



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats
FEK 581 VT 2004

Vad påverkar storleken på budpremien i praktiken?
– en studie av några faktorer

Författare
Christoffer Kjellberg
Andre Schönström

Handledare
Hossein Asgharian
Tore Eriksson

Sammanfattning

Uppsatsens titel: Vad påverkar storleken på budpremien i praktiken – en studie av några faktorer

Seminariedatum: 2004-06-07

Ämne / kurs: FEK 581 Kandidatseminarium, 10 poäng

Författare: André Schönström och Christoffer Kjellberg

Handledare: Tore Eriksson och Hossein Asgharian

Fem nyckelord: bud, budpremie, uppköp, målbolag, synergi.

Syfte: Syftet med denna undersökning är att öka förståelsen om vad som kan tänkas påverka storleken på budpremien.

Metod: Denna studie är uppbyggd på 158 uppköp från 1990 fram till 2003 på Stockholmsbörsens A och O listor. Det är en kvantitativ studie med en induktiv ansats. Vi har valt att undersöka vilken inverkan följande sex faktorer har på budpremien: ägarstrukturen, börsvärdet, börshumöret, betalningssättet, differentierade aktieslag och om uppköparen är svensk eller utländsk. Detta material presenteras sedan i univariata och bivariata analyser.

Slutsatser: Inget stöd hittas för att börshumöret och röstdifferentierade aktier skulle ha en inverkan på budpremien. Författarna hittar visst stöd för att ägarstrukturen och börsvärdet påverkar budpremien. Författarna hittar stöd för att betalningssättet och, om uppköparen är svensk eller utländsk, har inverkan på budpremien.

Abstract

Title: What affects the size of the bid premium in practice – a study of various factors.

Seminar date: 2004-06-07

Course: Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish credits (15 ECTS)

Authors: André Schönström and Christoffer Kjellberg

Advisors: Tore Eriksson and Hossein Asgharian

Key words: Bid, Bid premium, Mergers & Acquisitions, Target company, Synergy

Purpose: The purpose of this thesis is to broaden the understanding of what affects the size of the bid premium, under the influence of different factors.

Methodology: This study is based upon 158 mergers and acquisitions on the Stockholm Stockexchange that occurred between 1990 and 2003. The study is quantitative and examines what effect the following factors have on the bid premium: ownerstructure, market capitalization, market mood, means of payment, type of share and the nationality of the buyer. This is presented in different types of analysis.

Conclusions: There is some support that the ownerstructure and the market capitalization do affect the bid premium. There is no support that the market mood and the type of share would affect the bid premium. Finally, there is support that the means of payment and the nationality of the buyer do affect the bid premium.

1	Inledning.....	6
1.1	Bakgrund.....	6
1.2	Problemdiskussion.....	7
1.3	Problemformulering.....	8
1.4	Syfte.....	8
1.5	Avgränsningar.....	8
1.6	Målgrupp.....	8
1.7	Uppsatsens fortsatta disposition.....	8
2	Metod.....	10
2.1	Studiens vetenskapliga förhållningssätt.....	10
2.2	Praktiskt tillvägagångssätt.....	10
2.2.1	Budpremien.....	11
2.2.2	Storleken på målbolaget.....	11
2.2.3	Betalningssättet.....	11
2.2.4	Ägarstrukturen.....	12
2.2.5	Uppköparen.....	12
2.2.6	Röstdifferentierade aktier.....	12
2.2.7	Börshumöret.....	12
2.3	Validitet och reliabilitet.....	12
2.4	Metod för presentation och analys.....	13
3	Teorier.....	15
3.1	Inledning.....	15
3.2	Effektiva marknadshypotesen.....	15
3.2.1	Svag marknadseffektivitet.....	15
3.2.2	Mellanstark effektivitet.....	16
3.2.3	Stark marknadseffektivitet.....	17
3.3	Hybrishypotesen.....	17
3.4	Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of synergy and ownership structure.....	18
3.5	Agentteori.....	19
3.6	When mergers misfire.....	21
3.7	Teorisammanfattning.....	22
4	Empiri och Analys.....	23
4.1	Inledning.....	23
4.2	Avlägsna uteliggare.....	23
4.3	Antal uppköp fördelat på budpremiens storlek.....	24
4.3.1	Budpremiens historiska utveckling under mätperioden.....	25
4.4	Univariata analyser.....	26
4.4.1	Betalningssättets inverkan på budpremien.....	26
4.4.2	Uppköpare, svensk vs utländsk.....	27
4.4.3	Börsvärdets inverkan på budpremien.....	28
4.4.4	Börshumörets inverkan på budpremien.....	29
4.4.5	Skillnaden på budpremien mellan röststarka och röstsvaga aktier.....	30
4.4.6	Ägarstrukturens inverkan på budpremien.....	31
4.5	Bivariata analyser.....	31
4.5.1	Betalningssättet och svensk – utländsk uppköpare.....	32
4.5.2	Betalningssättet och börshumöret.....	32
4.5.3	Betalningssättet och börsvärdet.....	33
4.5.4	Börshumöret och svensk – utländsk uppköpare.....	34
4.5.5	Börsvärdet och svensk – utländsk uppköpare.....	35
4.5.6	Ägarstrukturen och betalningssättet.....	36

4.5.7 Ägarstrukturen och svenska – utländska uppköpare	36
4.5.8 Ägarstrukturen och börsvärdet	37
4.5.9 Ägarstrukturen och börshumöret	38
5 Slutsatser	39
5.1 Sammanfattning av resultat.....	39
5.2 Förslag till vidare forskning.....	40
Källförteckning.....	42
Publicerade källor	42
Elektroniska källor	42
Bilagor.....	43
Bilaga 1, röststarka och röstsvaga aktier.	43
Bilaga 2, bortsållade värden på grund av avlägsna uteliggare och negativ budpremie.....	43
Bilaga 3, samtliga uppköp behandlade i studien.	44

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Uppköp är en vanlig företeelse i företagsvärlden. Det finns många olika anledningar till varför ett företag väljer att köpa upp ett annat företag. Den vanligaste orsaken är att synergier kan skapas. Detta sker när två företag tillsammans skapar mer värde än de två separata enheterna skapar var för sig. Genom att företag slås samman blir färre företag kvar och de som är stora kan använda sin marknadskraft för att hålla priserna uppe. Det kan också vara så att ett uppköp ger skalfördelar i exempelvis produktionen. Ett förvärv kan göra att uppköparen får tillgång till nya marknader och kan då exempelvis sälja sina "gamla" produkter lättare på denna nya marknad. Skattesynergier kan även fås genom att förvärva ett annat företag. Det kan gälla avdragsmöjligheter eller skatteplanering för att minska skatteutbetalningarna.

Vissa förvärv sker på grund av att uppköparen anser att ledningen i målbolaget underpresterar. Den nya ledningen tros då kunna ta över och få företaget mer lönsamt genom bättre ledarskap. Det kan också vara så att en uppköpare anser att marknaden felprissätter aktien i en potentiell uppköpskandidat. Det innebär att företaget kan köpas till en rabatt som senare förväntas försvinna.

Många olika parter blir direkt berörda vid uppköp. Synergieffekter kan leda till att vissa anställda i företagen blir överflödiga, både i ledningen och i övriga företaget. Fusionen skapar också nya arbetsuppgifter och positioner i företagen, vilket påverkar de anställda. Ett uppköp påverkar även kunder och leverantörer. Det kan vara exempelvis när leverantörer till det uppköpta bolaget tappar sina order på grund av uppköparen istället väljer sina ursprungliga samarbetspartners som leverantörer för att uppnå skalfördelar.

Ägarna i bolagen kommer också att påverkas och stora värden byter ägare. Aktieägarna i målbolaget måste ta ställning till om budet ska accepteras eller inte. Om det är en apportemission, betalning med aktier, måste de också bestämma om aktierna i uppköparen på lång sikt är värda att behålla. Ägarna i det uppköpande företaget måste besluta om ett uppköp verkligen är värdeskapande.

Större företag på marknader med låg tillväxt har ofta svårt att växa organiskt och ser då uppköp som den bästa lösningen. Eftersom beslutet att göra ett företagsförvärv ofta är av avgörande betydelse blir det viktigt att välja uppköpskandidat med omsorg. En betydelsefull faktor när en lämplig kandidat hittats är givetvis priset. Hur mycket får förvärvet kosta och hur stor budpremie är acceptabelt? Större förvärv kan få stora negativa såväl som positiva konsekvenser för företag. Som exempel kan nämnas ABB:s köp av Combustion engineering där skadeståndskostnaderna för asbesthanteringen ledde till ett kraftigt värdeförstörande för ABB:s ägare.

Det är alltså viktigt att förstå vilka faktorer som påverkar storleken på budpremien vid uppköp. Det finns redan mycket forskning gjord inom företagsförvärv. De flesta av dessa har dock karaktären av eventstudier där förändringen av aktiekurser mäts efter uppköp. Vi vill med denna uppsats fylla en liten del av det tomrum som finns inom forskningen på detta område.

1.2 Problemdiskussion

Det finns många frågetecken vid företagsförvärv. Vissa år är aktiviteten hög i styrelser, ledningar och investmentbanker medan andra år låg. Frekvensen av uppköp varierar kraftigt. För en extern betraktare värderas bolagen ofta förhållandevis irrationellt. Varför betalar vissa uppköpare en hög budpremie medan andra betalar en låg?

Det finns inga exakta teorier om vad som påverkar storleken på budpremien vid uppköp. Det finns dock vissa tankar och funderingar. En vanlig sådan är att starka ägare är mindre benägna att sälja sina andelar i företag och kräver därför ett högre pris. I ett företag med spritt ägande skulle då ägarna ha ett mera finansiellt perspektiv och ha svagare förhandlingsposition.

Det finns en tanke att börshumöret skulle påverka storleken på budpremien. I en nedgång på aktiemarknaden skulle då ägarna i uppköpskandidaten kräva ett högre pris eftersom en uppgång förväntas komma snart. De vill ha en kompensation för detta. Det kan även vara så att de investerare som köpt aktier i uppköpskandidaten dyrt har en större ovilja att sälja sina innehav med förlust. Omvänt skulle då en lägre budpremie kunna accepteras efter en börsuppgång, eftersom ägarna inte förväntar sig kunna vinna så mycket mer i ökad aktiekurs inom en överskådlig framtid.

Har storleken på det uppköpta företaget betydelse för storleken på budpremien? Man kan tänka sig att uppköpare är mer benägna att betala en hög budpremie för ett litet företag i stark tillväxt med potentiellt ljusa framtidsutsikter. I stora företag kan kanske inte synergieffekterna bli så stora som i små företag?

Är ett kontantbud mer attraktivt för ägarna i målbolaget än en apportemission? Att erhålla aktier i det nya företaget gör det möjligt att vara med på nya uppgångar i aktiekursen, men det omvända gäller givetvis också. Risken ökar alltså med apportemission. Kräver aktieägarna i målbolaget en högre budpremie för denna risk? Är det bättre att ha en fågel i handen än tio i skogen?

Kräver röststarka aktier en högre budpremie än röstsvaga aktier? Det är ett fåtal ägare med betydande andel röster men mindre andel kapital av bolaget som äger dessa aktier. Väljer då uppköparen att differentiera sitt bud mellan aktieslagen, med ett mer fördelaktigt bud för röststarka ägare, för att lättare få kontroll över målbolaget?

Finns det någon skillnad mellan vad svenska och utländska uppköpare betalar för målbolagen? Att etablera sig i ett nytt land och bygga upp en egen struktur kan kanske vara mer kostsamt än att köpa ett etablerat företag. Det kan också vara så att timingen är viktig och att det då kanske inte finns tid att bygga upp en egen organisation. Leder detta till att utländska uppköpare betalar en högre budpremie än svenska?

1.3 Problemformulering

Vi har valt att fokusera på följande sex områden och svarar på om det finns något stöd för följande hypoteser:

- Betalning med aktier leder till högre budpremie än vid kontant betalning.
- Utländska uppköpare betalar en högre budpremie än svenska.
- Små målbolag har högre budpremie än stora målbolag.
- Ett negativt börshumor leder till högre budpremie än vid positivt börshumor.
- Röststarka aktier har högre budpremie än röstsvaga aktier.
- En stark ägarstruktur i målbolaget leder till en högre budpremie.

1.4 Syfte

Syftet med denna studie är att undersöka vilken inverkan de sex ovanstående faktorerna har på budpremien.

1.5 Avgränsningar

Denna uppsats undersöker uppköp gjorda på Stockholmsbörsens A och O – listor, för de bud som är lagda mellan 1990-02-08 till 2003-11-21. Ingen hänsyn till vilken av dessa listor som företaget har varit noterad på tas. Undersökningen tar bara hänsyn till aktieslag som är listade. Ibland är bara B – aktien listad (den röstsvaga). I de fallen har vi bortsett från A – aktien eftersom den inte enkelt går att värdera med börskursen. Uppköparna kan vara såväl svenska som utländska företag. De bud som läggs men aldrig går igenom tas inte hänsyn till. Vi undersöker alltså bara faktiska uppköp där målbolaget sedan avregistreras. Av totalt 240 uppköp finns 158 med i materialet. De resterande har vi varit tvungna att utelämna på grund av brister i de informationssystem som vi har tillgång till. Uppsatsen tar inte hänsyn till om uppköparen tidigare äger något innehav i målbolaget. Vi tar således inte hänsyn till om bolagets bud beror på budplikt. Dessa avgränsningar är gjorda på grund av vår tidsbegränsning för arbetet och de tillgängliga informationskällorna.

1.6 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig till personer på kandidatnivån i finansiering eller de som har motsvarande kunskaper. Detta innebär att författarna kommer att lägga förklaringsnivån på begrepp i linje med detta.

1.7 Uppsatsens fortsatta disposition

Kapitel 2 behandlar uppsatsens metod. Vi redogör för studiens vetenskapliga förhållningssätt, den kvantitativa metoden med induktiv ansats. Det praktiska tillvägagångssättet beskrivs också i detalj, detta för att läsaren ska förstå hur undersökningen gått till. I kapitlet diskuterar vi också vilken reliabilitet och validitet materialet har.

I kapitel 3 kommer diverse näraliggande teorier att presenteras. Effektiva marknadshypotesen och dess olika nivåer av marknadseffektivitet beskrivs. Hybrishypotesen tas upp som en möjlig förklaring till varför företagsledare i uppköpande bolag agerar som de gör. Agentteorin kopplas till förhållandet mellan företagsledningarna och aktieägarna. Dessutom sammanfattas två artiklar som kan hjälpa läsaren att öka förståelsen för företagsförvärv.

I kapitel 4 presenteras resultaten från undersökningen. Detta görs med grafer och matriser. Läsaren kan på så sätt skapa sig en bild av materialet och dra egna slutsatser. Analyser till varför resultaten blivit som de blivit görs och möjliga förklaringar till utfallen diskuteras.

I det femte kapitlet sammanfattas de viktigaste resultaten och slutsatser dras. Förslag till vidare forskning ges också. Sist i arbetet placeras källförteckningen och bilagorna.

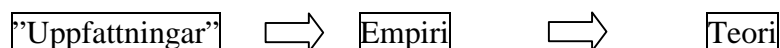
2 Metod

2.1 Studiens vetenskapliga förhållningssätt

Efter att ha valt ämne gjorde vi en litteraturstudie för att ta reda på mer om budpremiens storlek och vad tidigare forskning kommit fram till. Det har skrivits mycket om uppköp men vi har inte hittat någon med den infallsvinkel som denna undersökning har. Det finns naturligtvis många faktorer som kan påverka storleken på budpremien. Alla kan inte tas med i samma studie så ett urval måste göras. Vid en kvantitativ studie måste faktorerna vara generella så att många företag kan undersökas på samma sätt. Det måste även vara praktiskt genomförbart att hitta den information som behövs med de informationssystem som finns och den tidsram som måste hållas. De sex faktorer som denna uppsats behandlar har valts för att vi anser att de är intressanta och att de uppfyller dessa kriterier.

Denna studie är uppbyggd på 158 uppköp gjorda från 1990 fram till 2003. Det är alltså en kvantitativ studie som bygger på siffror. Styrkan med metoden är att ett stort antal enheter kan undersökas för att hitta olika samband. Det går även att med siffror kvantifiera olikheter. Metoden bygger på distans. Detta innebär att vi inte påverkar den verklighet som vi studerar. Avstånd mellan forskarna och forskningsobjekten är det centrala. Resultaten ska alltså inte styras utav vem som gör studien utan idealet är replicerbarhet, det vill säga andra forskare ska kunna göra om samma undersökning och få samma resultat¹. En nackdel med denna metod är att djupare förståelse för varje unikt uppköp inte tas hänsyn till. Detta är dock inte syftet med denna uppsats.

Få arbeten kan sägas vara rent deduktiva eller rent induktiva. Denna uppsats ligger någonstans på skalan mellan dessa ansatser, dock närmre den induktiva. Vi har inte hittat någon annan forskning som utreder detta ämne på det sätt vi gör. Det finns inga teorier som kan ge oss vägledning. Det finns dock uppfattningar om hur det borde vara. Vår uppgift är därför att testa dessa uppfattningar. Vi går alltså från:



Vi har valt att formulera vårt problem som hypoteser, eftersom vi inte på förhand i alla avseenden har en uppfattning om hur det borde vara. Det är exempelvis svårt att på förhand säga om små bolag borde ha högre budpremie än stora, eller tvärtom. Det går att argumentera både för och emot.

2.2 Praktiskt tillvägagångssätt

Vid datainsamling finns det sällan en korrekt metod att mäta med. Vi kommer därför här beskriva hur vi praktiskt gått tillväga vid datainsamlingen och vilka definitioner vi gjort.

¹ Jacobsen, 2002, Vad, hur och varför, Studentlitteratur, sida 36

2.2.1 Budpremien

Med budpremien menar vi det procentuella överpris som en uppköpare får betala utöver aktiekursen på målbolaget. Vi mäter det ägarna i målbolaget får jämfört med vad aktien stod i innan budet blev offentliggjort. Ofta läcker information ut i förtid, vilket innebär att vi inte kan välja dagen innan offentliggörandet som mätpunkt. Vi har valt att använda oss av ett snitt på aktiekursen de senaste fyra veckorna innan offentliggörandet istället. Första mätpunkten blir buddagen minus en vecka, andra mätpunkten blir buddagen minus två veckor osv. Dessa fyra kurser är senast betalt kurser respektive dag. I vissa fall har likviditeten i aktien varit så låg att ingen handel har ägt rum, ibland har aktien blivit stoppad för handel och ibland har börser varit stängd. I dessa fall har vi valt närmsta dagen innan som mätpunkt.

I de fall uppköparen betalar med egna aktier mäts målbolagets ägares ersättning som värdet på de erhållna aktierna i uppköparen till senaste kursen dagen då budet blev offentligt. Detta val är gjort på grund av att det är denna dag målbolagets ägare kan ta ställning och agera. De vet då vad villkoret innebär och kan då välja att behålla sina aktier och delta i uppköpet, eller sälja sina aktier på marknaden.

När villkoren för uppköpet varit valfritt, aktier eller kontant, har vi mätt budpremien med kontantbudet. Skillnaden i budpremie mellan aktievillkoret och kontantvillkoret har varit försumbar eller åtminstone mycket liten. Detta eftersom marknaden anpassar kursen så att inga arbitragemöjligheter föreligger. Källorna för tiden för offentliggörandet har varit Stockholmsbörsen² och den elektroniska databasen Affärsdata³. Alla aktiekurser kommer från Six trust⁴.

2.2.2 Storleken på målbolaget

Storleken på målbolaget har vi mätt som det genomsnittliga börsvärdet fyra veckor bakåt. På så sätt är vi konsekventa i vår metod eftersom vi mäter börskursernas snitt på samma sätt. Beräkningen har gjorts genom att multiplicera snittkursen med antal utestående aktier. Källan för denna information är Six trust⁵.

2.2.3 Betalningssättet

Betalningssättet sker i kontant betalning, betalning med aktier eller en kombination. Denna kategori är uppbyggd så att två utfall kan förkomma. I bilaga 3 benämns kontantköp 0 och betalning med aktier 1. I de fall det har varit ett kombinerat bud har vi valt att lägga det under 1. Det har varit exempelvis när småägare med ett fåtal aktier fått kontant betalning, men huvudparten av ägarna i målbolaget fått aktier i uppköparen. Villkoren kommer ifrån Stockholmsbörsen⁶ och databasen Affärsdata⁷.

² Stockholmsbörsens websida, www.stockholmsborsen.se

³ Databasen Affärsdata, www.ad.se

⁴ Databasen Six Trust

⁵ Databasen Six Trust

⁶ Stockholmsbörsens websida, www.stockholmsborsen.se

⁷ Databasen Affärsdata, www.ad.se

2.2.4 Ägarstrukturen

Ägarstrukturen har också två utfall. Ägare som har fem procent av rösterna eller mer beaktas. Har dessa ägare mer än femtio procent av rösterna tillsammans definierar vi det som stark ägarstruktur i målbolaget. Detta benämner vi 0 (se bilaga3). Om de med minst femprocentiga innehav tillsammans äger mindre än femtio procent definierar vi det som svag ägarstruktur, som vi benämner 1. Källan för denna information är den årligt utkommande boken ”Ägarna och Makten”⁸.

2.2.5 Uppköparen

Alla företag som är registrerade som svenska benämner vi 1 (se bilaga3). De övriga företagen är utländska och benämns 0. Källan för denna information har vi hittat genom att använda databasen Affärsdata⁹.

2.2.6 Röstdifferentierade aktier

Vid vissa uppköp har målbolaget haft röstdifferentierade aktier (se bilaga1). Budpremien har då räknats ut enligt samma princip som beskrivs ovan för aktieslagen var för sig. Dessa procenttal har adderats för att sedan divideras med två. Detta har givit oss ett genomsnitt som sedan används i analysen.

2.2.7 Börshumöret

Börshumöret är definierat som börsutvecklingen de senaste sex månaderna före offentliggörandet av respektive uppköp. Detta mäts med Affärsvärldens generalindex som hämtats från Six Trust¹⁰.

2.3 Validitet och reliabilitet

Med validitet menar vi här giltig och relevant studien är. Jacobsen delar in detta i intern giltighet och extern giltighet¹¹. Med intern giltighet menas huruvida vi mäter det vi faktiskt avser att mäta. I denna undersökning tar vi upp 158 uppköp av totalt 240 som ägt rum under perioden. Det innebär alltså att 66 procent av uppköpen är med. De resterande har fallit bort på grund av bristande information i de källor vi använt oss av. I vissa fall har det varit svårt att få information om aktiekurser för utländska bolag. Kurserna har behövts vid apportemissioner för att kunna räkna ut budpremien. Utländska företag som betalar med egna aktier har alltså i något större utsträckning fallit bort jämfört med uppköp där betalning skett kontant.

Vår definition av budpremie gör att bara information som uppkommit cirka en månad bakåt från buddagen tas hänsyn till. Det innebär att i de fall då budet förnyats med ett eller flera

⁸ Ägarna och makten, 1990 – 2003, Dagens Nyheter

⁹ Databasen Affärsdata, www.ad.se

¹⁰ Databasen Six Trust

¹¹ Jacobsen, 2002, Vad, hur och varför, Studentlitteratur

följbud, missar vår metod denna information. Kursen kan då redan innan vi börjar mäta vara justerad uppåt, vilket gör att vi underskattar budpremien. Definitionen tar inte heller hänsyn till om information läckt ut tidigare än en månad innan budet offentliggjordes.

Vår definition av starka ägare innebär att alla ägare med fem procent eller mer är långsiktiga ägare och om dessa har mer än femtio procent av rösterna kan de kontrollera bolaget. Detta innebär då att alla storägare har samma målsättning och värderingar. I en situation med knapp majoritet för storägare räcker det då att en fem procent ägare går mot storägargruppen för att den starka ägarstrukturen ska bli svag, enligt vår definition. Källan för denna information är boken "Ägarna och makten"¹² som kommer ut en gång per år. Det innebär att i vissa fall går det nästan ett år mellan vår mätning och själva offentliggörandet av uppköpet. Det innebär att ägarstrukturen kan ha förändrats under denna tid. Extrema förändringar i ägarstrukturen är dock ganska ovanliga, så vi bedömer att detta inte påverkar resultatet av undersökningen.

Börshumöret mäts enligt Affärsvärldens generalindex och får anses vara en god mätare för hur börsen utvecklas. Vid mätningen av börsvärdet finner vi inte heller några svagheter. Vid mätningen av röstsvaga och röststarka aktier är dock urvalet något för litet.

Det finns inget perfekt sätt att mäta på vid kvalitativa studier. Trots vissa svagheter anser vi att vi gjort välavvägda definitioner och har god intern validitet.

Med extern giltighet menas hur undersökningen kan generaliseras, det vill säga överföras till andra områden. Uppsatsen kan replikeras på två sätt. Den kan göras med samma definitioner på andra marknader än Stockholmsbörsen och den kan genomföras under andra tidsperioder. Vid studier längre bak i tiden får dock andra källor användas. Den externa validiteten är mycket god.

Med reliabilitet menas hur pålitlig undersökningen är. Källorna, i form av databaser och böcker, får anses vara tillförlitliga. En fördel med att arbeta med siffror är att färre tolkningsfel uppstår jämfört med intervjuer där ord används. Vid överföringar av många siffror till ett excelark finns det naturligtvis en viss risk att fel siffror läses av eller skrivs in. Författarna har dock arbetat gemensamt med datainsamlingen, vilket inneburit en viss dubbelkontrollering. Vi anser att reliabiliteten är mycket god.

2.4 Metod för presentation och analys

Det finns tre olika former av analys inom ramen för en fördelningsanalys.¹³ Dessa är den univariata, den bivariata och den multivariata analysen. De två första kommer denna uppsats att behandla.

Den univariata analysen behandlar en variabel mot det som undersöks. I denna uppsats kan det exempelvis vara betalningssättet som mäts mot budpremien. Resultaten presenteras i stolpdigram där höjden avgör storleken på budpremien i procent. Alla hypoteser analyseras på detta sätt.

¹² Ägarna och makten, 1990 – 2003, Dagens Nyheter

¹³ Holme & Solvang, 1997, Forskningsmetodik, Studentlitteratur

I den bivariata analysen behandlas två variabler. Det kan exempelvis vara betalningssättet och om det är en svensk eller utländsk uppköpare. I detta fall är fyra utfall möjliga och de presenteras bäst i en fyrfältsmatris där budpremien anges i procent i varje ruta för respektive fall. I de fall då en variabeln har många utfall skapas en mer begriplig bild i en graf. De röstdifferentierade aktierna kommer inte att analyseras i bivariata analyser eftersom urvalet är för litet. Det samma gäller för kombinationen börshumöret och börsvärdet. I detta fall blir det 25 utfall i en matris där 158 uppköp placeras. Vissa rutor blir då tomma eller innehåller bara ett fåtal uppköp, vilket gör det omöjligt att dra några slutsatser. Vi har dock kombinerat alla andra faktorer på alla sätt som går. Detta blir totalt nio analyser. Några multivariata analyser görs inte eftersom urvalet är för litet för att det ska bli meningsfullt.

Författarna har försökt att skapa en begriplig presentation och analys av materialet. Vi vill göra läsaren uppmärksam på att Y - axlarna i diagrammen kan vara kapade. Detta är gjort för att läsaren ska kunna utläsa skillnaden på Y - axeln. Nackdelen med detta kan dock vara att skillnaden kan verka större än den är. Vi rekommenderar läsaren därför att läsa diagrammen noggrant.

3 Teorier

3.1 Inledning

Någon teori som direkt kan appliceras på det som vi valt att undersöka, hur våra faktorer påverkar storleken på budpremien vid uppköp, har vi inte kunnat finna varken i litteratur eller i någon ekonomisk tidskrift. Det finns däremot en hel del annan forskning inom uppköp som framförallt handlar om hur aktiekursen förändras och hur aktieägarnas värde förändras vid uppköp. Vi har valt att ta med olika teorier eller resultat som ligger nära det som vi undersöker. Teorikapitlet ska därför ses som en möjlighet för läsaren att öka sin förståelse för problemet med storleken på budpremien.

3.2 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen formulerades av Eugene Fama på 1950 – talet. Den innebär att när ny information släpps om ett företag så kommer aktiekursen snabbt och rationellt att återspegla detta i priset. Han sätter upp tre kriterier för en effektiv marknad¹⁴:

- På en effektiv marknad är alla investerare rationella och vinstmaximerande.
- Inga investerare är så stora att de kan påverka priset.
- Priset återspeglar all information, vilket gör det omöjligt att göra övervinster.

Fama anser att graden av effektivitet kan delas upp i tre nivåer beroende på hur mycket information som återspeglas i aktiekurserna.

3.2.1 Svag marknadseffektivitet

I den svaga formen av marknadseffektivitet återspeglas all historisk information i dagens pris. Det innebär att det inte går att använda sig av historisk information för att förutse vad som kommer att hända i framtiden. Vilket leder till att teknisk analys är lönlöst. Detta stämmer överens med Maurice Kendalls teori från 1953¹⁵ att aktiekurserna följer en "random walk", vilket innebär att kursutvecklingen är slumpmässig. Detta sker eftersom all tillgänglig historisk information reflekteras i priset vid en tidpunkt. Investerarna kan då inte veta om nästa information som släpps kommer att vara positiv eller negativ. Utvecklingen av aktiepriset blir då slumpmässig eftersom den nya informationen är oberoende av den gamla informationen.

Om marknaden är svagt effektiv bör en väldiversifierad portfölj ge samma avkastning som en portfölj som förvaltas av en förvaltare som använder teknisk analys. I diverse studier är detta också resultatet. Bland forskare är en överväldigande majoritet överens om att den svaga marknadseffektiviteten håller.

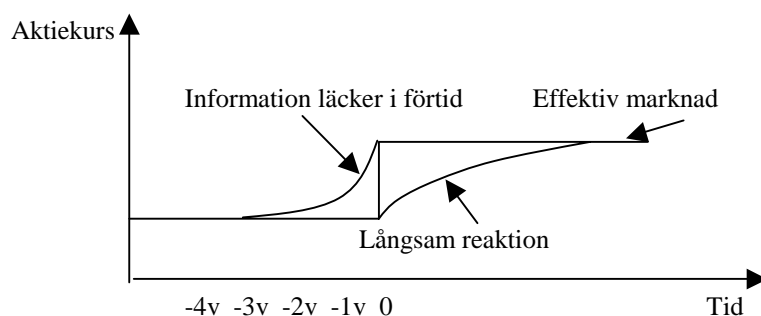
¹⁴ Fama, 1970, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, Journal of Finance, sida 383-417

¹⁵ Arnold, 2002, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, sida 608

3.2.2 Mellanstark effektivitet

Den mellanstarka formen ställer ytterligare krav på informationen. Den innebär att all offentlig information ska reflekteras i priset¹⁶. Investerare som använder sig av fundamental analys gör en egen värdering av ett företag. Det kan vara makrofaktorer, sektorns förväntade utveckling, skatter, orderingång för företaget, kvalitén på personalen och ledningen osv. Detta ”värde” jämförs sedan med börskursen för att bedöma om företaget är köpvärt eller inte. Om marknaden är mellanstark ska inte fundamental analys fungera eftersom all offentlig information redan återspeglas i priset.

Det finns en rad olika sätt att empiriskt mäta om marknaden är halvstarkt effektiv. När ny offentlig information släpps ska aktiekursen snabbt och rationellt ändras så att denna nya information nu även återspeglas i priset.



Det blir på så sätt ett hack i kurvan där priset justeras upp eller ner. I praktiken sker dock inte prisförändringen alltid såhär. I undersökningen märkte vi snabbt att budet läcker ut i förväg vilket gör att priset ökar stegvis. Det kan även vara så att marknaden missar att ta till sig den nya informationen vilket gör att priset justeras mer långsamt efter offentliggörandet av händelsen. I denna uppsats har detta dock inte hänt.

För att den halvstarka marknadseffektiviteten ska råda får det inte heller förekomma några anomalier. Det har visat sig i olika studier¹⁷ att vissa veckodagar kan ge högre avkastningar än andra. På samma sätt har januari visat sig ge högre avkastning än december. Enligt vissa forskare ger små bolag högre avkastning än stora. Problemet med anomalier är dock att marknaden justerar priset så att anomalin försvinner när forskaren avslöjar sin upptäckt. Det kan alltså vara så att vissa anomalier förekommer som endast upptäckaren känner till och där denne hellre implementerar sin strategi för att tjäna pengar än för erkännandet av upptäckten.

Om den halvstarka marknadseffektiviteten håller ska inte aktivt förvaltade fonder slå indexfonder över tiden. En hel del forskning¹⁸ tyder på att aktivt förvaltade fonder ger en sämre avkastning än indexfonder. Det finns alltså både faktorer som talar för att marknaden är halvstarkt effektiv och att den inte är det.

¹⁶ Fama, 1970, *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, Journal of Finance, sida 383-417

¹⁷ Arnold, 2002, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, sida 617

¹⁸ Arnold, 2002, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall, sida 616

3.2.3 Stark marknadseffektivitet

Den starka formen av marknadseffektivitet innebär att all information återspeglas i aktiepriset. Det innebär alltså att även privat information, som insiders har, reflekteras i priset. Eventstudier kan användas för att undersöka om detta stämmer. Det har visat sig att insiders ofta kan skapa en överavkastning genom att investera före informationen släpps. Detta gör det svårt att acceptera den starka formen av marknadseffektivitet.

3.3 Hybrishypotesen

Vi kommer här att kort redogöra för vad hybris innebär för ledningen i ett uppköpande företag och sedan sammanfatta en artikel skriven av Richard Roll med titeln "The hubris hypothesis of corporate takeovers"¹⁹.

Hybrishypotesen bidrar till att skapa en bredare bild av fenomenet företagsförvärv. Hypotesen tar fokus på ledningen i det uppköpande företaget. Med hybris menas att företagsledningen har en övertro på sin egen förmåga att hitta undervärderade uppköpskandidater som marknaden felprissätter. Undersökningar visar dock att i de flesta fall förlorar uppköparen på uppköpet. Ledningen handlar dock inte medvetet felaktigt, utan kan ha goda intentioner men överskattar sin egen förmåga.²⁰

Roll²¹ menar att utvärderingen av ett uppköp har ungefär samma gång. Först identifieras en potentiell uppköpskandidat. Sedan görs en egen värdering av kandidaten som kan innehålla icke offentlig information. Värderingen innehåller uppskattningar av synergier och bedömning av dåligt ledarskap som kan förklara "rabatten" i målbolagets aktuella marknadspris. Till sist bedöms detta beräknade värde. Överstiger värdet på målbolaget marknadspriset läggs ett bud, understiger värdet marknadspriset läggs projektet ner.

Roll menar att värderingen av ett företag, som redan har ett pris i aktiekursen, skiljer sig från värderingen av andra tillgångar, som konst eller oljeborrningsrättigheter. Dessa tillgångar handlas inte frekvent och de är aldrig identiska. Detta betyder att även säljaren måste göra sin egen värdering och det råder då en symmetri mellan parterna i behovet av värdering. Vid företagsförvärv kan målbolaget också göra en värdering men den har en given lägstanivå, det aktuella marknadspriset.

Om man antar att det inte finns några potentiella synergier eller andra vinster vid uppköp, men att uppköparna tror att det finns vinster, kan värderingen i sig ses som en slumpmässig variabel där medelvärdet är marknadsvärdet på målbolaget. Uppköp blir då bara observerade när värderingen är för hög. Utfallet i den vänstra delen av fördelningen blir aldrig observerade eftersom uppköpet då inte blir av. Budpremien blir i detta fall ett misstag av det uppköpande företaget.

Men om det inte finns något värde vid uppköp, varför lägger då företag bud överhuvudtaget? Ledningen borde inse att det är värdeförstörande. Detta kan verka förbryllande eftersom

¹⁹ Roll, 1986, *The hubris hypothesis of corporate takeovers*, The Journal of Business

²⁰ Arnold, 2002, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall

²¹ Roll, 1986, *The hubris hypothesis of corporate takeovers*, The Journal of Business

prissättningen på marknaden verkar vara rationell. Men alla individer är knappast rationella. Det är den aggregerade kunskapen och informationen bland alla investerare som gör att marknaden prissätts rätt. Forskare inom psykologin kritiserar ekonomer för att de bortser från att individer inte alltid handlar rationellt medan ekonomer menar att det spelar mindre roll för bedömning av hela marknaden. Roll menar dock att psykologerna kan ha rätt vid företagsförvärv, eftersom det är individer som fattar beslut om uppköp. Det är inte säkert att en budgivare lär sig av sina tidigare misstag vid budgivning. Den genomsnittliga företagsledaren hinner kanske under en hel karriär vara med om endast ett fåtal förvärv. Så om det inte finns några vinster att göra vid förvärv måste fenomenet förklaras med hybrid. Därför kallar Roll fenomenet hybridhypotesen.

Hypotesen förutsätter att den starka formen av marknadseffektivitet gäller. Det innebär att aktiekurserna reflekterar all information som finns om de individuella företagen. Roll menar att perfekt stark form av effektivitet är osannolik, men att effektiviteten ska ses som ett "friktionslöst ideal", en glidande skala.

Om det inte finns några vinster att göra vid uppköp ska, enligt hybridhypotesen, målbolagets värdeökning vara mindre än värdeminskningen på uppköparen. Det negativa nettot ska motsvara kostnader förknippade med förvärv. Målbolagets värde borde stiga när ett bud läggs, men minska till den ursprungliga nivån om budet inte går igenom. Omvänt bör värdet på det uppköpande bolaget minska när ett bud läggs och öka till sin ursprungliga nivå om budet faktiskt inte går igenom.

Roll gör sedan en ambitiös genomgång av tidigare forskning som oftast har en karaktär av eventstudier. Dessa mäter om ovanstående kursförändringar faktiskt kan styrkas i empirin. En diskussion om olika mätproblem förs också. Han hittar både stöd för sin hypotes och forskning som pekar på att hypotesen bör förkastas. Hans syfte med artikeln är att belysa andra möjliga förklaringar till fenomenet uppköp. Han anser att hybridhypotesen till viss del kan förklara varför företagsledare betalar för mycket för målbolagen.

3.4 Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of synergy and ownership structure

Artikeln²² handlar om effekten av hur olika synergier och hur betydelsen av ägarestrukturen påverkar värdeskapandet för aktieägarna både hos köparen och målbolagets vid uppköp. De tre synergier man talar om är:

1. Operationell synergi; t ex produktion, produkter och marknader (skal fördelar och ökad marknadskraft).
2. Ledningssynergi; t ex om det uppköpande företaget har en mer kompetent och erfaren ledning.
3. Finansiell synergi; skattefördel vid utnyttjad skuldmöjlighet så att hävstångseffekt uppnås, den samlande fördelen när det gäller möjligheten för tillväxt och finansiella resurser samt

²² Holl, Salami och Sudarsanam, juli 1996, *Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of synergy and ownership structure*, Journal of Business, Finance & Accounting

möjligheten att låna till bättre villkor på grund av bättre förhandlingsposition. Ägarstrukturen testas framförallt genom vilken påverkan som agentkonflikter har på värdeskapandet.

Suarsanam, Holl och Salami sätter i sin rapport ihop olika hypoteser för att prova hur olika scenarier skapar värde för aktieägarna eller inte. Deras arbete består av brittiskt noterade bolag som köps upp av andra brittiskt noterade bolag under 1980 till 1990, 429 uppköp av totalt 505 stycken lyckades de få med. Resultatet som de finner är att de tre olika synergierna skapar värde för aktieägarna hos antingen det köpande bolaget, målbolaget eller hos båda. Ägarstrukturen har också en signifikant betydelse på hur värde skapas till aktieägarna. En stark ägarstruktur hos antingen det köpande bolaget eller hos målbolaget har en negativ effekt på värdeskapandet för aktieägarna.

3.5 Agentteori

Vi beskriver här kortfattat agentteorins antagande och de problem teorin tar upp. Sedan förklarar vi varför agentteorin kan vara ett problem vid just företagsförvärv. Nedanstående text är en sammanfattning av kapitel 3 i boken ”Strategizing – en kontextuell organisationsteori” av Nygaard & Bengtsson.²³

Agentteorin kan användas i många sammanhang men vi kommer här att använda den i sitt ursprungliga användningsområde, nämligen att analysera förhållandet mellan aktieägare och företagsledningar.

Agentteorin bygger på relationen mellan två parter eller individer. Relationen består av en uppdragsgivare (principalen) och en uppdragstagare (agenten). Aktieägaren kallas principal medan företagsledningen kallas agent. Den senare handlar alltså på uppdrag (som agent) åt den förra. När agenten arbetar på uppdrag vill han/hon naturligtvis ha en belöning för sitt arbete, samtidigt vill principalen att agenten bidrar tillräckligt för sin belöning. Det är detta som är det centrala problemet i agentteorin. Hur kan principalen försäkra sig att agenten handlar i principalens intresse? Svaret på detta är att parterna tecknar olika former av kontrakt. Det kan vara en traditionell lön, men ofta försöker man förena principalens och agentens intresse genom att använda en resultatbaserad ersättningsdel i form av bonus, optioner eller aktier i bolaget.

Agentteorin gör sex antaganden:

- Principalen och agenten är båda nytto-maximerande.
- Det finns en målkonflikt mellan principalen och agenten.
- Informationen mellan principalen och agenten är asymmetrisk.
- Agenten är opportunistisk.
- Agenten handlar begränsat rationellt.
- Agenten är riskovillig.

Båda parterna är nytto-maximerade, d v s aktieägarna vill ha ett så stort bidrag från företagsledningen som möjligt och vill samtidigt minimera belöningen till ledningen. Företagsledningen resonerar följaktligen tvärtom. Detta förhållande anses vara paretooptimalt,

²³ Bengtsson & Nygaard, 2002, Strategizing, Studentlitteratur

vilket innebär att det är omöjligt för den ena parten att öka sin nytta utan att minska den andras nytta. Det råder alltså en målkonflikt mellan principalen och agenten.

Informationen antas vara asymmetrisk. Aktieägaren är oftast inte delaktig i varken den strategiska eller operativa verksamheten och har således ganska dålig insyn i hur företaget drivs. Det kan då vara svårt att bedöma om företagsledningens bidrag motsvarar dess belöning. Agenten antas också handla opportunistiskt. Detta kan ta sig uttryck i allt från lögn till stöld och bedrägeri. Principalen garderar sig mot detta genom kontrakt.

Agenten handlar begränsat rationellt. Eftersom företagsledningen har begränsad information har de också begränsade handlingsmöjligheter. Agenten är också riskavers när det gäller den egna belöningen. När agenten får ta en större risk kräver denne också högre belöning.

Det uppstår ofta två problem i principal – agent relationer, nämligen agentproblemet och riskproblemet. Agentproblemet uppstår eftersom det finns en målkonflikt mellan parterna och det är omöjligt eller extremt kostsamt för principalen att övervaka agentens faktiska bidrag. Riskproblemet uppstår när parterna har olika syn på risk. Företagsledningar är, som nämns i antagandena, riskovilliga när det gäller deras egen belöning men de kan vara riskneutrala eller risksökande avseende företagens (aktieägarnas) pengar.

På vilket sätt är då detta relevant vid uppköp? Viss forskning stödjer teorin att det bara är målbolaget som tjänar på ett uppköp.²⁴ En studie av KPMG visade att 53 procent av uppköpen en viss period var värdeförstörande för uppköparens ägare, i 30 procent av fallen kunde ingen skillnad påvisas och i endast 17 procent av fallen var förvärven positiva.²⁵ Detta visar att det kan finnas en målkonflikt mellan företagsledningen och aktieägarna i det uppköpande bolaget.

Glen Arnold tar upp en del faktorer som kan påverka företagsledaren att inte agera i aktieägarnas intresse. Ett större företag betyder att företagsledarna har ett större ansvar vilket innebär att de kan förhandla till sig en bättre lön, högre bonus, förmånliga pensionsplaner och höga avgångsvederlag. Att ansvara för ett större företag innebär också större makt och en högre status. Dessa icke monetära effekter kan vara nog så viktiga för företagsledare som ofta redan har en god privat ekonomi. Det kan innebära att dörrarna öppnas i nya kretsar och kontakter med inflytelserika personer skapas.²⁶ För vissa företagsledare är själva processen vid uppköp spännande. John Kay beskriver det såhär:

”For the modern manager, only acquisition reproduces the thrill of the chase, the adventures of military strategy. There is a buzz that comes from the late night meetings in merchant banks, the morning conference calls with advisers to plan your strategy. Nothing else puts your picture and your pronouncements on the front page, nothing else offers so easy a way to expand your empire and emphasise your role.”²⁷

Det finns en teori som menar att uppköp i sig leder till att fler uppköp görs, det uppstår en förstärkande spiral. Detta beror på att ledningen i mindre bolag känner sig hotade att bli uppköpta och då uppsagda, så för att motverka detta måste de själv bli stora genom att köpa

²⁴ Bradley m fl, 1983, *Determinants of the wealth effects of corporate acquisitions via tender offers: Theory and Evidence*, University of Michigan

²⁵ Cohen, 29 november 1999, Financial Times, sida 23

²⁶ Arnold, 2002, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall

²⁷ Kay, 26 januari 1996, *Poor odds on the takeover lottery*, Financial Times

upp bolag.²⁸ En annan tanke är att företagsledare motvilligt lämnar tillbaka fritt kapital i form av utdelningar, även om inga projekt med positivt NPV finns, eftersom detta minskar deras makt. Dessa likvida medel används då istället för företagsförvärv.

Det bör nämnas att det finns externa intressenter som gärna ser att frekvensen i företagsförvärven är hög. Finanskonsulter på investmentbankerna tar bra betalt för sina råd och dessutom behövs advokater och revisorer med kompetens på området.

Dessa faktorer kan göra att företagsledare i uppköpande företag hellre bejaktar sina egna intresse än aktieägarnas. Agentteorin bidrar till att skapa en ökad förståelse till varför detta beteende uppstår.

3.6 When mergers misfire

Vi har tittat på Anita van de Vliet's artikel ur *Management Today*, 1997.²⁹

”With mergers as with marriage: a high proportion fail, but people keep trying”. Artikeln tar upp olika aspekter på varför uppköp och sammanslagningar misslyckas med att skapa värde för aktieägarna i uppköparen. Enligt en studie av Mercer Management Consulting drivs uppköpen idag (1990-talet) av strategiska och strukturella mål, till skillnad mot under 1980-talet då de flesta styrdes av rena finansiella övermod. Studien visade också att nästan hälften av uppköpen under 1990-talet fortfarande misslyckas att skapa aktieägarvärde. Andra forskare har funnit motsvarande grad av misslyckanden. Men varför är det så att många misslyckas?

Tony Grundy, lärare i strategiskt ledarskap vid Cranfield university, summerar det under tre huvudpunkter. Antingen mistar sig det köpande bolaget på det nuvarande värdet av företaget som man köper, eller förstör man värde genom att betala för mycket, eller så implanterar man uppköpet på ett dåligt sätt. Olika uppköp ges som exempel men tas inte upp här utan vi hänvisar till artikeln. Piers Whitehead, vice direktör på Mercer ger ett tänkvärdt råd, ”Pay for the company; don't pay for the synergies you are hoping for.” Detta kan man egentligen koppla ihop med att det ibland inte görs tillräckligt bra utredningar om det företag man planerar att köpa. Det är viktigt att strategin för uppköpet är rätt. Vidare i artikeln tar författaren upp andra anledningar till varför uppköp inte lyckas skapa aktieägarvärde, t ex nämns att ledning frekvent undervärderar betydelsen av olika kulturer och ledningsstilar. Det kan också vara så att man inte är förberedd att få de båda företagen (uppköparen och målföretaget) att snabbt bli synkroniserade till ett fungerande bolag. Det kan gälla frågor som val av VD, var huvudkontoret ska ligga, hur informationssystemen ska kopplas ihop eller till det mer banala som hur ska Logan på brevpappret se ut.

Det finns alltså många olika sätt att se på vad som gör att ett uppköp inte lyckas skapa aktieägarvärde. En faktor som man nämner i artikeln är för hög budpremie. Det är budpremien i sig vi försöker undersöka lite närmare i vårt arbete.

²⁸ Arnold, 2002, *Corporate Financial Management*, Prentice Hall

²⁹ van de Vliet, juni 1997, *When mergers misfire*, *Management Today*, sida 40 ff

3.7 Teorisammanfattning

Det finns många olika infallsvinklar som kan förklara varför företagsförvärv förekommer. Ovan har vi presenterat en rad teorier eller hypoteser som har olika utgångspunkter. Hybrishypotesen har beslutsfattarens som utgångspunkt och försöker förklara fenomenet mer utifrån ett "behaviorial finance" perspektiv. Med hjälp av agentteorin har vi försökt förklara fenomenet utifrån den klassiska målkonflikten mellan aktieägare och ledning. Vi har även försökt förklara varför uppköp sker rent tekniskt, alltså vilka synergier som kan uppkomma, och varför vissa uppköp misslyckas. Oavsett vilket perspektiv man tar så kan man säga att budpremiens storlek borde vara av central betydelse för om ett uppköp skall anses vara lyckat på lång sikt och ge ökat värde till ägarna.

4 Empiri och Analys

4.1 Inledning

Vår undersökning och mätning bygger till stor del på insamling av historisk information från elektroniska källor som databasen Six Trust och databasen Affärsdata, som vi senare i detta kapitel analyserar. Den förstnämnda har vi haft tillgång till genom finansföreningen LINC vid Lunds Universitet och den andra finns tillgänglig för studenter på Lunds Universitet. Six trust är en databas som har information om historiska aktiekurser och annan information som är kopplad till svenska börsbolag och finansmarknader. Affärsdata är en databas som innefattar artiklar om näringslivet och finansmarknaden från ekonomiska tidskrifter som Dagens Industri, Affärsvärlden och Veckans Affärer för att nämna några. Den omfattar även information från olika nyhetsbyråer som TT och Direkt. Andra viktiga källor har varit boken Ägarna och Makten, Stockholms fondbörs hemsida samt Börsguiden. Till viss del har vi också använt oss av realtidssystemet Reuters Kobra³⁰, även denna har vi haft tillgång till genom finansföreningen LINC. Det har inte varit helt enkelt att få tag på informationen men med hjälp av redan nämnda källor anser vi oss ha nått ett tillfredställande resultat. Efter en kort presentation av empirin och vilka faktorer som vi analyserar kommer vi sedan att åskådliggöra empirin både grafiskt och verbalt tillsammans med våra analyser och diskussioner. Empirin analyseras som vi tidigare nämnt i både univariata och bivariata analyser.

4.2 Avlägsna uteliggare

Vi har valt att kontrollera vilka värden på budpremien som anses vara avlägsna uteliggare enligt Körner & Wahlgren³¹. Dessa värden tas bort i analysen eftersom de ger en snedvriden bild av materialet. De avlägsna uteliggarna är fyra IT bolag och ett bioteknikföretag. Vi har även valt att ta bort de värden som visar en negativ budpremie eftersom det är uppenbart att det rör sig om följbud som inte denna analys behandlar. Dessa värden (2 stycken) ger således även en felaktig bild.

Beräkningen av avlägsna uteliggare:

Första kvartilen: 19,050 %
Tredje kvartilen: 45,282 %

Avlägsna uteliggare till höger: $45,282 + 3,0 * (45,282 - 19,050) = 123,98$ % (5 stycken)
Avlägsna uteliggare till vänster: $19,050 - 3,0 * (45,282 - 19,050) = -20,30$ % (0 stycken)
De uppköp som faller bort ifrån analysen är följande:

Tid	Uppköpare	Målbolag	Budpremie
2000-02-08	Mandator AB	Cell Network	424,32 %
2001-01-25	TMP Worldwide Inc.	Jobline Intern. AB	266,57 %
2003-02-28	Adera AB (nu Addnode)	Mogul AB	224,81 %
2001-01-10	Cardiac Science inc.	Artema Medical AB	174,17 %

³⁰ <http://about.reuters.com/productinfo/kobra/index.asp>

³¹ Körner & Wahlgren, 2002, Praktisk Statistik, Studentlitteratur

2001-11-20 Eniro AB
1997-11-24 Argonout
1991-11-28 IC-Holding

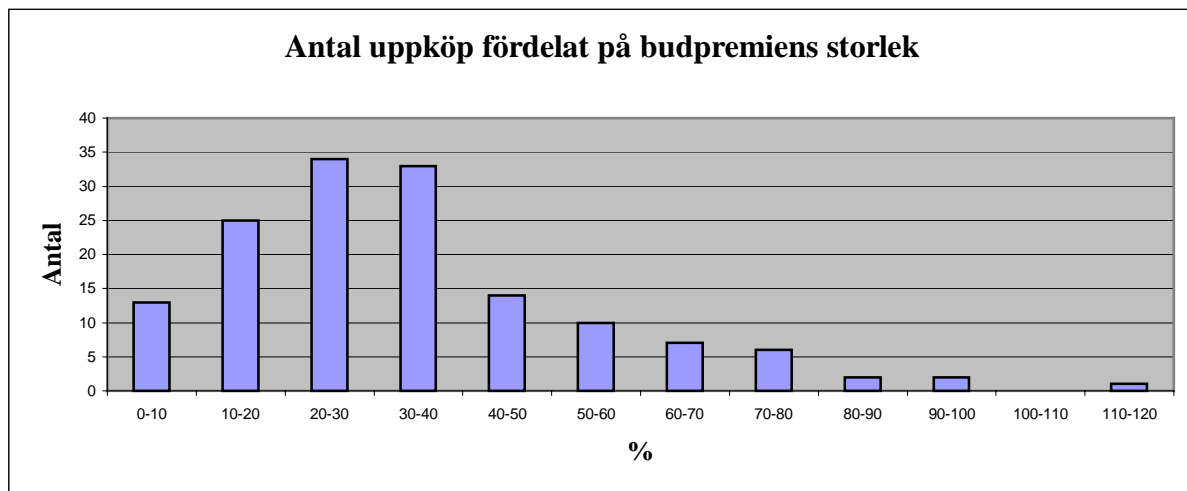
Scandinavia Online AB
Nordström & Thulin
Inter. Credit Corp.

164,37 %
-2,39 %
-12,28 %

Analysen behandlar de sex faktorerna, ägarstrukturen, betalningssättet, börshumöret, börsvärdet, röststarka – röstsvaga aktier och svensk - utländsk uppköpare i separata univariata analyser. Det innebär att varje kategori först behandlas enskilt. Sedan görs bivariata analyser där två faktorer mäts kombinerat. Detta presenteras med diagram och matriser. Först vill vi dock åskådliggöra hur antalet uppköp har varit fördelade med storleken på budpremien. Därefter beskriver vi hur storleken på budpremien och antalet uppköp har förändrats under arbetets mätperiod.

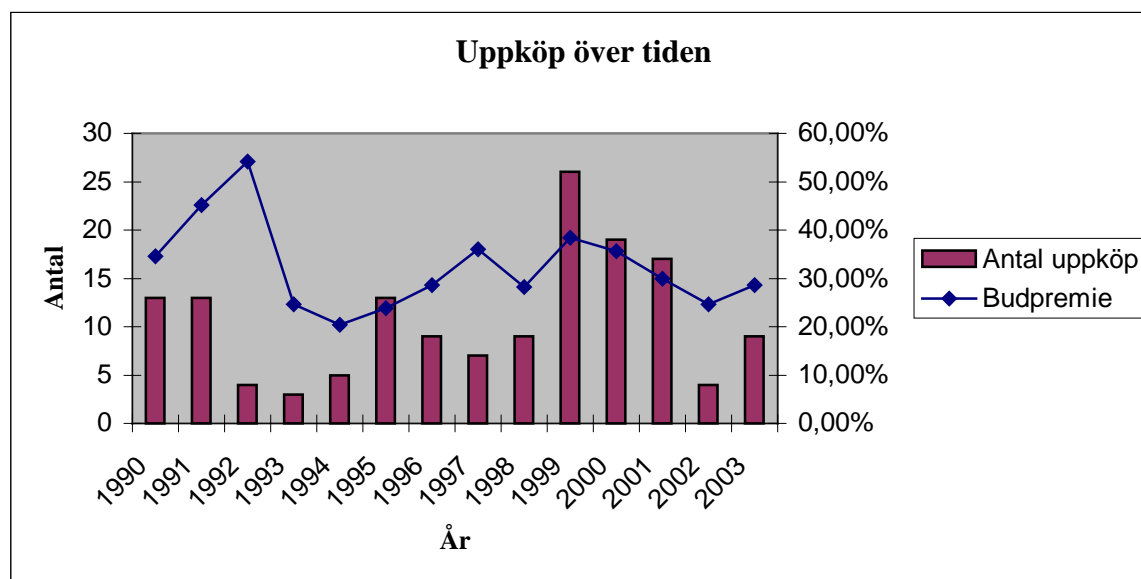
4.3 Antal uppköp fördelat på budpremiens storlek

Denna presentation har vi valt att ta med för att läsaren ska få en förståelse hur de uppköp som vi har med i vår undersökning har varit fördelade. Flest antal har det varit i kategori 3 (34 stycken) och 4 (33 stycken), vilka är budpremie mellan 20 och 30 procent respektive budpremie mellan 30 och 40 procent. Inga uppköp med budpremie mellan 100 och 110 procent fanns med i vårt material.



Diagrammet visar antalet uppköp fördelat på budpremiens storlek redovisat i tio-procents intervaller, samtliga uppköp i studien förutom de avlägsna uteliggarna (se 4.2) samt de två som hade negativ budpremie omfattas.

4.3.1 Budpremiens historiska utveckling under mätperioden



Diagrammet visar hur många uppköp som inträffat varje år samt hur budpremiens medelvärde varit under respektive år.

Vi vill här åskådliggöra hur budpremien har sett ut under vår undersökningsperiod, vilken nivå den har legat på under de olika åren från 1990 till 2003. Vår undersökning har 151 stycken olika uppköp beroende på att vi valt att bortse ifrån extrema värden som avlägsna uteliggare och de två som hade negativ budpremie (se 4.2). I de fallen då aktierna har varit röstdifferentierade har vi valt att räkna på ett snitt av dessa båda. Snittet beräknas genom att addera budpremierna för A och B aktierna och sedan dividera detta tal med 2. Snittet är alltså inte viktat på hur många aktier varje aktieslag har. Vi undersöker senare i vår analys om det finns någon skillnad på budpremien mellan A- och B-aktien.

Budpremien och antalet uppköp är olika från år till år. Det går inte att med hjälp av året och antal uppköp komma till någon riktig slutsats hur budpremien har påverkats av när i tiden uppköpet har inträffat. Det enda vi kan göra är att konstatera hur budpremien har varierat. Det går heller inte att med hjälp av den historiska utvecklingen försöka hitta ett resultat som ska ge en förklaring till hur stor kommande års budpremie blir, det finns alltså ingen tydlig trend. Den genomsnittliga budpremien över de olika åren i undersökningen hamnar på 32,38 procent, vilket skiljer sig något jämfört med den genomsnittliga budpremien beräknat på samtliga uppköp oavsett vilket år det har ägt rum som har en genomsnittlig budpremie på 33,90 procent. Det är alltså ingen större skillnad på den genomsnittliga budpremien om man beräknar den som ett historiskt medelvärde eller enbart som ett genomsnitt oavsett vilket år som det ägde rum.

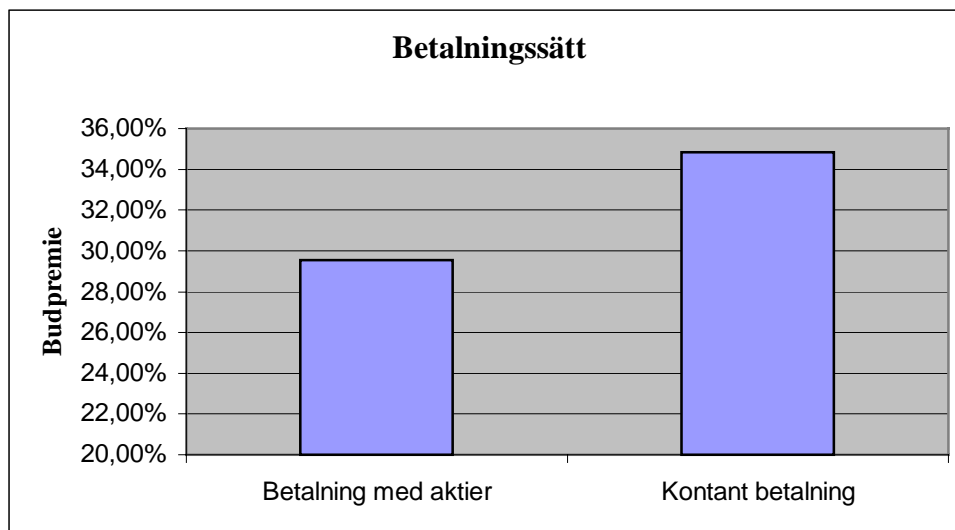
Det är olika antal uppköp varje år, flest var det utan tvekan 1999 med 33 stycken och minst 1993 (3 stycken) och 1992 (4 stycken). Noterbart är att de fyra uppköpen som gjordes under 1992 hade i genomsnitt en budpremie på 54,22 procent. Tar man bort detta år och beräknar en genomsnittlig budpremie över perioden hamnar man istället på 33,16 procent. Budpremien ligger med undantag för två år (1991 och 1992) på en budpremie mellan 20,39 procent (1994) och 38,44 procent (1999).

De åren med få uppköp kan göra slutsatserna svagare. De åren som vi inte har någon större frekvens över antal uppköp, 1992, 1993, 1994, 1997, 1998, 2002 och 2003 har vi funnit mindre än tio träffar. Beräknar man ett genomsnitt på de åren som har mer eller lika med 10

uppköp hamnar den genomsnittliga budpremien över perioden på 34,61 procent. Det är ingen större skillnad alltså, vilket pekar på att denna effekt är ganska liten. Detta får oss sammanfattningsvis att tro att det inte har någon större betydelse på vilket år som uppköpet har ägt rum för storleken på budpremien.

4.4 Univariata analyser

4.4.1 Betalningssättets inverkan på budpremien



Diagrammet visar hur den genomsnittliga budpremien varit beroende på om uppköparen har finansierat köpet med kontant betalning, eller med inblandning av aktier.

I denna del har vi undersökt om budpremien skiljer sig beroende på hur uppköparen har valt att finansiera uppköpet. Som betalningssätt har vi skiljt på kontant betalning och betalning med aktier. Kontant betalning innebär att målbolagets ägare får ett visst belopp per aktie. Betalning med aktier är en form av apportemission, köparen har gett ut nya aktier och erbjudit dessa med ett givet villkor. Under detta betalningssätt har vi även lagt de uppköp som haft ett mixat betalningssätt, det vill säga, uppköparen har erbjudit en viss kontant betalning tillsammans med aktier. Anledningen till varför vi inte har valt att analysera den mixade betalningen själv är att det endast varit ett fåtal sådana uppköp.

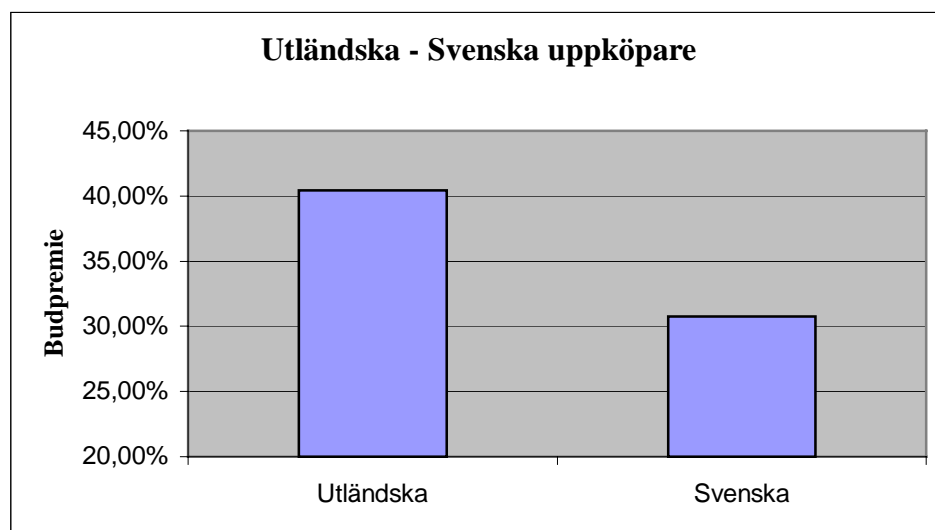
De flesta av uppköpen har haft kontant betalning (124 stycken) och således har resterande 27 uppköp haft en betalning med inblandning av aktier som betalningssätt. Budpremien för uppköp som blivit betalda med aktier, enbart eller mixat, är i genomsnitt 29,57 procent och med kontant betalning 34,84 procent.

Våra förväntningar var att uppköp med inblandning med aktier som betalningssätt skulle ge en högre budpremie än uppköp med kontant betalning. Anledningen till att vi hade förväntningar på att budpremien skulle vara högre då betalning med aktier gjorts var att vi resonerade att risken för aktieägarna är betydligt större för målbolagets aktieägare jämfört med kontant betalning. Det uppköpande bolaget måste lyckas med förvärvet för att avkastningen på aktien ska vara positiv. Det kan vara så att det uppköpande bolaget befinner

sig i en annan bransch eller ett annat land vilket gör att de kanske inte har samma kännedom om det nya området, vilket blir en osäkerhetsfaktor att ta hänsyn till. Med en kontant betalning däremot så vet man exakt vad man får, man är inte beroende av hur aktiemarknaden utvecklas och kan istället välja andra investeringar.

Vår undersökning visade tvärtemot våra förväntningar, betalning med kontanta medel har gett en högre budpremie än vad betalning med aktier har gjort. En möjlig förklaring till detta kan vara att många av de uppköp som gjorts av utländska köpare och som blivit betalda med aktier inte är med i undersökningen. Orsaken till detta är att vi ofta inte haft tillgång till historiska kurser på uppköpande bolag som varit noterade utomlands. Det är möjligt att undersökningen skulle ha visat lite annorlunda resultat om dessa uppköp också varit med i sammanställningen, men detta har vi inga belegg för utan vi vill mer lägga fram det som ett möjligt scenario. Givetvis skulle det också kunna innebära vice versa, att budpremien för betalning med aktier hade blivit ännu mindre. En möjlig förklaring till att budpremien är högre vid kontant betalning är att det blir en realisationsvinst vid aktieförsäljningen, vilket motiverar att målbolagets aktieägare kräver en liten högre budpremie. Det är svårt att dra några andra slutsatser utan att gå lite djupare in i varje uppköp, vilket vi inte gör i vårt arbete. Utifrån sammanställningen kan vi bara konstatera att en kontant betalning har historiskt haft en högre budpremie.

4.4.2 Uppköpare, svensk vs utländsk



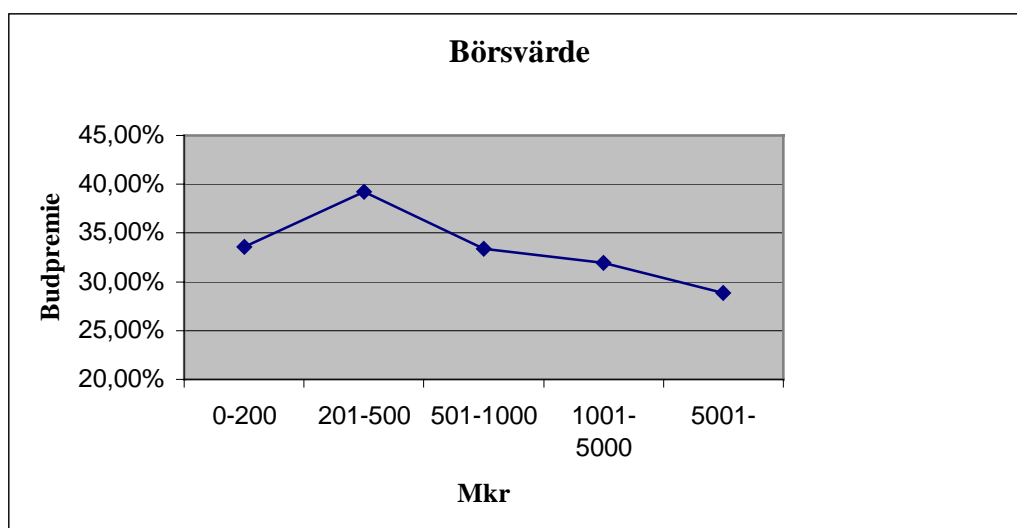
Diagrammet visar hur budpremien varit, beroende på om uppköparen varit svensk eller utländsk.

Grafen visar hur stor budpremie utländska uppköpare respektive svenska uppköpare betalat i genomsnitt under mätperioden. Det har varit 49 utländska köpare som har betalat 40,41 procent i snitt jämfört med 102 svenska köpare som betalat 30,77 procent i snitt. Med svensk uppköpare menas här företag som är registrerade i Sverige. Alla andra bolag räknas som utländska.

Skillnaden är alltså nästan 10 procentenheter och får anses som förhållandevis betydelsefull. Vad kan denna skillnad bero på? Det är naturligtvis svårt att svara på, men en faktor kan vara att utländska köpare har en sämre kännedom om den svenska marknaden och betalar därför mer. En annan kan vara att det är mer gynnsamt för utländska bolag att köpa ett bolag i ett annat land utifrån deras skatteregler än vad det är för svenska företag i Sverige vid uppköp inom landets gränser. Vi har inte undersökt detta närmare beroende på att vi har bolag från

olika länder och regioner samt att de varit varierande i antal. Det kan också vara så att en inbrytning eller lansering på den svenska marknaden är extra kostsamt för ett bolag som inte verkar i landet. Det krävs nya lokaler och ny personal. Att bygga upp en ny organisation i ett nytt land med en annan kultur kan vara kostsamt. Det är då i vissa fall kanske värt att betala mer för ett etablerat bolag för att sedan utveckla detta. Det kan också vara så att timingen är avgörande för lanseringen av en ny produkt eller tjänst. Utländska köpare ser kanske inte det som ett alternativ att ta sig tid att bygga upp en egen organisation. Risken finns då att de svenska företagen hinner före och tar marknadsdelar. En annan förklaring kan vara valutaskillnader, en stark utländsk valuta och en svag krona kan göra att budpremien blir högre vid utländska köp och vice versa. Även här hade man kunnat gå lite djupare i det enskilda uppköpet och analysera växelkursen vid uppköpet. Det kan också vara en ren patriotisk anledning att man kräver ett högre bud för att sälja ut det svenska till utländska köpare.

4.4.3 Börsvärdets inverkan på budpremien



Diagrammet visar hur budpremien varierat, beroende på hur stort målbolaget är, beräknat som börsvärde.

Vi har valt att dela in börsvärdet i fem intervall för att skapa en begriplig bild av storleken på målbolagen mätt som börsvärde. Intervallen kan utläsas i diagrammet ovan. Antalet uppköp inom varje intervall är också någorlunda jämt fördelat. Det första intervallet har 35 stycken träffar, 36 stycken i nästa, 19 stycken i intervallet 501-1000, 45 stycken i kategorin 1001-5000 och slutligen 16 stycken i det sista intervallet. Det första värdet, för bolag med ett börsvärde under 200 Mkr, avviker från vår tes att små bolag har högre budpremie än stora bolag. Om vi bortser från detta värde kan dock en klar fallande trend utläsas. Det högsta värdet, för bolag mellan 201 och 500 Mkr, är 39,23 procent. De största målbolagen, med ett börsvärde på över 5 miljarder kronor accepterade i snitt en budpremie på 28,85 procent. Skillnaden är alltså över 10 procentenheter.

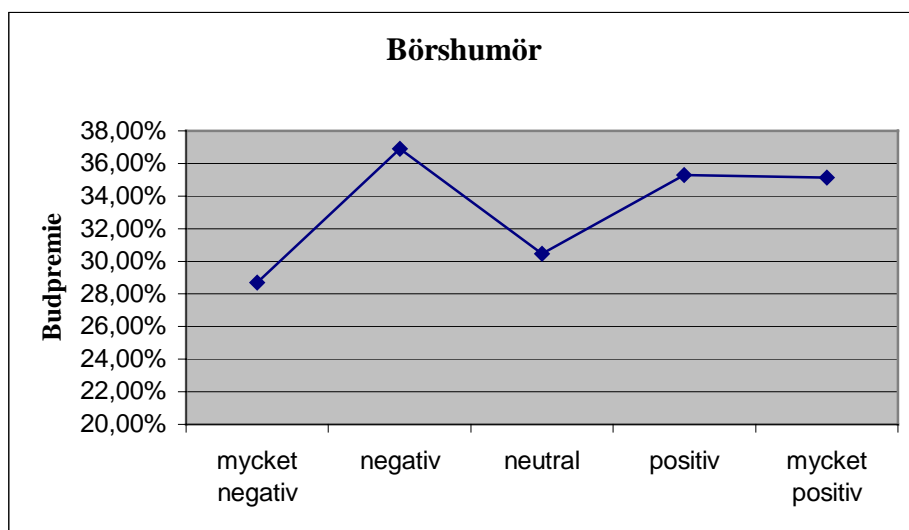
Enligt denna analys verkar det som om stora målbolag blir uppköpta med en lägre budpremie än mindre företag. I ett mindre uppköp kan det vara lättare att motivera ett överpris jämfört med ett större, då det handlar om helt andra resurser som behövs beroende på storleken. Detta resonemang bygger på att man i mindre uppköp lättare kan frigöra de resurser som krävs och

lättare kan vara villig att betala lite mer. Vi har i vår undersökning valt att mäta storleken på målbolaget som börsvärdet då vi anser att det varit ett lämpligt sätt att mäta storleken på. Det är dessutom ett konsekvent sätt att mäta de olika bolagen på. Andra intressanta mått på storleken kunde ha varit omsättning, antal anställda och lönsamhet. En annan anledning till varför större företag har en något lägre budpremie kan vara det faktum att det kräver alltmer av det uppköpande bolaget för att få de båda att passa in i ett fungerande bolag. Det kräver mer för att uppnå de synergier som man väntar sig och därför kan det tänkas att man inte är beredd på att betala lika hög budpremie som det har gjorts för mindre företag.

4.4.4 Börshumörets inverkan på budpremien

Börshumöret mäts som utvecklingen i Affärsvärldens generalindex sex månader innan offentliggörandet av ett bud. Vi har valt att dela in börshumöret i fem intervall:

Mycket negativt:	> -30 %
Negativt:	-30 % till -10 %
Neutralt:	-10 % till 10 %
Positivt:	10 % till 30 %
Mycket positivt:	< 30 %



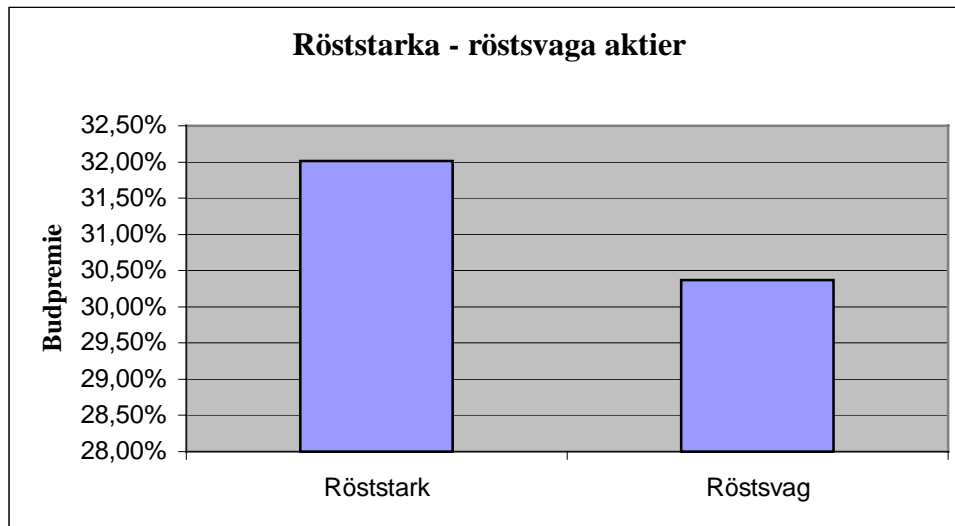
Diagrammet visar hur budpremien varierat beroende på vilket börshumör det varit.

Under mätperioden har den allmänna börsutvecklingen svängt kraftigt. Det högsta värdet vi mätt är 68,91 procent medan det lägsta är -36,60 procent. Detta beror till stor del på att IT – bubblan ingår i perioden. I kategorin ”mycket negativt” ingår endast två uppköp vilket gör att värdet måste tolkas med försiktighet. Det finns inget klart samband mellan börshumöret och storleken på budpremien. Detta kan vid en första anblick vara förvånande. Aktiemarknaden verkar ofta över eller undervärdera ett bolag i volatila perioder, i alla fall om man har facit i hand. Det är kanske just detta som är problemet. När historiska siffror analyseras är det lätt att se vilka beslut som borde ha fattats, vilka uppköp som borde ha gjorts och vad de borde ha kostat. När aktieägarna i uppköparen och målbolaget ska fatta ett beslut om framtiden blir det svårare. Börsen har kanske gått upp 30 procent under en sexmånadersperiod, men vad är det som säger att det inte kan gå upp ytterligare 30 procentenheter under nästa

sexmånadersperiod? Marknadstron blir av central betydelse och den kan variera kraftigt från investerare till investerare.

4.4.5 Skillnaden på budpremien mellan röststarka och röstsvaga aktier

För att se hur stor skillnaden i budpremien mellan A- och B-aktier är har vi ställt dessa emot varandra. Undersökningen har 12 stycken uppköp där både A- och B-aktien har varit noterade.

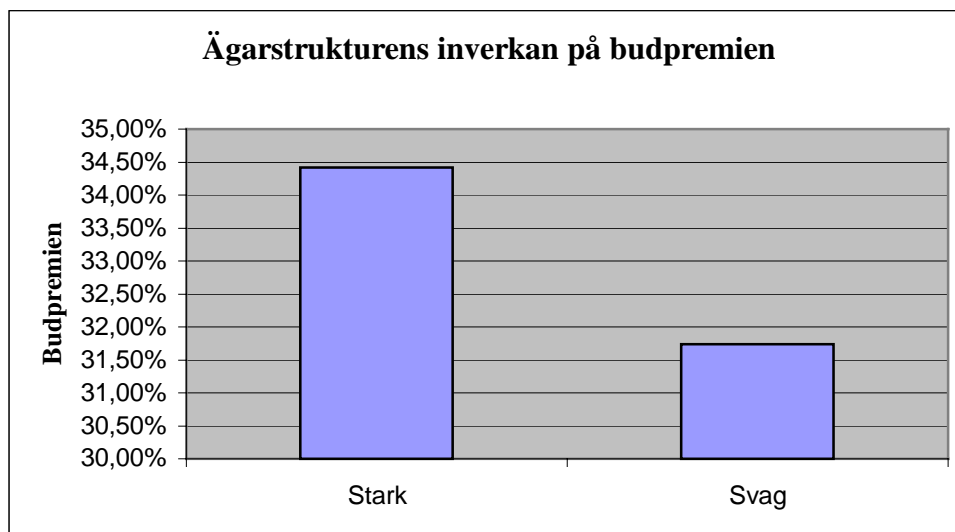


Diagrammet visar hur budpremien skiljt sig mellan röststarka eller röstsvaga aktier.

De röststarka aktierna har i genomsnitt gett en budpremie på 32,0 procent medan de röstsvaga har gett en budpremie på 30,4 procent. Skillnaden är med andra ord inte speciellt stor. Det är dock ett förhållandevis litet urval så siffrorna ska tolkas med viss försiktighet. Vid många uppköp har den röststarka aktien inte varit noterad, vilket innebär att vi inte kunnat ta med dessa fall.

I de fall denna analys behandlar (se bilaga 1 för förteckning av uppköpen) har makten alltså bara ett marginellt högre pris. Det kan bero på att ägarfamiljen, som har mycket röster i förhållande till kapital av ett bolag, är mer benägna att sälja än övriga aktieägare. Sydsvenska Kemis köp av Perstorp är ett sådant exempel. Rensar man detta värde blir budpremien 34,3 procent för de röststarka och 29,7 procent för de röstsvaga. För att kunna dra säkrare och mer generella slutsatser måste undersökningar med fler uppköp göras.

4.4.6 Ägarstrukturens inverkan på budpremien



Diagrammet visar hur budpremien varit, beroende på om målbolaget haft en stark eller en svag ägarstruktur.

För att undersöka om ägarstrukturen i målbolaget påverkar budpremien har vi i undersökningen delat in målbolaget i två olika kategorier. Stark ägarstruktur är, enligt vår definition, när målbolagets ägare med minst femprocentiga innehav tillsammans haft mer än 50 procent av rösterna. Svag ägarstruktur är om de ägare som haft minst 5 procent av rösterna inte tillsammans uppnått 50 procent. Av undersökningen har 98 målbolag haft stark ägarstruktur och 49 stycken svag ägarstruktur. Den förra kategorin har en budpremie på 34,42 procent medan den senare har en budpremie på 31,74 procent.

I denna analys har fyra uppköp fallit bort på grund av bristande information (dessa benämns 5 i bilaga 3). Resultatet visar att budpremien har varit högre då målbolaget har haft en stark ägarstruktur än när ägarstrukturen varit svag. Detta innebär alltså att det krävs ett litet högre bud för att få igenom uppköpet när målbolaget har en stark ägarstruktur. Det är möjligt att detta kan bero på att det är lättare för ett målbolag med stark ägarstruktur att tillsammans enas om vilket bud man tänker acceptera. Målbolag med svag ägarstruktur får då nöja sig med lite lägre budpremie eftersom deras förhandlingsposition är svagare. Skillnaden är inte stor men värd att beakta.

4.5 Bivariata analyser

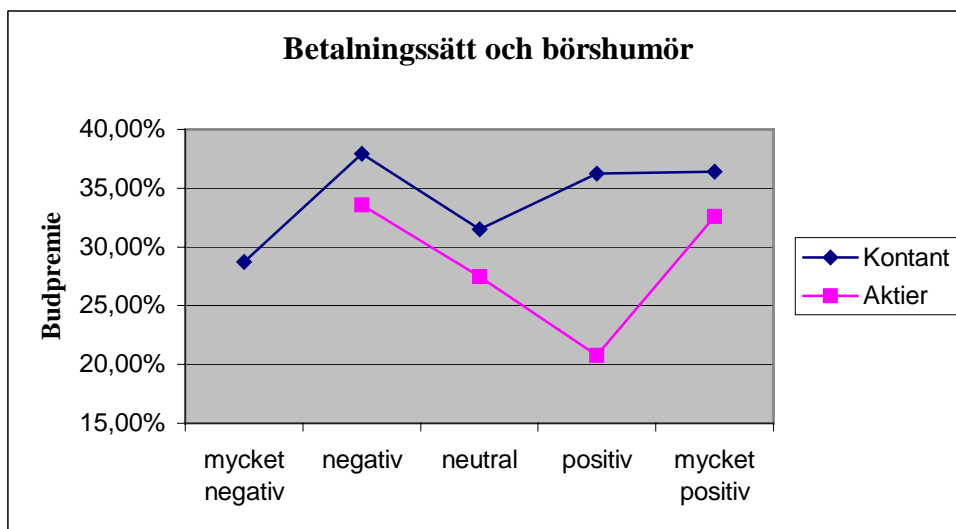
Efter att i de tidigare analyserna enbart undersökt budpremien med en förklarande variabel försöker vi i de kommande analyserna undersöka och analysera hur storleken på budpremien kan förklaras med hjälp av att göra några relevanta bivariata analyser, det vill säga hur två olika faktorer tillsammans kan förklara eller inte kan förklara hur storleken på budpremien påverkats.

4.5.1 Betalningssättet och svensk – utländsk uppköpare

		Uppköpare	
		Svensk	Utländsk
Betalningssätt	Kontant	31,45 %	41,99 %
	Aktier	28,15 %	34,52 %

Fyrfältsmatrisen visar storleken på de olika genomsnittliga budpremierna vid svenska respektive utländska uppköpare och om köpet skede kontant eller med aktier. Det har varit 81 stycken uppköp där köparen varit ett svenskt företag som har betalat kontant, samma kategori köpare men med betalning med aktier har det varit 21 stycken. När det gäller de uppköp som har haft utländsk köpare har utfallet varit sex stycken som har betalat med aktier och 43 stycken som betalat kontant. I likhet med de tidigare univariata analyserna är utländska köpare beredda att betala mer än svenska. Skillnaden är mellan 6,37 procent (aktier) och 9,78 procent (kontant) beroende på om betalningen sker kontant eller med aktier. Noterbart är att svenska uppköpare som betalar kontant och utländska köpare som betalar med aktier ger ungefär samma budpremie. Det enda värde som sticker ut lite är då utländska köpare betalar kontant. Precis som under analysen i 4.4.2 (Köpare, svensk vs utländsk) kan man föra samma resonemang att det beror på olika skatteregler och/eller att valutan och växelkursen har betydelse för att budpremien är högre i de uppköp som utländska bolag har gjort.

4.5.2 Betalningssättet och börshumöret

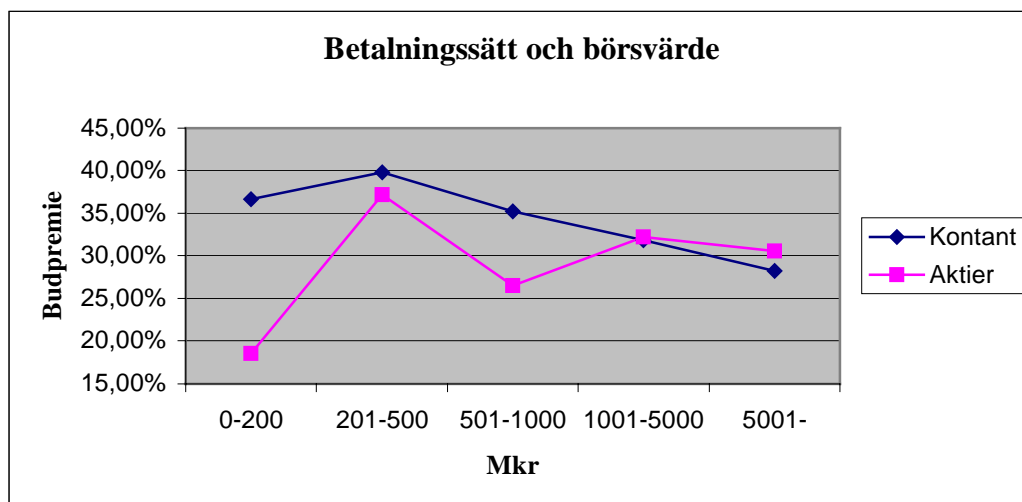


Diagrammet visar hur budpremien varierat, beroende på vilket betalningssätt som uppköparen använt och vilket börshumör det varit.

Börshumör	Betalning kontant	Betalning aktier
Mycket negativt: > -30 %	2st	0st
Negativt: -30 % till -10 %	32st	9st
Neutralt: -10 % till 10 %	45st	9st
Positivt: 10 % till 30 %	31st	2st
Mycket positivt: < 30 %	14st	7st

X – axeln står för den procentuella börsutveckling som varit sex månader innan offentliggörandet av buden. Få värden har observerats för stark negativ utveckling (inga för betalning med aktier), därför är inte detta intervall intressant att analysera. Vid betalning med aktier och positiv börsutveckling är budpremien låg. Detta värde ska dock även bortses från eftersom antalet observerade värden är för få (två stycken). I både fallet med kontant betalning och betalning med aktier går det inte att hitta någon trend. Börshumöret har alltså ingen inverkan på storleken på budpremien. Vi kan dock även här se att kontant betalning ligger högre än betalning mot aktier i samtliga fall.

4.5.3 Betalningssättet och börsvärdet

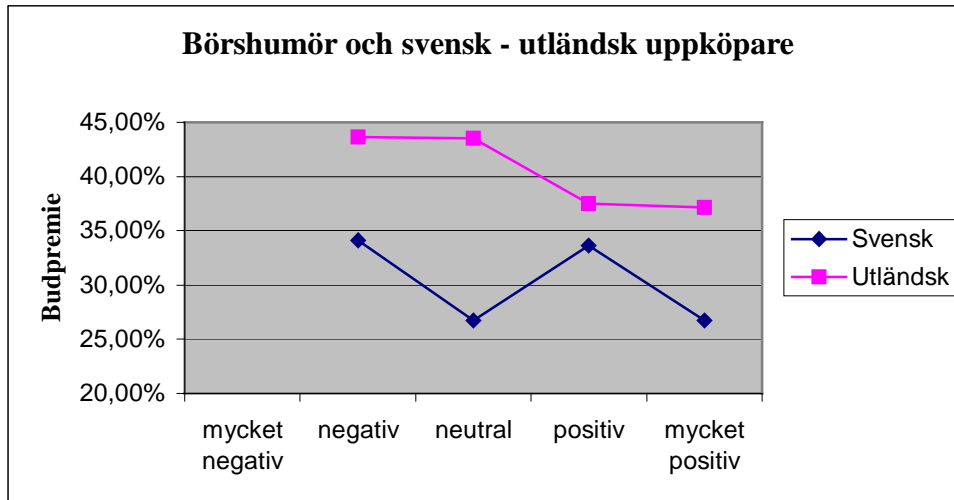


Diagrammet visar hur budpremien varierat, beroende på vilket betalningssätt som uppköparen använt tillsammans med hur stort börsvärdet varit på målbolaget.

Börsvärdet(Mkr)	Betalning kontant	Betalning aktier
0-200	29st	6st
201-500	28st	8st
501-1000	15st	4st
1001-5000	40st	5st
5001-	12st	4st

Kontant betalning har här samma trend som vi tidigare konstaterat. Vid betalning med aktier går det dock inte att se samma utveckling. Det första värdet ska tolkas med försiktighet (0-200) eftersom observationerna endast är 6 stycken. När målbolagen är stora, mellan 1 och 5 miljarder i börsvärde, är budpremien lika stor oavsett betalningssätt. För de största bolagen med ett börsvärde på mer än 5 miljarder är budpremien högst för aktier. Detta kan bero på att det är svårare för uppköparen att skaffa så stora summor kontant. Vid dessa tillfällen köper kanske uppköparen hellre med aktier och accepterar ett högre pris.

4.5.4 Börshumöret och svensk – utländsk uppköpare



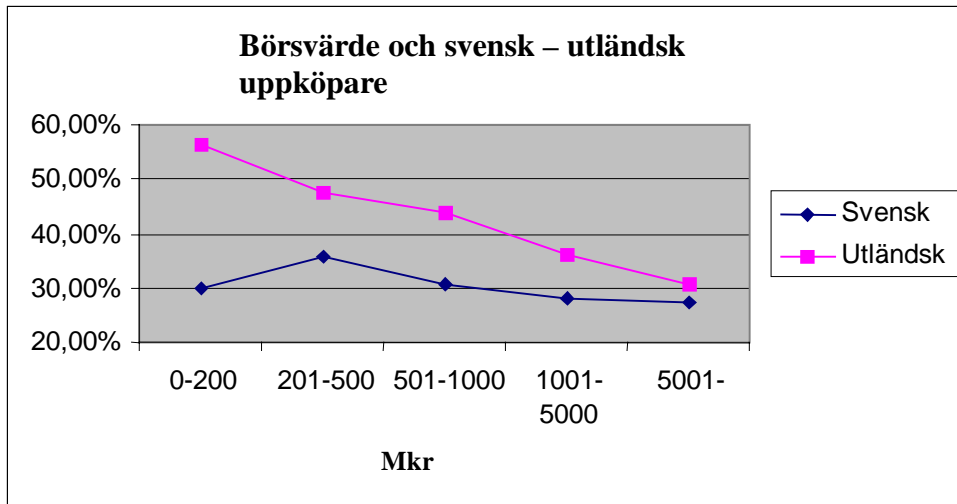
Diagrammet visar hur budpremien varierat, beroende på om uppköparen varit svensk eller utländsk tillsammans med vilket börshumör det var när uppköpet ägde rum.

Börshumör	Svensk köpare	Utländsk köpare
Mycket negativt: > -30 %	2st	0st
Negativt: -30 % till -10 %	29st	12st
Neutralt: -10 % till 10 %	42st	12st
Positivt: 10 % till 30 %	19st	14st
Mycket positivt < 30 %	10st	11st

Vi har här valt att bortse från ”mycket negativ” börsutveckling på grund av för få värden. Som vi sett tidigare betalar utländska köpare mer för målbolagen. De utländska bolagen har en negativ lutning, vilket innebär att uppköparna är mer försiktiga i sin budgivning när börsen gått upp mycket de senaste sex månaderna. Skillnaden är dock obetydlig mellan negativ och neutral och mellan positiv och mycket positiv, vilket försvagar sambandet. Samma trend går dock inte att se bland de svenska uppköparna och i den univariata analysen kunde inget samband påvisas.

Sammantaget har alltså, enligt denna analys, börshumöret ingen inverkan på storleken på budpremien. Var köparen kommer ifrån påverkar dock budpremien, där utländska köpare betalar mer än svenska.

4.5.5 Börsvärdet och svensk – utländsk uppköpare



Diagrammet visar hur budpremien varierat beroende på om uppköparen varit svensk eller utländsk tillsammans med vilket börsvärde som målbolaget haft.

Börsvärdet(Mkr)	svensk uppköpare	utländsk uppköpare
0-200	30st	5st
201-500	25st	11st
501-1000	15st	4st
1001-5000	24st	21st
5001-	8st	8st

Denna graf stärker vad vi tidigare sett i den univariata analysen av börsvärdet. Här är en uppdelning gjord på svenska och utländska köpare. I båda fallen lutar kurvan nedåt (om vi bortser från 0-200 värdet för svenska bolag). Det är dock en kraftig skillnad mellan svenska och utländska köpare. De minsta utländska målbolagen har en genomsnittlig budpremie på 56,25 procent medan de största ligger på 30,47 procent. Gapet mellan de svenska och de utländska köparna minskar dock för bolag med börsvärde mellan en och fem miljarder. För de största målbolagen, med börsvärde över 5 miljarder är skillnaden ännu mindre, cirka tre procentenheter. Grafen visar alltså att större målbolag erhåller en lägre budpremie än små. Den visar också att skillnaden mellan svenska och utländska köpare är stor.

4.5.6 Ägarstrukturen och betalningssättet

		Ägarstruktur	
		Stark	Svag
Betalningssätt	Kontant	34,67 %	33,91 %
	Aktier	33,32 %	22,07 %

När det gäller storleken på budpremien tillsammans med vilket betalningssätt och vilken ägarstruktur som uppköpet haft kan vi se att en stark ägarstruktur oavsett betalningssättet har en högre budpremie än uppköpen där ägarstrukturen varit svag. Vi kan också notera att när det gäller målbolag med stark ägarstruktur så skiljer det sig marginellt mellan vilket betalningssätt som uppköpet haft, 34,67 procent budpremie vid kontant betalning (80st) och 33,32 procent vid betalning med aktier (18stycken). Däremot så är det en betydligt större skillnad mellan vilket betalningssätt som används när målbolaget har haft en svag ägarstruktur, 33,91 procent vid kontant betalning (40 stycken) och 22,07 procent vid betalning med aktier (9 stycken). Den stora skillnaden och det anmärkningsvärda med denna bivariata analys är att om målbolaget har en stark ägarstruktur så påverkar betalningssättet knappt budpremien, medan det vid målbolag med svag ägarstruktur är en skillnad på 11.84 procentenheter. Sammanfattningsvis så har en stark ägarstruktur högre budpremie än svag och kontant betalning ger högre budpremie än betalning med aktier, precis samma resultat som kunde påvisas under respektive faktors univariata analys.

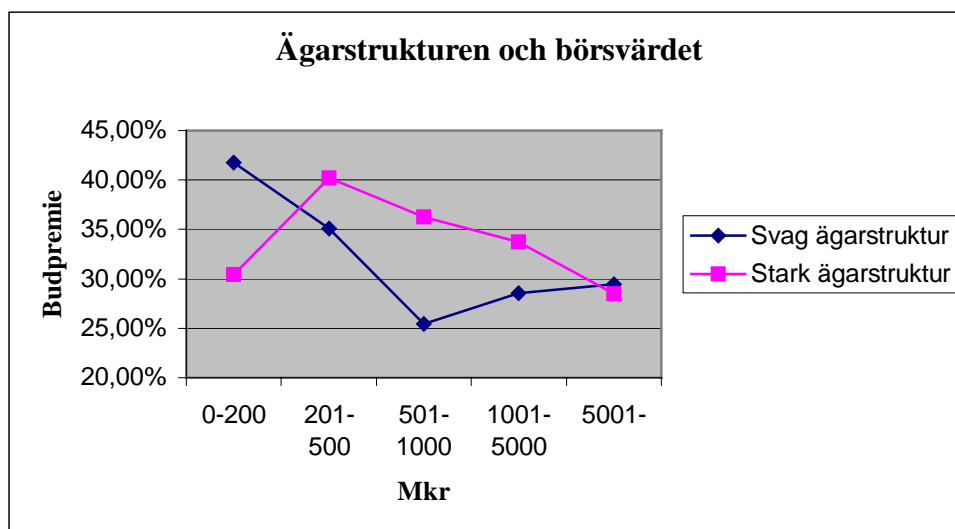
4.5.7 Ägarstrukturen och svenska – utländska uppköpare

		Ägarstruktur	
		Stark	Svag
Svensk - Utländsk	Svensk	32,32 %	27,19 %
	Utländsk	39,96 %	38,92 %

Under denna analys finner vi att när det gäller uppköp där köparen varit utländsk så har budpremien varit nästintill lika stor oavsett vilken ägarstruktur som målbolaget har haft. Den är 38,92 procent vid svag ägarstruktur hos målbolaget (19 stycken) och 39,96 procent vid stark ägarstruktur hos målbolaget (27 stycken). Budpremien när köparen varit svensk har varit 27,19 procent vid svag ägarstruktur hos målbolaget (30 stycken) respektive 32,32 procent vid stark ägarstruktur hos målbolaget (71 stycken). Precis som i den univariata analysen,

beroende på om det varit svensk eller utländsk köpare, kan vi se att budpremien har varit högre när det har varit ett uppköp av en utländsk köpare. De uppköpen med stark ägarstruktur har bara cirka en procentenhet högre budpremie än de svaga för de utländska uppköparna. När det gäller de svenska uppköpen spelar ägarstrukturen en större roll. Skillnaden är cirka fem procentenheter.

4.5.8 Ägarstrukturen och börsvärdet

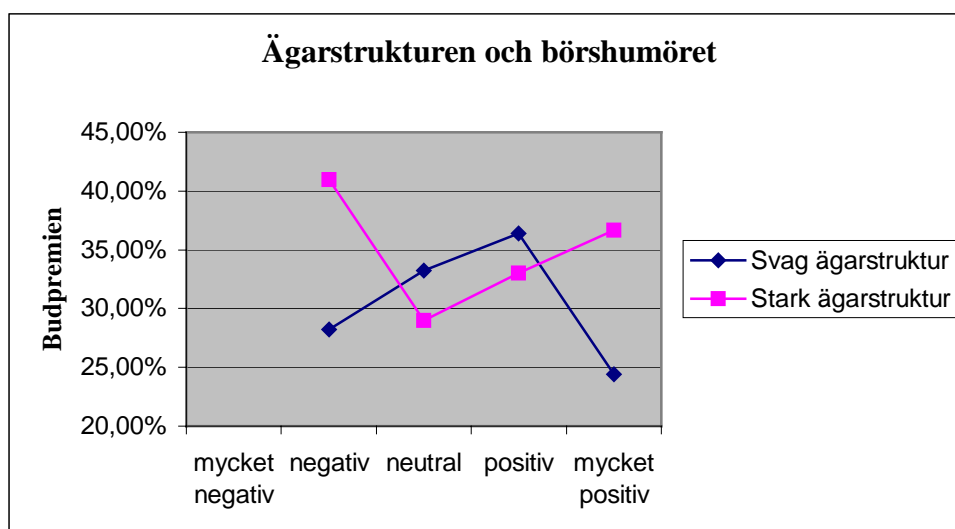


Diagrammet visar hur budpremien varierat, beroende på om målbolaget haft en svag eller stark ägarstruktur tillsammans med vilket börsvärde som målbolaget haft.

Börsvärdet(Mkr)	svag ägarstruktur	stark ägarstruktur
0-200	9st	24st
201-500	9st	27st
501-1000	5st	14st
1001-5000	20st	23st
5001-	6st	10st

Först och främst kan man konstatera att om man jämför den univariata analysen av börsvärdet med denna bivariata analys, så ser man att budpremien vid stark ägarstruktur har liknande utveckling som tidigare redovisats. Först stiger den från börsvärden på målbolagen 0-200 till börsvärden på målbolagen mellan 200-500 med 9,78 procentenheter, för att sedan minska till en budpremie på 28,49 procent i den sista kategorin. Detta stärker vad vi tidigare har redovisat, ju större börsvärde desto mindre budpremie (om man bortser för de minsta bolagen). Däremot så stämmer inte detta i fallen med de målbolag som haft en svag ägarstruktur. Där har budpremien först minskat för att sedan öka igen. Här har vi inte riktigt kunna tyda vad detta kan bero på. Vi kan se att en stark ägarstruktur i tre av kategorierna på börsvärdet har en större budpremie än vad de målbolagen med en svag har haft. Det visar sig samtidigt att en svag ägarstruktur har en högre budpremie i två av fallen. Det är möjligt att det har en viss betydelse för utfallen att det inte är speciellt många träffar med vid svag ägarstruktur. Noterbart är att fyra värden är bortsållade, dessa benämns 5 i bilaga 3.

4.5.9 Ägarstrukturen och börshumöret



Diagrammet visar hur budpremien varierat, beroende på om målbolaget haft en stark eller svag ägarstruktur tillsammans med vilket börshumör som det har varit.

Börshumör		Svag ägarstruktur	Stark ägarstruktur
Mycket negativt:	> -30 %	1st	1st
Negativt:	-30 % till -10	13st	28st
Neutralt:	-10 % till 10	19st	35st
Positivt:	10 % till 30	12st	19st
Mycket positivt:	< 30 %	4st	15st

Vi har valt att inte ta med det som vi benämner mycket negativt börshumör i denna analys då det bara varit två träffar. Det vi ser i denna analys är att en svag ägarstruktur vid neutral och positivt börshumör har en högre budpremie än vad målbolag med stark ägarstruktur har. Budpremien med målbolag som haft svag ägarstruktur och ett börshumör som varit neutral har varit 33,23 procent, vid samma börshumör men med målbolag som har haft en stark ägarstruktur har budpremien varit 28,97 procent. Vid positivt börshumör har målbolag med svag ägarstruktur haft en budpremie på 36,41 procent, medan målbolag med stark ägarstruktur i dessa fallen legat på en genomsnittlig budpremie på 33,03 procent.

I de andra två börshumörerna är budpremien högre för bolag med stark ägarstruktur. Störst skillnad i budpremien ser vi i de fall där börshumöret antingen varit negativt eller mycket positivt. För de målbolag som haft en stark ägarstruktur tillsammans med ett negativt börshumör har budpremien varit 40,97 procent och för de målbolag som haft en svag ägarstruktur tillsammans med ett negativt börshumör har budpremien varit 28,21 procent. Det är en betydande skillnad på 12,76 procentenheter. Det är svårt att finna svaren till varför denna stora skillnad föreligger. En anledning kan helt enkelt vara att det inte är relevant för budpremien vilket börshumör som det har varit eller att den valda indelningen av börshumöret ger en missvisande bild.

När börshumöret har varit mycket positivt har skillnaden mellan målbolag med stark ägarstruktur (36,67 procent) och svag ägarstruktur (24,41 procent) varit 12,26 procent, även detta en stor skillnad mellan de båda. Dock måste det tilläggas att vi endast har fyra träffar med målbolag som haft en svag ägarstruktur och ett mycket positivt börshumör, därav är vi försiktiga med att dra några slutsatser här.

5 Slutsatser

5.1 Sammanfattning av resultat

Vi sammanfattar här de mest intressanta resultaten från undersökningen och besvarar de hypoteser som sattes upp i problemformuleringen. Varje hypotes besvaras var för sig och vi ser om varje faktor har någon inverkan på storleken på budpremien.

Den första hypotesen är att stark ägarstruktur ska ge en större budpremie än en svag ägarstruktur. Den univariata analysen visade att detta har varit fallet i denna undersökning. Skillnaden är dock ganska liten, cirka 2,7 procentenheter. När vi ökar informationsmängden och gör bivariata analyser ökar skillnaderna i vissa fall. Vid betalning med aktier ger den starka ägarstrukturen hela 11,85 procentenheter högre budpremie. Det har alltså visat sig att svaga ägare har accepterat ett lägre bud vid uppköp med aktier som betalningsmedel. Den stora skillnaden kan dock bero på att endast 9 uppköp med svag ägarstruktur och betalning med aktier finns med i materialet. Mot bakgrund av detta finner vi alltså att det finns stöd för hypotesen men effekten är liten.

Den andra hypotesen är att små målbolag ska ha högre budpremie än stora. I den univariata analysen kan man se ett klart samband för företag från 201 Mkr och uppåt. Det som gör det svårt att fullt ut acceptera hypotesen är att de minsta bolagen, med ett börsvärde under 200 Mkr, inte faller in i denna trend. Exakt samma utseende har kurvan i de fall betalningen har skett kontant. I de fall betalning skett med aktier ökar istället budpremien för stora bolag. Detta kan återigen bero på för lågt antal observerade värden vid betalning med aktier. Sammanfattningsvis kan sägas att ett visst samband finns. Man kan vända på hypotesen och säga att de största bolagen har lägre budpremie än övriga bolag.

Den tredje hypotesen är att ett negativt börshumör leder till en högre budpremie än vid positivt börshumör. I den univariata analysen hittade vi inget stöd för detta. När en bivariat analys görs med svensk – utländsk köpare ser vi att ett visst samband kan hittas för utländska köpare. Enligt denna analys lägger alltså utländska köpare ett lägre bud när börsen har gått upp mycket. Sammanfattningsvis menar vi dock att det inte kan hittas något stöd för denna hypotes. Det verkar som att börshumöret inte har någon inverkan på storleken på budpremien.

Den fjärde hypotesen är att betalning med aktier ska ge en högre budpremie än kontant betalning. I den univariata analysen finner vi att det är tvärtom. Kontant betalning har cirka 5,3 procentenheter högre budpremie än de som varit betalning med aktier. I de fall det har varit en utländsk uppköpare har kontant betalning gett cirka 7,5 procentenheter högre budpremie. I de fallen det har varit en svensk uppköpare har budpremien legat 3,3 procentenheter högre för kontantbud. Som vi såg tidigare så ger dock betalning med aktier en något högre budpremie för de bud där målbolaget haft ett börsvärde som överstiger 5 miljarder kronor. Sammanfattningsvis hittar vi inget stöd för hypotesen. Det verkar som det omvända gäller, d v s kontant betalning ger en högre budpremie än betalning med aktier.

Den femte hypotesen är att röststarka aktier ska ge en högre budpremie än röstsvaga aktier. I den univariata analysen såg vi att de röststarka aktierna hade en budpremie på 32,0 procent medan de röstsvaga hade en budpremie på 30,4 procent. Skillnaden är alltså bara 1,6 procentenheter. Materialet innehåller bara 12 uppköp med röstdifferentierade aktier, vilket gör att siffrorna måste tolkas med försiktighet. Sammanfattningsvis kan vi bara konstatera att

röststarka aktier haft något högre budpremie, men att mer forskning med fler uppköp måste göras för att mer generella slutsatser ska kunna dras.

Den sjätte och sista hypotesen är att utländska uppköpare betalar en högre budpremie än svenska uppköpare. De utländska uppköparna betalar i snitt 40,41 procent medan de svenska betalar 30,77 procent. Skillnaden är alltså cirka 9,6 procentenheter, vilket får anses vara mycket. I den bivariata analysen med svensk – utländsk köpare och börsvärdet är gapet stort mellan svenska och utländska köpare för de minsta målbolagen. Detta gap minskar sedan när målbolagen blir större. Sammanfattningsvis så finner vi starkt stöd för denna hypotes.

5.2 Förslag till vidare forskning

Det finns många sätt att alternera denna uppsats. Ett sätt är att replikera den i andra tidsperioder. För att få en bättre bild kan en längre period mätas. Den kan även göras på andra marknader. Det kan vara intressant att göra jämförelser mellan olika marknader för att se om det finns några betydande skillnader mellan olika länder. Det är även intressant att se hur förhållandena ser ut på mer globalt betydande börser som New York Stock Exchange och London Stock Exchange.

Det går att behandla andra faktorer än de som tas upp i denna uppsats. Det är intressant att veta om det varit en budstrid, det vill säga två eller flera uppköpare som bjudit på samma företag, och hur detta i så fall påverkar storleken på budpremien. Det händer ibland att uppköparen väljer att lägga ett följbud om det första misslyckas. Det kan vara intressant att analysera hur företag lägger upp sin strategi vid uppköp. Är det mer fördelaktigt att lägga ett lågt bud som kan höjas eller lyckas uppköparen bättre om ett enda bud läggs?

En annan faktor är om budet beror på budplikt. Det går att undersöka om det finns någon skillnad mellan bud som läggs på grund av budplikt och vanliga bud. Det kan även vara intressant att se om uppköparen redan har någon andel i målbolaget innan budet läggs. De misslyckade buden tar inte denna uppsats upp. Det kan vara intressant att se hur stor skillnaden är i budpremien på de misslyckade buden och de lyckade buden.

I finasteorin skiljer man ofta på industriella uppköpare och finansiella uppköpare. I praktiken kan det kanske vara svårt att göra en exakt uppdelning. Det hade dock varit intressant att se hur stor skillnaden i budpremie är mellan dessa.

Det går eventuellt också att dela upp uppköpen efter uppköparens motiv till uppköpet. Bodie & Merton³² delar upp uppköpsmotiven i tre kategorier: synergier, skattefördelar och fyndköp. Diversifikation kan även ses som ett motiv (en del studier har dock redan gjorts som visar på att diversifikation inte haft positiva effekter för uppköparens aktieägare). Det går även att göra en uppdelning mellan vertikala och horisontella uppköp och se hur stor skillnaden i budpremien är.

Den kvantitativa metoden, som denna uppsats bygger på, har vissa nackdelar. Det är svårt att få inblick i varje enskilt fall. Eftersom varje uppköp är unikt kan det vara intressant att använda en kvalitativ metod. Detta kan vara i form av fallstudier där intervjuer med de aktuella beslutsfattarna görs.

³² Bodie & Merton, 2000, Finance, Prentice Hall, sida 447

De ovanstående förslagen går naturligtvis att kombinera på en rad olika sätt och läsaren kan säkert hitta andra faktorer eller infallsvinklar som kan vara intressanta.

Källförteckning

Publicerade källor

Arnold, (2002) *Corporate Financial Management*, Prentice Hall.

Bodie & Meron (2000) *Finance*, Prentice Hall.

Börsguiden, (1990-2003) Delphi Economics.

Bradley m fl, (1983) *Determinants of the wealth effects of corporate acquisition via tender offers: Theory and Evidence*, University of Michigan.

Cohen, (1999) *Financial Times*, 29 November 1999, sida 23.

Fama, (1970) *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, *Journal of Finance*.

Holme & Solvang, (1997) *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur.

Jacobsen, (2002) *Vad, hur och Varför*, Studentlitteratur.

Kay, (1996) *Poor odds on the takeover lottery*, *Financial Times*, 26 januari 1996.

Nygaard & Bengtsson, (2002) *Strategizing*, Studentlitteratur.

Roll, (1986) *The hubris hypothesis of corporate takeovers*, *The journal of Business*.

Sudarsanam, Holl och Salami, (1996) *Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of synergy and ownership structure*, *Journal of Business, Finance & Accounting*.

van de Vilet, (1997) *When mergers misfire*, *Management Today*, juni 1997.

Ägarna och makten, (1990-2003) *Dagens nyheter*.

Elektroniska källor

Databasen affärsdata, <http://www.ad.se>, 27 maj 2004.

Databasen Six Trust, <http://www.six.se/publicweb/products/sixtrust.jsp>, 27 maj 2004.

Stockholmsbörsen, <http://www.stockholmsborsen.se/statistics/index.asp?lank=9&lang=swe>, 27 maj –2004.

Reuters Kobra, <http://about.reuters.com/productinfo/kobra/index.asp>, 27 maj 2004

Bilagor

Bilaga 1, röststarka och röstsvaga aktier.

Tid	Uppköpare	Målbolag	Budpremie
2002-05-24	JWCA	Esselte A	22,03%
2002-05-24	JWCA	Esselte B	20,40%
2001-03-22	Sydsvenska Kemi	Perstorp A	7,19%
2001-03-22	Sydsvenska Kemi	Perstorp B	38,01%
2001-01-21	E.ON Energie	Sydskraft A	44,58%
2001-01-21	E.ON Energie	Sydskraft C	25,39%
1999-11-15	World Wide Shipping	N&T Argonaut AB A	43,68%
1999-11-15	World Wide Shipping	N&T Argonaut AB B	42,73%
1999-11-01	Länsfastigheter	Humlegården A	52,92%
1999-11-01	Länsfastigheter	Humlegården B	47,56%
1999-08-16	Linde AG	AGA A	19,37%
1999-08-16	Linde AG	AGA B	19,49%
1999-04-29	Procuritas Cap Partners	BPA A	27,48%
1999-04-29	Procuritas Cap Partners	BPA B	29,48%
1999-04-09	Blyth Inc	Liljeholmens A	27,73%
1999-04-09	Blyth Inc	Liljeholmens B	16,76%
1997-08-08	Vasakronan	Gotic A	10,96%
1997-08-08	Vasakronan	Gotic B	13,60%
1996-08-26	Hexagon	Swepart A	50,68%
1996-08-26	Hexagon	Swepart B	37,63%
1996-06-10	Skanska	Skånegripen A	24,06%
1996-06-10	Skanska	Skånegripen B	25,71%
1991-01-28	Tetra Pak	Alfa Laval A	53,48%
1991-01-28	Tetra Pak	Alfa Laval B	47,70%

Bilaga 2, bortsållade värden på grund av avlägsna uteliggare och negativ budpremie.

2000-02-08	Mandator AB	Cell Network	424,32%
2001-01-25	TMP Worldwide Inc.	Jobline Intern. AB	266,57%
2003-02-28	Adera AB (nu Addnode)	Mogul AB	224,81%
2001-01-10	Cardiac Science inc.	Artema Medical AB	174,17%
2001-11-20	Eniro AB	Scandinavia Online AB	164,37%
1997-11-24	Argonout	Nordström & Thulin	-2,39%
1991-11-28	IC-Holding	Inter. Credit Corp.	-12,28%

Bilaga 3, samtliga uppköp behandlade i studien.

Tid	Uppköpare	Målbolag	Budpremie	Ägarstruktur	Betalning	Börshumör	Börsvärde	Sve – Utl
2003-11-21	APES Holding	Pandox AB	9,51%	Stark	Kontant	26,67%	2 455 762 500	Utländsk
2003-06-13	Ljungberg gruppen AB	Celtica fastighetsab	15,42%	Stark	Kontant	-0,17%	139 745 250	Svensk
2003-04-07	Straumann Holding AG	Biora AB	48,47%	Svag	Kontant	16,68%	271 981 010	Utländsk
2003-03-26	SOL Intressenter	Svenska Orient Linien AB	30,54%	Stark	Kontant	6,35%	26 662 151	Utländsk
2003-03-20	LRF Fastigheter	Mandamus fastigheter AB	19,36%	Stark	Kontant	3,12%	1 445 640 576	Svensk
2003-02-17	Ramböll	Scandiaconsult AB	8,11%	Svag	Kontant	-5,94%	1 038 914 597	Utländsk
2003-02-13	Rasio group	Diffchamb AB	52,45%	Svag	Kontant	-9,76%	103 780 850	Utländsk
2003-01-21	LPG Telecom	Allgon	40,46%	Svag	Aktier	-7,56%	443 378 567	Svensk
2003-01-09	Danir	Epsilon	33,74%	Stark	Kontant	-15,67%	156 766 789	Svensk
2002-07-05	Martinsson Gruppen	IMS Data AB	37,76%	Svag	Kontant	-2,10%	56 061 000	Svensk
2002-07-05	Teleca	Pronyx AB	9,71%	Svag	Aktier	-25,01%	20 050 644	Svensk
2002-05-24	JWCA	Esselte A och B	21,22%	Svag	Kontant	-12,78%	2 547 861 286	Utländsk
2002-01-29	Smurfit Holdings	Munksjö AB	33,07%	Svag	Kontant	-5,06%	2 768 079 080	Utländsk
2001-12-17	Dimension AB	Kipling Holding AB	2,96%	Svag	Aktier	-4,00%	26 695 130	Svensk
2001-12-14	TMT One	Johnsons Pump	19,40%	Stark	Aktier	-4,11%	223 327 341	Svensk
2001-12-10	Teleca AB	AU-System AB	39,72%	Svag	Aktier	-5,54%	903 273 600	Svensk
2001-10-10	Sveaskog	AssiDomän AB	10,84%	Svag	Kontant	-16,08%	22 064 570 190	Svensk
2001-09-03	KF Media	Vision Park	28,62%	Svag	Kontant	-17,94%	72 983 295	Svensk
2001-06-21	Talisman Energy Inc.	Lundin Oil AB	11,79%	Svag	Kontant	-15,43%	3 358 420 792	Utländsk
2001-05-31	Ernströmgruppen AB	Platzer Fastigheter AB	13,88%	Svag	Kontant	-11,30%	605 554 888	Svensk
2001-05-31	Fjällräven AB	Friluftsbolaget Ekelund&Sagner	9,59%	Stark	Aktier	-11,30%	80 624 193	Svensk
2001-05-14	Lindab Intressenter	Lindab AB	33,80%	Stark	Kontant	-16,64%	2 583 000 000	Svensk
2001-05-11	WSP Group Plc.	Jacobson & Widmark AB	30,72%	Svag	Kontant	-15,54%	790 605 468	Utländsk
2001-04-30	Spendrups Invest AB	Spendrups Bryggeri AB	62,29%	Stark	Kontant	-16,18%	298 928 647	Svensk
2001-04-23	Hilton Group Plc.	Scandic Hotels AB	29,68%	Stark	Aktier	-19,46%	7 318 136 732	Utländsk
2001-03-22	Sydsvenska Kemi	Perstorp A och B	22,60%	Svag	Kontant	-31,11%	5 728 758 060	Svensk
2001-02-19	Ratos AB	Atle AB	18,95%	Svag	Kontant	-20,68%	7 016 493 750	Svensk
2001-02-12	Vision Park	IMG	50,21%	Stark	Aktier	-16,20%	50 355 143	Svensk
2001-01-26	Sanmina Corp.	Segerström & Svensson AB	90,60%	Stark	Aktier	-17,78%	2 986 358 135	Utländsk
2001-01-21	E.ON Energie	Sydkraft A och B	34,99%	Stark	Kontant	-18,50%	31 186 754 890	Utländsk
2000-10-30	Stena AB	Stena Line	14,49%	Stark	Kontant	-17,60%	429 529 814	Svensk
2000-10-06	Bergman & Beving AB	FB Industri Holding	42,35%	Stark	Kontant	-9,26%	97 619 400	Svensk

2000-09-27 AP-Fastigheter AB	Diös	35,95%	Svag	Kontant	-15,18%	1 349 850 609	Svensk
2000-09-21 Finnveden AB	Bulten AB	58,31%	Stark	Kontant	-14,96%	532 780 918	Svensk
2000-09-13 TurnIT	Arete AB	48,47%	Svag	Aktier	-11,64%	256 850 000	Svensk
2000-08-28 Johnson Controls Inc.	Gylling Optima Batteries	69,13%	Stark	Kontant	-9,36%	353 749 605	Utländsk
2000-08-21 Van de Wiele	IRO	36,49%	Svag	Kontant	-7,36%	1 121 875 000	Utländsk
2000-08-21 NS Holding AB	Norrporten	29,33%	Stark	Kontant	-7,36%	913 597 525	Svensk
2000-06-21 Metso Abp	Svedala AB	60,00%	Svag	Kontant	28,91%	5 551 387 500	Utländsk
2000-05-15 TietoEnator	Entra Data AB	20,65%	Stark	Aktier	34,17%	4 038 726 217	Utländsk
2000-05-12 Partek Ojy Abp	Zeteco	1,02%	Svag	Kontant	37,59%	1 601 655 901	Utländsk
2000-05-08 Lindab Intressenter	Folkebolagen	69,59%	Stark	Kontant	42,47%	85 388 850	Svensk
2000-04-12 Scandic Hotels	Provobis B	62,94%	Stark	Aktier	50,24%	373 270 500	Svensk
2000-04-04 Toyoda Automatic	BT Industries	38,10%	Svag	Kontant	55,65%	5 575 500 000	Utländsk
2000-03-20 Skandia Liv	Diligentia	20,40%	Svag	Kontant	68,91%	4 687 510 009	Svensk
2000-03-20 Friluftsbolaget	Naturkompaniet	13,12%	Stark	Aktier	68,91%	57 194 800	Svensk
2000-02-17 Claesson & Anderzen Inv	Evidentia	9,97%	Stark	Kontant	57,09%	748 916 876	Svensk
2000-02-09 Drott AB	Balder	38,10%	Svag	Kontant	63,70%	2 415 249 035	Svensk
2000-02-02 Rodamco N.V	Piren	9,61%	Stark	Kontant	56,54%	2 616 623 672	Utländsk
1999-12-22 Baxter	Althin Medical	67,36%	Stark	Kontant	34,10%	371 525 500	Utländsk
1999-12-17 Partek Ojy Abp	Kalmar Industries	37,52%	Stark	Kontant	35,34%	2 153 872 855	Utländsk
1999-12-16 Sigma AB	Måldata	46,98%	Stark	Aktier	34,10%	227 259 944	Svensk
1999-12-15 GTIE S.A	Emil Lundgren	72,53%	Uppgift saknas	Kontant	33,86%	147 875 000	Utländsk
1999-11-19 Grimaldi Industri AB	Monark Stiga	71,16%	Stark	Kontant	24,43%	728 578 831	Svensk
1999-11-16 Saab AB	Celsius	41,36%	Stark	Kontant	24,74%	3 553 862 062	Svensk
1999-11-15 World Wide Shipping	N&T Argonaut AB A och B	43,21%	Stark	Kontant	23,30%	1 176 628 357	Svensk
1999-11-01 Länsfastigheter	Humlegården A och B	50,24%	Stark	Kontant	14,92%	758 520 161	Svensk
1999-09-16 Atle	Martinsson Gruppen	50,22%	Stark	Kontant	14,27%	198 133 931	Svensk
1999-09-01 Frontline Ltd	ICB ShippingA och B	42,56%	Stark	Kontant	16,39%	1 917 630 618	Utländsk
1999-08-16 Linde AG	AGA A och B	19,43%	Stark	Kontant	15,57%	25 889 206 740	Utländsk
1999-08-11 Checkpoint Inc.	Meto	71,84%	Uppgift saknas	Kontant	14,64%	1 254 900 000	Utländsk
1999-08-10 EQT	Eldon	25,54%	Stark	Kontant	13,56%	1 489 264 800	Svensk
1999-07-27 Newcem Holding	Scancem A och B	2,90%	Stark	Kontant	15,56%	20 470 745 099	Utländsk
1999-05-25 Carl Bennet kons.	Sorb Industri	28,57%	Uppgift saknas	Kontant	13,54%	188 180 650	Svensk
1999-05-12 Hudson RCI	Louis Gibeck	38,35%	Stark	Kontant	20,26%	309 478 531	Utländsk

1999-04-29	Procuritas Cap Partners	BPA A och B	28,48%	Stark	Kontant	26,12%	1 500 079 022	Svensk
1999-04-26	Danzas AB	ASG	39,84%	Stark	Kontant	27,51%	3 164 258 683	Utländsk
1999-04-09	Blyth Inc	Liljeholmens A och B	22,25%	Stark	Kontant	44,13%	341 567 788	Utländsk
1999-03-24	PC Systemer Norge AS	Scandinavian PC Systems AB	7,53%	Svag	Aktier	14,99%	367 350 000	Utländsk
1999-03-08	IVG Holding AG	Asticus	47,17%	Svag	Kontant	6,37%	2 492 689 110	Utländsk
1999-03-01	Balder AB	Prifast	31,00%	Stark	Kontant	9,41%	1 147 292 634	Svensk
1999-02-11	Ratos AB och EQT	Dahl International	56,63%	Svag	Kontant	-2,81%	1 726 400 000	Svensk
1999-02-01	Stinnes AB	BTL	29,31%	Svag	Kontant	-7,99%	3 912 354 365	Svensk
1999-01-19	Matteus AB	JP Bank	16,50%	Stark	Aktier	-13,85%	506 494 646	Svensk
1999-01-07	Thermo Instrument Inc.	Spectra-Physics AB	70,89%	Svag	Kontant	-10,91%	1 649 620 632	Utländsk
1998-12-14	WM Data AB	Caran AB	45,99%	Stark	Kontant	-16,40%	411 000 000	Svensk
1998-11-30	Rexam Ltd	PLM	50,32%	Svag	Kontant	-9,69%	3 411 306 048	Utländsk
1998-09-21	Sigma AB	Benima Ferator Engeneering	39,49%	Svag	Kontant	-20,83%	140 962 356	Svensk
1998-09-08	Drott AB	Näckebo	24,37%	Svag	Kontant	-3,81%	2 701 147 811	Svensk
1998-07-09	Quebecor Printing Inc.	Tryckinvest i Norden AB	17,24%	Uppgift saknas	Kontant	30,90%	1 510 217 920	Utländsk
1998-07-03	Netsys Technology Group	Verimation	20,10%	Stark	Kontant	27,92%	97 201 406	Svensk
1998-03-31	AB Bonnier Företagen	Tidnings AB Marieberg	24,27%	Stark	Kontant	9,35%	5 763 280 669	Svensk
1998-03-30	Hufvudstaden	NK Cityfastigheter AB	12,80%	Svag	Aktier	9,49%	1 170 072 543	Svensk
1998-02-18	Tornet	SIFAB Fastigheter	18,76%	Stark	Aktier	-13,73%	682 763 752	Svensk
1997-12-09	CGEA Transport	Linjebuss	57,75%	Stark	Kontant	5,54%	908 800 000	Utländsk
1997-10-02	S-E Banken	Trygg Hansa AB	34,07%	Stark	Aktier	23,85%	12 650 426 880	Svensk
1997-08-29	Spira Intressenter AB	Spira	30,44%	Svag	Kontant	13,21%	911 432 024	Svensk
1997-08-25	Trelleborg AB	Skoogs	25,52%	Svag	Kontant	15,54%	300 243 750	Svensk
1997-08-08	Vasakronan	Gotic A och B	12,28%	Svag	Kontant	24,81%	677 669 313	Svensk
1997-03-17	Den Danske Bank AS	Östgöta Enskilda Bank	89,85%	Stark	Kontant	33,87%	1 498 380 660	Utländsk
1997-02-17	NCC AB	Siab	26,33%	Stark	Aktier	35,64%	1 937 012 741	Svensk
1996-11-04	William resources	Terra mining	25,24%	Stark	Kontant	10,39%	571 799 297	Utländsk
1996-10-29	OKB Holding	Orrefors Kosta Boda	25,51%	Stark	Kontant	11,42%	445 835 000	Svensk
1996-10-07	TI group plc	Forsheda	40,96%	Stark	Kontant	15,73%	1 379 160 000	Utländsk
1996-09-03	Trelleborg	Horda	16,28%	Stark	Kontant	5,53%	235 542 713	Svensk
1996-08-26	Hexagon	Swepart A	44,16%	Stark	Aktier	6,82%	265 505 625	Svensk
1996-06-10	Skanska	Skånegripen	25,71%	Svag	Kontant	18,04%	1 284 345 563	Svensk
1996-06-10	Skanska	Skånegripen	24,06%	Svag	Kontant	18,04%	426 080 596	Svensk
1996-05-08	IKEA	Swedspan	18,81%	Stark	Kontant	14,24%	114 887 500	Svensk

1996-03-10	Medtronics	Synectics	20,94%	Stark	Kontant	1,68%	364 363 519	Utländsk
1995-11-19	Atle	Karolin Invest	28,40%	Stark	Kontant	7,72%	737 099 375	Svensk
1995-10-02	Assi Domän	Hasselfors	10,34%	Svag	Kontant	25,77%	1 215 572 352	Svensk
1995-08-18	Upjohn	Pharmacia Corp.	26,16%	Svag	Aktier	-26,42%	13 685 900 000	Utländsk
1995-08-06	ASG	Frigoscandia	10,82%	Svag	Aktier	9,76%	1 571 248 800	Svensk
1995-06-27	Kansas Ehrsb.	Fristads	31,80%	Svag	Kontant	10,90%	303 500 000	Utländsk
1995-06-08	Exab	Hilab	19,15%	Stark	Kontant	8,52%	155 100 000	Svensk
1995-06-05	Getinge	LIC Care	33,64%	Svag	Kontant	8,12%	412 834 993	Svensk
1995-06-02	EQT Industri	Brukens nordic	27,94%	Stark	Kontant	8,12%	337 040 000	Svensk
1995-05-04	Weil Invest	Proventus AB	9,60%	Stark	Kontant	9,59%	2 351 641 278	Svensk
1995-04-03	Atle	Partner Invest	35,43%	Stark	Kontant	4,18%	333 750 000	Svensk
1995-04-03	Atle	Produra	31,21%	Stark	Kontant	4,18%	352 500 000	Svensk
1995-04-03	Atle	KapN	29,23%	Stark	Kontant	4,18%	325 000 000	Svensk
1995-04-03	Latour	Swegon AB	16,33%	Stark	Kontant	4,18%	180 720 000	Svensk
1994-12-15	Proventus	Aritmos AB	27,78%	Stark	Kontant	2,03%	2 240 362 962	Svensk
1994-11-08	Celsius	Enator AB	36,65%	Stark	Kontant	-4,23%	360 246 597	Svensk
1994-10-20	Hidef	Gnosjö-gruppen	27,34%	Stark	Aktier	1,60%	226 950 000	Svensk
1994-08-23	Charter plc	ESAB	7,95%	Stark	Kontant	-10,25%	3 130 733 408	Utländsk
1994-06-08	Incentive	Cardo	2,23%	Stark	Kontant	8,08%	7 566 443 885	Svensk
1993-11-08	Akzo	Nobel	32,50%	Stark	Aktier	31,13%	9 475 245 440	Utländsk
1993-03-26	Förenade Liv	Finansrutin	15,79%	Stark	Kontant	42,87%	12 925 225	Svensk
1993-03-04	Cardo	Gorthon Invest	25,66%	Stark	Aktier	34,01%	187 110 000	Svensk
1992-12-03	Volvo/Skanska	Protorp	47,87%	Stark	Kontant	-10,28%	1 352 500 000	Svensk
1992-06-11	Luxonen	Aranäs	31,19%	Stark	Aktier	5,64%	678 864 796	Svensk
1992-02-18	Storage Tek	Edata	20,78%	Stark	Kontant	-14,85%	363 135 000	Utländsk
1992-02-10	Cap Gemini	Programator	117,05%	Stark	Kontant	-12,98%	220 899 600	Utländsk
1991-11-18	Scapa Group	Scandiafelt	77,33%	Svag	Kontant	-8,31%	202 500 000	Utländsk
1991-10-22	De La Rues	Inter. Innovation	62,09%	Stark	Kontant	-19,66%	560 671 575	Utländsk
1991-10-17	Industrivärlden	Bahco	16,28%	Stark	Kontant	-10,94%	2 278 443 150	Svensk
1991-09-30	Industri-matematik intr.	Industri-matematik	42,86%	Stark	Kontant	-5,34%	118 680 128	Svensk
1991-05-25	Investor & Providentia	Saab-Scania	54,24%	Stark	Kontant	-4,83%	13 205 420 340	Svensk
1991-05-15	Fundia Intr.	Fundia	86,84%	Svag	Kontant	19,55%	133 221 445	Utländsk
1991-04-10	Graningeverken	Svenska Energinät	73,91%	Svag	Kontant	11,68%	195 970 523	Svensk
1991-03-20	Midway	Prosparitas	11,91%	Svag	Kontant	-0,13%	120 725 824	Svensk
1991-02-28	Ahlmark	Wermia A	16,67%	Stark	Kontant	7,17%	323 832 000	Svensk

1991-02-20 Thomeé-Hörle Intr.	Thomeé-Hörle	32,30%	Stark	Kontant	-12,66%	231 300 000	Svensk
1991-02-06 Malmros Intr.	Malmros Intern.	27,04%	Stark	Kontant	-20,21%	907 511 955	Svensk
1991-01-28 Tetra Pak	Alfa Laval A och B	50,59%	Stark	Kontant	-28,15%	10 745 451 401	Svensk
1991-01-03 ACC Gruppen	SMZ	34,83%	Stark	Kontant	-36,60%	240 746 780	Svensk
1990-12-14 Trustor	Uddeholms	98,47%	Stark	Kontant	-29,39%	425 750 000	Svensk
1990-12-06 Platanen	Consilium	32,74%	Stark	Kontant	-21,84%	88 903 968	Svensk
1990-10-30 LMK Intr.	Livsmedelskompaniet	30,61%	Stark	Kontant	-21,40%	29 613 732	Svensk
1990-10-05 C.Felländer, G. Möllefors	De Penova	40,00%	Stark	Kontant	-14,70%	63 000 000	Svensk
1990-10-02 Memory Intern.	Memory Data	27,66%	Stark	Kontant	-10,44%	80 370 000	Svensk
1990-08-29 Invent	Tax-Free Shopping	11,11%	Stark	Kontant	-1,31%	164 199 321	Svensk
1990-08-20 Munksjö Intre.	Munksjö AB	26,09%	Svag	Kontant	1,83%	1 992 229 272	Svensk
1990-08-20 Bahco	Thorsman	21,56%	Stark	Kontant	1,83%	526 500 000	Svensk
1990-06-07 Independent	Adepten	11,11%	Stark	Kontant	8,50%	343 912 500	Svensk
1990-05-14 Frontec	IDK Data	36,88%	Stark	Kontant	2,81%	54 320 283	Svensk
1990-05-07 Indevo Holding	Indevo	38,89%	Stark	Kontant	-3,27%	141 312 510	Utländsk
1990-04-09 Fam. Olsson	Constructa	36,69%	Stark	Kontant	-11,80%	1 532 475 000	Svensk
1990-02-08 Data Bolin Intr.	Data Bolin	38,36%	Stark	Kontant	-6,13%	161 684 159	Svensk

Förklaringar

Ägarstruktur:

Betalningssätt:

Svensk – Utländsk uppköpare:

Börshumör:

Börsvärde:

Svag = Svag ägarstruktur

Kontant = Kontant betalning

Utländsk = Utländsk uppköpare

Procentuell börsutveckling enligt Affärsvärldens generalindex sexmånadersperioden före offentliggörandet av uppköpet.

i SEK

Stark = Stark ägarstruktur

Aktier = Betalning med aktier

Svensk = Svensk uppköpare