



LUNDS
UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen
Ekonomihögskolan

FEK 582
Kandidatuppsats
HT 2006

Jakten på kronjuvelerna

*- En studie i hur svenska företag bäst försvarar sig
mot fientliga uppköpsförsök*

Grupp:3

Sara Cehlin
Sofia Hagberth
Andreas Hammar
Tania Magalhães

Handledare:

Maria Gårdängen

FÖRORD

Arbetet med denna uppsats har varit en spännande resa bland blåfiskar och vita riddare. Resan har inneburit många utmaningar, inte minst i den statistiska djungeln. För vägledning och goda råd finns det personer vi vill tacka. Bland dessa kan nämnas vår handledare Maria Gårdängen för befogad och användbar kritik, Per-Erik Isberg för statistisk rådgivning samt övriga som stöttat oss genom arbetets gång. Ingen nämnd, ingen glömd.

Ett stort tack till Er!

Lund den 10 januari 2007

FÖRORD	2
SAMMANFATTNING	5
ABSTRACT	6
1. INLEDNING	7
1.1 BAKGRUND.....	7
1.2 PROBLEMDISKUSSION.....	8
1.3 SYFTE.....	9
1.4 TIDIGARE FORSKNING.....	9
1.4.1 Svenska studier.....	9
1.4.2 Brittisk studie.....	10
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	11
1.6 DEFINITIONER.....	12
1.7 DISPOSITION.....	12
2. METOD	14
2.1 ANSATS.....	14
2.2 DATAINSAMLING.....	15
2.3 STATISTISKT TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	16
2.4 METODOLOGISKA ÖVERVÄGANDEN.....	17
2.5 METODKRITIK.....	18
2.5.1 Validitet.....	18
2.5.2 Reliabilitet.....	19
2.5.3 Källgranskning.....	20
3. TEORETISK REFERENSRAM	21
3.1 FIENTLIGA UPPKÖP.....	21
3.2 MOTIV FÖR UPPKÖP.....	22
3.3 PRINCIPAL-AGENTTEORIN.....	22
3.4 DISCIPLINÄRA UPPKÖP.....	23
3.5 FÖRSVARSTRATEGIER.....	24
3.5.1 Greenmail.....	24
3.5.2 Pac Man.....	25
3.5.3 Attack the logic of the bid.....	25
3.5.4 Positiv offentlig information.....	25
3.5.5 White knight & White squire.....	26
3.5.6 Share repurchase.....	26
3.5.7 Crown jewels defence.....	27
3.5.8 Blåsfisk.....	27
3.5.9 Lagliga åtgärder.....	28
4. LAGSTIFTNING OCH REKOMMENDATIONER	30
4.1 TAKEOVER-DIREKTIVET.....	30
4.2 NÄRINGSLIVETS BÖRSKOMMITTÉ.....	30
4.2.1 Styrelsens rekommendation.....	31
4.2.2 Målbolagets åtgärder.....	31
4.2.3 Budplikt.....	32
4.3 AKTIEBOLAGSLAGEN.....	32
5. EMPIRI	33
5.1 KATEGORISERINGAR.....	33
5.1.1 Vit riddare.....	33
5.1.2 Kritik mot bud.....	34
5.1.3 Lagliga åtgärder.....	34
5.1.4 Finansiell omstrukturering.....	34
5.2 SAMMANSTÄLLNING AV DATA.....	35

5.3	LOGISTISK REGRESSION	35
5.4	REGRESSIONER	37
5.4.1	<i>Regression 1: Försvarsstrategiernas effektivitet</i>	38
5.4.2	<i>Regression 2: Stark effektivitet</i>	39
5.4.3	<i>Regression 3: Svag effektivitet</i>	39
6.	ANALYS	40
7.	EMPIRISK TILLÄMPNING AV RESULTAT.....	44
8.	SLUTSATS	48
8.1	FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....	49
9.	KÄLLFÖRTECKNING	50
	BILAGA 1: FIENTLIGA BUD 1996-2006	55
	BILAGA 2: SPSS-UTSKRIFTER	57

SAMMANFATTNING

- Titel:** Jakten på kronjuvelerna – En studie i hur svenska företag bäst försvarar sig mot fientliga uppköpsförsök
- Seminariedatum:** 2007-01-17
- Kurs:** FEK 582, kandidatuppsats i företagsekonomi, 10 poäng
- Författare:** Sara Cehlin, Sofia Hagberth, Andreas Hammar, Tania Magalhães
- Handledare:** Maria Gårdängen
- Nyckelord:** Fientligt, uppköpserbjudande, försvarsstrategi, effektivitet, vit riddare
- Syfte:** Uppsatsen syftar till att undersöka vilka försvarsstrategier som svenska företag använder sig av efter det att ett fientligt bud har lagts, samt vilka som kan anses vara effektiva i avsikt att avstyra uppköpserbjudandet alternativt höja budet.
- Metod:** Utifrån syftet har en kvantitativ metod valts. Data har insamlats främst från Affärsdatabasen. Bearbetning av denna empiriska data har skett i Excel och därefter har logistiska regressioner genomförts i SPSS.
- Teoretiska perspektiv:** Den teoretiska basen utgörs av tidigare forskning inom fientliga uppköp, teorier om försvarsstrategier, principal-agentteorin, ”corporate governance” samt lagrum.
- Empiri:** Studien är en totalundersökning av fientligt lagda bud i Sverige mellan åren 1996-2006 och har resulterat i en databas bestående av 37 observationer. Försvarsstrategiernas effektivitet mäts utifrån två parametrar, dels om köpet avstyrts och dels om försvarsåtgärderna resulterat i ett högre bud i de fall där uppköpet gick igenom. De två parametrarna kan särskiljas m.h.a. dess styrka, om köpet inte går igenom anses försvarsstrategin besitta stark effektivitet, om endast budet höjts råder svag effektivitet.
- Resultat:** Den första regressionen visade att vit riddare och finansiell omstrukturering är effektiva instrument i avseende att antingen få budet att dras tillbaka eller att höja budet. Efter att en indelning i stark respektive svag effektivitet gjorts genomfördes ytterligare två regressioner varvid den första visade att användandet av vit riddare minskar risken för att ett fientligt bud går igenom. Den sista påvisade att ett samband mellan användandet av finansiell omstrukturering och ett höjt bud existerar i de fall förvärvet genomförts.

ABSTRACT

- Title:** The hunt for the crown jewels – A study in defence strategies applied by Swedish companies in hostile takeover situations.
- Seminardate:** 2007-01-17
- Course:** FEK 582, Bachelor thesis in Business Administration, 10 Swedish credits (15 ECTS)
- Authors:** Sara Cehlin, Sofia Hagberth, Andreas Hammar, Tania Magalhães
- Advisor:** Maria Gårdängen
- Keywords:** Hostile, takeovers, defence strategies, efficiency, white knight
- Purpose:** The purpose of the study is to investigate which defence tactics Swedish corporations apply after a hostile takeover bid has been imposed and which strategies are efficient in preventing the takeover, alternatively raise the bid.
- Methodology:** A quantitative method has been chosen. The data has been collected through Affärsdatabasen. Processing of the empirical data has been made in Excel and later on logistic regressions has been performed in SPSS.
- Theoretical perspectives:** The theoretical framework is based on previous research concerning hostile takeovers and theories about defence strategies. Agency cost theory, theories within corporate governance as well as rules and regulations also contribute to the frame of reference.
- Empirical foundation:** The study results in an investigation of hostile takeover bids in Sweden during the time period of 1996-2006. A database consisting of 37 observations has been constructed. The efficiency of the defence strategies are measured in relevance to two parameters, if the acquisition has been prevented, or if the defence tactics have resulted in a higher bid in those cases where the acquisition has been successful. The two parameters can be distinguished by strength, if the acquisition is prevented the strategy is considered to be strongly effective, if it's not prevented but the bid is raised weak efficiency is prevailing.
- Conclusions:** In the first regression it's shown that white knight and financial restructuring are efficient instruments to use when you want to prevent a hostile takeover or raise the bid. The second regression reveals that the use of a white knight reduces the risk that a hostile acquisition will be successful. The final regression shows that a liaison between the use of financial restructuring and a raised bid exist in those cases where the acquisition is successful.

1. INLEDNING

I följande kapitel redogörs för den senaste utvecklingen i världen angående uppköp av företag detta leder så småningom fram till problemdiskussion och syfte. Även tidigare forskning, avgränsningar, definitioner samt disposition behandlas.

1.1 Bakgrund

Under första halvåret 1999 var Sverige det land som värdemässigt efter USA toppade listan på utländska uppköp (Nilsson, 1999). Denna anmärkningsvärda uppgift kan just detta år förklaras med de stora uppköpen av Astra och Volvo men företeelsen med stora företagsfusioner i Sverige är inget ovanligt fenomen. Enligt Wäingelin (1996) placerade sig Sverige 1996 på femte plats i Europa angående företagsförsäljningar. Från det att Beijerinvest lade det första fientliga budet på Företagsfinans i Sverige 1979 (SOU 1990:1) har det hänt mycket. Fusioner har numera blivit vanligare och ger titt som tätt stora rubriker, Old Mutuals bud på Skandia, Fords köp av Volvo, Astras sammangående med Zeneca för att nämna några.

Sedan 1990-talets början har det skett stora förändringar inom flera områden på den svenska börsen vilket bidragit till ökningen av förvärv. Viss förklaring kan ligga i att det utländska ägandet ökade till följd av avskaffandet av det s.k. utlänningsförbehållet vilket bl.a. reglerade det utländska ägandet i svenska företag (Lag 1982:617). Även investmentbankernas incitament att driva på större och fler företagsfusioner kan säkerligen förklara en del (Almroth, 2006). Den fria marknaden som vuxit fram i och med EU och de många avregleringar och privatiseringar som skett det senaste decenniet har också påverkat uppköpstrenden positivt (Lundqvist, 1999). Flertalet studier har genomförts för att hitta de samhällsekonomiska motiven till de ökande antal fusionerna samt konsekvenserna av dessa. Enligt en studie av KPMG visar resultaten att upp till 60 % av uppköpen är samhällsekonomiskt olönsamma, vilket skapar stora frågetecken till varför uppköp av bolag ökar och vad som kan göras för att begränsa dessa sammanslagningar (KPMGs hemsida).

I en artikel av Lundqvist (1999) pekas det på att Europa och Sverige ännu inte hunnit ifatt USA vad det gäller företagsförvärv utan att vi ligger c:a 20 år efter. Fusionsvågen har därför

troligtvis bara börjat i Europa. Sven-Erik Sjöstrand pratar i samma artikel om en ”ny tankestruktur” som påverkar företags strategier. Enligt Sjöstrand har det utvecklats tre starka marknader i världen – Europa, USA och Asien. Internationella företag vill ha marknadsandelar på alla dessa områden och de har inte tålamod att växa in organiskt. Den naturliga lösningen blir att ta sig in på en marknad genom förvärv och resultatet blir därmed en kapploppning. En ”köper inte vi så köper någon annan” mentalitet sprider sig och tempot skruvas upp. Företagen har inte längre råd att diskutera fram fredliga företagsköp utan fientliga övertaganden av ”ovilliga” målbolag blir allt vanligare. Ett exempel på detta är MANs uppköpserbjudande till Scania där Scania kämpar emot med näbbar och klor för att undvika att bli uppköpta, vilket är ett fall som vi återkommer till senare i uppsatsen.

1.2 Problemdiskussion

Uppköp av företag och framförallt fientliga förvärv har enligt tidigare resonemang blivit allt vanligare trots att de inte alltid är lönsamma. Det har lett till ett ökat behov för målbolagen att skydda sig mot fientliga övertag. Många strategier, med avseende på att hindra uppköp, har under åren utvecklats med varierande framgång. I USA har det visat sig vara mest effektivt med ”pre-bid defences” d.v.s. försvarsåtgärder som implementeras innan ett bud lagts med avsikt att förhindra framtida uppköp (Schoenberg & Thornton, 2006). Däremot har det bl.a. i Storbritannien visat sig vara mer framgångsrikt med ”post-bid defences” d.v.s. försvarsåtgärder som vidtas efter att ett bud lagts (ibid). Det är alltså inte givet att strategierna som används för att förhindra övertaganden kommer att utvecklas på liknande sätt i Europa som i USA. Effektiviteten hos försvarsåtgärder nyttjade i Sverige kan vara skiljt från deras effektivitet i andra länder. Följaktligen kan det vara intressant att undersöka vilka försvarsåtgärder som används efter att ett bud har lagts i Sverige och framförallt deras effektivitet. Med det menas både deras förmåga att antingen helt avstyra ett fientligt uppköpserbjudande eller att höja budet till den grad att uppköpet bedöms som lönsamt av målbolaget. För att få en större inblick i hur företag beter sig i dylika situationer kan det vara intressant att göra en mer djupgående studie över ett specifikt fall.

1.3 Syfte

Syftet med denna undersökning är att studera vilka försvarsstrategier som svenska företag använder sig av efter det att ett fientligt bud har lagts, samt vilka som kan anses vara effektiva i avsikt att avstyra uppköpserbudandet alternativt höja budet. Detta utmynnar i vår frågeställning: *Vilka försvarsstrategier, som vidtas efter att ett bud har lagts, är effektiva på den svenska marknaden?*

Tanken är även att praktiskt tillämpa våra resultat på ett aktuellt fall, MANs bud på Scania. De försvarsstrategier som Scania använt sig av identifieras, därefter predikteras ett utfall m.h.a. de slutsatser vår analys lett fram till.

1.4 Tidigare forskning

För att skapa bästa möjliga förutsättningar för uppsatsskrivandet har tidigare artiklar och uppsatser som behandlat ämnet studerats. Avsikten har varit att identifiera ett tomrum i den befintliga teorin och därmed underbygga vårt syfte. Svenska studier behandlas men även en brittisk artikel presenteras då den senare används som jämförelse till våra egna resultat i analysen.

1.4.1 Svenska studier

För att ha möjlighet att tolka de svenska företagens försvarsstrategier och jämföra med tidigare studier är det viktigt att hitta svenska undersökningar som behandlar ämnet. Efter en omfattande litteratursökning har dock inte några undersökningar som hanterar effektiviteten av svenska företags försvarsåtgärder, efter det att ett fientligt bud lagts, kunnat finnas. Denna avsaknad kan möjligtvis förklaras av att företagsuppköp övergått från en process mellan bolagen, där en köpeskilling diskuterats gemensamt, till att en uppköpare lägger ett bud utan att målbolaget kontaktats för en förhandling. Följaktligen har det inte förekommit några motåtgärder i större utsträckning vilket i sin tur medfört att det inte har funnits tillräckligt med underlag i Sverige för att tidigare kunna göra en tillförlitlig studie.

Den svenska forskning som finns t.ex. Bengt Rydén's "Fusioner i svensk industri" (1971) eller Anders Fällmans "Motåtgärder vid företagsförvärv" (SOU 1990:1) presenterar enbart olika försvarsåtgärder teoretiskt. Däremot finns ingen forskning på i vilken utsträckning försvarsåtgärderna används eller deras påvisade effektivitet. De tidigare undersökningarna saknar en mer praktisk vinkling vilket kan tyda på att tillräckligt med material inte funnits för att möjliggöra en empirisk analys över försvarsåtgärdernas effektivitet. Vår kunskapsinhämtning från svensk forskning är därför begränsad.

1.4.2 Brittisk studie

Den brittiska artikeln "The impact of bid defences in hostile acquisitions" av Schoenberg och Thornton (2006) är en av de studier som inspirerat oss i vårt arbete. Trots att det är en undersökning av brittiska försvarsstrategier har den gett oss uppslag på tillvägagångssätt för att erhålla tillförlitliga resultat i vår svenska studie. Artikeln gör det även möjligt att jämföra våra resultat med tidigare erkänd forskning. Artikeln behandlar följande frågor:

- Vilka försvarsåtgärder implementerade styrelser i företag som blivit utsatta för ett fientligt bud?
- Vilken effekt hade dessa åtgärder på budet, d.v.s. om budet höjdes eller om budet inte gick igenom?
- Med vilken avsikt genomförs försvarsåtgärderna? Är det i styrelsens eller aktieägarnas intresse?

Studien baseras på fientliga bud i Storbritannien mellan åren 1996-1999. Definition på ett fientligt bud i artikeln är att styrelsen offentligt rekommenderade aktieägarna att avstå från det initiala budet. Totalt består den studerade populationen av 56 fientliga bud. Dessa grupperades efter vilken/vilka försvarsstrategier som använts. Därefter studerades åtgärdernas påverkan på händelseförloppet m.h.a. en regressionsanalys utefter tre givna parametrar. Gick budet igenom eller inte? Ökade budpremien? I vilken utsträckning fick styrelsen behålla sina arbeten när förvärvet fullbordats?

I den studerade populationen blev 52 % av företagen inte övertagna d.v.s. deras försvarsmekanismer var framgångsrika. Författarna till artikeln väljer att skära ner antalet försvarsåtgärder och sammanföra dem i kategorier för att undersöka multikollineariteten mellan de enskilda försvarsåtgärderna. Denna regression ger liknande resultat som den första

vilket stärker modellens kvalitet. Resultaten av deras studie diskuteras vidare kring i analyskapitlet.

1.5 Avgränsningar

Undersökningen kräver att vi gör ett antal avgränsningar för att erhålla mer lätthanterlig data och ett relevant resultat. Vi har valt att enbart studera svenska börsnoterade företags försvarsstrategier då information om noterade bolag är mer lättillgänglig. Dessa styrs också av lagar och förordningar vilket bidrar till att ett mer homogent material erhålls. Hänsyn till budgivarens nationalitet tas ej då det endast är försvarsstrategierna i Sverige som är intressanta utifrån vårt syfte. Tidsperioden för undersökningen har avgränsats och omfattar åren 1996-2006. Anledningen till det är att studien ska vara så aktuell som möjligt och ge ett resultat som kan användas av företag som idag eller i framtiden befinner sig i en liknande situation. En längre period skulle öka risken för att resultatet inte speglar det aktuella förloppet på marknaden och skulle i så fall inte kunna tillämpas på samma sätt. Det skulle även ha försvårat datainsamlandet då det är besvärligare att få fram äldre information angående vilka åtgärder företagen vidtagit. Ytterligare en orsak till att denna 10-års period valdes, och inte en kortare, är att förekomsten av fientliga uppköp i Sverige inte sker så ofta. För att samla ihop ett material som kan analyseras statistiskt hade en kortare tidsperiod i detta fall inte varit möjlig då observationerna hade varit för få för att kunna generaliseras.

Undersökningen har begränsats till att endast studera försvarsstrategier som förekommer efter det att ett fientligt bud har lagts. Det finns emellertid möjligheter för företagen att använda sig av preventiva försvarsåtgärder vilka försvårar ett uppköp, det kan exempelvis röra sig om olika inskrivningar i bolagsordningen. Dock behandlas inte dessa åtgärder närmare utan fokus ligger på de strategier som styrelsen kan använda sig av när de väl befinner sig i ett fientligt budförfarande.

Bud som är framtvingade av budplikt har sorterats bort i de fall budet ligger under aktiens marknadsvärde. Anledningen till detta är att det inte kan ses som ett seriöst uppköpsbud då aktieägarna tjänar mer på att sälja sina aktier via börsen.

1.6 Definitioner

För att underlätta fortsatt läsning har vi valt att definiera de uttryck och termer som kommer att användas löpande i uppsatsen.

Offentligt uppköpserbjudande är en term som används inom rättsväsendet. Begreppet innebär ett offentligt erbjudande till aktieägare i ett aktiebolag att, på generellt angivna villkor, sälja hela eller delar av sitt innehav till budgivaren (SOU 2005:58). Bolaget som budet riktas till kallas målbolag. När vi i uppsatsen talar om bud, uppköp, uppköpserbjudande m.m. är det denna innebörd vi syftar på.

Betydelsen av vad som menas med ett fientligt uppköpserbjudande kan variera. Vi har valt en definition utifrån Blank et al (1999) som klassificerar ett bud som fientligt när styrelsen i målbolaget rekommenderar aktieägarna att inte acceptera budet. Ett fientligt bud är alltså i grund och botten ett offentligt uppköpserbjudande där styrelsens inställning till budet är avgörande för om budet ska klassas som fientligt eller inte. Detta är en vanligt vedertagen definition som förekommer i de flesta böcker inom ämnet. Då vi strävar efter att få ett så rättvisande och jämförbart material som möjligt anser vi att denna definition är bäst lämpad.

1.7 Disposition

Kapitel 2 - Metod

I kapitel 2 redogörs för de metodologiska val som gjorts i uppsatsen, hur det empiriska materialet tagits fram samt hur den statistiska regressionsanalysen byggts upp. Diskussion kring alternativa val och tillvägagångssätt förs löpande genom de olika styckena. Uppsatsens tillförlitlighet diskuteras m.h.a. begreppen validitet och reliabilitet och slutligen poängteras betydelsen av att kritiskt granska sina källor.

Kapitel 3 – Teoretisk referensram

Här finner läsaren den teoretiska referensram som studien bygger på. Inledningsvis beskrivs teorier kring fientliga uppköp och principal-agentproblematiken. Därefter redogörs för de teoretiska definitionerna av försvarsstrategier som målföretagets styrelse kan använda sig av.

Kapitel 4 – Praktisk referensram

Kapitlet behandlar de lagar och rekommendationer som gäller vid uppköpserbudanden och försvarsåtgärder som kan vidtas av målbolaget. En presentation av Näringslivets börskommitté och Aktiebolagslagen ges.

Kapitel 5 – Empiri

I det empiriska kapitlet presenteras först den kategorisering som gjorts, därefter redovisas resultaten från de olika regressionsanalyserna vilka testar försvarsstrategiernas effektivitet. Ambitionen har varit att endast belysa de relevanta resultaten i sammanhanget, detta för att få en så lättförståelig studie som möjligt.

Kapitel 6 – Analys

Med utgångspunkt i befintlig teori analyseras de empiriska resultaten i kapitel 5, vilket svarar på studiens frågeställning. Observerade likheter och skillnader med den brittiska studiens resultat diskuteras vidare i en jämförande analys.

Kapitel 7 – Empirisk tillämpning av resultat

Analyskapitlet följs av en beskrivning av ett aktuellt fall, Scantias försvar mot MANs uppköpserbudande. Intentionen är att exemplifiera försvarsstrategierna och applicera våra resultat på ett praktiskt fall.

Kapitel 8 – Slutsats

I det avslutande kapitlet presenteras de slutsatser som de tidigare avsnitten lett oss fram till. Även förslag till framtida forskning läggs fram.

2. METOD

I kapitlet argumenteras för den metod som används. En diskussion förs om de metodologiska överväganden som gjorts kring valet av kvantitativ och kvalitativ metod. En presentation av hur datainsamlingen gått till samt valet av statistiskt tillvägagångssätt återfinns. Kapitlet avslutas med ett resonemang kring validitet, reliabilitet och källkritik.

2.1 Ansats

I detta stycke resoneras kring deduktiv och induktiv ansats. Vidare redogörs för uppsatsens inriktning.

Uppsatsen är av empiriskt slag där utgångspunkten är befintlig teori. Flera hypoteser har ställts upp utifrån denna teori och testas empiriskt. Det medför att den antagna ansatsen huvudsakligen är av deduktiv karaktär (Bryman, 2002). Enligt Jacobsen (2002) utgår en deduktiv studie från förväntningar om hur verkligheten ser ut. Empirisk data samlas in för att stämna av om förväntningarna speglar verkligheten. Utifrån de försvarsstrategier som teorin beskriver har empiriska observationer gjorts för att dra slutsatser om dess effektivitet. Undersökningen är av deskriptiv karaktär, d.v.s. den beskriver de identifierade förhållandena snarare än förklarar dem. Den deduktiva ansatsens nackdel är att risken finns att vi enbart letar efter empiri som stöder våra förväntningar, vilket medför att relevant information ignoreras (ibid). Således finns det teori som ligger till grund för våra föreställningar men det saknas tidigare liknande empiriska undersökningar om försvarsstrategiernas effektivitet. En induktiv ansats har inte antagits då den innebär ett skapande av teori utifrån empiri, utan tidigare förväntningar om verkligheten (ibid). Oavsett ansats gör alla forskare medvetna eller omedvetna avgränsningar och en helt objektiv verklighetsbeskrivning är omöjlig att åstadkomma. Med detta i åtanke har Jacobsens (2002) rekommendationer att anta en analytisk ansats följts, genom att försöka skapa klarhet i de antaganden och förväntningar om försvarsstrategierna som vi har.

2.2 Datainsamling

Insamlandet av material och data till undersökningen är av stor vikt då den ligger till grund till allt fortsatt arbete. Nedan följer en presentation av sökningen efter material och data.

I undersökningen har främst sekundärdata använts, d.v.s. data av offentlig karaktär som har samlats in och presenterats av någon annan än vi själva (Svenning, 2003). Användandet av sekundärdata medför många fördelar enligt vår mening, den är bl.a. mindre kostsam och tidskrävande än primärdata. Dock är nackdelen att värdefull och för oss relevant information kan ha sållats bort av författaren till källan. Sekundärdata finns i en stor mängd och kan vara svår att överblicka. Oftast fordras en aktiv bearbetning av informationen för att få den relevant för undersökningen. I vårt fall har den insamlade sekundärdatan mynnat ut i en egen databas över fientligt lagda bud och vidtagna försvarsåtgärder i Sverige mellan åren 1996-2006.

Data har främst inhämtats från Affärsdatabasen, vilken är en licenserad databas som innehåller artiklar och information om företag i Sverige. Fokus har legat på artikelsökning där de flesta välkända finansskrifterna i Sverige såsom Privata Affärer, TT, Dagens Industri, Affärsvärlden m.fl. finns samlade. Då sekundära källor endast är ett återberättande av de primära ska helst dessa undvikas till förmån för de sistnämnda. I annat fall är det viktigt att referenser och källförteckningar kontrolleras. I undersökningen har vi förutom Affärsdatabasen även kompletterat med information från målföretagens hemsidor och årsredovisningar för att utläsa vilka olika åtgärder som vidtagits och få en djupare förståelse för företaget och budförfarandet. Vi måste beakta att det finns en möjlighet till undertäckningsfel (Körner & Wahlgren, 2006), d.v.s. att alla fientliga bud under perioden inte har tagits med. Då det inte finns en stor population att tillgå skulle ett alltför stort undertäckningsfel påverka slutresultatet i stor utsträckning. För att minska denna risk har vi stämt av mot OMXs¹ listor över förvärv och avnoterade bolag. Denna kontroll visade att vi hade missat några få företag, vilka vi således kompletterade med. Därmed är vi tämligen säkra på att något fientligt bud inte har undgått oss.

¹ OMX – Nordiska Börsen

2.3 Statistiskt tillvägagångssätt

Efter insamlandet av data bearbetades materialet systematiskt. Detta stycke redogör för hur arbetet har fortlöpt och vilka statistiska metoder som använts.

Inledningsvis antecknades alla de åtgärder som kunde utläsas att ett företag hade vidtagit i försvarssyfte efter att ett fientligt bud hade lagts. Sedermera upprättades sju kategorier av försvarsstrategier som företagen använt sig av. Dessa kategorier var en kombination av teoretiskt definierade strategier samt sådana som vi själva formulerat. Anledningen till att egna kategorier skapades istället för att enbart använda de teoretiskt definierade var för att få med även de åtgärder som företagen verkligen använt sig av. Därefter sorterades alla funna åtgärder in under någon av dessa kategorier. Om ett företag hade använt sig av mer än en försvarsstrategi antecknades alla då det inte var möjligt att utläsa vilken som haft störst betydelse utan att mista objektiviteten. Tydliga definitioner upprättades för att få en enhetlig indelning av likvärdiga strategier i respektive kategori. Vid datainsamlandet framkom att endast 37 fientliga bud lagts under den valda tidsperioden. Efter noga övervägande bedömdes antalet observationer vara för få för att kunna motivera antalet kategorier. Då det även gick att utläsa likheter mellan strategierna genomfördes därmed en omarbetning där några av strategierna slogs samman. Antalet kategorier reducerades från sju till fyra, vilka definieras i kapitel 5. Bearbetningen av all data har skett i Excel och därefter i det statistiska programmet SPSS. En presentation av materialet återfinns i kapitlet som behandlar empirin samt i bilagorna 1 och 2.

De insamlade försvarsåtgärderna kvantifierades till binära variabler, där förekomsten av dem likställdes med en etta och motsatsen till en nolla. Även de beroende variablerna, om köpet gått igenom eller ej respektive om budet höjts eller ej, tilldelades ett eller nollor. En etta om köpet avstyrts samt om budet hade höjts, en nolla motsvarade det omvända förhållandet. Vår databas består således endast av binära variabler vilka följer en nominalskala, d.v.s. de kan inte rangordnas inbördes (Svenning, 2003). När den oberoende variabeln är binär ska en logistisk regression användas (Ramanathan, 1998).

För att undersöka om försvarsstrategierna är effektiva eller inte krävs ett antal hypotesformuleringar. Försvarsstrategiernas effektivitet mäts utifrån två parametrar, dels om

köpet avstyrts och dels om försvaret resulterat i ett högre bud. En effektiv strategi innebär i det första testet antingen att uppköpet inte går igenom eller att budet höjs. Den första hypotesen som sammanställdes var följande:

H_0 = att köpet inte går igenom och/eller att budet höjs är oberoende av försvarsstrategin x

H_1 = att köpet inte går igenom och/eller att budet höjs är beroende av försvarsstrategin x

Efter detta test gjordes en uppdelning i stark respektive svag effektivitet. Om uppköpsförsöket misslyckades ansågs stark effektivitet råda. Om däremot uppköpet fullföljdes efter en höjning av budet bedömdes effektiviteten vara svag. Nedanstående hypoteser testar de två varianterna.

Stark effektivitet:

H_0 = att köpet inte går igenom är oberoende av försvarsstrategin x

H_1 = att köpet inte går igenom är beroende av försvarsstrategin x

Svag effektivitet:

H_0 = att budet höjs är oberoende av försvarsstrategin x

H_1 = att budet höjs är beroende av försvarsstrategin x

De tre olika hypoteserna formulerades för respektive försvarsstrategi. Om nollhypotesen kan förkastas och mothypotesen därmed bedöms som korrekt, kan ett statistiskt samband mellan försvarsstrategin och dess effektivitet utläsas.

2.4 Metodologiska överväganden

Kommande avsnitt behandlar det resonemang vi fört i valet mellan en kvalitativ och kvantitativ undersökningsmetod. Både styrkor och svagheter med den valda metoden tas upp.

Enligt Jacobsen (2002) är det problemställningen som ska styra valet mellan kvalitativ och kvantitativ metod och utifrån vårt syfte anser vi att en kvantitativ ansats är bäst lämpad. Att istället använda en kvalitativ metod skulle inte bidra med den generaliserbarhet vi behöver för att besvara frågeställningen. Den kvantitativa gynnar även framtagandet av mätbara data som möjliggör jämförelser av strategiernas effektivitet. Eftersom målet är att resultaten ska kunna generaliseras till fler företag än de som undersökts har en extensiv uppläggnings valts. Detta innebär att studien går på bredden till skillnad från en intensiv som fokuserar på att få en mer

djupgående studie (ibid). Att studera många företags försvarsstrategier har därför varit en väsentlighet som leder till en högre extern validitet.

Den ena metodens fördelar är den andra metodens nackdelar och den kvantitativa metodens baksida är att eventuella icke offentliggjorda strategier kan ha förbisetts. Dessa skulle ha kunnat belysas med en kvalitativ metod och möjligtvis bidragit till en starkare intern giltighet i studien. En annan nackdel med den valda metoden är att den kan utelämna de nyanser och variationer som finns i de enskilda företagen. Detta kan ha uppstått i samband med den nödvändiga kategoriseringen av strategierna som vi gjort för att möjliggöra jämförelser i analysen. Ett alternativt tillvägagångssätt hade varit att kontakta företagen via enkäter eller intervjuer för att få en djupare förståelse i varje enskilt fall. Risken med detta förfarande hade dock varit att svaren kunnat brista i tillförlitlighet eller varit ofullständiga, även objektiviteten hade kunnat ifrågasättas. Den kvantitativa metoden medför att ett kritiskt avstånd till de studerade företagen kan hållas och således påverkas vi inte av personliga relationer, vilket stärker forskningens oberoende.

Den kvantitativa metoden bedöms vara mest tjänlig för syftet, med tanke på ovanstående resonemang samt den ökade tidsåtgången som den kvalitativa metoden medför.

2.5 Metodkritik

I enlighet med Jacobsen (2002) bör undersökningen uppfylla krav på validitet och reliabilitet, vilket diskuteras i nedanstående stycken. Resonemang förs även kring den källgranskning som skett m.h.a. Holme och Solvangs (1997) fyra olika faser.

2.5.1 Validitet

Begreppet validitet syftar till frånvaron av systematiska mätfel och kan indelas i inre och yttre giltighet (Jacobsen, 2002). Båda är av betydelse för undersökningens kvalitet. Inre validitet råder om undersökningen verkligen mäter det den avsett mäta, d.v.s. försvarsstrategiernas effektivitet. Vi anser att det valda tillvägagångssättet är rådligt för detta syfte, den logistiska regressionsmodellen är en ansedd metod för denna typ av undersökning. Det går dock inte helt att eliminera risken att handlingar som identifierats som försvarsstrategier i realiteten gjorts med en annan avsikt än i försvar. Vidare bör beaktas att det kan finnas andra faktorer

som påverkar uppköpets utfall än endast strategin, sådana skulle kunna vara antalet och storleken på företagets ägare. Dessa faktorer har dock inte studerats närmare då vi anser att helt enhetliga företag är svåra att finna.

Den yttre validiteten är god om de resultat vi har fått fram genom att studera de undersökta företagen också gäller i andra sammanhang och för andra företag. Denna kan anses vara hög då vi gjort en totalundersökning med en kvantitativ metod. Förutsättningen är dock att de sammanhang vi har studerat är karakteristiska för de företag som resultaten ska appliceras av. Således menar vi att resultaten kan tillämpas av andra svenska börsnoterade företag, men att det kan vara svårt att generalisera slutsatserna till företag som inte är börsnoterade eller utländska. Ytterligare kan den goda validiteten motiveras genom det faktum att vår metod liknar den som Schoenberg och Thornton (2006) använt sig av. Denna metod kan anses vara legitimerad då den brittiska artikeln är publicerad och granskad. En anpassning till svenska förutsättningar har emellertid varit nödvändig, egna kategoriseringar och definitioner har gjorts.

2.5.2 Reliabilitet

Med god reliabilitet avses att mätningen inte influerats av de förhållanden under vilka undersökningen sker och inte heller av de personer som utfört mätningen (Lundahl & Skärvad, 1992). Undersökningen har rensats från slumpmässiga mätfel i så hög utsträckning som möjligt, för att uppnå god reliabilitet. Vi anser oss kunna argumentera för att vår undersökning är genomförd på ett trovärdigt sätt, enligt nedanstående resonemang.

Sekundärkällorna som använts kan anses vara tillförlitliga då de granskats innan publicering, vilket stärker reliabiliteten. Data från Affärsdatabasen har kompletterats med information från årsredovisningar och OMX. Att använda flera oberoende källor som bekräftar varandra, har dessutom hjälpt oss att kontrollera den framtagna informationen om företagens agerande. Gruppens storlek på fyra personer medför att olika föreställningsramar ligger till grund för våra analyser. Vi har emellertid arbetat med att minska risken, för att de olika föreställningarna ska ha påverkat den kategorisering som skett, genom att ha formulerat klara definitioner över de respektive försvarsstrategierna. Vi tror därför att resultatet skulle ha blivit nästintill detsamma om studien genomförts med samma metod och mätinstrument igen. De klara definitionerna bidrar även till att studien går att replikera av andra forskare.

2.5.3 Källgranskning

Som ovanstående stycke framhåller är det viktigt att bedöma reliabiliteten i de källor som används i arbetet. Holme och Solvang (1997) delar upp denna granskning i fyra olika faser. Den första fasen, *observation*, inleds då problemformuleringen är utformad och går ut på att lokalisera källor som klarlägger denna. Våra referenser är till stor del sekundärkällor vilket gör att de måste studeras mycket noga. Källgranskningen går därmed över i fas två, *bestämning av ursprung*. Ett försök att minimera osäkerheten avseende sekundärkällorna har gjorts genom att finna överensstämmande uppgifter från andra källor. För att bedöma reliabilitet och validitet på facklitteraturen har vi dels själva granskat den kritiskt men också letat upp utlåtanden avseende källan från andra kunniga på området. Då de vetenskapliga artiklarna och litteraturen genomgår granskning av flera personer innan publicering kan tillförlitligheten anses vara styrkt.

Nästa steg i källgranskningen är *tolkning* av referensen. Enligt Holme och Solvang (1997) innebär detta att en förståelse för vad författaren avsett att säga, utifrån det tidssammanhang och den sociala kontext där källan blev till, eftersöks. Det är med andra ord svårt att veta om texten tolkats såsom författaren avsett. Dessa fel kan även de i viss mån minskas genom att hitta flera olika källor angående samma händelse eller avseende liknande teorier. Vi måste även studera i vilken makroekonomisk situation källan tillkommit då denna i stor grad kan skilja sig från den idag rådanden.

Den sista fasen är *bestämning av användbarhet* hos källan eller med andra ord hur trovärdig och användbar källan är med avseende på vårt syfte. För att klargöra detta analyseras källan dels i ett inre perspektiv och dels i ett yttre. Den yttre analysen görs genom att jämföra en källa med andra oberoende för att förhoppningsvis hitta en överensstämmelse dem emellan. I den inre analysen gäller det att undersöka själva källan genom att bedöma den inre överensstämmelsen, den generella säkerheten hos källan, upphovsmannens subjektiva perspektiv samt vår förmåga att på ett riktigt sätt bearbeta och återge informationen. Genom att hålla oss till den rena faktabiten i våra källor samt användandet av multipla källor tror vi oss minimera problem avseende den eventuella subjektiviteten, den generella säkerheten samt den inre effektiviteten hos källorna. Förhoppningen är att vi har tagit in och bearbetat uppgifter samt återgivit dessa på ett korrekt och tillförlitligt sätt.

3. TEORETISK REFERENS RAM

I och med att det saknas renodlade teorier angående försvarsstrategiernas effektivitet vid fientliga uppköp tar undersökningen avstamp i ett flertal beprövade teorier som behandlar angränsande områden. Teorierna ökar förståelsen kring uppköpsförfarandet och underlättar för kommande analys.

3.1 Fientliga uppköp

I detta avsnitt ges inledningsvis en introduktion till fientliga uppköp för att sedan beskriva förfaringssättet för fientliga uppköp när de börjar med en s.k. ”dawn raid”

Schwert (2000) konstaterar i sin forskning att betydelsen av vad som anses vara ett fientligt uppköp varierar. Forskningen visar att det finns ett samband mellan vad olika tidningar benämner som fientligt men att denna korrelation inte är stor. De flesta förvärv som sker är till sin natur dock vänliga, d.v.s. en överenskommelse är nådd mellan de båda bolagens styrelser. När en sådan uppgörelse inte kan nås men förvärvaren ändå väljer att fullfölja sina planer kan uppköpet tolkas som fientligt. Det finns även fall där den uppköpande parten inte meddelar ledningen om budet utan köper upp en kontrollandel direkt från de största aktieägarna, vilket även detta är ett förfarande som kan ses som fientligt (Kim & Nofsinger, 2007).

Om inte styrelserna kan nå en överenskommelse kan ett fientligt förvärv börja med en s.k. ”dawn raid” (Arnold, 2005). Med uttrycket menas att det övertagande företaget köper upp en betydande andel av aktierna i målföretaget, så snabbt att ledningen inte hinner vidta åtgärder. Marknaden erbjuds då ofta en högre kurs än slutkursen dagen innan. Detta förfaringssätt är dock förbjudet då det bryter mot reglerna om att samtliga aktieägare måste erbjudas samma pris (ibid). Ett annat regelbrott vid en ”dawn raid” är att aktiesäljarna inte har tillgång till all relevant information, d.v.s. att köparen avser att ta över hela företaget.

3.2 Motiv för uppköp

Arnold (2005) identifierar ett antal möjliga motiv som det uppköpande företaget kan ha med att vilja förvärva ett annat bolag. Motiven som kan ligga bakom uppköp är oändligt många men i denna uppsats behandlas endast ledningens.

Ledningen har ibland privata intressen av att köpa upp ett annat företag, som att t.ex. öka sin lön eller bygga upp ett imperium för att erhålla högre status (Arnold, 2005). Det är inte alltid som dessa intressen överensstämmer med aktieägarnas bästa, vilket behandlas närmare i nedanstående avsnitt om principal-agentproblemet. Det finns även de som menar att uppköp sker för att ledningen vill trygga sin egen position. Forskning av bl.a. Palepu (1986) visar att större företag löper mindre risk att bli uppköpta, vilket innebär att ett motiv till varför företag köper upp andra företag är för att reducera risken för att själva bli uppköpta. Riskminskningen beror på de ökade kostnader som uppköp av större företag för med sig. Både organisationskostnader efter uppköp och de utgifter som är förknippade med budstrid är högre om uppköpet är av fientlig karaktär. Jensen (1986) menar på motsvarande sätt att ledningens rädsla att förlora makt kan leda till en ovilja att dela ut kassaflödesöverskott till ägarna. Istället används resurserna för att köpa upp andra företag, trots att affären kan förstöra värde för aktieägarna. Uppköp av andra företag används även som försvarsmekanism mot ett fientligt bud, s.k. blåsfisk vilket behandlas senare i avsnittet om försvarsstrategier.

3.3 Principal-agentteorin

Ett återkommande dilemma inom organisationsteorin för aktiebolag är principal-agentproblemet. Detta behandlas nedan på uppköpstemat.

Problematiken har sitt ursprung i relationen mellan agenterna (ledningen²) och principalerna (ägarna). Intressekonflikter mellan parterna kan uppstå p.g.a. att ägande och kontroll av företaget är separerat (se t.ex. Hatch, 2002; Kim & Nofsinger, 2007). Ledningen har fått i förtroende av ägarna att förvalta deras kapital och meningen är att agenterna ska agera i principalens intresse när de fattar beslut. Teorin utgår dock ifrån att alla personer är nytto-maximerande och sätter sitt eget bästa i första rummet, vilket ger upphov till

² I denna uppsats likställs ofta ledning och styrelse

problematiken. Risken finns att ledningen agerar opportunistiskt och ser till den egna nyttan på ägarnas bekostnad, vilket ger ägarna anledning att kontrollera ledningen. Övervakningen försvåras eftersom informationsasymmetri föreligger, då ledningen ofta har en större kunskap om företaget än vad ägarna har. Paralleller mellan agentteorin och denna uppsats kan dras både när det gäller motiv till uppköp, fientliga förvärv och försvar mot dessa. Ett exempel är när motiven, till varför ledningen rekommenderar ägarna att inte acceptera ett bud, är helt privata. För att motverka att budet går igenom kanske ledningen tar beslut om att köpa upp ett annat företag trots att affären inte skapar värde för ägarna. Detta för att minska utdelningsbara medel och på så sätt inte mista kontrollen till ägarna. Att detta sker visar tidigare nämnd forskning av Jensen (1986).

3.4 Disciplinära uppköp

Mycket av diskussionerna kring ”corporate governance” härstammar från principal-agentproblemet. Disciplinära uppköp och hot om uppköp ses ibland som en sorts övervakningsmekanism som kan minska principal-agentproblemet, vilket diskuteras i detta kapitel.

Med ”corporate governance” menas främst de övervakningssystem som finns för att skydda aktieägarna och skapa värde för desamma (Kim & Nofsinger, 2007). Det svenska begreppet används vidare i uppsatsen. När underpresterande företag köps upp och dramatiska strukturförändringar görs som t.ex. att avsätta översta ledningen för att öka bolagets lönsamhet kan uppköpet sägas var disciplinärt (ibid). Inte sällan motsätter sig ledningen sådana uppköp då risken för att bli avskedad är stor. Då sannolikheten för uppköp och hot om uppköp ökar om företaget presterar bristfälligt får ledningen således press på sig att prestera bättre och i enlighet med ägarnas intressen. På detta sätt kan disciplinära uppköp verka som en övervakningsmekanism som minskar principal-agentproblematiken.

I Mitchell och Lehn (1990) forskningsrapport “Do bad bidders become good targets?” testas om det finns någon korrelation mellan om ledningen gör dåliga uppköpsbeslut och huruvida sannolikheten att företaget själv blir ett uppköpsobjekt ökar. Resultatet bekräftar tesen, vilket också stöder resonemanget om att hot om uppköp kan ses som en övervakningsmekanism som förbättrar ledningsbeslut.

Det kan diskuteras huruvida fientliga förvärv alltid är av disciplinär karaktär. Franks och Mayer (1996) menar att fientliga företagsförvärv inte kan uppfattas ha en mer ansenlig disciplinär funktion än vänliga uppköp, då de inte finner några bevis på att fientliga bud i högre utsträckning läggs på tidigare misskötta företag. På motsvarande sätt undersökte Schwert (2000) om ett fientligt uppköp kan ses som en reaktion på en dålig ledning och även denna studie visar på att den slutsatsen inte kan dras. Studien kommer istället fram till att gemensamma drag hos fientliga bud främst verkar vara av strategisk karaktär antingen för budgivaren eller målföretaget.

3.5 Försvarsstrategier

Nedan presenteras och beskrivs de försvarsstrategier som är vanligast förekommande efter att ett bud har lagts. Vi har använt de engelska termerna då det saknas lämpliga motsvarigheter i svenskan. I de fall där det saknas ett teoretiskt begrepp på engelska har vi dock namngett strategin på svenska.

Fällman (SOU 1990:1) konstaterar att USA och Storbritannien är de länder där förekomsten av fientliga uppköp varit vanligast och de har därmed också varit de mest aktiva när det gäller att utveckla försvarsstrategier. Deras strategier har av denna anledning varit utgångspunkt för företag i andra länder och så även i Sverige.

3.5.1 Greenmail

Vanligtvis är händelseförloppet vid ”greenmail” sådant att målföretaget gör ett riktat återköp med en tillhörande premium avseende de aktier som budgivaren innehar (Weston et al, 2004). Förfarandet kan beskrivas som en muta till det företag som har för avsikt att köpa upp målföretaget (Kim & Nofsinger, 2007). Denna strategi kan anses vara negativ för aktieägarna då företagets tillgångar delas ut till ett fåtal ägare på de andra aktieägarnas bekostnad. I Sverige är det sedan mars 2000 tillåtet för publika aktiebolag att förvärva egna aktier om erbjudandet riktar sig till samtliga aktieägare enligt Aktiebolagslagen (ABL 19:14 punkt 3). Den typ av riktat återköp som ”greenmail” innebär är således inte tillåtet enligt svensk lag.

3.5.2 Pac Man

Med en "Pac Man"-metod menas att ett motbud läggs på den fientliga budgivaren (Arnold, 2005), detta är dock ovanligt internationellt sett. Åtgärden kan vara effektiv i de fall där det företag som står under uppköpshot är större än det budgivande företaget, då de eventuellt har en möjlighet att finansiera denna kostsamma strategi (Weston et al, 2004). Vidare menar Weston et al (2004) att ett användande av denna metod signalerar en positiv syn på samgående hos målföretagets styrelse men visar samtidigt att de själva vill ha kontroll i den nya koncernen. Målet med "Pac Man"-metoden är att nå en tillräckligt stor majoritet i det andra företaget för att kunna avstyra budet på det egna företaget vid en extra bolagsstämma (Fällman SOU 1990:1). Ett alternativt mål kan vara att nå praktisk röstmajoritet, d.v.s. 50 procent av samtliga aktier i bolaget, eftersom målbolaget då enligt reglerna i ABL (1:11) blir moderbolag. Detta innebär att det andra företaget blir dotterbolag och därmed inte får äga aktier i moderbolaget (ABL 19:2). "Pac Man" är en synnerligen framgångsrik strategi för att stoppa ett fientligt bud då ett eventuellt fullföljande av erbjudandet kan komma att strida mot ABL.

3.5.3 Attack the logic of the bid

Det lättaste och minst kostsamma alternativet är att kritisera logiken i budet inför aktieägarna, styrelsen försöker då påvisa att ett samgående kommer att ha en negativ inverkan på aktieägarvärdet (Arnold, 2005). Kritiken gäller ofta att budet är alldeles för lågt i jämförelse med vad företaget är värt (Kim & Nofsinger, 2007). Andra argument som kan tillgripas är att bolagens verksamheter industriellt sett är alltför olika och att en sammanslagning skulle vara ofördelaktigt för företagets framtid. Ledningen i det förvärvande företaget kan också pekats ut som inkompetent och anklagas för att de har imperiebyggande som sitt främsta mål snarare än att se till aktieägarvärdet. Det är inte säkert att styrelsen får gehör för sina ansträngningar om aktieägarna misstänker att de går ut med denna typ av information för att värna om sina egna positioner (Weston et al, 2004).

3.5.4 Positiv offentlig information

Styrelsen går ut offentligt med positiv information angående företaget i syfte att göra uppköpet dyrare genom att höja aktiekursen (Weston et al, 2004). Detta kan ske genom att balansräkningen ses över och justeras, t.ex. kan undervärderade tillgångar skrivas upp och

värderas enligt marknadsvärdet. Marknaden omvärderar således företagets aktier till ett högre värde vilket resulterar i att uppköpet fördyras (Cooke 1988). Positiv information av detta slag kan också ha effekt på aktieägarna i målbolaget. Den höjda aktiekursen kan göra att de väljer att stanna kvar i företaget istället för att sälja sina andelar till det uppköpande företaget (Weston et al, 2004). Det är inte heller ovanligt att styrelsen presenterar en framtidsplan för aktieägarna där den beskriver hur företaget ska gå till väga för att öka aktieägarvärdet framöver (ibid). Positiva vinstprognoser lyfts fram och annan positiv finansiell information används som verktyg för att övertyga aktieägarna om företagets styrka.

3.5.5 White knight & White squire

I sin strävan att motarbeta ett bud kan styrelsen välja att bjuda in en vit riddare (white knight) eller en vit godsherre (white squire). Strategierna liknar varandra då styrelsen i båda fallen uppmanar en vänligt sinnad investerare att förvärva aktier, dock skiljer de sig åt genom vilket andelsinnehav som tas (Arnold, 2005). Den vita riddaren tar, till skillnad från en vit godsherre, en maktposition i företaget (Weston et al, 2004). Målföretaget kan föredra den vita riddaren framför en annan uppköpare eftersom de ser större fördelar i ett samgående med denna (ibid). Anledningen kan också vara att de kommer överens om att hålla bolaget intakt och inte genomföra stora uppsägningar, vilket är vanligt förekommande vid övertag (Kim & Nofsinger, 2007). Den vita godsherren tar inte kontroll över företaget utan köper istället en del, t.ex. en corner, och stoppar köpet genom att utnyttja sin rösträtt (ibid). Intentionen med att ta en corner är att köpa upp tillräckligt många aktier för att förhindra att en fientlig budgivare når 90 procent av aktierna, d.v.s. uppnå ett blockerande aktieinnehav. Vanligtvis lämnas förköpsrätt på godsherrens aktier till målbolaget och i gengäld erbjuds densamma en plats i styrelsen.

3.5.6 Share repurchase

Återköp av egna aktier kan också vara en användbar strategi. Målbolaget riktar då ett offentligt erbjudande till samtliga ägare om att förvärva aktier från dessa med avsikt att ta kontroll över företaget (Weston et al, 2004). Alternativt köper de upp sina egna utestående aktier över börsen. Om återköpet lyckas minskas antalet tillgängliga aktier på marknaden samtidigt som priset på aktierna troligtvis ökar (Arnold 2005). På detta sätt fördyras uppköpet och metoden har förhoppningsvis en avskräckande effekt på den fientliga budgivaren.

Återköp av egna aktier är som tidigare nämnts numera tillåtet om företaget följer de regler som följs av ABL (19:13-15). Enligt dessa paragrafer gäller att förvärv får ske endast på en auktoriserad marknadsplats eller börs, alternativt i enlighet med att ett förvärvserbjudande har riktats till samtliga aktieägare. Förvärvet får ej heller överstiga en tiondel av samtliga aktier i bolaget, vilket även inkluderar aktier som innehas av dotterbolag.

3.5.7 Crown jewels defence

Ytterligare en metod att försvara sig med är att sälja sina mest attraktiva delar, sina kronjuveler, för att minska intresset från det budgivande företaget (Arnold, 2005). Det är inte ovanligt att låsa sina tillgångar genom att sälja de som är mest attraktiva för budgivaren till en vit riddare (Weston et al, 2004). Om tillgången säljs till en vit riddare finns möjligheten till fortsatt nyttjande av tillgången genom att ett ”sale and lease back-avtal”³ sluts. I de fall då det fientliga erbjudandet inte går igenom kan målbolaget förbehålla sig rätten att köpa tillbaka tillgångarna. Styrelsen har befogenhet att sälja av en del av företagens tillgångar, så till vida att försäljningen inte är av sådan omfattande art att den anses ligga utanför företagens ordinarie verksamhet (ABL 8:4). Skulle detta vara fallet är det bolagsstämman som beslutar om en eventuell försäljning (Fällman, SOU 1990:1). Det finns dock en baksida med metoden. Försäljningen av tillgångarna kan medföra en överlikviditet i målbolaget och detta kan i sin tur locka till sig andra potentiella fientliga uppköpare (Weston et al, 2004).

3.5.8 Blåsfisk

Tvärtemot Crown jewel-strategin kan också tillgångar köpas upp och göra företaget större, vilket ökar värdet på företaget samtidigt som de likvida medlen minskar (Arnold, 2005). Ju större ett företag är desto dyrare och svårare blir det att köpa upp. Detta gör att fientligt sinnade företag med begränsade finansiella medel eventuellt ställer sig tveksamma till ett uppköp. Den minskade kassan kan också ha en avskräckande effekt på företaget som har för avsikt att genomföra ett uppköp. Om målbolaget förvärvar ett företag inom det egna verksamhetsområdet kan detta innebära att de får en dominerande ställning på en viss marknad och på så vis uppnås en sådan storlek att ett uppköp skulle strida mot lagen om konkurrens (Fällman, SOU 1990:1), vilken behandlas ytterligare nedan.

³ Tillgången säljs och hyrs sedermera tillbaka.

3.5.9 Lagliga åtgärder

Det finns vissa regleringar som målföretaget kan använda som försvar för att hindra ett fientligt bud. Finansinspektionen har det yttersta ansvaret för övervakningen av lagda bud på marknaden, de har dock delegerat ansvaret för att bedöma de enskilda fallen till Aktiemarknadsnämnden (Finansinspektionens hemsida). Det är hit som målföretaget kan vända sig om de har några invändningar angående t.ex. informationen i budprospektet, oskäligen villkor, offentliggörande av budet eller att budet inte har följt god sed. Företag som befinner sig under ett fientligt uppköpshot kan även kontakta konkurrensverket eller marknadsdomstolen om de anser att de båda företagen tillsammans kan utgöra ett hinder för konkurrensen enligt Konkurrenslagen (KL § 6). En anmälan kan göras både innan och efter det att uppköpet har gått igenom. Köpet kan visserligen inte gå tillbaka men det uppköpande företaget kan tvingas till en avyttring. Målföretaget kan även uppmuntra de fackliga organisationerna att vidta åtgärder mot det uppköpande företaget (Arnold, 2005). Vidare föreskriver Lagen om anställningsskydd (LAS § 6b) att de anställda har rätt till samma arbetsförhållande under det första året hos den nya arbetsgivaren som hos den föregående vid ett förvärv. Facket kan även granska den nya arbetsplatsen och arbetsgivaren och komma med invändningar och synpunkter.

3.5.10 Riktad emission

Styrelsen kan föranstalta en nyemission om företaget den är anställd av blivit föremål för uppköp. Vid en riktad emission emitterar målbolaget aktier till ett utomstående vänligt sinnat bolag för att på så vis späda ut en fientlig förvärvares aktieinnehav (Fällman, SOU 1990:1). Detta måste i de flesta fall föregås av ett majoritetsbeslut hos de nuvarande aktieägarna eftersom de genom den riktade emissionen inte har företräde till aktierna (ABL 11:2). Emellertid kan även styrelsen på eget initiativ fatta beslut om en nyemission enligt reglerna i ABL (13:31-38). Detta kan ske antingen genom att stämman tidigare lämnat bemyndigande till styrelsen eller att bolagsstämman i efterhand godkänner beslutet. Styrelsens bemyndigande begränsas dock av de regler som Näringslivets börskommitté ställt upp. Dessa regler behandlas närmare i nästkommande kapitel.

3.5.11 Management buyout

Ledningen kan enligt Weston et al (2004) förhindra ett fientligt uppköp genom att köpa upp det egna företaget med skuldfinansierade medel. Denna åtgärd benämns som management buyout (MBO) och resulterar i en signifikant ökning av ledningens aktieinnehav och i vissa fall förvärvas hela företaget. Weston et al (2004) menar att MBO kan vara en effektiv försvarsåtgärd men kan samtidigt, när planerna offentliggörs, sporra andra budgivare att lägga ett konkurrerande bud. Ledningen måste då bevisa för aktieägarna att deras bud är det mest förmånliga. Genom ett uppköp räddas den egna positionen i företaget men samtidigt försätter de sig vanligtvis i stor skuld. Eftersom målföretaget varit under uppköpshot kan någon ha ansett att ledningen har misskött företaget (ibid). Om så är fallet gäller det att omorganisera och få bolaget på rätt kurs så att skulderna kan återbetalas inom överenskommen tidsperiod.

4. LAGSTIFTNING OCH REKOMMENDATIONER

I följande kapitel redogörs för delar av den lagstiftning som berör offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Det som främst berörs är Näringslivets Börskommitté och Aktiebolagslagen.

4.1 Takeover-direktivet

I och med att offentliga uppköpserbjudanden blivit allt vanligare har det successivt vuxit fram regler för hur dessa får gå till.

På 1960-talet utvecklade briter ett regelverk kring uppköp och samgåenden: ”The City Code on Takeovers and Mergers” (SOU 2005:58). Idag har de flesta europeiska länder infört liknande regler med detta som utgångspunkt. Rekommendationer har i Sverige utfärdats av det privaträttsliga organet Näringslivets Börskommitté (NBK) och detta har utgjort grunden i de självregleringar som styr offentliga uppköp (SOU 2005:58). År 2004 arbetade EUs medlemsländer fram ett direktiv, kallat Takeover-direktivet, med avsikt att harmonisera regleringen mellan länderna (direktiv 2004/25/EG). Direktivet är tänkt att ses som en minimigräns och ger varje land rätt att vidare utvidga reglerna mer än vad som följer av direktivet. Syftet är att se till att målbolagets aktieägare blir rättvist behandlade och att deras intressen tas till vara på eftersom de saknar möjligheter till förhandling. Takeover-direktivet har lett till en svensk proposition och en ny lag, Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LOUA), vilken trädde i kraft den 1 juli 2006 (Riksdagens hemsida). NBKs rekommendationer stämmer till stor del överens med direktivets men det har ändå krävts en omfattande genomgång av den svenska regleringen i samband med implementeringen av den nya lagen (SOU 2005:58).

4.2 Näringslivets börskommitté

Tillsammans med fyra andra organ ingår Näringslivets börskommitté (NBK) i Föreningen för god sed, de övriga är Aktiemarknadsnämnden, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Redovisningsrådet och Övervakningspanelen (Finansinspektionens hemsida).

NBK arbetar för en god sed på aktiemarknaden och de utarbetar generella riktlinjer som är viktiga för att självregleringen ska fungera. NBK innehåller regler om bl.a. budprospektens innehåll, budplikt, villkor som är kopplade till budet och målbolagens försvar. Nedan behandlas de rekommendationer som är relevanta för företag som befinner sig under ett fientligt uppköpshot, vilka är av intresse för vårt syfte. Disciplinära påföljder väntar om företagen bryter mot reglerna och det är Aktiemarknadsnämnden som beslutar om lämpligt straff (AMNs hemsida). Vanligt förekommande är offentlig kritik mot bolaget, vite och i värsta fall avnotering från börserna.

4.2.1 Styrelsens rekommendation

Budgivare är skyldiga att omedelbart offentliggöra ett erbjudande om uppköp genom ett pressmeddelande. Aktieägare i målbolaget ska informeras om villkoren för budet samt ha tillräckligt med tid för att kunna fatta ett välgrundat beslut angående erbjudandet. Styrelsen i målbolaget är skyldig att i ett uttalande lämna en rekommendation till aktieägarna hur de anser att de bör agera enligt NBK II:14. Rekommendationen ska vara baserad på styrelsens synpunkter på hur framförallt sysselsättningen kommer att påverkas vid ett eventuellt genomförande av erbjudandet samt deras åsikter om budgivarens strategiska planer. Styrelsen får inte undanhålla information och hindra aktieägarna att ta ställning till erbjudandet, de ska agera utifrån aktieägarnas intressen och inte efter sin egen agenda. Styrelsen är oftast mer insatt i förhandlingarna och det är meningen att deras rekommendation ska vara till hjälp för aktieägarna. I uttalandet ska det, i enlighet med NBK II:14, även framgå om styrelsen är enig i sitt beslut och i fall någon ledamot inte deltagit i beslutet p.g.a. jäv eller av annan anledning.

4.2.2 Målbolagets åtgärder

I punkt NBK II:16 behandlas företagets möjligheter till försvar vid ett offentligt erbjudande. Avsikten är att ett allvarligt menat erbjudande inte får motarbetas av styrelsen utan bolagsstämmans godkännande. Med allvarligt menas att det är möjligt för budgivaren att finansiera budet, budet behöver m.a.o. inte ha offentliggjorts för att lagen ska träda in. Denna regel syftar till att aktieägarna måste få en möjlighet att ta ställning till budet. Styrelsen har alltså inte rätt att på eget initiativ vidta motåtgärder även då de anser att budet är oattraktivt för aktieägarna. Inga åtgärder enligt NBK II:16 som "(...) är ägnade att försämra förutsättningarna för ett erbjudandes lämnande eller genomförande" får vidtas. De åtgärder

som åsyftas är bl.a. en riktad emission, återköp av egna aktier, försäljning eller köp av tillgångar, motbud till aktieägarna i budgivarbolaget eller bud till något annat bolag.

4.2.3 Budplikt

Vidare tas regler om budplikt upp i NBKs kapitel III. Företag eller privata investerare som förvärvar aktier motsvarande 30 procent eller mer av rösterna för samtliga aktier i ett aktiebolag ska inom fyra veckor lämna ett erbjudande om att förvärva de resterande aktierna i bolaget samt offentliggöra hur stort aktieinnehavet i bolaget är. Ändamålet med budplikten är att skydda minoritetsägarna då ett kontroll- och ägarskifte äger rum. Det är dock inte alltid som det förvärvande bolaget har intresse av att köpa upp samtliga aktier. Om det förvärvande företags aktier motsvarar minst 90 procent av samtliga aktier har minoritetsägarna rätt att påkalla tvångsinlösen av sina aktier (ABL 22:1).

4.3 Aktiebolagslagen

Regler i Aktiebolagslagen (ABL) begränsar vissa försvarsåtgärder och inverkar därmed på styrelsens förmåga att agera vid ett fientligt bud.

Vissa försvarsstrategier såsom ”crown jewel defence”, nyemission, blåfisk och ”pac man” kräver godkännande av bolagsstämman om de faller utanför den vanliga verksamheten. Det finns även ett antal principer som styrelsen måste uppmärksamma innan de utövar sitt försvar. Likabehandlingsprincipen och generalklausulen (ABL 9:37) säger att ingen enskild aktieägare får särbehandlas. Strategierna, där en vit riddare går in eller när en riktad nyemission görs för att hindra ett fientligt bud, kan bryta mot dessa regler om erbjudandet innebär att vissa aktieägare diskrimineras. Försiktighetsprincipen (ABL 12:2) är en annan viktig aspekt som företaget måste beakta. Vid finansiella omstruktureringar, såsom exempelvis en höjd utdelning, måste styrelsen ”(...) ta hänsyn till företagets konsolideringsbehov, likviditet eller ställning i övrigt står i strid mot god affärssed” (ABL 12:2). En annan begränsning för styrelsen är minoritetsskyddet som innebär att styrelsen inte får fatta beslut som strider mot bolagets vinstsyfte (Rodhe, 2002). Förekomsten av detta minskar risken att ett bud avslås p.g.a. styrelsen egenintresse eller av andra orsaker som går emot aktieägarnas intressen och därmed, som tidigare nämnts, principal-agentproblemet.

5. EMPIRI

I denna del kommer en presentation av de försvarsåtgärder som vi fann att svenska företag vidtagit vid en fientlig uppköpsituation. Resultaten av våra regressioner visas i tabeller och kommenteras. Det redogörs även för de definitioner och kategoriseringar som gjorts.

5.1 Kategoriseringar

Nedan presenteras de fyra kategorierna som försvarsstrategierna indelats i och deras definitioner. Observera att det är våra definitioner och att det ingår flera olika försvarsstrategier under varje kategori.

Under datainsamlingsprocessen stötte vi på flertalet företag som inte använde sig av någon försvarsstrategi alls utan var helt passiva. Styrelsen har då endast gått ut med en rekommendation till aktieägarna att inte acceptera budet och ingen närmare förklaring till varför budet inte bör godtas har givits. Inga aktiva åtgärder för att motarbeta budet kan utläsas. Detta är vanligt förekommande om storägarna i företaget signalerade att de är emot budet. I en sådan situation är det inte nödvändigt med en motåtgärd eftersom budet ändå inte kommer att gå igenom då budgivaren inte kan nå absolut majoritet i bolaget. Det bör dock poängteras att denna passiva hållning även användes i andra fall, där storägare ej tagit ställning till budet. Dessa företag har utelämnats i regressionsanalysen eftersom vi inte kan utläsa om det varit en medveten strategi från styrelsen sida.

5.1.1 Vit riddare

Under denna kategori återfinns både vit riddare (white knight) och vit godsherre (white squire). Vad gäller vit riddare träffas en överenskommelse mellan styrelsen och en annan budgivare om ett vänligt bud. Avsikten med det konkurrerande budet som rekommenderas av styrelsen är att ta kontroll över företaget och stoppa tidigare fientligt lagda bud.

Koncurrerande bud som ej är vänliga ingår inte i denna kategori. En vit godsherre är däremot en befintlig eller ny aktieägare som förvärvar mer aktier i syfte att försvåra uppköpet. Andelen förvärvade aktier måste utgöra en skillnad i rösträtten, dock tas inte kontroll över företaget.

5.1.2 Kritik mot bud

Styrelsen går ut med en stark motivering till varför budet inte bör accepteras. Negativa effekter för aktieägarna i samband med uppköpet påvisas och synergierna motbevisas.

Befintliga och nya budgivare kan uppmuntras till att lägga ett högre bud i hopp om att öka det första budet. Styrelsen kan också använda sig av positiv offentlig information och presentera en plan som visar på en positiv framtidsutveckling eller på annat sätt förklara hur bra företaget klarar sig på egen hand. Positiv finansiell PR har också använts i vissa fall som verktyg för att övertyga aktieägarna om företagets styrka.

5.1.3 Lagliga åtgärder

Budet anses av styrelsen som oskäligt och/eller strider mot LOUA eller NBKs rekommendationer, vilket föranleder en anmälan från styrelsen till Finansinspektionen eller Aktiemarknadsnämnden. Även fackliga åtgärder som uppmuntrats av styrelsen har placerats under denna kategori.

5.1.4 Finansiell omstrukturering

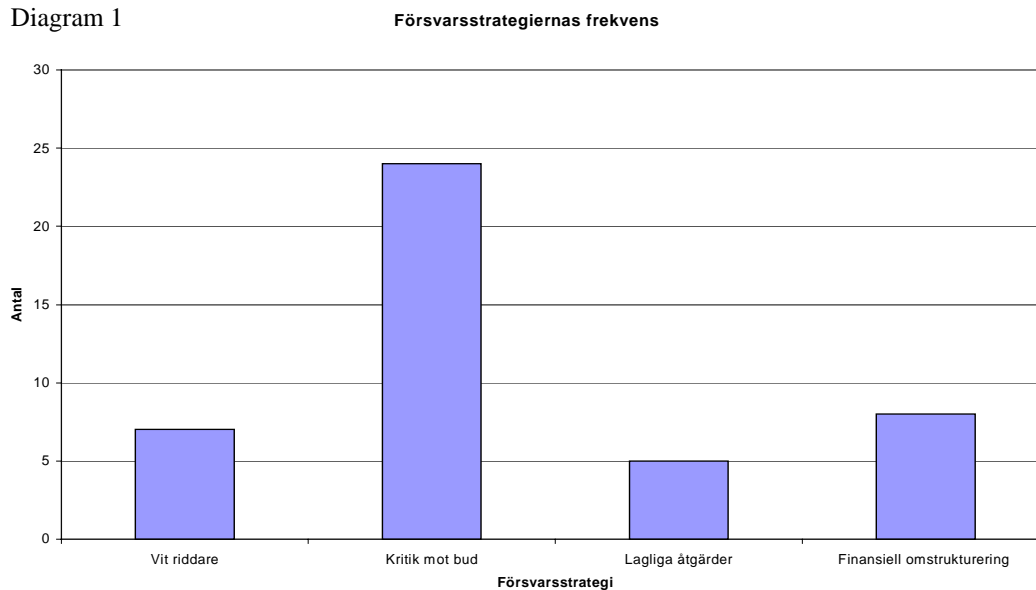
Kategorin innebär att företaget lägger om sina lån, omvärderar sina tillgångar, höjer utdelningen eller justerar balansräkningen för att på papperet påvisa att det är mindre alternativt mer värt. Detta kan följaktligen göra företaget mindre attraktivt för det intresserade bolaget och/eller öka aktieägarvärdet. Här ingår även företagens försök att sälja av sina mest värdefulla tillgångar, sina kronjuveler, i ett försök att göra sig mindre attraktiva. Företag som använt sig av blåsfiskstrategin och gjort sig större storleks- eller värdemässigt genom köp av dotterföretag eller andra tillgångar med avsikt att höja budet eller avskräcka budgivaren tillhör också denna kategori. Även seriösa försök till blåsfisk har tagits med, d.v.s. de fall där ett reellt bud på annat företag eller tillgång har lagts. Budet behöver således inte ha gått igenom. Rykten om att företag är på gång att köpa upp tillgångar har dock inte varit tillräckligt för att ha placerats i denna kategori.

5.2 Sammanställning av data

Studien har resulterat i en totalundersökning av, enligt vår definition, fientligt lagda bud i Sverige under åren 1996-2006. Vi har skapat en databas bestående av 37 observationer. Av dessa uppköpserbjudanden avstyrdes 54,1 %. Som tidigare nämnts mäts försvarsstrategiernas effektivitet utifrån två parametrar. Dels om uppköpsförsöket förhindrats och dels om försvarsåtgärderna resulterat i ett högre bud i de fall där uppköpet gick igenom. De två parametrarna kan särskiljas m.h.a. dess styrka, om köpet inte går igenom anses försvarsstrategin besitta stark effektivitet, om endast budet höjts råder svag effektivitet. Parametrarna har testats var för sig och tillsammans, vilket medför att tre olika resultat erhållits. En redogörelse för resultaten presenteras senare i kapitlet.

Efter det att observationerna insamlats gjordes en sammanställning för att kunna utläsa i vilken utsträckning respektive strategi förekommer. Av tabellen framgår att den mest förekommande strategin är kritik mot bud.

Diagram 1



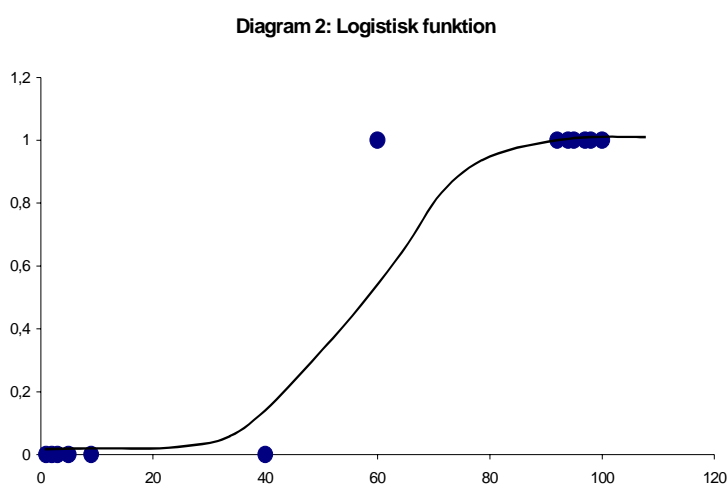
5.3 Logistisk regression

Så som tidigare nämnts ska en logistisk regression användas när den beroende variabeln är av binär karaktär. Vi har valt att arbeta i statistikprogrammet SPSS där benämningen på logistisk regression är "binary logistic regression".

Den logistiska funktionens matematiska uttryck är följande (Manly, 1997):

$$\text{Odds}(i) = (e^{(\beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_p x_{ip})}) / (1 + e^{(\beta_0 + \beta_1 x_{i1} + \beta_2 x_{i2} + \dots + \beta_p x_{ip})})$$

Denna kan ses som relationen mellan sannolikheten att en händelse inträffar respektive inte inträffar (Körner & Wahlgren, 2006). Den kan också förklaras såsom oddset för att en händelse inträffar. I vår undersökning motsvaras x i den logistiska ekvationen av huruvida en försvarsstrategi har använts eller ej (1 eller 0). Beteckningen i står för ett specifikt företag i studien och p står för en generell åtgärd, vilken i vår studie motsvaras av de fyra försvarskategorierna. Strategiernas skattade konstanter motsvaras av β . Exponentialen av β tolkas som hur mycket högre oddset är att uppköpet förhindras för ett företag som använder sig av en viss försvarsstrategi jämfört med ett företag som inte använder den.



Den logistiska funktionens största fördel är att den kan förklara ett samband även när observationerna klumpas ihop i två grupper och därmed inte är av linjär karaktär (Manly, 1997). Detta skulle inte en enkel regressionsmodell klara. Funktionen tar istället formen av ett S, vilket medför att den är

bättre lämpad att förutspå sannolikheter då den endast ger värden mellan 0 och 1 (ibid). Enligt Andersen (1990) har den logistiska modellen en annan viktig kvalitet då den bortser från interaktionen mellan de förklarande variablerna. Modellen tar hänsyn till multikollinearitet och underlättar därmed sökandet efter den bästa modellen, vilket gör en faktoranalys överflödig.

För att fastställa strategiernas signifikans valdes en signifikansnivå på 5 %, vilket innebär att nollhypotesen förkastas om p-värdet understiger 5 % (Körner & Wahlgren, 2006).

Förkastandet av nollhypotesen innebär att ett statistiskt säkerställt samband mellan försvarsstrategin och den beroende variabeln finns. Den valda signifikansnivån på 5 % medför dock att det finns en risk att vi i 5 % av fallen kommer att förkasta en korrekt nollhypotes, d.v.s. ett typ-I-fel (ibid). I sådana fall skulle ett samband mellan försvarsstrategin och uppköpsförsökets utgång kunna påvisas, trots att ett sådant inte existerar. Det finns även en risk för ett s.k. typ-II-fel, som är sannolikheten att acceptera en falsk nollhypotes. Om ett typ-II-fel förekommer kan ett samband inte påvisas, trots att försvarsstrategin faktiskt påverkar budets utfall. Motivet till den valda signifikansnivån är att denna nivå är vanligt förekommande i statistiska sammanhang eftersom det normalt anses ge en tillräckligt hög tillförlitlighet (ibid).

5.4 Regressioner

För syftets ändamål har vi använt oss av metoden ”Stepwise Backward Loglikelihood”. Denna är en variant av ovanstående metod och har valts eftersom den är mer anpassningsbar till variabler av binär karaktär när observationerna är alltför samstämmiga, vilket de är i vår undersökning. ”Stepwise Backward Loglikelihood” fungerar enligt ett förfaringssätt där utgångspunkten är att alla fyra förklaringsvariabler ingår i modellen. Stegvis reduceras den variabel (försvarsstrategi) vars p-värde i föregående steg är högst, från modellen (Rawlings et al, 1998). Denna iteration sker tills det enbart finns signifikanta förklaringsvariabler med ett p-värde som understiger 5 % kvar. Processen sker för att utröna hur många och vilka förklaringsvariabler som ger den bästa modellen.

Resultaten från de regressioner som genomförts sammanfattas i nedanstående tabell där försvarsstrategiernas enskilda p-värden i respektive steg presenteras. Utförligare presentation av resultaten finns i följande avsnitt. Ordningen i vilken metoden ”Stepwise Backward Loglikelihood” reducerar försvarsstrategierna framgår också av tabellen på nästa sida.

Tabell 1: Resultat från regressionerna

Regression 1	Vit riddare	Fin. Omstruktur.	Lagliga åtgärder	Kritik mot bud
Steg 1	7,40%	3,40%	70,0%	37,80%
Steg 2	8,10%	3,70%		33,10%
Steg 3	3,30%	2,40%		
Regression 2	Vit riddare	Fin. Omstruktur.	Lagliga åtgärder	Kritik mot bud
Steg 1	3,30%	26,80%	67,2%	76,00%
Steg 2	2,90%	28,60%	72,90%	
Steg 3	3,10%	29,40%		
Steg 4	5,00%			
Regression 3	Vit riddare	Fin. Omstruktur.	Lagliga åtgärder	Kritik mot bud
Steg 1	47,70%	2,50%	35,0%	21,30%
Steg 2		2,60%	35,00%	12,50%
Steg 3		4,30%	8,60%	
Steg 4		5,70%		

5.4.1 Regression 1: Försvarsstrategiernas effektivitet

Inledningsvis utfördes en mätning av de fyra strategiernas effektivitet. Vi benämner, i enlighet med ovanstående, en strategi som effektiv om uppköpsförsöket avstys alternativt om budet höjs. En logistisk regression är utförd med ovan nämnda metod. För kompletta SPSS-utskriften se bilaga 2.

Efter genomförd regression kunde slutsatsen dras att modellens tillförlitlighet ökar när variabler avlägsnas. Iterationen avstannar när variablerna underskrider signifikansvärde 5 %, detta ger att modellen har högst signifikans när endast två variabler ingår. Dessa två försvarsstrategier är vit riddare och finansiell omstrukturering, vilka med statistisk säkerhet kan sägas påverka försvarets effektivitet då de enskilda p-värdena understiger 5 %, därmed kan nollhypotesen för dessa två kategorier förkastas. Statistiskt signifikanta slutsatser om de övriga två strategierna kan inte dras.

5.4.2 Regression 2: Stark effektivitet

I syfte att endast testa om försvarsstrategierna hade någon signifikant inverkan på om köpet gått igenom eller ej, gjordes ytterligare en regression. Resultatet visar att modellen inte uppnår statistisk signifikans förrän i det sista steget, när endast en förklaringsvariabel ingår.

Vit riddare är den variabel som med statistisk säkerhet kan sägas motverka ett uppköpserbjudande, då den i alla fyra stegen understiger 5 %, nollhypotesen för denna försvarskategori kan därmed förkastas. Högst enskilda signifikans får vit riddare i det andra steget när den tillsammans med finansiell omstrukturering och lagliga åtgärder ingår i modellen. Trots detta har alltså modellen i sin helhet en lägre signifikans i detta steg än i de nästkommande stegen. Detta kan förklaras med att de andra försvarsstrategiernas svaga signifikans inverkar negativt på den sammantagna modellens kvalitet, den vita riddarens goda signifikans hamnar därför i skymundan. Vit riddare är den enda strategi som går att klassas som starkt effektiv. De övriga strategiernas samband med uppköpen utfall går inte att statistiskt säkerställa.

5.4.3 Regression 3: Svag effektivitet

För att vidare undersöka om försvarsstrategierna, i de fall ett uppköp inte kan hindras, åtminstone är svagt effektiva och följaktligen leder till ett högre bud genomfördes en tredje regression. Av de 37 observationerna gick uppköpet igenom i 17 av fallen. Detta låga antal gör att de statistiska resultaten måste tolkas med viss försiktighet.

En signifikant modell erhålls när endast två förklaringsvariabler ingår. Försvarsstrategin finansiell omstrukturering är signifikant i de tre första stegen, men ensam kan den inte påvisas inneha svag effektivitet. Det kan bero på att åtgärden i sig själv inte är tillräckligt effektiv utan behöver kompletteras med andra försvarsåtgärder för att uppnå signifikans. Finansiell omstrukturering uppnår högst signifikans i det första steget när samtliga variabler tas med i modellen. Sammantaget kan slutsatsen dras att denna strategi, enligt vår definition, är en svagt effektiv åtgärd men att den behöver kompletteras med en annan försvarsstrategi för att nå en statistisk signifikans på en 5 %-nivå och nollhypotesen ska kunna förkastas.

6. ANALYS

I detta kapitel analyserar vi resultaten av vår undersökning med återkoppling till teorin. Vårt empiriska resultat kommenteras utifrån teorin och jämförs även med den brittiska studien.

Att ledning och styrelse motsätter sig ett lagt bud kan bero på olika skäl och motiveringen till varför ägarna bör tacka nej skiljer sig därför åt i de enskilda fallen. Vid fientligt lagda bud kan styrelsen vara berättigad att rekommendera ägarna att tacka nej om det syftar till att höja budet eller att framtida synergier inte kan identifieras. Om styrelse och ledning agerar opportunistiskt utnyttjar de däremot sin position och uppmanar aktieägarna att avstå från accept p.g.a. egna maktintressen och i strid med ägarnas bästa. Ogynnsamma taktiker i syfte att försvara sig mot en fientlig uppköpare kan då förstöra aktieägarvärde. Det är självklart svårt att avgöra om styrelsernas ståndpunkt till budet samspelar med aktieägarnas intressen.

Under arbetets gång har vi identifierat ett flertal olika försvarsstrategier som använts av svenska företag. Den strategin som använts mest frekvent är kritik mot bud. Anmärkningsvärt är att vi inte kan påvisa något statistiskt samband mellan budets utgång och användandet av denna strategi. Anledningen till dess popularitet kan vara att denna strategi är lätt att tillgripa och förhållandevis billig. Samtidigt kan denna strategi till viss del ses som en motivering till styrelsens rekommendation att inte acceptera budet och kan därmed vara ett nödvändigt komplement till ytterligare strategier.

Den första regressionen visar att vit riddare och finansiell omstrukturering är effektiva instrument i avseende att antingen få budet att dras tillbaka eller att höja budet. Detta kan vara intressant information för företag, som befinner sig i en fientlig budförhandling. Resultatet ger en möjlighet för företagen att spara både tid och resurser i och med att användandet av verkningsslösa åtgärder kan reduceras. Regressionen är därmed en bra utgångspunkt för våra fortsatta undersökningar men har emellertid en begränsning. Det faktum att den inte gör skillnad mellan stark och svag effektivitet motiverar vår uppdelning i de följande regressionerna. Denna åtskillnad kan vara viktig för företag då de i vissa fall kanske har en positiv inställning till att bli uppköpta men efterfrågar ett högre bud eller i andra fall när företag oavsett bud inte vill bli uppköpta.

Den andra regressionsanalysen ger resultatet att vid användandet av kategorin vit riddare minskar risken att ett fientligt bud går igenom med en signifikansnivå på 5 %. Det ska dock beaktas att kategorin innehåller de båda strategierna vit riddare och vit godsherre. Det kan anses som relativt självklart att den vita riddaren hindrar ett bud då de tar kontroll i företaget och därmed helt avvärjer budgivarens försök till övertag. Emellertid måste hänsyn tas till att en kapitalstark vit riddare kan vara svår att finna under tidspress. Strategin vit godsherre är lättare att tillämpa då inte samma kapital krävs. Den brittiska studien visar att ”white knight” påverkar uppköpet med en statistiskt säkerställd signifikansnivå på 0,1 %. En anledning till att signifikansen är lägre i vår undersökning kan bero på att vår definition av vit riddare, som tidigare nämnts, även inkluderar vit godsherre. Att resultaten mellan Sverige och Storbritannien liknar varandra tyder på att konsekvensen av en vänligt sinnad konkurrerande budgivare har samma påverkan på ett fientligt övertagande oavsett vilket av länderna man befinner sig i. Möjligheten finns således att vit riddare/”white knight” kan vara en för Europa väl fungerande försvarsåtgärd.

I den tredje regressionen avser vi att mäta om försvarsstrategier även kan leda till ett nytt högre bud i de fall uppköpet går igenom, d.v.s. svag effektivitet. Vi kan dra slutsatsen att ett samband mellan användandet av finansiell omstrukturering och ett höjt bud existerar i de fall förvärvet genomförts. En möjlig förklaring är att finansiell omstrukturering kan höja värdet på företaget och följaktligen även budet. Vi beaktar dock att undersökningen endast innefattar 17 stycken observationer vilket begränsar kvaliteten på det statistiska resultatet. I de fall finansiell omstrukturering innebär att värdet på tillgångarna ändras kan styrelsens trovärdighet ifrågasättas. Risken finns att de har dolt företagets verkliga värde både för marknaden och aktieägarna. Inte förrän deras egna positioner hotas höjer de värdet på företaget för att skydda sina egna intressen. Den brittiska undersökningen påvisar också ett samband mellan en höjd budpremie och omvärdering av målbolagets tillgångar men dock endast på en 10 % signifikansnivå. Notera att studierna ej har samma definition när det gäller budets höjning. Den brittiska utgår från en procentuell ökning i förhållande till aktiekursen medan vår endast tar hänsyn till om budet har höjts eller ej. Sammantaget kan studierna till viss del bekräfta varandra och påvisa ett starkare samband mellan finansiell omstrukturering och höjt bud, än vad resultaten gör var för sig.

Den brittiska studien identifierar att "Management buyout" (MBO) är signifikant på en 5 % nivå för att undvika ett uppköp. I våra efterforskningar har vi inte kunnat finna att denna strategi har använts i Sverige. Att resultaten skiljer sig så markant åt på denna punkt tolkar vi som att det verkligen existerar skillnader mellan länderna och inte som ett undersökningsfel. Anledningen till detta kan vi bara spekulera i men det skulle kunna bero på kulturella skillnader. Till skillnad från vissa andra länder finns inga utarbetade lånestrukturer för denna uppköpsform, då MBO inte har vanligt förekommande i Sverige. Utifrån ägarnas perspektiv kan det också finnas en motvilja angående MBO p.g.a. den informationsasymmetri som existerar och därmed kanske det är svårare från ägarnas sida att acceptera ett sådant förfarande. Det kan också bero på att ledningsgrupper och styrelser i Sverige ännu inte insett effektiviteten i att använda MBO och att den därmed kan ha lika stor effektivitet i Sverige som i Storbritannien.

Fientliga förvärv kan ske både till aktieägarnas fördel och till deras nackdel. På samma sätt kan styrelsens försvarsåtgärder både skapa och förstöra värde för aktieägarna. Den svenska lagstiftningen begränsar möjligheterna för styrelsen att vidta försvar mot bud, vilket ibland kan inverka negativt på aktieägarnas värde då styrelsen ofta har större vetskap om företagets bästa. I Sverige finns en återhållsamhet med styrelsens befogenheter för att på detta sätt värna om aktieägarnas intressen. Det finns följaktligen en större misstro mot styrelsens agerande och försök att komma åt principal-agentproblematiken genom lagstiftning har gjorts. I vissa fall kan dock ett uppköp medföra att värde förstörs och därmed kan legitima skäl finnas för styrelsen att vidta åtgärder för att stoppa budet. I och med Sveriges ställningstagande, att allt som försvårar ett offentligt uppköpserbjudande är förbjudet, minskas antalet möjliga försvarsstrategier. Trots att denna reglering syftar till att skydda aktieägarnas intressen kan den också få motsatt effekt då den begränsar styrelsens handlingsfrihet. Vi menar därför att lagstiftningen kan verka väl hårt reglerande mot styrelsens handlingsfrihet. Styrelsens legala handlingsutrymme skulle kunna utökas eftersom principal-agentproblematiken till stor del motverkas av de övervakningsmekanismer som finns på marknaden. Om styrelsen inte agerar i linje med aktieägarnas intressen riskerar de att bli utbytta vid nästa bolagsstämma. Hotet om disciplinära uppköp medför också att styrelsen tvingas sätta företagets bästa främst och därmed aktieägarnas.

Lagstiftningen uppfyller dock en demokratisk funktion, då beslutet i högre utsträckning fattas av ägarna och inte av styrelsen. Aktieägarnas förmåga att fatta riktiga beslut, utefter styrelsens

rekommendationer och egna intressen, bör inte förringas. Skulle lagen ge styrelsen befogenheter att agera fritt kanske förhastade och kostsamma försvarsstrategier vidtas istället för att frågan lämnas över till ägarna. Det är möjligt att aktieägarna delar styrelsens åsikt och då är försvarsåtgärderna onödiga. Trots att styrelsens intentioner är goda missgynnas aktieägarna av dessa affärer.

7. EMPIRISK TILLÄMPNING AV RESULTAT

Fallet Scania -MAN fångade vårt intresse då turerna i budprocessen varit många och flera av de försvarsstrategier som tidigare beskrivits har använts. Utgången är i skrivande stund ovisst vilket ger oss en möjlighet att applicera vårt resultat och förutspå ett utfall. Scania ägs till största delen av Investor och Volkswagen, de senare är även storägare i MAN. Nedan följer en presentation av fallet.

Den 18 september offentliggjorde den tyska lastbilstillverkaren MAN sitt uppköperbud till Scania, vilket var en kombination av kontanter och aktier. Totalt värderades Scania till nästan 81, miljarder kronor vilket till dåvarande kurs motsvarar 442 kr/aktie (€38,35/aktie) (Engman, 2006a). Samma dag gick Scanias styrelse ut i pressen med ett enhälligt beslut att inte stödja budet och rekommenderade aktieägarna att inte acceptera erbjudandet. Trots att Investor och Volkswagen stödjer styrelsens åsikt, medger Investor dock att det finns industriell logik i budet men att nivån är för låg (ibid). Då Scanias styrelse gick ut med rekommendationen till aktieägarna att inte sälja anses det, enligt vår definition, vara ett fientligt bud.

Den 6 oktober höjde MAN sitt erbjudande till de institutionella aktieägarna till att motsvara 475 kr/aktie till dåvarande kurs. Ytterligare 5 % av aktierna kunde då inhandlas, vilket gjorde att MAN ökade sitt innehav till 14,3 % av rösterna i Scania (Nachemson – Ekwall, 2006a). Scanias styrelse var omedveten om agerandet då erbjudandet inte var av offentlig karaktär. MANs förfarande kan anses strida mot likabehandlingsprincipen, då olika aktieägare får skilda erbjudanden. Det kan även ses som en ”dawn raid” då MAN köper upp aktier bakom ryggen på Scanias styrelse.

Den 11 oktober presenterade Scania sin delårsrapport för det tredje kvartalet, ett par dagar tidigare än planerat, i syfte att försöka övertyga aktieägarna att behålla aktien (Adler, et al, 2006). Rapporten var positiv och visade på en bättre vinstprognos än tidigare. Framtidsutsikterna gällande försäljning och tillväxt ansågs som mycket goda och även ett besparingsprogram presenterades. Med tanke på tidigare observationer i vår undersökning var detta agerande väntat. Rapporten fick dock kritik för att vara alltför positiv och att

bokföringen var ”kreativ” (ibid). Styrelsens agerande kan tolkas som en försvarsstrategi i det avseendet att de gick ut med positiv offentlig information för att påvisa styrkan i företaget. Enligt vår kategorisering skulle agerandet ha definierats som kritik mot bud.

Den 7 november ökade Investor sitt aktieinnehav i Scania genom att köpa flera röststarka A-aktier (Nachemson – Ekwall, 2006b). Tillsammans med Wallenbergssfären innehar de nu drygt 30 % vilket är tillräckligt för att förhindra att MAN genomför en tvångsfusion. Investors ökade aktieinnehav kan definieras som vit godsherre och hamnar därmed under kategorin vit riddare. I och med aktieförvärvet ökar de sina rösträtter och antalet tillgängliga aktier på marknaden minskar, vilket försvårar MANs uppköp.

Den 16 november offentliggjorde MAN erbjudandehandlingen i vilken Scanias styrelsens åsikt inte kunde utläsas, vilket reglerna föreskriver (AMN 2006:53). Då styrelsen har ett kraftigt uttalat motstånd mot erbjudandet väckte detta anstöt. Samma dag skickade Investor en ansökan till Aktiemarknadsnämnden angående dispens för budplikt p.g.a. att de tillsammans med Wallenbergssfären ingått i en stiftelse vilka gemensamt ägde 30,62 % av aktierna i Scania. Dagen därpå beviljade AMN den nya stiftelsen dispens (AMN 2006:44). Investor och Wallenbergssfärens sammangående kan ses som en åtgärd för att säkerställa ett gemensamt motstånd till MANs bud.

Den 18 november krävde de fackliga organisationerna, verksamma inom Scania, att MAN ska dra tillbaka sitt bud (Lundin, 2006). De ansåg dock att affären var industriellt sett logisk, men att det borde vara Scania som köper MAN. De svenska facken var upprörda över att MAN undanhållit ett avtal som garanterar 7000 tyska arbetare jobb fram till 2012. Avtalet hade medfört att vid eventuella nedskärningar hade uppsägningar drabbat Scania och Sverige först. Fackens utspel kan kategoriseras som en laglig åtgärd enligt våra definitioner, beakta dock att något specifikt lagrum inte kan åberopas. Kritiken mot MAN och det tyska avtalet får även anses som negativ PR för MAN vilket då indirekt stöder Scanias syften.

Den 21 november anmälde Scania MAN till Aktiemarknadsnämnden angående fyra frågor. Den första frågan gällde att erbjudandet är uttryckt i euro och inte i svenska kronor samt att de i det ändrade erbjudandet inte har tagit hänsyn till kursförändringar efter att de första aktierna förvärvats (AMN 2006:53). Detta anses strida mot NBKs II:8 vilken fastslår att alla aktieägare ska behandlas lika samt även mot NBK II:11 som säger att budet ska vara

likvärdigt det som erbjudits i sidoaffärer. Den andra frågan behandlade företeelsen att Scantias styrelses åsikt angående budet utelämnades i erbjudandehandlingen (AMN 2006:53) vilket strider mot NBK II:14 som uppger att målbolagets styrelses åsikt måste presenteras. Den tredje frågan berörde det faktum att endast Volkswagens åsikt redovisades i erbjudandehandlingen medan Scantias näst störste ägare, Investors, negativa inställning inte återgavs (AMN 2006:53). Den sista frågan gällde att Aktiemarknadsnämndens kritik angående utformningen av MANs bud inte fanns med i erbjudandehandlingen (AMN 2006:53). Att anmäla MAN till AMN är en strategi från Scantias styrelse som kan klassificeras som en laglig försvarsåtgärd. Detta förfarande fördröjer budprocessen ytterligare samtidigt som Scania ger MAN en tillrättavisning.

Den 24 november gick Scania ut med informationen att det finns möjlighet till en bonusutdelning på mellan tre till tio miljarder i början av nästa år (Nachemson – Ekwall, 2006c). Styrelsen presenterade även ett försvarsbrev där de officiellt förkastar MANs bud. Detta grundar sig i en värdering genomförd av en extern rådgivare vilken påvisade att en nivå på ca 600 kr/aktie är rimlig (ibid). I brevet attackerades även MANs kalkylerade besparingar som skulle uppstå genom synergieffekter. Styrelsens agerande kan anses som kritik mot bud då de genom positiv offentligt information påvisar Scantias starka sidor och samtidigt kritiserar MAN. Om den höjda utdelningen blir en realitet kan detta ses som försvarsstrategin finansiell omstrukturering.

Den 29 november annonserade Scania i ett flertal dags- och morgontidningar (Engman, 2006b) om sin negativa inställning till budet. Anledningen var att de ville upplysa allmänheten samt uppmana aktieägarna till att inte sälja sina andelar. Även utskick av brev och broschyrer till aktieägare för att få fram sin egen information genomfördes. Denna åtgärd av styrelsen kan placeras under kategorin kritik mot bud.

Den 20 december presenterade EU-kommissionen sin granskning av det eventuella uppköpet efter det att tiden förlängts. Inga konkurrensrättsliga invändningar gällande sammangåendet mellan Scania och MAN kunde konstateras (Johansson, 2006).

Den 31 januari i år löper acceptansfristen för budet ut efter att ha förlängts en månad (Nyhetsbyrå Direkt, 2006).

Som vi nämnde inledningsvis är förekomsten av fientliga bud inte särskilt stor i Sverige och när de väl sker följs de med stort intresse. MANs bud på Scania har fått mycket uppmärksamhet i media och av allmänheten just p.g.a. dess fientliga natur. I vår undersökning framkom att strategin vit riddare är den enda som säkert kunde påvisas vara effektiv om ett företag vill förhindra att ett uppköpserbjudande når acceptans. I Scantias fall har vi identifierat att de använt sig av denna strategi men även av kritik mot bud och lagliga åtgärder. Vad vi kunnat utläsa har Scania ännu inte tillgripit finansiell omstrukturering som försvarsåtgärd. Om styrelsens intention är att endast avstyra budet och därmed inte höja budet har de således agerat korrekt enligt vår analys. Scania har använt sig av flera försvarsåtgärder vilket indikerar ett massivt motstånd. Utifrån de erfarenheter som undersökningen givit oss och det empiriska resultatet borde MANs bud på Scania inte accepteras. Vi väntar med spänning på utfallet av detta fientliga bud och huruvida vårt resultat bestyrks.

8. SLUTSATS

I detta avslutande kapitel besvaras uppsatsens syfte och frågeställning kortfattat och analysen dras ett steg längre. Slutligen ges förslag till vidare forskning inom ämnesområdet.

För att undgå att bli ett mål för ett uppköpserbjudande och tvingas till ett kostsamt försvar borde den bästa strategin vara att göra samtliga aktieägare så nöjda att de inte vill sälja sina aktier. Dock kan även väl skötta företag bli föremål för ett uppköpserbjudande och då kan ett akut behov av att ta till försvarsåtgärder uppstå. Uppsatsens syfte är att undersöka vilka strategier som är effektiva i denna situation.

Vår studie visar att kategorierna vit riddare och finansiell omstrukturering är effektiva försvarsstrategier vid fientliga bud. Vit riddare är en framgångsrik strategi om styrelsens intention är att stoppa budet och finansiell omstrukturering om uppsåtet endast är att erhålla ett högre bud. Styrelsens avsikt är därmed av betydelse vid valet av lämplig försvarsstrategi då åtgärdernas effektivitet är olika i avseende på önskat utfall. Styrelsen måste vara överens om budet helt ska avvärjas eller om budnivån ska höjas för att kunna vidta den mest effektiva åtgärden. Om fel försvarsstrategi väljs är det slöseri med tid och pengar. Även att utnyttja flera strategier kan leda till att önskad effekt uteblir då det är möjligt att de t.o.m. upphäver varandras effekter. Dessa två möjliga utfall missgynnar givetvis aktieägarna då kapitalet hade kunnat användas till mer lönsamma projekt eller delas ut.

För en styrelse som har stora aktieägare som stöder deras rekommendation verkar det inte vara av lika stor vikt att vidta några försvarsåtgärder. Skulle det finnas en majoritetsägare som motsätter sig budet finns det ingen möjlighet för den fientliga budgivaren att ta kontroll. Att hålla sig väl med de största ägarna kan därför trygga styrelsens position. Genom att storägare stödjer styrelsens rekommendation att inte acceptera budet ökar småägarnas förtroende för styrelsen. Att upprätthålla en god relation med storägarna kan till och med vara en säkrare strategi än vit riddare.

För att uppnå det högsta aktieägarvärdet och hushålla med resurser är det viktigt att olönsamma och verkningslösa strategier inte företas. Därmed torde försvar efter att ett bud har

lagts vara mer ekonomiskt försvarbart än förebyggande försvarsstrategier då åtgärder inte företas förrän ett hot verkligen existerar i realiteten. Vår slutliga rekommendation till styrelserna är att i förebyggande syfte undersöka vilka efteråtgärder som är effektiva så att inte onödigt kapital slösas i all hast. Förhoppningen är att vårt resultat kan vara behjälplig i detta syfte.

8.1 Förslag till vidare forskning

Under tiden som arbetet med uppsatsen fortlöpt har nya frågor dykt upp som faller utanför denna uppsats syfte. Vilka försvarsåtgärder som vidtas innan ett bud läggs när rykten går om att företaget är ett intressant uppköpsobjekt, ”pre-bid defences”, hade varit en intressant aspekt inom samma ämnesområde. De 37 observationer som vår databas består av skulle kunna användas som underlag vid en mer djupgående kvalitativ studie som även fångar icke-offentliggjorda försvarsstrategier är en idé till fortsatt forskning. Vidare skulle forskare kunnat undersöka vilka åtgärder som uppköparen vidtar för att driva igenom det fientliga budet.

Trevlig fortsatt forskning!

9. KÄLLFÖRTECKNING

Litteratur

Andersen, E: *The statistical analysis of categorical data*, Springer-Verlag, Berlin, 1990

Arnold, Glen: *Corporate financial management*, Pearsons Prentice Hall, Harlow 2005, 3: e upplagan.

Blank M.V, Greystoke A.L & Weinberg M.A: *Weinberg and Blank on takeovers and mergers*, Sweet & Maxwell, London 1999, 5: e upplagan.

Bryman, Alan: *Samhällsvetenskapliga metoder*, Liber Ekonomi, Trelleborg 2002, upplaga 1:1

Cooke, Terrence.E: *Mergers and acquisitions*, Basil Blackwell, Oxford 1988, 2:a upplagan.

Fällman, Anders: *Motåtgärder vid företagsförvärv*, SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv - Expertrapporter från ägarutredningen, bilaga 2.

Hatch, Mary Jo: *Organisationsteori Moderna, symboliska och postmoderna perspektiv*, Studentlitteratur, Lund, 2002

Holme, Idar Mange & Solvang, Bernt Krohn: *Forskningsmetodik*, Studentlitteratur, Lund, 2001, 2:a upplagan

Jacobsen, Dag Ingvar: *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund, 2002

Kim K.A & Nofsinger J.R: *Corporate Governance*, Pearson Prentice Hall, New Jersey 2007, 2:a upplagan.

Körner, Svante & Wahlgren, Lars: *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, Lund, 2006, 4:e upplagan

Lundahl, Ulf & Skärvad, Per-Hugo: *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur, Lund, 1992, 2:a upplagan

Manly, Bryan F.J: *Multivariate Statistical Methods - A primer*, Chapman & Hall, London, 1997, 2:a upplagan

Ramanathan, Ramu: *Introductory econometrics with applications*, The Dryden Press, Fort Worth, 1998, 4:e upplagan

Rawlings, J.O; Pantula, S.G & Dickey, D.A: *Applied regression analysis – a research tool*, Springer-Verlag, New York, 1998, 2:a upplagan

Rodhe, Knut: *Aktiebolagsrätt*, Nordstedt Juridik AB Stockholm, 2002, 20:e upplagan

Rydén, Bengt: *Fusioner i svensk industri*, Industrins Utredningsinstitut, Esselte Tryck, Stockholm 1971

Svenning, Conny: *Metodboken*, Lorentz Förlag, Eslöv, 2003, 5:e upplagan

Weston, J.F; Mitchell, M.L & Mulherin, J.H: *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Pearson Prentice Hall, New Jersey 2004, 4: e upplagan.

Offentligt tryck och reglering

Aktiebolagslagen (ABL)

AMN 2006-35: *Värdering av sidoaffär till bud (MAN – Scania)*

AMN 2006-44: *Undantag från budplikt (Wallenbergstiftelser – Investor - Scania)*

AMN 2006-53: *Vissa frågor om information m m vid bud (MAN - Scania)*

Konkurrenslagen (KL)

Lagen om anställningsskydd (LAS)

Lagen om offentliga uppköpserbudande på aktiemarknaden (LOUA), 2006-07-01

Lagen om utländska förvärv av svenska företag (1982:617)

Näringslivets Börskommitté: *Regler rörande offentliga erbjudande om aktieförvärv*, 2003-09-01

Prop. 2005/06:140 *Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden*

SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden*

Takeover-direktiv, 2004/25/EG

Artiklar

Adler J, Björk M, Svensson K: *Stegrad maktkamp fick Scania att rusa*, Dagens industri, 2006-10-13

Almroth, Lilian: *Advokater vinnare på köprallyt*, Dagens Nyheter, 2006-07-12

Engman, Thorsten: *MAN-bud på 81,7 miljarder*, Dagens Nyheter, 2006-09-18 (a)

Engman, Thorsten: *Scania tar till annonser i striden mot tyska MAN*, Dagens Nyheter, 2006-11-29 (b)

Engzell - Larsson, Lotta: *Antalet företagsköp slår rekord*, Affärsvärlden, 2000-10-26

Franks, J & Mayer, C: *Hostile takeovers and Correction of managerial failure*, Journal of Financial Economics, 1996, nr. 40, s. 163-81

- Jensen, Michael C: *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, American Economic Review, vol. 76, nr. 2, 1986, s. 323-329
- Johansson, Håkan: *Klartecken från EU-kommissionen för Scaniabud*, TT Nyhetsbanken, 2006-12-20
- Lundin, Kim: *Dra tillbaka budet*, Dagens Industri, 2006-11-18
- Lundqvist, Åke: *Fri marknad föder fusioner*, Dagens Nyheter, 1999-05-14
- Mitchell, Mark L & Lehn, Kenneth: *Do bad bidders become good targets?*, The Journal of Political Economy, nr. 98, 1990, s. 372-398
- Nachemson –Ekwall Sophie: *Volkswagen sätter press på Investor*, Dagens Industri, 2006-10-16 (a)
- Nachemson – Ekwall, Sophie: *MAN och VW på väg att köra över Investor*, Dagens Industri, 2006-11-10 (b)
- Nachemson – Ekwall, Sophie: *Scania dömer ut budet som snålt*, Dagens Industri, 2006-11-25 (c)
- Nilsson, Karin: *Sverige toppar listan över utländska uppköp*, Finansstidningen, 1999-07-20
- Nyhetsbyrån Direkt: *MAN förlänger budtid*, Dagens Industri, 2006-12-07
- Palepu, Krishna G: *Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis*, Journal of Accounting and Finance, (1986), nr. 8, s. 3-35.
- Schoenberg, Richard & Thornton, Daniel: *The impact of the bid defences in hostile acquisitions*, European Management Journal, vol. 24, april – juni, 2006
- Schwert, G. William: *Hostility in Takeovers: In the Eyes of the Beholder?*, The Journal of Finance, nr. 55, Dec 2000, s. 2599-2640

Wängelin, Jan: *Ökat intresse köpa upp svenska företag*, Dagens Industri, 1996-10-22

Elektroniska källor

Aktiemarknadsnämnden

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om.asp> , senast besökt 2006-12-10

Finansinspektionen

http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage_168.aspx , senast besökt 2006-12-10

KPMG

www.kpmg.se/pages100996.html , senast besökt 2006-12-20

Nordiska Börsen (OMX)

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/marknadsnyheter/corporateactions/bud/> , senast besökt 2006-12-04

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/marknadsnyheter/corporateactions/andringarilistan/> , senast besökt 2006-12-04

Näringslivets Börskommitté

<http://www.nbk.ihb.se/om.htm> , senast besökt 2006-12-10

<http://www.nbk.ihb.se/regler.htm> , senast besökt 2006-12-10

Riksdagen

<http://www.riksdagen.se/webbnav/index.aspx?nid=3120&doktyp=betankande&bet=2005/06:LU29> , senast besökt 2006-11-30

Scania

http://www.scania.com/news/Press_releases/ , senast besökt 2006-12-19

<http://www.scania.com/ir/reports/> , senast besökt 2006-12-19

BILAGA 1: FIENTLIGA BUD 1996-2006

Nedanstående tabell presenterar samtliga identifierade fientliga erbjudanden under åren 1996-2006. I kolumnen över försvarsstrategier redogörs för alla de åtgärder som företagen vidtagit, dessa sorterades sedermera in i fyra kategorier. Samtliga uppgifter om observationer är hämtade från diverse artiklar i Affärsdatabasen. Referenslistan är av den storlek att en presentation hade blivit alltför omfattande. De specifika artiklarna kan fås på begäran.

	Målbolag	Köpare	Köp igenom	Höjt bud	Försvarsstrategier
År 1996	Kanthal	Sandvik	Nej	Nej	Positiv offentlig information
	Wasa Sak	Trygg-Hansa	Nej	Nej	Kritik mot bud
	Sifo	Scribona	Ja	Ja	Passiva
	Skoogs	Omminen	Nej	Nej	Passiva
	Sifab	Tornet	Nej	Ja	Positiv offentlig information, kritik mot bud
År 1997	ICB Shipping	Frontline	Nej	Ja	Kritik mot bud, lagliga åtgärder, vit godsägare, positiv finansiell information
	Fermenta	Gesta Holding AB	Nej	Nej	Kritik mot bud
År 1998	Liljeholmen	Duni	Nej	Nej	Vit riddare
	Näckebo	Drott AB	Nej	Ja	Finansiell omstrukturering
År 1999	BTL	Stinnes	Ja	Nej	Kritik mot bud
	Dahl	EQT & Ratos	Ja	Ja	Vit godsägare
	Martinsson	Atle	Ja	Ja	Kritik mot bud
År 2000	Allgon AB	LGP Telecom Holding AB	Nej	Nej	Kritik mot bud, vit riddare
	Balder	Drott AB	Ja	Ja	Blåsfisk
	Scania	Volvo	Nej	Nej	Kritik mot bud, positiv offentlig information, vit godsherre
	Columna	Cellfab	Nej	Nej	Kritik mot bud, lagliga åtgärder
	Entra	Tieto Enator	Ja	Nej	Kritik mot bud
År 2001	Eniro AB	Seat Pagine Gialle S.p.A	Nej	Nej	Blåsfisk, kritik mot bud
	Matteus AB	Aragon FK AB	Nej	Ja	Kritik mot bud
	Platzer Fastigheter AB	Fastighets AB Tornet	Nej	Nej	Vit riddare
	Ångpanneföreningen AB	Sweco AB	Nej	Ja	Kritik mot bud
	Lindab AB	Lindab Intressenter	Ja	Ja	Kritik mot bud
	Netwise AB	Trio AB	Nej	Ja	Positiv offentlig information
	Mediteam	Meda	Nej	Nej	Blåsfisk
År 2002	Munksjö	Smurfit Holding	Ja	Ja	Passiva
	JP Nordiska	Kauphting	Ja	Nej	Kritik mot bud
År 2003	Mogul	Adera	Ja	Nej	Passiva
	Binar	Pomona	Ja	Ja	Passiva
	Ecta Resources AB	Gripsholm	Ja	Ja	Kritik mot bud

	Målbolag	Köpare	Köp igenom	Höjt bud	Försvarsstrategier
År 2004	Padox AB	APES Holding	Ja	Ja	Blåsfisk, positiv offentlig information
	Optimum Optik	Synoptik	Nej	Nej	Finansiell omstrukturering
	Debitech	Paynova	Ja	Nej	Kritik mot bud
År 2005	Skandia	Old Mutual	Ja	Nej	Kritik mot bud, positiv offentlig information, lagliga åtgärder
	Cloetta Fazer AB	Oy Karl Fazer AB	Ja	Nej	Positiv offentlig information
År 2006	Semcon	JCE	Nej	Nej	Kritik mot bud, finansiell omstrukturering
	Cyberkom	JCE	Nej	Nej	Lagliga åtgärder, positiv offentlig information, vit godsägare
	Capio	Opica	Ja	Ja	Lagliga åtgärder, kritik mot bud, finansiell omstrukturering, blåsfisk, positiv offentlig information

BILAGA 2: SPSS-UTSKRIFTER

Regression 1: Försvarsstrategiernas effektivitet

Nedan redovisas fullständiga SPSS-utskrift, för att behålla tillförlitligheten har inga ändringar gjorts. Detta medför att tabellerna inkluderar begrepp som inte tidigare nämns i uppsatsen. Begreppen har inte använts då vi ej anser att de är relevanta för förståelsen för vårt resultat samt att andra mer allmänt vedertagna begrepp finns.

Metod: backward likelihood

Variable		Model Log Likelihood	Change in - 2 Log Likelihood	df	Sig. of the Change
Step 1	Vittriddare	-14,808	3,188	1	,074
	Kritikmotbud	-13,604	,779	1	,378
	Finansiellomstrukturering	-15,459	4,489	1	,034
	Lagligaåtgärder	-13,288	,148	1	,700
Step 2	Vittriddare	-14,808	3,040	1	,081
	Kritikmotbud	-13,761	,945	1	,331
	Finansiellomstrukturering	-15,468	4,359	1	,037
Step 3	Vittriddare	-16,027	4,533	1	,033
	Finansiellomstrukturering	-16,298	5,075	1	,024

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	9,465	4	,050
	Block	9,465	4	,050
	Model	9,465	4	,050

Step 2(a)	Step	-,148	1	,700
	Block	9,317	3	,025
	Model	9,317	3	,025
Step 3(a)	Step	-,945	1	,331
	Block	8,372	2	,015
	Model	8,372	2	,015

Regression 2: Stark effektivitet

Metod: backward likelihood

Variable		Model Log Likelihood	Change in - 2 Log Likelihood	df	Sig. of the Change
Step 1	Vitridbare	-25,225	4,569	1	,033
	Kritikmotbud	-22,987	,093	1	,760
	Finansiellomstrukturering	-23,555	1,229	1	,268
	Lagligaåtgärder	-23,030	,179	1	,672
Step 2	Vitridbare	-25,359	4,744	1	,029
	Finansiellomstrukturering	-23,556	1,138	1	,286
	Lagligaåtgärder	-23,047	,120	1	,729
Step 3	Vitridbare	-25,377	4,659	1	,031
	Finansiellomstrukturering	-23,599	1,103	1	,294
Step 4	Vitridbare	-25,525	3,852	1	,050

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	5,169	4	,270
	Block	5,169	4	,270
	Model	5,169	4	,270
Step 2(a)	Step	-,093	1	,760
	Block	5,076	3	,166
	Model	5,076	3	,166
Step 3(a)	Step	-,120	1	,729
	Block	4,956	2	,084
	Model	4,956	2	,084
Step 4(a)	Step	-1,103	1	,294
	Block	3,852	1	,050
	Model	3,852	1	,050

Regression 3: Svag effektivitet

Metod: backward likelihood

Variable		Model Log Likelihood	Change in - 2 Log Likelihood	df	Sig. of the Change
Step 1	Vitridbare	-7,795	,505	1	,477
	Kritikmotbud	-8,318	1,552	1	,213
	Finansiellomstrukturering	-10,071	5,058	1	,025
	Lagligaåtgärder	-7,978	,872	1	,350

Step 2	Kritikmotbud	-8,972	2,356	1	,125
	Finansiellomstrukturering	-10,272	4,956	1	,026
	Lagligaåtgärder	-8,231	,872	1	,350
Step 3	Kritikmotbud	-9,704	2,947	1	,086
	Finansiellomstrukturering	-10,282	4,104	1	,043
Step 4	Finansiellomstrukturering	-11,517	3,627	1	,057

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	7,951	4	,093
	Block	7,951	4	,093
	Model	7,951	4	,093
Step 2(a)	Step	-,505	1	,477
	Block	7,446	3	,059
	Model	7,446	3	,059
Step 3(a)	Step	-,872	1	,350
	Block	6,574	2	,037
	Model	6,574	2	,037

Step 4(a)	Step	-2,947	1	,086
	Block	3,627	1	,057
	Model	3,627	1	,057
	Step	-3,627	1	,057