,49
Plastprent	Unifleks-Plastic factory	16.9.2002	Y	E	Minni	V	0,67	0	0,67
Kaupþing banki	Auðlind	18.9.2002	S	I	Meiri	A	2,26	1,62	3,2
Dagsbrún- OgVodafone	Tal	18.10.2002	Y	I	Meiri	A	6,35	7,89	6,4
Actavis Group	Zdravije-Serbia	22.10.2002	Y	E	Meiri	A	1,73	1,42	0,94

Framhald af fyrri síðu

Yfirtökufyrirtæki	Fyrirtæki sem tekið var yfir	Tilkynning	Samruni eða yfirtaka	Uppruni yfirtekna fyrirtækisins: Innlent/Erlent	Áhrif á rekstur yfirtökufyrirtækis: meiriháttar eða minniháttar	Skráning: Aðallisti eða vaxtalisti	Umframávöxtun* M1	M2	FM
Landsbanki Íslands	SP-fjarmögnun	23.10.2002	Y	I	Minni	A	-2.43	-2.47	-3.16
HB Grandi	Faxamjöl	1.11.2002	S	I	Minni	A	2,09	1,59	3,14
Vinnslustöðin	Jón Erlingsson ehf/Undina ehf	25.11.2002	S	I	Meiri	A	1,43	2,31	1,33
Síldarvinnslan	SR-Mjöl	5.12.2002	S	I	Meiri	A	3,02	2,54	3,16
Plastprent	Sigurplast	15.12.2002	S	I	Meiri	V	3,89	2,9	3,38
Kaupþing banki	BMY Corporate Finance	7.2.2003	Y	E	Minni	A	-1.70	-0.89	-1.84
Actavis Group	Colotech-Danish R&D company	18.3.2003	Y	E	Minni	A	-0,84	-1,09	0,54
Kaupþing banki	Búnaðarbanki Íslands	27.3.2003	S	I	Meiri	A	1,69	1,77	1,94
Icelandic Group SH	Ocean to Ocean Seafood Sales USA	9.4.2003	Y	E	Minni	A	5,33	4,73	5,03
Landsbanki Íslands	Bunadarbanki International S.A. Luxembourg	28.4.2003	Y	E	Minni	A	-2,34	-0,74	-2,68
Nýherji	Camson ehf.	21.5.2003	Y	I	Minni	A	5,48	3,39	5,86
Vátryggingafélag Íslands hf.	Líftryggingafélag Íslands	12.6.2003	Y	I	Minni	V	3,23	3,65	3,12
Kögun Group - Software development	Navision Iceland	13.6.2003	S	I	Minni	A	-5,83	-5,05	-5,77
HB Grandi	Salar Islandica	23.6.2003	Y	I	Minni	A	-0,21	0,1	1,9
Össur	Line orthopedics Sweden	2.7.2003	Y	E	Minni	A	-2,17	-1,98	-2,28
Hampiðjan	N.P. Utzon A/S	11.7.2003	Y	E	Minni	A	-2,17	-0,24	-2,06
SÍF Group	Lyons Seafoods Ltd	18.7.2003	Y	I	Meiri	A	7,09	6,47	7,05
Icelandic Group SH	Nepture Fisheries	5.8.2003	Y	E	Minni	A	-1.32	-1.53	-0.53
Kögun Group - Software development	AX-Software developments	11.8.2003	Y	E	Minni	A	-4.90	-6.15	-3.42
Jarðboranir	Björgun ehf.	4.9.2003	Y	I	Meiri	A	15,73	16,2	15,73
Kaupþing banki	Tyren Holding	9.9.2003	Y	E	Minni	A	-2,29	-0,38	1,06
Sláturfélag Suðurlands	Reykjagarður	17.9.2003	Y	I	Minni	V	0,41	-1,51	0,41
Kaupþing banki	Norvestia-Investment Bank	29.9.2003	Y	E	Minni	A	-0,02	-0,26	-0,47
Íslandsbanki	Sjóvá-Almennar	6.10.2003	Y	I	Minni	A	-1,08	-1,27	-1,4
Vinnslustöðin	Ísleifur hf	6.10.2003	S	I	Minni	A	0,4	-1,26	0,39
Össur	Generation II Group	9.10.2003	Y	E	Meiri	A	-0,93	-2,32	-1,07

Framhald af fyrri síðu

Yfirtökufyrirtæki	Fyrirtæki sem tekið var yfir	Tilkynning	Samruni eða yfirtaka	Uppruni yfirtekna fyrirtækisins: Innlent/Erlent	Áhrif á rekstur yfirtökufyrirtækis: meiriháttar eða minniháttar	Skráning: Aðallisti eða vaxtalisti	Umframávöxtun* M1	M2	FM
Kögun Group - Software development	Hugur hf.	21.11.2003	Y	I	Minni	A	0,2	0,46	0,55
Actavis Group	FAKO-Turkey	3.12.2003	Y	E	Meiri	A	5,52	8,51	9,74
Íslandsbanki	Framtak	3.12.2003	Y	I	Minni	A	-4.43	-3.35	-1.36
Kögun Group - Software development	Landsteinar	3.12.2003	Y	I	Minni	A	1,75	-1,61	0,84
Icelandic Group SH	Barogel S.A	8.12.2003	Y	E	Minni	A	2,57	0,78	2,51
Nýherji	IBM Consulting Services	19.12.2003	Y	I	Minni	A	-2,49	-4,09	-2,54
HB Grandi	Haraldur Böðvarsson hf.	5.1.2004	Y	I	Meiri	A	3,34	3,38	3,15
Actavis Group	Pliva	3.2.2004	Y	E	Minni	A	2,34	-1,42	-7,58
Kaupþing banki	A.Sundvall ASA-Investment Bank	26.2.2004	Y	E	Minni	A	1,75	2	3,06
Medcare-Flaga Group	SleepTech	7.5.2004	Y	E	Meiri	A	6,88	5,04	5,6
Vátryggingafélag Íslands hf.	Lyfja	21.5.2004	Y	I	Minni	V	-1,4	-0,34	-1,69
Kaupþing banki	FIH-Danish Bank	14.6.2004	Y	E	Meiri	A	10,87	13,48	16,22
Icelandic Group SH	Seachill Ltd.	20.7.2004	Y	E	Meiri	A	14,83	13,96	14,82
Íslandsbanki	Kredittbanken As Norway	12.8.2004	Y	E	Minni	A	0,61	-0,82	1,26
Dagsbrún- Og Vodafone	Margmiðlun	12.8.2004	Y	I	Minni	A	-0,23	-2,12	0,28
Kögun Group - Software development	Opin Kerfi Group	15.10.2004	Y	I	Meiri	A	5,26	5,83	4
SÍF Group	Labeyrie Group	25.10.2004	Y	I	Meiri	A	9,19	21,22	13,04
Dagsbrún- Og Vodafone	Norðurljós	28.10.2004	Y	I	Meiri	A	-0,09	6,59	-5,83
Icelandic Group SH	Cavaghan & Gray Ltd.	4.11.2004	Y	E	Meiri	A	9,01	6,66	10,26
Íslandsbanki	Bnbank Norway	15.11.2004	Y	E	Meiri	A	6,27	6,01	2,45
HB Grandi	Tangi hf.	19.11.2004	S	I	Meiri	A	0,76	0,93	0,96
Kaupþing banki	PFA Pension Luxembourg	26.11.2004	Y	E	Minni	A	0,15	-0,01	-0,55
Bakkavör Group	Geest	9.12.2004	Y	E	Meiri	A	3	1,06	-0,95
Actavis Group	Biovena -Polish pharmaceutical distributor	28.12.2004	Y	E	Minni	A	0,67	-0,35	1,39
Landsbanki Íslands	Teather & Greenwood	1.2.2005	Y	E	Meiri	A	4,79	5,16	8,52
Actavis Group	Contract research Company-Lotus India	8.2.2005	Y	E	Minni	A	0,18	0,55	4,34

Framhald af fyrri síðu							Umframávöxtun*		
Yfirtökufyrirtæki	Fyrirtæki sem tekið var yfir	Tilkynning	Samruni eða yfirtaka	Uppruni yfirtekna fyrirtækisins: Innlent/Erlent	Áhrif á rekstur yfirtökufyrirtækis: meiriháttar eða minniháttar	Skráning: Aðallisti eða vaxtalisti	M1	M2	FM
FL Group	Bláfugl	8.2.2005	Y	I	Minni	A	-0,81	-0,46	0,49
Icelandic Group SH	Sjóvík	7.3.2005	S	I	Meiri	A	13,48	10,84	13,79
Icelandic Group SH	Ecomsa S.A. Spain	18.3.2005	Y	E	Minni	A	-0.55	-0.10	-0.76
Actavis Group	Pharma Avalanche	22.3.2005	Y	E	Minni	A	3,08	1,79	1,35
Kaupþing banki	Singer & Friedlander Group	1.4.2005	Y	E	Meiri	A	1,96	2,23	2,69
Íslandsbanki	Facto Nor	11.4.2005	Y	E	Minni	A	-2,13	-1,67	-3,43
Landsbanki Íslands	Key Business Finance	15.4.2005	Y	E	Minni	A	-2,51	-1,13	-1,67
Actavis Group	Amide Pharmaceutical, Inc	20.5.2005	Y	E	Meiri	A	5,27	3,62	2,91
Dagsbrún- Og Vodafone	Kall	7.7.2005	Y	E	Minni	A	2,4	1,07	2,54
Kögun Group - Software development	WorkIT-A/S-Deanmark	11.7.2005	Y	E	Minni	A	0,24	0,45	0,16
Dagsbrún- Og Vodafone	Saga film	20.7.2005	Y	I	Minni	A	0,24	-1,05	0,42
Össur	Royce Medical	28.7.2005	Y	E	Meiri	A	10,48	7,84	11,66
Landsbanki Íslands	Burðarás	2.8.2005	S	I	Meiri	A	6,43	8,32	12,34
Marel	Dantech Food PTE Ltd	7.9.2005	Y	E	Minni	A	0,12	-0,46	0,56
Actavis Group	Higia	9.9.2005	Y	E	Minni	A	0,93	-0,33	-1,94
Actavis Group	Keri	30.9.2005	Y	E	Minni	A	0,8	-0,33	-2,13
Nýherji	Application A/S	4.10.2005	Y	E	Minni	A	-0,68	1,98	-1,41
FL Group	Sterling	18.10.2005	Y	E	Meiri	A	-1,79	-1,92	-2,03
Kögun Group - Software development	Hands ASA	9.11.2005	Y	E	Meiri	A	1,93	0,3	2,47
Íslandsbanki	Norse	24.11.2005	Y	E	Minni	A	-0,91	-1,13	-0,75
Össur	Innovative Medical	1.12.2005	Y	E	Minni	A	-1,79	-1,28	0,49

*Uppsöfnuð umframávöxtun 5 daga í kringum yfirtöku eða samruna. Eyða merkir að ekki voru til upplýsingar um ávöxtun viðkomandi fyrirtækis.

Heimildir

Bradley, M., Desai, A. og Kim, E. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics, 21(1)*, 3-40.

Byrd, W. og Hickman, A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics, 32(2)*, 195-221.

Campbell, J., Lo A. og MacKinlay A. (1997). *Econometrics of Financial Markets*. Princeton University Press, Princeton, 4. kafli.

Fuller, K., Netter, J. og Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *Journal of Finance, 57(4)*, 1763-1793.

Hreinn Hrafnkelsson (2004). *Samrunar og yfirtökur fyrirtækja á íslenskum hlutabréfamarkaði 2000-2003*. Meistararitgerð í viðskiptafræði við Háskóla Íslands.

Jensen, M.C. og Ruback, R. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics, 11*, 5-50.

Moeller, S., Schlingemann F. og Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics, 73(2)*, 201-228.

Morck, R., Shleifer, A. og Vishny, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance, 45(1)*, 31-48.

Rosen, R. (2006). Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements. *Journal of Business, 79(2)*, 987-1017.

Sirower, M. (1997). *The synergy trap: How companies lose the acquisition game*. The Free Press, New York.

Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance, 19(3)*, 425-442.

Thomson Financial (2006). Mergers & acquisitions review, fourth quarter 2005. Sótt af: http://www.thomson.com/cms/assets/pdfs/financial/league_table/mergers_and_acquisitions/4Q2005/4Q05_MA_Financial_Advisory.pdf.

Úlf V. Níelsson (2003). Áhrif frétta á íslenskan hlutabréfamarkað. *Fjármálatíðindi, 50(2)*, 10-29.