



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Fientliga företagsförvärv i Sverige 1997 – 2011

En studie över förekomst samt över skillnader i finansiella egenskaper och karaktäristika mellan fientligt förvärvade och icke-fientligt förvärvade företag

Företagsekonomiska Institutionen
Kandidatuppsats, HT 2011

Författare:

Sara Bengtsson

Michaela Andersson Eng

Elisabeth Lam

Handledare:

Göran Anderson

Innehållsförteckning

1 Inledning	7
1.1 Bakgrund	7
1.1.1 Företagsförvärvens globala historia.....	7
1.1.2 Företagsförvärvens historia i Sverige	8
1.1.3 Fientliga företagsförvärv	9
1.2 Problemdiskussion	10
1.3 Syfte	12
1.4 Avgränsningar	12
1.5 Disposition	12
2 Teori	14
2.1 Förekomsten av förvärvsvågor.....	14
2.2 Varför förvärvas ett företag?	16
2.3 Tidigare studier	17
2.4 Svenska förutsättningar	23
2.4.1 Förekomsten av förvärv och förvärvsvågor på den svenska marknaden	23
2.4.2 Ägarsfärer och rösträttsdifferentiering	25
3 Metod	30
3.1 Definitioner	30
3.1.1 Företagsförvärv.....	30
3.1.2 Fientliga företagsförvärv	31

3.2 Data	31
3.2.1 Uppköpta företag	31
3.2.2 Identifiering av fientligt förvärvade företag	32
3.2.3 Kontrollgrupp	33
3.2.4 Insamling av finansiell data	34
3.3 Variabler	35
3.3.1 Likviditet	35
3.3.2 Skuldsättningsgrad.....	36
3.3.3 Tillväxt.....	36
3.3.4 Storlek.....	37
3.3.5 Ägarsfär	37
3.3.7 Sammanställning av variabler	39
3.4 Hypoteser	39
3.5 Analyismetod för förekomsten av fientliga förvärv	40
3.6 Statistisk analysmetod	41
3.6.1 Logit-modell	41
3.6.2 Bortfall.....	43
3.6.3 Hypotesprövning	44
3.6.4 Signifikansnivå	45
3.6.5 Förklaringsgrad.....	45
3.6.6 Multikolinjäritet.....	46
3.7 Metodkritik.....	46
3.7.1 Validitet	46
3.7.2 Reliabilitet	47
4 Resultat och analys	48
4.1 Resultat från undersökningen av förekomsten av fientliga förvärv	48
4.2 Analys av förekomsten av fientliga förvärv	51

4.3 Resultat från undersökningen av skillnader mellan fientligt och icke-fientligt förvärvade företag.....	52
4.3.1 Resultatöversikt	52
4.3.2 Logistisk regression.....	54
4.3.3 Koefficienter och förklaringsgrad	55
4.4 Analys av skillnader mellan fientligt och icke fientligt förvärvade företag.	56
5 Slutsats	59
5.1 Slutsatser kring förekomsten av fientliga förvärv	59
5.2 Slutsatser kring skillnader mellan fientliga och icke-fientliga förvärv	59
5.3 Förslag på vidare forskning.....	60
6 Källförteckning	62

Bilaga 1. Fientligt förvärvade företag 1997 – 2011

Bilaga 2. Kontrollgrupp av icke-fientligt förvärvade företag 1997 – 2011

Bilaga 3. Korrelationsmatris

Sammanfattning

Examensarbetets titel: Fientliga företagsförvärv i Sverige 1997 – 2011: En studie över förekomst samt över skillnader i finansiella egenskaper och karaktäristika mellan fientligt förvärvade och icke-fientligt förvärvade företag

Seminariedatum: Fredagen den 13:e januari 2012

Ämne/kurs: FEKH95 Examensarbete kandidatnivå, 15 högskolepoäng

Författare: Sara Bengtsson, Michaela Andersson Eng, Elisabeth Lam

Handledare: Göran Anderson

Fem nyckelord: Fientliga förvärv, förvärvsvågor, finansiell karaktäristika, Sverige, logit-modell

Syfte: Studiens huvudsyfte är att undersöka om det finns skillnader i finansiella egenskaper och karaktäristika mellan fientligt förvärvade företag och icke-fientligt förvärvade företag. Bisyftet är att kartlägga förekomsten av fientliga förvärv av svenska börsbolag under perioden 1997 – 2011 och se i vilken frekvens de förekommer i förhållande till företagsförvärv i stort.

Metod: Data har insamlats från fientligt uppköpta företag och icke-fientligt uppköpta företag genom årsredovisningar, pressmeddelanden och databaser. Datan har bearbetats i Excel och testats genom logit-regression i Eviews.

Teoretiska perspektiv: Den teoretiska bakgrunden och de variabler som testats i undersökningen kommer främst från studier kring företagsförvärv i stort. I de fall då litteratur varit tillgänglig bygger studien på teorier kring fientliga företagsförvärv. Även litteratur om karaktäristiska förhållanden på den svenska marknaden har tillämpats.

Empiri: Studien undersöker förekomst av och finansiella egenskaper och karaktäristika hos samtliga fientligt förvärvade företag på Stockholmsbörsen 1997 – 2011. De fientligt förvärvade företagen jämförs med en kontrollgrupp av lika många icke-fientligt förvärvade företag. Ett antal variabler som tidigare studier visat har inverkan på sannolikheten för uppköp, testas för att se om det föreligger någon skillnad mellan fientliga och icke-fientliga förvärv.

Resultat: Förekomsten av fientliga förvärv kartläggs, men inga samband med förekomsten av företagsförvärv i stort kan urskiljas. Undersökningen bidrar inte med några statistiskt signifikanta resultat avseende finansiella egenskaper och karaktäristika hos fientliga förvärvade företag och det konstateras att inga skillnader föreligger mellan fientligt och icke-fientligt förvärvade företag.

Abstract

Title: Hostile corporate takeovers in Sweden 1997 – 2011: A study of the prevalence of hostile takeovers and of differences in financial characteristics between hostile and non-hostile takeovers of Swedish firms

Seminar date: Friday 13th of January 2012

Course: FEKH95, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credit Points (UPC or ECTS-cr)

Authors: Sara Bengtsson, Michaela Andersson Eng, Elisabeth Lam

Advisor: Göran Anderson

Key Words: Hostile takeovers, mergerwaves, financial characteristics, Sweden, logit-model

Purpose: The main purpose of the following study is to review if there exist any differences in firm characteristics between hostile and non-hostile takeovers. The secondary purpose is to map the prevalence of hostile takeovers in comparison to all mergers and acquisitions, in the period between 1997 and 2011 in all Swedish public corporations.

Methodology: Data has been secured from both hostile and non-hostile takeovers. The data has been collected from annual reports, press releases and databases. The data has been processed in Excel and tested in a logit-regression in Eviews.

Theoretical perspectives: The theoretical background and the factors tested in the study are mostly gathered from the “M&A”-literature. When possible, the study is based on literature covering hostile takeovers. Also literature about special characteristics of the Swedish corporate market is used.

Empirical foundations: The study reviews firm characteristics for all hostile takeovers in the Stockholm Stock Exchange 1997 – 2011. The hostile takeovers are compared with a sample size of non-hostile takeovers. A number of factors that previous studies suggested has an influence on takeovers are tested, to see if there exist differences, and of what kind, between hostile and non-hostile takeovers.

Conclusions: The prevalence of hostile takeovers is mapped out, but no relation between hostile takeovers and all mergers and acquisitions can be distinguished. The study does not contribute any statistically significant results regarding the financial characteristics in hostile takeovers and states that no differences exist between hostile and non-hostile takeovers.

1

Inledning

I detta avsnitt ges en introduktion till företagsförvärv och fientliga företagsförvärv. Förvärvens globala och svenska historia presenteras för att ge en bakgrund till studiens problemformulering. Studiens syfte, avgränsningar och disposition presenteras.

1.1 Bakgrund

1.1.1 Företagsförvärvens globala historia

Företag har i alla tider köpt andra företag. Det har varit ett sätt att slå sig in på nya marknader, motverka konkurrens, att få tillgångar företaget annars saknat och ibland ett utslag av ren hybris hos företagsledningen. Fenomenet med företagsförvärv beskrivs ofta som att det uppträder i vågor. Från slutet av 1800-talet till 1990-talet har det förekommit fem tydliga vågor av företagsförvärv på den amerikanska marknaden. (Sevenius, 2003) De tre senaste innefattar även den brittiska och övriga europeiska marknaden och från och med 1990-talet är företagsförvärv ett globalt fenomen som rör sig samstämmigt på alla marknader. (Martynova & Renneboog, 2008) Senare forskning hävdar att också en sjätte våg av förvärv förekommit under åren 2003-2008 (DePamphilis, 2010).

Den första identifierade vågen av företagsförvärv och fusioner uppkom i slutet av 1800-talet i USA, då ny företagslagstiftning, framväxten av en marknad för värdepapper, ekonomisk expansion och nya innovationer skapade en marknad för uppköp. De efterföljande vågorna av uppköp drevs av strävan efter att skapa monopol (vågen på 1920-talet), att företagen ville expandera sina

verksamhetsområden (vågen 1950-70) samt expandera och omorganisera sin struktur (vågen på 1980-talet). (Martynova & Renneboog, 2008)

Den femte vågen av företagsförvärv och fusioner påbörjades i början av 1990-talet och under detta årtionde fördubblades antalet företagsförvärv och fusioner i världen. Detta möjliggjordes av ny teknik som datorer och internet, en avreglerad och privatiserad marknad och en stark finansiell tillväxt. Framväxten av en global marknad gjorde att företag nu började köpa företag verksamma på andra marknader för att kunna stå emot den ökade multinationella konkurrensen. Som en följd av detta ökade antalet företagsförvärv och fusioner kraftigt på den amerikanska, europeiska och asiatiska marknaden. (Lundqvist, 1999) År 2000 nådde uppköpen sin hittills historiskt högsta nivå både avseende antal transaktioner och värdet av transaktionerna. Nedgången på aktiemarknaden, och den efterföljande lågkonjunkturen 2001 gjorde att företagens uppköpsaktiviteter också avstannade. (DePamphilis, 2010)

Redan 2003 ökade dock återigen företagsförvärven, vilket skulle inleda en sjätte våg av uppköp (Martynova & Renneboog, 2008). Den karaktäriserades av belånade uppköp och låga räntor vilket bidrog till överprissättning av målföretagen. Under 2007 slog antal uppköp i världen nytt rekord och uppgick till ett värde av nästan fem tusen miljarder dollar. Den finansiella krisen 2008 innebar en kraftig nedgång i både antalet uppköp och värdet av dem. (DePamphilis, 2010) Det finns dock tecken på att uppköpsaktiviteten ökar igen, även om den inte kommer att komma tillbaka till tidigare nivåer den närmsta tiden (Sherman & Badillo, 2011).

1.1.2 Företagsförvärvens historia i Sverige

Innan genombrottet av aktiebolagsformen vid slutet av 1800-talet, förvärvades och överläts företag sällan. De flesta företag var starkt knutna till en familj och överlåtelser kunde inte ske annat än genom arv eller kompanjonskap. Först några år in på 1900-talet då nya kommunikationer förbättrade informationsspridningen om företagen och ett flertal storföretag växte fram, skapades en marknad i Sverige för aktiehandel. Uppköp av företag skedde genom att den potentielle köparen

förhandlade med målbolagets styrelse, som sedan rekommenderade aktieägarna att sälja. Skulle förhandlingarna stranda, framlades aldrig något bud och aktieägarna fick inte kännedom om förvärvsförsöket. På 20- och 30-talen ägde ett stort antal företagsförvärv rum, flera av dem betydelsefulla än idag, som Ivar Kreugers skapande av SCA-koncernen. Fram tills 1970-talet var de flesta storföretag som förvärvades inte registrerade på Stockholmsbörsen. Under 1970-talet började också det massmediala intresset för företagsförvärv att öka, och förvärven utvecklades ofta till en kamp mellan olika ägarintressen. Antalet förvärv av börsnoterade företag ökade också under denna period. Från att 1970 endast utgjort tio procent av storföretagsförvärven, utgjorde de i slutet av 80-talet över två tredjedelar. Under 1980-talet genomfördes 142 förvärv av företag på Stockholmsbörsen och ytterligare 23 försök till förvärv som av olika anledningar inte gick igenom. Marknadsvärdet av företagen ökade också under denna period och uppgick i slutet av 80-talet till nästan fem procent av BNP. (SOU, 1990) Under 1990-talet väckte uppköp på den svenska marknaden stor uppmärksamhet då ett flertal välkända svenska företag, som Volvo och Astra köptes upp av utländska företag, och privatisering av tidigare statliga bolag påbörjades. (Lundqvist, 1999) Antalet företagsförvärv fördubblades under 90-talet, med toppnotering år 2000, för att sedan kraftigt sjunka (Sevenius, 2003). Under 2000-talet utmärktes marknaden främst av transaktioner där utländska företag köpte upp svenska (Edling, 2002).

1.1.3 Fientliga företagsförvärv

Merparten av alla företagsförvärv och fusioner är ömsesidiga överenskommelser mellan det förvärvande företaget och målföretaget. Dock förekommer det att företag försöker ta över andra företag utan målföretagsstyrelsen godkännande, ett så kallat fientligt förvärv. (Sevenius, 2003) Om målföretagets aktier handlas på börsen och syftet hos det uppköpande företaget är att köpa upp en så stor post att de får inflytande i målföretaget, sker förvärvet oftast genom ett offentligt uppköpserbjudande. Vid ett sådant offentligt erbjudande skall det uppköpande företaget utfärda ett prospekt. Målföretagets styrelse har då möjlighet att ett uttalande från dem tas med i prospektet. Uttalandet anger hur de ser på uppköpet

och innehåller ofta en rekommendation till aktieägarna att godta eller inte godta erbjudandet. (Öster, 1992) Ett fientligt erbjudande innebär därmed att *”uppköpserbjudandet inte accepteras av målföretagets styrelse och denna rekommenderar aktieägarna att avvisa erbjudandet. Budet kan ha framlagts utan föregående förhandlingar mellan den potentielle förvärvaren och styrelsen, men också efter strandade förhandlingar där förvärvaren beslutat att gå vidare direkt till ägarna”* (SOU, 1990, s. 37).

Fientliga förvärv ägnas mycket uppmärksamhet i media, i förhållande till hur vanligt förekommande de är. (Sevenius, 2003) De fientliga företagsförvärven hade sin storhetstid under den fjärde vågen av företagsförvärv och fusioner på 1980-talet, medan 1990-talet har karaktäriserats av vänligare förvärv (Sorensen, 2000). Det finns dock skillnader mellan de olika marknaderna. Fientliga förvärv var vanligare i USA än i Europa under 1980-talet och vanligare i Europa än i USA under 1990-talet. Under den senaste vågen av företagsförvärv förekommer det fientliga företagsövertaganden i en modest utsträckning på alla marknader. (Martynova & Renneboog, 2008)

Det första försöket till ett fientligt företagsförvärv i Sverige inträffade 1979 då Beijerinvest lade ett bud på Företagsfinans (Öster, 1992). Detta förvärv avstyrdes dock och det första genomförda fientliga förvärvet i Sverige inträffade 1985 då Volvo köpte Cardo (Gyllenhammar, Palmgren, & Petersson, 1991). Uppmärksammade fientliga företagsförvärv eller försök till förvärv på den svenska marknaden under senare tid är Frontlines långdragna process att köpa ICB shipping på nittio-talet, Volvos försök att köpa Scania vid millennieskiftet samt KappAhls försök att köpa Lindex år 2007 (Frontline 1999) (Österman, 1999) (Kapp Ahl 2007).

1.2 Problemdiskussion

Företagsförvärv och fusioner är ett vanligt förekommande ämne i litteraturen. Många studier fokuserar på att studera uppköpta företag för att identifiera karaktäristika hos företagen och kunna dra nytta av detta för att kunna peka ut andra potentiella uppköpskandidater. (Powell, 1997) (Palepu, 1986) (Sorensen,

2000) Detta för att kunna dra fördel av att aktierna vid ett förvärv ofta handlas till överpris och man då kan göra en förtjänst genom att identifiera uppköpskandidater och köpa in sig i dessa innan uppköpsbud läggs (Palepu, 1986). I en sådan studie från 1997 påvisar Powell skillnader i finansiell karaktäristika mellan fientliga och icke-fientliga förvärv (Powell, 1997). Detta är den enda identifierade studien som behandlar egenskaper och karaktäristika hos fientliga företagsförvärv. Studier om fientliga förvärv är annars främst inriktade på försvarsåtgärder och anfallsstrategier. (Ferrara, Brown, & Hall, 1987) Martynova och Renneboog bidrar 2008 med en sammanfattning av litteraturen inom företagsstyrning och en översikt av förekomsten av företagsförvärv och fusioner. Som vidare studier föreslås där att man ser på förekomsten av fientliga företagsförvärv och huruvida de följer samma cykliska vågor som företagsförvärv och fusioner. (Martynova & Renneboog, 2008) 1990 utfördes en statlig utredning om företagsförvärv och fusioner på den svenska marknaden, där fokus ligger på svenska företagsförvärv i Sverige under 1980-talet, men även behandlar fientliga förvärv (SOU, 1990). Motsvarande efterföljande studier som täcker nittio- och tvåtusentalet saknas. Det finns inte heller någon kartläggning över varken antalet fientliga företagsförvärv, eller andelen av dem i förhållande till icke-fientliga förvärv, på den svenska marknaden efter denna tidpunkt, eller vilka faktorer som inverkar gynnsamt på deras förekomst. Följaktligen finns det ett behov av en studie som undersöker marknaden för företagsförvärv i Sverige under den femte och sjätte vågen av företagsförvärv (1990- och 2000-talet) med inriktning på de fientliga företagsförvärven. Vilka egenskaper och karaktäristika som utmärker de fientliga förvärven i förhållande till de icke-fientliga under denna period är också ett relevant område att studera. Således lyder studiens problemformulering:

- Hur vanligt förekommande är fientliga företagsförvärv på den svenska marknaden och föreligger det någon skillnad i egenskaper och karaktäristika mellan fientligt förvärvade företag och icke-fientligt förvärvade företag?

1.3 Syfte

Studiens huvudsyfte är att utifrån de karaktäristika som tidigare studier visat vara relevanta för företagsförvärv undersöka om det finns en skillnad mellan fientligt förvärvade företag och icke-fientligt förvärvade företag. Bisyftet är att kartlägga de fientliga förvärven av svenska börsbolag under perioden 1997 – 2011 och se i vilken frekvens de förekommer i förhållande till företagsförvärv och fusioner i helhet.

1.4 Avgränsningar

Avgränsningar i undersökningen kommer att ske enligt undersökningens syfte och för att underlätta datainsamling och säkerställa ett relevant resultat. Tidsperioden avgränsas till åren mellan 1997 och fram till oktober 2011. Endast bolag där målbolaget handlas på Stockholmsbörsen (Nasdaq OMX Nordic) är inkluderade i studien. Med företag handlade på Stockholmsbörsen avses alla företag som under 2007 – 2011 var listade på small-, mid- och largecap-listan på den svenska marknaden. För 1997 – 2006 avses företag listande på A-, O- och OTC-listan. Endast genomförda uppköp är inkluderade i studien.

1.5 Disposition

Kapitel 1 – Inledning

I detta stycke introduceras företagsförvärv, dess historiska bakgrund och de fientliga företagsförvärven. Studiens problemformulering, syfte och avgränsningar presenteras.

Kapitel 2 – Teori

Här presenteras tidigare teorier kring förekomsten av företagsförvärv och de företagsspecifika egenskaper som inverkar vid företagsförvärv. Tidigare undersökningar kring företagsförvärv som ligger till grund för denna studie

presenteras. En genomgång av specifika förutsättningar på den svenska marknaden ges.

Kapitel 3 – Metod

I detta avsnitt presenteras den vetenskapliga metod som används i studien. Här specificeras vilken data som använts i undersökningen och hur den har insamlats. De variabler som ligger till grund för den statistiska undersökningen presenteras. En diskussion kring datans tillförlitlighet ges i detta avsnitt.

Kapitel 4 – Resultat och analys

Här redogörs för de resultat som erhållits i undersökningen. Resultaten presenteras i såväl tabellform som i löpande text. Därefter analyseras resultaten utifrån tidigare presenterad teori.

Kapitel 5 – Slutsatser

I detta avsnitt presenteras studiens slutsatser och svar ges på problemformuleringen. Detta avsnitt innehåller även förslag på fortsatta studier.

2 Teori

Detta avsnitt går in på förekomsten av företagsförvärv, samt på varför företag förvärvas. Det redogörs för tidigare litteratur och studier kring företagsförvärvens förekomst och de karaktäristika och egenskaper de förvärvade företagen besitter. Både företag som köpts upp icke-fientligt och fientligt behandlas för att ge en helhetsbild av de faktorer som inverkar vid företagsförvärv. Avsnittet ger också en genomgång över förhållanden specifika för den svenska marknaden.

2.1 Förekomsten av förvärvsvågor

Förekomsten av företagsförvärv och fusioner uppträder i vågor. Under somliga perioder är uppköp och sammanslagningar betydligt vanligare än under andra. På den amerikanska marknaden har man räknat till fem vågor av företagsförvärv från slutet av 1800-talet fram till år 2000 och förmodligen en sjätte våg 2002-2008. (Martynova & Renneboog, 2008) På engelska kallas fenomenet för mergerwaves vilket närmast kan översättas med förvärvsvågor.

Varje våg av förvärv följer sitt eget mönster, har särskiljande egenskaper och har utlösts av speciella händelser. Dock finns det några gemensamma nämnare för samtliga vågor. Enligt Martynova och Renneboogs sammanfattande artikel om företagsförvärv från 2008 har samtliga vågor några gemensamma nämnare. De uppkommer i perioder av ekonomisk upphämtning efter till exempel krig eller ekonomisk kris. De sammanfaller med generösa kreditvillkor på marknaden och ökande aktiehandel, och har alla avslutats av en kollaps på aktiemarknaden. De föregås av industriella eller teknologiska ”chocker” som finansiella innovationer eller utbudshocker på marknaden. Till sist så uppträder de ofta då villkoren på

marknaden förändrats i form av avregleringar eller då en förändring av lagstiftning gällande försvar mot uppköp skett. (Martynova & Renneboog, 2008)

Det finns fyra olika grupper av teorier och modeller kring varför företagsförvärv uppträder i vågor. Den första gruppen lyfter fram att vågorna uppkommer på grund av plötsliga och genomgripande industriella, politiska, ekonomiska eller regulativa förändringar. Detta skapar en obalans på marknaden, och ökar värdeskillnaderna mellan olika företag, och leder därmed till uppköp och sammanslagningar. (Gort, 1969)

En annan grupp av teorier handlar om att förvärvsvågorna utlöses av irrationella och självcentrerade beslut av företagsledningar. Företagsledare kan ägna sig åt imperiebyggande då tider av expanderande finansmarknader eller industriella chocker gör att de får för stor tillgång av fritt kapital att förvalta på eget bevåg. (Jensen, 1986) Detta är snarlikt den tredje gruppen av teorier som hävdar att det är när företagsledningen drabbas av hybris som en förvärvsvåg inleds. Överoptimistiska företagsledare överskattar de värdeskapande synergieffekterna av en sammanslagning. (Roll, 1986) Detta i kombination med flockbeteende kan förklara vågmönstret av företagsförvärv. (Scharfstein & Stein, 1990)

Den sista gruppen av teorier anser att förvärvsvågor uppkommer som en följd av att företagsledningar drar fördel av tillfälligt övervärderat kapital under tider av starka marknadsuppgångar. Det övervärderade kapitalet används som ett billigt betalningsmedel för att köpa reella tillgångar. (Myers & Majluf, 1984)

När det gäller antalet fientliga förvärv har de globalt sett varierat över tid, och ofta varit en reaktion på tidigare förvärvsvågor. Exempelvis ska det ha förekommit många fientliga förvärv under vågen på 1980-talet som en reaktion mot de ineffektiva konglomeraten som skapades under vågen på 1960-talet (Shleifer & Vishny, 1991). Under vågen på 1990-talet var fientliga förvärv inte lika vanliga som under 1980-talsvågen på den amerikanska och brittiska marknaden. Detta på grund av ökad lagstiftning, överprissatta aktier, samt att fientliga förvärv som en kontrollmekanism gentemot företagsledningen, inte länge behövdes då det fanns tillräckligt med andra verksamma kontrollmekanismer. Dock gällde detta inte för den övriga europeiska marknaden, där de fientliga förvärven ökade till följd av förändring och uppluckring i ägarstrukturer. (Martynova & Renneboog, 2008)

2.2 Varför förvärvas ett företag?

Att bestämma vilka faktorer som ligger bakom ett företagsförvärv är svårdefinierat då ett uppköp involverar två företag samtidigt; ett uppköpande företag och ett målföretag. Givetvis inverkar inte endast målföretagets egenskaper och karaktäristika på sannolikheten för förvärv, utan det uppköpande företagets motiv och egenskaper är minst lika viktiga. (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982) Därför ges här en sammanfattning av de orsaker till företagsförvärv som inte enbart kan härledas till målföretaget, utan istället till det uppköpande företaget eller till en kombination av de båda.

Det finns flera olika sätt att dela upp teorierna kring varför ett företagsförvärv inträffar. Ett sätt är att särskilja teorier kring förvärv som en konsekvens av marknadens värdering av företagen, och teorier kring att förvärv drivs av företagsledares egen vilja. Exempel på motiv som tillhör den första kategorin är förvärv för att uppnå skalfördelar, eliminera konkurrenter, skapa synergieffekter, eller erhålla resurser som annars hade varit tids- och kostnadskrävande att skapa inom företaget. (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982) I den andra kategorin faller motiv som att företagsledare drivs av sina egna intressen över aktieägarnas och köper upp andra företag i en strävan efter att bygga företagsimperier, eller på grund av hybris och flock-mentalitet. (Scharfstein & Stein, 1990) Företagsledarna upplever att det finns incitament att köpa upp andra företag då de får personliga fördelar, som höjd lön, eller bonusprogram då företaget expanderar. (Aggarwal & Samwick, 2006) En tredje kategori av teorier är de som kretsar kring företagsförvärv som ett sätt att utöva kontroll över företagsledningen. En företagsledning som arbetar mer för sina egna intressen än för aktieägarna, riskerar att företaget, till följd av det presterar sämre, drar till sig intresse från andra företag som tror att företaget under en annan, mer effektiv ledning kan bli mer framgångsrikt. (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982) Företagsförvärv blir på så sätt en metod för de samlade aktieägarna att hantera agent-principal-problemet (SOU, 1990).

2.3 Tidigare studier

Oavsett vilka anledningar som ligger bakom det uppköpande företags motiv finns det också olika teorier som försöker förklara vilka egenskaper företag utsatta för uppköpsförsök har. Olika teorier kan förklara olika företagsuppköp, och ofta har företagen flera olika kännetecken som gör dem lämpliga eller olämpliga för uppköp. (Powell, 1997) Det är alltså svårt att definiera vad som gör ett företag till ett mål för uppköp, och ett flertal olika teorier existerar. Då det saknas tillräckliga tidigare studier rörande egenskaper och karaktäristika hos företag som förvärvats fientligt får man vända sig till studier som behandlar egenskaper hos uppköpta företag i allmänhet oavsett om förvärvet varit fientligt eller icke-fientligt.

I en tidig studie från 1982 undersöker Harris et al vilka egenskaper som ökar ett företags sannolikhet att bli uppköpt genom att undersöka 61 företag uppköpta 1976 – 1977 samt 45 företag uppköpta 1974 – 1975 och jämföra dessa med 1200 företag som inte köptes upp. Undersökningen täcker både företagens finansiella egenskaper och de marknads- och industrikaraktäristika företagen uppvisar. I studien argumenterar Harris et al för att det uppköpande företaget analyserar tänkbara målföretag utifrån dessa egenskaper och karaktäristika för att se om de är lämpade för uppköp. Hypotesen är bland annat att uppköpta företag har lägre skuldsättningsgrad än icke uppköpta företag samt har större andel likvida medel. Studien visar att en hög skuldsättningsgrad i förhållande till branschens genomsnitt minskar sannolikheten för uppköp, och att företag med stor andel likvida medel ökar sannolikheten. En annan signifikant faktor är företagets storlek; ju större företag, ju mindre är sannolikheten att företaget blir uppköpt. (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982)

En av de mest flitigt citerade artiklarna (bland annat av Powell 1997, Bergström et al 2005, Barnes 2000, Alcalde och Espitia 2003 och Ambrose och Megginson 1992) om företagsförvärv är Palepus studie från 1986. Palepu kritiserar tidigare studier som påstått sig kunna identifiera uppköpskandidater med upp till 80 % sannolikhet (Monroe & Simkowitz, 1971). Palepu granskar de statistiska metoder och överväganden de gjort och kommer fram till att de inte ger ett rättvisande resultat. Han korrigerar sedan de tidigare modellerna och utför en egen studie på 163 företag som blivit utsatta för uppköpsförsök och 256 företag som inte blivit

det, alla listade på den amerikanska börsen under perioden 1971-1979. Utifrån tio olika variabler (genomsnittlig överskottsavkastning, avkastning på kapital, tillväxt, likviditet, skuldsättningsgrad, förhållandet mellan tillväxt och tillgångar, industritillhörighet, storlek, marknadsvärde jämfört med bokfört värde, och vinstmultipel) utför han en logit-analys. Han kommer fram till att det inte med lika stor sannolikhet som tidigare studier går att förutse uppköpskandidater, då även om han får fram signifikanta resultat kan dessa variabler även stämma in på företag som inte blivit utsatta för uppköpsförsök. (Palepu, 1986)

Barnes undersöker i en studie från 1999 om analys av finansiella nyckeltal gör att man kan identifiera företag som potentiella uppköpskandidater för att på så sätt maximera sin avkastning. Han testar 82 stycken publika aktiebolag på den brittiska marknaden som blivit uppköpta eller blivit utsatta för uppköpsförsök, åren 1991-1993, med en kontrollgrupp på 886 liknande företag. De faktorer som Barnes utgår från som bidragande till förvärv är (1) ineffektiv ledning, (2) att målföretaget är undervärderat, (3) att det finns en tillväxt-resurs-obalans hos målföretaget, (4) att målföretaget har en ineffektiv finansiell struktur samt (5) målföretagets storlek. Dessa teorier testas genom 17 variabler som representerar teorierna och med hjälp av logit-regression. Barnes kommer fram till att det finns skillnader mellan uppköpta och icke-uppköpta företag, men att modellen inte är tillräckligt stark för att ensam kunna användas om man vill identifiera uppköpskandidater för att nå maximal avkastning. (Barnes, 1999)

I studie ett år senare, 2000, visar Barnes att vilken statistisk metod man använder då man undersöker sannolikheten för uppköp väsentligt inverkar på vilka variabler som är signifikanta. Han utgår från samma data som i sin tidigare studie och även samma variabler, även om han endast klassificerar dem som representativa för teori (1), (3) och (5). Tidigare studier har använt sig av antingen linjär diskriminant analys eller logit-analys och Barnes använder sig av båda dessa statistiska modeller vid analys av datan. Han kommer fram till att linjär diskriminant analys visar att somliga finansiella nyckeltal är signifikanta för sannolikheten för uppköp, men att det inte är samma som då man gör en logit-analys. Han kommer också fram till att logit-analys är att föredra framför linjär diskriminant analys. De variabler som vid en logit-analys visade sig vara signifikanta för sannolikheten för uppköp var målföretagets lönsamhet i

förhållande till försäljningen och till aktiekapitalet tillsammans med en dålig tillväxttakt. (Barnes, 2000)

En spansk studie från 2003 av Alcalde och Espitia utgår från fyra olika teorier kring motiv för uppköp. De tre första teorierna kommer från tidigare litteratur och studier och är (1) målföretagets ledningsineffektivitet, (2) att målföretaget är undervärderat och (3) att det finns en tillväxt-resurs-obilans i målföretaget. Den fjärde teorin behandlar transaktionskostnaderna vid förvärv. Teorin är att storleken på företaget samt företagens ägarstruktur inverkar på sannolikheten för förvärv. Att företagens storlek inverkar har tagits upp i flera andra studier, men Alcalde och Espitia är ensamma om att gå närmare in på ägarstrukturen. (Alcalde & Espitia, 2003) De argumenterar, utifrån tidigare forskning, att företag med fler småägare är mindre sannolika att bli uppköpta, då småägarna, eftersom de äger så liten del, inte känner några incitament att tacka ja till ett bud, om inte premien är mycket hög (Grossman & Hart, 1980). Företag med ett mer koncentrerat ägarskap skulle alltså vara mer sannolika att bli uppköpta. Utifrån dessa fyra teorier undersöker Alcalde och Espitia 69 spanska företag som blivit uppköpta under perioden 1991-1997, med en kontrollgrupp på lika många icke-uppköpta företag. Två olika typer av statistiska metoder användes; en univariat-analys där de jämförde medel- och medianvärde för de olika variablerna i respektive grupp, och en multivariat-analys med en logit-modell för att undersöka förhållandet mellan ett företags egenskaper och sannolikheten att det blir utsatt för ett uppköp. Univariat-analysen visade att den starkaste signifikanta skillnaden mellan uppköpta och icke-uppköpta företag fanns i variabeln IMB, vilket står för tillväxt-resurs-obilans. 38 % av de uppköpta företagen hade en obalans, i förhållande till 25 % av de icke-uppköpta. I de uppköpta företagen är medianen av styrelsemedlemmarnas aktieäggande i företaget 9,49 % i förhållande till 14,69 % i icke-uppköpta företag. Företag där styrelsemedlemmar har stort insider-äggande är alltså mindre sannolika att bli uppköpta. Dock uppvisade det statistiska testet ingen signifikant skillnad mellan uppköpta och icke-uppköpta företag med avseende på majoritetsaktieägaren. Storleken på företaget spelade också in; uppköpta företag var mindre än icke-uppköpta. Multivariat-analysen visade att de faktorer som inverkar signifikant på sannolikheten att ett företag kommer att köpas upp var faktorerna som representerade skuldsättning, likviditet och tillväxt-

resurs-obalans. Ju högre skuldsättning, likviditet och tillväxt-resurs-obalans, ju större var sannolikheten för ett uppköp. Sannolikheten ökade också då koncentrationen av ägande ökade och minskade då företagets storlek ökade. Slutsatserna som Alcalde och Espitia drar av studien är att hypotesen att förvärv sker på grund av att målföretaget är undervärderat är felaktigt. Även hypotesen att uppköp sker som en disciplinär åtgärd för att korrigera ineffektivt ledarskap är felaktig. Att företag skulle bli uppköpta på grund av strävan efter synergier var svårt att dra slutsatser kring, då detta också kräver en insikt i det uppköpande företaget. Dock kan hypotesen att transaktionskostnaderna inverkar visa sig stämma då företaget storlek och ägarskapstruktur påverkade sannolikheten för uppköp. (Alcalde & Espitia, 2003)

En annan, tidigare, studie som också undersöker ägarstrukturens betydelse för sannolikheten för uppköp är Ambrose och Megginsons studie från 1992. De utgår från Palepus studie men undersöker utöver hans finansiella variabler även ägarskap, tillgångsstruktur och förekomsten av inbyggda försvarsmekanismer i företaget. Variablerna för att mäta ägarskap var (1) antalet institutionella managers som följde företaget, (2) den procent av företagets aktier som ägdes av institutionella managers, (3) förändringen av det institutionella ägandet kvartalet föregående budet och (4) hur stor andel aktier personer i företagets ledning och styrelse innehade. En av faktorerna Ambrose och Megginson valde till att representera försvarsmekanismer mot övertagande var att företaget använder sig av olika former av aktier med olika röstvärde. De hade hypotesen att sannolikheten för att utsättas för ett uppköpsbud var inverterat relaterat till styrelse- och ledningsmedlemmars aktieäggande. Detta på grund av att styrelse- eller ledningsmedlemmar som själva äger aktier kommer att ha eget intresse i att driva företaget enligt aktieägarnas intresse. Detta kommer att göra företaget mindre utsatt för uppköpsförsök, då en potentiell uppköpare inte självklart kan få företaget att prestera bättre. En annan anledning är att styrelsemedlemmar med stora aktieposter har möjlighet att avvisa bud i syfte att driva upp premien. Endast företag som har möjlighet att erbjuda stora premier kommer då att lägga bud på målföretaget. Ambrose och Megginsons urval bestod av 169 målföretag och en kontrollgrupp av 267 företag som inte blev utsatta för uppköpsförsök. Båda grupperna hämtades från den amerikanska börsen 1981. De använder sig av

samma statistiska modell som Palepu, och kommer fram till att den har en mindre förklarande kraft under deras studies tidsperiod. De slutsatser de drar är att förekomsten av aktier med differentierad rösträtt inverkar positivt på sannolikheten för uppköp, och att det inte finns något signifikant samband mellan insider-ägande och sannolikheten för ett uppköpsbud. (Ambrose & Megginson, 1992)

Även om de flesta studier inom ämnet behandlar amerikanska eller brittiska marknader finns det en svensk studie från 2005 av Bergström, Eisenberg, Sundgren och Wells. I denna studie undersöker de så gott som alla svenska företag med fler än 20 anställda mellan 1990 och 1994. Syftet med undersökningen är att förklara varför företag blir utsatta för uppköp eller går i konkurs. Av sammanlagt 16000 företag köptes 1100 upp under tidsperioden. Studien täcker både publika aktiebolag och mindre privata företag. Skäl till förvärv som studien behandlar är målföretagets ledningsineffektivitet, uppköp för att nå finansiella eller operationella synergier, skatteskal, bransch- och industrispecifika karaktäristika eller att det beror på andra egenskaper hos företaget, som företaget storlek eller hur gammalt företaget är. De använder sig av en multinomial logit-modell och kommer till slutsatser att faktorer baserade på teorin om finansiell synergier som skäl för förvärv har en inverkan på förekomsten. Resursrika företag och företag med låga tillväxtpotentialer är sannolika att bli utsatta för uppköpsförsök. Skuldkapacitet och skuldsättningsgrad är också signifikanta för uppköpta företag. I kontrast med tidigare studier ser Bergström et al ett svagt positivt samband mellan sannolikheten för förvärv och målföretagets storlek. (Bergström, Eisenberg, Sundgren, & Wells, 2005)

I *Modelling Takeover Likelihood* från 1997 undersöker Powell vilka nyckeltal som inverkar på sannolikheten för att ett företag skall bli uppköpt. Han undersöker 471 uppköpta företag på London Stock Exchange mellan 1984 och 1991 som han jämför med en lika stor kontrollgrupp av icke-uppköpta företag. Ett av studiens syften är att ta reda på om man, som i tidigare studier, behandlar fientliga och icke-fientliga förvärv som en homogen grupp, förbiser avgörande egenskaper hos de förvärvade företagen. Därför använder han sig av både en binomial logit-modell där fientliga och icke-fientliga förvärv behandlas som en homogen grupp och en multinomial logit-modell där de klassificeras i två olika

grupper. Powells studie inleds med en sammanfattning av egenskaper som tidigare studier visat inverka på sannolikheten för uppköp. Enligt honom finns det sex olika egenskaper och karaktäristika hos företag som tidigare studier etablerat som inverkan på uppköp. Dessa sex egenskaper och karaktäristika är (1) ineffektiv ledning, (2) att företaget är undervärderat, (3) företagets tillgång av likvida medel, (4) företagets storlek, (5) företagets materiella tillgångar (6) och om företaget har en tillväxt-resurs-obilans. Powell testar sannolikheten för uppköp med hjälp av olika variabler som representerar de olika egenskaperna. Dessa variabler är:

- (1) Företagets bokföringsmässiga avkastning
- (2) Företagets marknadsvärde i förhållande till bokfört värde
- (3) Företagets operativa kassaflöde i förhållande till totala tillgångar
- (4) Företagets totala tillgångar
- (5) Företagets anläggningstillgångar i förhållande till totala tillgångar
- (6) Företagets försäljningstillväxt, dess likvida medel i förhållande till totala tillgångar samt skuldsättningsgraden

Powells studie kommer fram till ett flertal slutsatser. För det första att en multinomial logit-modell är betydligt bättre lämpad än en binomial modell då man undersöker både fientliga och icke-fientliga företagsförvärv. Då det föreligger skillnader mellan egenskaper och karaktäristika hos fientligt och icke-fientligt förvärvade företag, ger det en missvisande bild och felaktiga slutsatser om man behandlar dem som en homogen grupp. Den andra viktiga slutsatsen av Powells studie är att de egenskaper som inverkar på sannolikheten för ett förvärv och huruvida det är fientligt eller icke-fientligt inte är konsistenta över tid. Under perioden 1984 – 1991 kom Powell fram till att det var sannolikare med ett fientligt förvärv ju större målföretaget var, ju lägre likviditet det hade, ju mindre lönsamt det var samt ju högre dess marknadsvärde i förhållande till bokfört värde var. Faktorer som ökade sannolikheten för ett icke-fientligt övertagande var ju mindre målföretaget var och ju högre skuldsättningsgrad det hade. Då undersökningen delades upp i två tidsperioder, 1984–1987 och 1988–1991 förändrades resultaten. Under den första tidsperioden verkade endast målföretagets storlek signifikant på sannolikheten för ett fientligt förvärv. Under

den andra tidsperioden spelade alla de tidigare nämnda faktorerna in. (Powell, 1997)

De sex egenskaper som Powell grundar sin studie på härrör från tidigare studier kring företags olika egenskaper som motiv till förvärv. En av dessa studier som Powell baserar antagandet om företags storlek som inverkan på uppköp är en studie från Aaronovitch och Levine från 1981. De undersöker både uppköpta och uppköpande företag, och utgår från att finansiella skillnader mellan företagen är en svag förklaringsvariabel till uppköp. De hävdar istället att förvärv baseras på strategiska beslut, där storleken är en viktig faktor. Perioden de undersöker (1972 i Storbritannien) karaktäriserades av framväxten av oligopol och ökad konkurrens mellan företagen. Att företag ska växa och bli större både horisontellt och vertikalt var en viktig drivande faktor till uppköp. De kom också fram till att större företag tenderade till att köpa upp mindre företag och att storlek gav en trygghet från att bli uppköpt. De drar slutsatsen att bortsett från storlek och det uppskattade börsvärdet fanns det inga andra finansiella karaktäristika som var utmärkande och de hävdar att *"Size tells us most of what we need to know"*. (Aaronovitch & Levine, 1981, s. 165)

2.4 Svenska förutsättningar

Då tidigare studier, både om förekomsten av förvärv och om egenskaper och karaktäristika hos uppköpta företag, med undantag för Bergström et al., enbart täcker marknader utanför Sverige är de inte helt relevanta för svenska förutsättningar. Därför ges här en översikt över de förutsättningar som kan inverka på förekomsten av förvärv i allmänhet och följande sådana på den svenska marknaden.

2.4.1 Förekomsten av förvärv och förvärvsvågor på den svenska marknaden

Under 1990-talet fördubblades antalet företagsförvärv i världen, och värdet av sammanslagningarna och uppköpen mer än femdubblades, vilket ses som den femte vågen av förvärv (Martynova & Renneboog, 2008). Det är främst på den amerikanska marknaden som fenomenet med förvärvsvågor iakttagits, men då

företagsmarknaden sedan slutet på nittonhundratalet i stort sätt är global kan man se att marknaden för företagsförvärv i Sverige följer liknande mönster. Även i Sverige ökade antalet företagsförvärv tydligt för att efter år 2000 sjunka markant, precis som på den globala marknaden (Sevenius, 2003). Braunerhjelm och Sjöstrand argumenterar 1999 att globaliseringen styr de svenska och europeiska uppköpen till att följa den amerikanska trenden. Dock skulle den europeiska fusionsvågen ligga något efter den amerikanska (Lundqvist, 1999).

De fyra nämnare som Martynova och Renneboog hävdar att alla förvärvsvågor har gemensamt (de inträffar i perioder av ekonomisk upphämtning, de sammanfaller med generösa kreditvillkor, de föregås av industriella eller teknologiska chocker och uppträder ofta i samband med avregleringar, eller ändrad lagstiftning) stämmer även in på den svenska vågen på 90-talet. Perioden 1990-1993 minskade BNP i Sverige tre år i rad (Edvinsson, 2005), men då ekonomin därefter upphämtade sig ökade företagsförvärven i Sverige, vilket överensstämmer med antagandet att vågorna skulle uppkomma i perioder av ekonomisk upphämtning. Lundqvist för fram tillgängligheten på kapital som en anledning till 90-talets förvärv, tillsammans med en avreglerad marknad och ny teknikutveckling, vilket också stämmer överens med Renneboogs och Martynovas antaganden. Lundqvist för också fram flockbeteende och hybris bland företagsledningen som orsaker till förvärven, vilket skulle förklaras av den grupp av teorier som Roll och Sharfstein och Stein företräder. (Lundqvist, 1999)

Den så kallade femte förvärvsvågen finns således dokumenterad i Sverige, och har samma gemensamma nämnare som de globala vågorna, samt kan förklaras av de accepterade teorier som finns kring dessa. Om den sjätte vågen av förvärv finns inte lika mycket dokumenterat. Det är dock tydligt att det både i Sverige och globalt skett en ökning av antalet förvärv strax efter nedgången 2001, och denna ökning ska kulminera globalt 2007. (DePamphilis, 2010) Ser man Renneboog och Martynovas gemensamma nämnare som en förutsättning för att förvärvsvågor ska uppkomma, finns det förutsättningar i Sverige under denna period. I en artikel i Dagens Nyheter hävdar Malmqvist att it-kraschen och kriget mot terrorism i början på 2000-talet gjorde att företagen väntade med att investera, men att det nu (2004) finns ett uppdämt behov och att en våg av uppköp kommer att komma. (Björklund, 2004) Detta stämmer in på antagandet att förvärvsvågor uppkommer i

tider av ekonomisk upphämtning (Martynova & Renneboog, 2008). Sett utifrån finanskrisen 2008-2009 kan Myers och Majlufs teori kring att perioder av övervärderat kapital utlöser förvärvsvågor vara en applicerbar teori om förvärven på 2000-talet. (Myers & Majluf, 1984) Martynovas och Renneboogs antagande att alla förvärvsvågor avslutas med en kollaps på aktiemarknaden, är ett argument för att den sjätte förvärvsvågen skulle avtagit vid den finansiella krisen 2008 (Nordahl, 2010).

2.4.2 Ägarsfärer och rösträttsdifferentiering

Det finns speciella förutsättningar som är i det närmaste unika för den svenska marknaden, och därför är viktiga att ta upp, då de sannolikt inverkar på förvärv i Sverige. På den svenska marknaden är ägandet och makten starkt koncentrerat till ett fåtal aktörer. I genomsnitt finns endast 2,3 ägare med mer än fem procents innehav i de svenska börsbolagen och den största ägaren kontrollerar i genomsnitt en tredjedel av rösterna. Dessutom är ofta dessa ägare samma för de olika börsbolagen. (Hermansson, 2003) Detta gör att det svenska näringslivet utmärks av så kallade ägarsfärer. En exakt definition av vad en ägarsfär är verkar dock inte finnas. SIS Ägarservice, ett företag som tillhandahåller information och statistik om ägardata på den svenska börsmarknaden, lägger ihop ägande till sfärer med utgångspunkt från att medlemmarna i en sfär agerar och röstar ihop. (LO, 2001)

Som en följd av ägarsfärer är makten i Sverige koncentrerad till ett fåtal aktörer. Maria-Pia Boëthius uttrycker det i boken *Sfärfäderna* som att ”Vid sidan av den något sånär öppet redovisade demokratiska och politiska makten i Sverige har det funnits en ekonomisk stormakt i landet som sett Sverige som 'sin' skapelse”. (Boëthius, 2009, s. 108) Dessa maktsfärer kan härledas långt tillbaka i tiden, även om deras sammansättningar och vilka som varit de ledande aktörerna har förändrats över tiden. I mitten av 1900-talet karaktäriserades ägandet på den svenska marknaden av de så kallade ”femton familjerna”. I en undersökning från 1962 kom C H Hermansson fram till att av de 50 största industriföretagen i Sverige, var 41 av dessa privata storföretag. Av dessa 41 hade 38 direkt samband och resten indirekt samband med någon ur de femton familjerna. Sedan dess har det institutionella ägandet ökat, men fortfarande är ägandet koncentrerat till ett

fåtal privatpersoner eller institutioner. Bakom många institutioner står också starka privatpersoner eller familjer. (Hermansson, 2003)

En förutsättning för att ägarsfärer ska kunna bildas och att makten i näringslivet ska koncentreras är systemet med rösträttsdifferentiering. I och med rösträttsdifferentiering är det en stor skillnad i Sverige mellan kapitalägande och kontroll. Rösträttsdifferentiering innebär att aktierna i ett företag delas upp i så kallade A- och B-aktier där de olika slagen har olika rösträtt. Rösträtten är dock begränsad till att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger en annan aktie (ABL 4:5) Eftersom denna begränsning inte fanns i 1895 och 1910 års lagar utan infördes i och med 1974 års aktiebolagslag, är större skillnader i rösträtt från innan 1974 kvarstående. (Lag om införande av aktiebolagslagen, 1:8) Det är alltså möjligt att genom rösträttsdifferentierade aktier inneha en större makt och inflytande i ett företag än vad man har investerat kapital i företaget. Detta är vanligt vid börsnotering av familjeföretag, då grundarna till företaget söker efter sätt att få tillskott av kapital, men samtidigt vill behålla kontrollen över företaget. (Rodhe, 2002) Under 1990-talet ökade antalet svenska företag som använde sig av rösträttsdifferentiering och uppgick som mest till 87 %. Under 2000-talet sjönk dock andelen tillbaka till strax över 50 % år 2006 (Henrekson & Jakobsson, 2006).

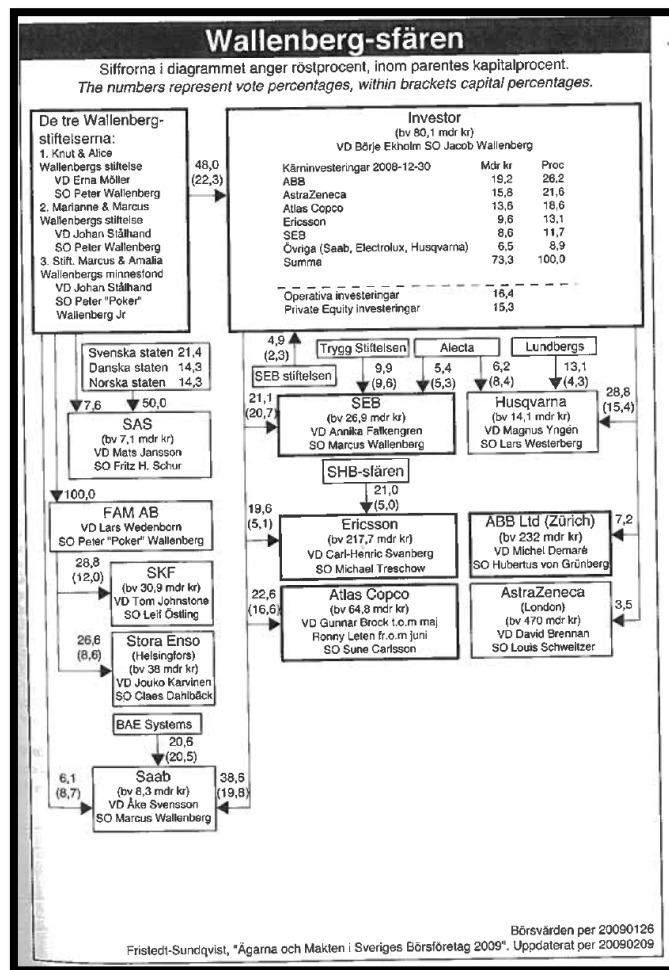
Andra vanliga kontrollmekanismer är ask-i-ask-ägande och korsvis ägande. Ask-i-ask-ägande innebär att ett företag, eller en person innehar en viss andel av aktiekapitalet i ett bolag, vanligen ett investmentbolag, som är tillräckligt stort för att erhålla kontrollen över företaget. Detta bolag äger i sin tur en andel av ett annat företag, också tillräckligt stort för att erhålla kontroll. Detta kan fortsätta i flera steg till och på så sätt erhåller den förste investeraren kontrollen över flera företag med hjälp av en förhållandevis liten grundinvestering. Detta har länge varit vanligt förekommande i svenskt näringsliv. Korsvis ägande, är när två företag ömsesidigt äger i aktier i varandra. Om företag A äger en större aktiepost i företag B, som också äger en större aktiepost i företag A, kan företag A få möjlighet att representera företag B på aktiestämman i företag A, vilket i grunden blir att representera sig själv. Cirkulärt ägande är när tre eller flera företag äger andelar i varandra så att det skapar en kedja. Med hjälp av korsvis och cirkulärt ägande kan företagen skapa slutna ägarsystem som är omöjliga att bryta upp, om inte något av

de inblandade företagen avyttrar sina aktier. Syftet med detta ägande är bland annat som ett skydd mot uppköp. (Hermansson, 1989)

Även om många av de tidigare ”femton familjerna” inte längre har något inflytande och makt över svenskt näringsliv, så är fortfarande en stor del av svenskt makt och ägande koncentrerat till samma familj, den så kallade Wallenbergssfären. Tillsammans med sfären kring Svenska Handelsbanken är de jättarna i den svenska finansvärlden. (Hermansson, 1989) Med hjälp av rösträttsdifferentierade aktier, ask-i-ask-ägande och korsvis ägande kontrollerade under 90-talet Wallenberg och Handelsbank-sfären, genom investmentbolagen Investor och Industrivärden, 54 % av marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. Detta trots att Investor och Industrivärden själva endast stod för 6,2 % av börsens marknadsvärde. (Henrekson & Jakobsson, 2006)

Wallenbergssfären

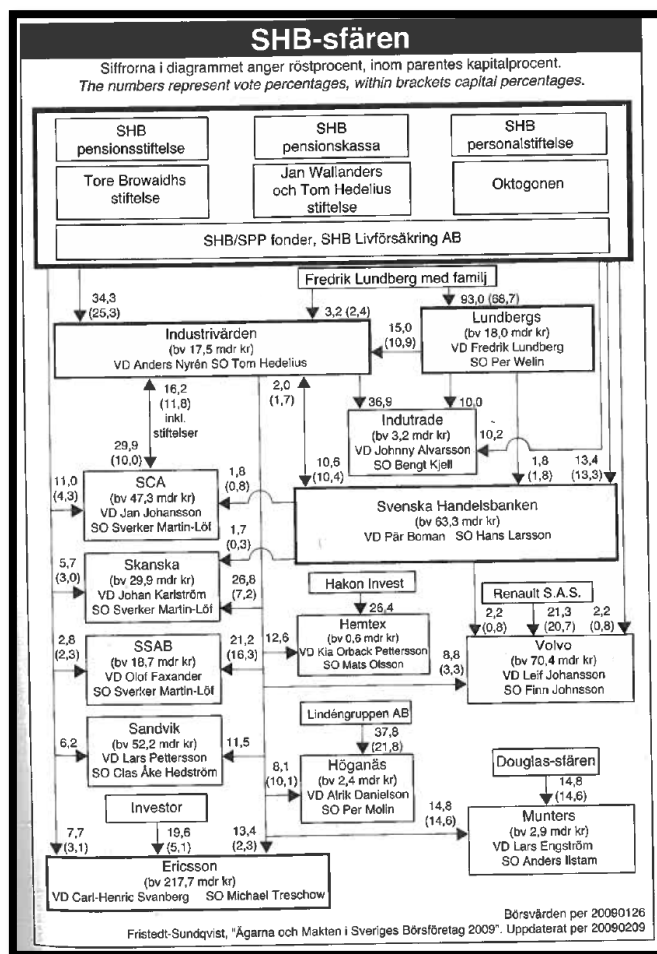
Wallenbergssfärens inflytande över svenskt näringsliv härstammar från mitten av 1800-talet då A-O Wallenberg grundade Stockholms Enskilda Bank, senare SEB. Därefter har makten stannat kvar inom familjen genom instiftandet av tre stiftelser, Knut och Alice Wallenbergs stiftelse, Marianne och Marcus Wallenbergs stiftelse samt Stiftelsen Marcus och Amalia Wallenbergs minnesfond. (www.fam.se) Genom stiftelserna kontrollerar Wallenbergarna investmentbolaget Investor, som i januari 2011 hade ett aktieinnehav av 41,5 miljarder kronor (www.di.se). Förutom detta har familjen ett dominerande majoritetsintresse i SEB (Hermansson, 2003). *Det finns inget enda land i västvärlden där en enda familj har en sådan makt och inflytande som Wallenbergs har i Sverige*” hävdar Boëthius och fortsätter med att denna dominans ses som osund från utländska håll, även från starka anhängare till de fria marknadskrafterna (Boëthius, 2009, s. 101). Ett exempel på detta ägande är att 2001 ägde Wallenbergssfären 1 % av stockholmsbörsens totala värde, men genom ovan nämnda kontrollmekanismer räckte detta till för att kontrollera 42 % av marknadsvärdet. (Agnblad, Berglöf, Högfeldt & Svancar, 2003)



Figur 1. Företag inom Wallenbergsfären 2009 (Frisledt & Sundqvist, 2009, s. 67)

Handelsbanksfären

Den andra jätten i svenskt näringsliv är sfären kring Svenska Handelsbanken. Bakom denna sfär står inte i samma grad fysiska personer eller en familj, som i fallet med Wallenbergsfären, men utmärks av ändå en stark intern profil och har i huvudsak internrekryterat personer till ledande poster och styrelseordföranden har ofta varit den föregående VD:n. Banken grundades 1871 och 1944 avknoppades investmentbolaget Industrivärden. (Bartholdi & Wetterberg, 2010) 2001 var Handelsbanksfären den näst största ägargruppen i Sverige och var majoritetsägare i företag med sammanlagt 148 000 anställda. (LO, 2001)



Figur 2. Företag inom SHB-sfären 2009 (Fristedt & Sundqvist, 2009, s. 61)

3

Metod

Detta avsnitt presenterar hur undersökningen är upplagd. Här beskrivs tillvägagångssättet för datainsamling, de variabler som använts i undersökningen och hur undersökningen är genomförd. Avsnittet skall ge läsaren en mer ingående förståelse för hur undersökningens problem angripits.

3.1 Definitioner

3.1.1 Företagsförvärv

Det finns ingen sammanhållen, exakt definition av vad som är ett företagsförvärv. Det finns också en mängd olika uttryck som syftar på samma eller närbesläktade saker, exempelvis uppköp, förvärv, fusion och sammanslagning. På engelska används ofta uttrycket ”*mergers and acquisitions*” som brukar förkortas till ”*M&As*”. Ett liknande svenskt uttryck är företagsförvärv och fusioner. Med uppköp brukar avses köp av samtliga aktier i ett aktiebolag på en aktiebörs, vilket inte är den vanligaste formen av förvärv, men antagligen den mest uppmärksammade. Dock krävs det inte att transaktionen omfattar samtliga aktier i målföretaget för att betraktas som ett företagsförvärv. Utgångspunkten för att en transaktion ska klassas som ett förvärv är att kontrollen och inflytandet i företaget har flyttats över från en grupp av aktieägare till en annan. Någon exakt gräns för hur många aktier detta måste innebära finns inte, utan det beror på företagets övriga ägarsammansättning och hur röststarka aktierna är. (Sevenius, 2003)

Denna studies definition av förvärv inkluderar alla transaktioner som klassats som förvärv enligt data från Stockholmsbörsen. (www.nasdaqomxnordic.com)

3.1.2 Fientliga företagsförvärv

Den enklaste definitionen av fientliga företagsförvärv är att målföretagets styrelse inte godkänner budet om köp av deras aktier. Då de fungerar som representant för de spridda aktieägarna har deras rekommendation att avvisa erbjudandet en stor påverkan på köpets genomförande. (Sevenius, 2003) Fientliga företagsförvärv kan också innebära att ett bud läggs fram innan några förhandlingar har skett mellan den potentiella förvärvaren och målföretagets ledning. Förhandlingarna kan också ha inletts, men strandat, varvid den potentielle förvärvaren istället vänder sig direkt till aktieägarna. Inte sällan utvecklas uppköpserbjudandet över tid och ett till en början fientligt förvärv övergår till ett vänligt förvärv, av anledningar som att köpesumman höjts, eller villkoren förändrats. (SOU, 1990) De inledande hemliga förhandlingarna kan också till en början vara fientliga, men när budet väl tillkännages har en överenskommelse nåtts och budet ses som vänligt. (Schwert, 2000)

Definitionen av fientliga förvärv i denna studie är att målföretagets styrelse skall ha motsatt sig förvärvet offentligt, och avrått aktieägarna från att sälja. Även de förvärv då målföretaget styrelse initialt har motsatt sig budet, men då det uppköpande företaget ändrat sitt bud till ett mer fördelaktigt, och budet senare godtagits klassificeras som fientliga förvärv. Misslyckade försök är inte inkluderade i studien, utan endast genomförda övertaganden.

3.2 Data

3.2.1 Uppköpta företag

Data över vilka företag som blivit uppköpta mellan 1997 och 2011 (till och med oktober) inhämtades från Nasdaq OMX Nordics (hädanefter refererat till som ”Stockholmsbörsen”) hemsida. Två olika källor av data användes. Den första källan var ”Changes to the list” där alla avnoterade företag finns listade, med kommentar om huruvida anledningen till detta var på grund av uppköp (http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes_to_the_List/). Den andra källan var ”Public takeover offers” där alla bud på listade företag finns samlade, med kommentar om huruvida köpet

genomfördes.

(http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Tender_Offers/) Två listor används på grund av att det är tänkbart att ett företag inte avlistas trots uppköp, och att det då finns en risk att uppköpta företag exkluderas ur studien. Därefter korsrefereras dessa listor mot varandra, för att undvika att ett företag finns med två gånger. Datan är således inhämtad från en sekundär källa, men tillförlitligheten bör vara stor. I och med detta tillvägagångssätt, är bara företag som Stockholmsbörsen bedömer som uppköpta inräknade, vilket bidrar till en konsekvent bedömning över tid och om när ett företag skall räknas som uppköpt.

Genom denna datainsamling identifierades 258 svenska börsnoterade företag som uppköpta mellan 1997 och oktober 2011.

3.2.2 Identifiering av fientligt förvärvade företag

Med utgångspunkt från listan över uppköpta företag inhämtades ytterligare information avseende förvärvets karaktär, för att bestämma om det var fientligt, eller icke-fientligt. Information om detta hämtades i de flesta fall från pressmeddelanden från företaget, men även från årsredovisningar och artiklar i dags- och fackpress¹.

Genom denna datainsamling identifierades 31 av de 258 företagen som köpts upp mellan 1997 och oktober 2011 som fientligt förvärvade.

¹ Refenslista för identifieringen av fientligt förvärvade företag är alltför omfattande för att publiceras i studien. Källor fås på begäran.

Tabell 1. Fientliga och icke-fientliga uppköp på Stockholmsbörsen 1997 – 2011

År	Antal uppköp	Antal fientliga uppköp
1997	20	1
1998	19	3
1999	24	4
2000	34	1
2001	26	0
2002	15	2
2003	14	3
2004	14	1
2005	13	0
2006	20	2
2007	9	0
2008	18	4
2009	10	6
2010	12	2
2011	10	2
Totalt	258	31

3.2.3 Kontrollgrupp

I den statistiska undersökningen användes en kontrollgrupp av icke-fientligt förvärvade företag. Detta för att kunna dra slutsatser kring vilka egenskaper som är utmärkande för fientligt förvärvade företag, i förhållande till icke-fientligt förvärvade. Av de samtliga företag som förvärvats under tidsperioden valdes ett lika stort antal icke-fientliga ut som antalet fientliga. Att ett urval användes istället för samtliga icke-fientliga förvärv under tidsperioden, var på grund av att det skulle innebära en alltför omfattande och tidsödande datainsamling om alla företagen inkluderades. Kontrollgruppen valdes utifrån följande kriterier:

- De fientliga uppköpen och icke-fientliga uppköpen skall ha samma branschtillhörighet.
- Samma antal icke-fientliga som fientliga uppköp skall tas med för varje år.

Det finns en skillnad i antalet fientliga och icke-fientliga uppköp för 2009, då det inte finns lika många icke-fientliga förvärv som fientliga förvärv för att kunna

matcha de olika grupperna. Icke-fientliga förvärv från föregående år väljs då ut för att täcka bristen 2009. Branschindelningen utfördes utifrån den klassificering företagen själva gjort och inhämtades från årsredovisningar och företagens hemsidor. Därefter gjordes en bedömning av företagen och branscherna för att ytterligare gruppera dem. Anledningen till att företagen matchas med avseende på bransch och år, är för att dessa ska vara oberoende faktorer vid den statistiska undersökningen.

Tabell 2. Branschtillhörighet för fientliga och icke-fientliga uppköp

Bransch	Fientliga uppköp	Icke-fientliga uppköp
Detalj- och partihandel	4	4
Industrivaror och tjänster	8	8
Utbildning, bemanning och konsultverksamhet	3	3
IT, data och telecom	3	3
Bygg och fastigheter	6	6
Transport, fordon och rederi	3	3
Finans, bank och försäkring	2	2
Övrigt	2	2
Totalt	31	31

3.2.4 Insamling av finansiell data

Från samtliga företag som klassificerats som fientligt förvärvade samt från kontrollgruppen av icke-fientligt förvärvade företag inhämtades finansiell data och nyckeltal från respektive företags årsredovisning. Dessa nyckeltal redogörs för nedan i stycke 3.3. Årsredovisningarna för åren 2000 – 2011 inhämtades från webdatabasen Retriever (www.retriever.se). För åren 1997 – 1999 inhämtades datan från respektive företags tryckta årsredovisningar. För att datan ska spegla den bedömning av målföretaget som det uppköpande företaget gjorde, utgick datainsamlingen från den senast publicerade årsredovisningen innan budet lades. Data avseende företagets eventuella tillhörighet till en ägarsfär inhämtades från ”Ägarna och makten i Sveriges börsföretag” för uppköpen mellan 1997 och 2010 (Sundqvist, Sundin, & Fristedt, 1996-2009). För Netonnet, som förvärvades 2011, hämtades sfärtillhörigheten från 2009 års uppgifter, då uppgifter om 2010 inte fanns att tillgå.

3.3 Variabler

För att undersöka om det föreligger skillnader i egenskaper och karaktäristika hos fientligt uppköpta företag i jämförelse med icke-fientligt uppköpta företag jämförs olika nyckeltal och data. Dessa nyckeltal är valda utifrån att tidigare forskning visat att de antingen inverkar på sannolikheten för uppköp eller att det finns en skillnad mellan dessa egenskaper hos fientliga och icke-fientliga uppköpta företag (Alcalde & Espitia, 2003) (Barnes, 1999) (Bergström, Eisenberg, Sundgren, & Wells, 2005) (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982) (Palepu, 1986) (Powell, 1997) (Ambrose & Megginson, 1992) (Aaronovitch & Levine, 1981). Den enda studien som undersöker och påvisar skillnader hos fientliga och icke-fientliga förvärv är Powell (Powell, 1997). Eftersom undersökningar om vilka variabler som inverkar på sannolikheten för ett fientligt förvärv i stort sätt saknas kommer studien undersöka om de variabler som tidigare forskning visat inverka på sannolikheten för förvärv i stort inverkar på samma sätt för sannolikheten för fientliga förvärv som sannolikheten för icke-fientliga förvärv.

Då tidigare studier, förutom Bergström et al, fokuserar på andra marknader än den svenska, kan det finnas specifika förutsättningar på den svenska marknaden, som av förklarliga skäl inte testats i de tidigare undersökningarna. Därför har även sfärtillhörighet lagts till som variabel, då det bedöms kunna ha inverkan på sannolikheten för att ett förvärv skall vara fientligt eller icke-fientligt. Även om just denna variabel inte finns medtagen i någon av de tidigare studierna, behandlar Alcalde och Espitia samt Ambrose och Megginson ägarstruktur och ägarkoncentration som en förklarande variabel till sannolikheten för uppköp. (Alcalde & Espitia, 2003) (Ambrose & Megginson, 1992)

3.3.1 Likviditet

Likviditetsmättet mäter företagets kortsiktiga betalningsförmåga, men också om företaget har förhållandevis stora obundna finansiella tillgångar som kan attrahera uppköpare. I en studie från 1982 kommer Harris et al fram till att företag med stor andel likvida medel har en högre sannolikhet att bli uppköpta. (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982) Även Alcalde och Espitia kom fram till denna

slutsats. (Alcalde & Espitia, 2003) I den enda studien som gjort skillnad på fientliga och icke-fientliga förvärv kommer Powell fram till att fientligt förvärvade företag har lägre likviditet än icke-fientligt förvärvade företag (Powell, 1997).

I studien mäts likviditeten som företagets totala likvida medel vid årets slut genom de totala tillgångarna. Med likvida medel avses företagets kassa, bank och kortfristiga placeringar. Formeln för uträkning av likviditet är följande:

$$X_1 = \text{Likvida medel vid årets slut} / \text{Totala tillgångar} \quad (1)$$

3.3.2 Skuldsättningsgrad

Måttet ger en indikation på företagets finansiella styrka och vilken ekonomisk risk det är utsatt för. Harris kommer fram till att företag med hög skuldsättningsgrad har en lägre sannolikhet att bli uppköpta (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982). Powell kom fram till att en hög skuldsättningsgrad ökade sannolikheten för att ett förvärv skulle vara icke-fientligt (Powell, 1997).

I studien mäts skuldsättningsgrad som förhållandet mellan företagets totala skulder och dess totala egna kapital. Formeln för uträkning av skuldsättningsgrad är följande:

$$X_2 = \text{Totala skulder} / \text{Totalt eget kapital} \quad (2)$$

3.3.3 Tillväxt

Tillväxt är en variabel som undersökts i ett flertal studier. Att undersöka tillväxten kan vara ett sätt att mäta företagets lönsamhet, att se om det finns en tillgångs- och-resurs-obalans, men det kan även användas som ett storleksmått. Då tillväxten används på flera olika sätt i tidigare studier och i kombination med andra mått är det svårt att se något entydigt svar på om tillväxt är en signifikant faktor för företagsförvärv. (Alcalde & Espitia, 2003) (Aaronovitch & Levine, 1981) (Bergström, Eisenberg, Sundgren, & Wells, 2005) (Barnes, 2000) Eftersom det inte redan finns några entydiga svar om vilken inverkan tillväxt har varken på förvärv i stort, eller på fientliga förvärv är detta en relevant variabel att undersöka.

Tillväxten räknas ut som ett genomsnitt av förändringen i nettoomsättning över de tre åren närmast föregående budåret. Året närmast budåret benämns år 1, året två år innan år 2 och året tre år innan år 3. I de fall som företaget inte uppger omsättning i årsredovisningen (fastighetsbolag) har istället genomsnittet av förändringen i försäljning använts. Formeln för uträkning av tillväxt är följande:

$$X_3 = ((Omsättning_{\text{år}1} - Omsättning_{\text{år}2}) / Omsättning_{\text{år}2} + (Omsättning_{\text{år}2} - Omsättning_{\text{år}3}) / Omsättning_{\text{år}3}) / 2 \quad (3)$$

3.3.4 Storlek

Att ett företags storlek inverkar signifikant på sannolikheten för uppköp är fastställt i ett flertal tidigare studier. Att sannolikheten för uppköp minskar då företagets storlek ökar visas i nästan samtliga studier. (Aaronovitch & Levine, 1981) (Alcalde & Espitia, 2003) (Powell, 1997) Studien över uppköp på den svenska marknaden visar däremot att sannolikheten för uppköp ökar ju större företaget är (Bergström, Eisenberg, Sundgren, & Wells, 2005). Avseende fientliga förvärv visade Powell att det är större sannolikhet att ett företagsförvärv är av fientlig karaktär ju större det är (Powell, 1997).

Företagets storlek har räknats ut med hjälp av den naturliga logaritmen av totala tillgångar. Logaritmering av tillgångarna underlättar analys, då observationerna har en stor spridning. Formeln för uträkning av storlek är följande:

$$X_4 = \ln(\text{Totala tillgångar}) \quad (4)$$

3.3.5 Ägarsfär

Då tidigare studier förutom Bergström et al, behandlar andra marknader än den svenska, är det möjligt att det inte räcker med variabler valda utifrån dessa undersökningar för att förklara fientliga förvärv i Sverige. Då förekomsten av ägarsfärer och ett starkt koncentrerat ägande är utmärkande för den svenska marknaden, är detta också en variabel som kommer att undersökas i studien. Även om ingen tidigare studie direkt behandlar ägarsfärer tar Ambrose och Megginson upp förekomsten av rösträttsdifferentierade aktier (vilket är en av

förutsättningarna för ägarsfärer) som en faktor som inverkar positivt på förekomsten av förvärv (Ambrose & Megginson, 1992). Alcalde och Espitia undersöker hur ägarstruktur och styrelsesammansättning, vilket är relaterbart till sfärer, påverkar sannolikheten för förvärv. De drar slutsatsen att företag med starkt koncentrerat ägande hade en högre sannolikhet att bli uppköpta, och företag där styrelsemedlemmarna hade ett stort aktieinnehav var mindre sannolika att bli uppköpta. (Alcalde & Espitia, 2003)

Tillhörighet till två olika sfärer har valts ut som variabler. Urvalet gjordes utifrån att dessa två sfärer har varit dominerande i svenskt näringsliv under hela studiens tidsspann. För att se om det föreligger någon skillnad beroende på vilken sfär företaget tillhörde, representerar varje sfär en variabel.

Företagens tillhörighet till en ägarsfär har beräknats enligt följande formel:

$$x_5 = \text{Svenska Handelsbankens ägarsfärs röstprocent i företaget} \quad (5)$$

$$x_6 = \text{Wallenbergarnas ägarsfärs röstprocent i företaget} \quad (6)$$

3.3.7 Sammanställning av variabler

Tabell 3. Sammanställning av undersökningens variabler

Variabler	Formel	Empiriskt stöd
Likviditet	(1)	Harris et al. (1982) Powell (1997) Alcalde & Espitia (2003)
Skuldsättningsgrad	(2)	Harris et al. (1982) Palepu (1986) Powell (1997) Alcalde & Espitia (2003)
Tillväxt	(3)	Barnes (2000) Alcalde & Espitia (2003) Bergström et al (2005) Aaronovitch & Levine (1981)
Storlek	(4)	Harris et al. (1982) Bergström et al (2005) Powell (1997) Aaronovitch & Levine (1981) Alcalde & Espitia (2003)
Ägarsfär	(5), (6)	Alcalde & Espitia (2003) Ambrose & Megginson (1992)

3.4 Hypoteser

Att formulera hypoteser kring förekomsten av fientliga förvärv och vilka egenskaper och karaktäristika som utmärker dem i förhållande till icke-fientliga förvärv är svårt att göra enbart utifrån tidigare forskning. Detta då tidigare studier behandlar andra marknader än den svenska, andra tidsperioder än 90- och 2000-talet och flera av dem inte går in på fientliga förvärv. Detta gör att de inte självklart går att utgå från vid hypotesformulering. Kring variabeln för tillväxt är det inte möjligt att ställa upp någon hypotes då det inte finns tillräckligt empiriskt stöd för att den ska inverka på sannolikheten för fientliga förvärv i någon viss riktning, även om det ändå finns stöd i tidigare studier för att det ska vara en relevant variabel att undersöka.

De hypoteser som ställts upp utifrån studiens syfte och valda variabler är:

Hypotes 1: Fientliga förvärv följer förvärvsvågor, i samma mönster som företagsförvärv i allmänhet. Förvärven följer de vågmönster som teoriavsnittet beskrivit som den femte och sjätte förvärvsvågen.

Hypotes 2: Fientligt förvärvade företag har lägre likviditet än icke-fientligt förvärvade företag.

Hypotes 3: Fientligt förvärvade företag har lägre skuldsättningsgrad än icke-fientligt förvärvade företag.

Hypotes 4: Fientligt förvärvade företag är större än icke-fientligt förvärvade företag.

Hypotes 5: Det föreligger en skillnad i ägarsfärstillhörighet mellan fientligt och icke-fientligt förvärvade företag.

3.5 Analysmetod för förekomsten av fientliga förvärv

Då det saknas information om fientliga förvärv i Sverige under den aktuella tidsperioden, inleds undersökningen med en kartläggning av detta. Därefter undersöks:

- Hur förekomsten av fientliga förvärv förhåller sig till företagsförvärv och fusioner i stort
- Om fientliga förvärv varierar i antal samt andel av totala förvärv över undersökningens tidsperiod
- Om fientliga förvärv uppträder i samma förvärvsvågor som tidigare studier beskrivit

För att få svar på detta illustreras antalet och andelen fientliga förvärv som identifierats 1997 – 2011 i diagram, som skapats i dataprogrammet Excel. De fientliga förvärven sätts i förhållande till det totala antalet förvärv samt en konjunkturindikator. Konjunkturindikatorn som används heter konjunkturbarometern och är konstruerad av konjunkturinstitutet (<http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/Konjunkturen---Barometerindikatorn/>). Ett årsgenomsnitt av indikatorn har räknats ut, då förvärven klassificeras på årsbasis. Indikatorns genomsnitt har ett genomsnitt på 100. Om indikatorn ligger över 100 innebär det ett gott ekonomiskt läge. Om indikatorn ligger under 100 innebär det ett sämre ekonomiskt läge.

3.6 Statistisk analysmetod

I detta avsnitt redogörs för upplägget på den statistiska undersökningen. För att undersöka vilka karaktäristika och egenskaper som utmärkte fientliga förvärv i förhållande till icke-fientliga förvärv genomfördes en statistisk undersökning i programmet Ewiev. Statistisk metod har valts utifrån tidigare studier som visat att de är lämpliga vid analys av egenskaper som inverkar vid företagsförvärv. Barnes visade att valet av analysmetod kan ha inverkan på vilka variabler som visar sig vara signifikanta och att logit-regression är det bästa valet av undersökningsmodell. (Barnes, 2000) Detta stöds av Palepu, som visar att tidigare studier som använt sig av andra analysmodeller, gett felaktiga resultat (Palepu, 1986).

3.6.1 Logit-modell

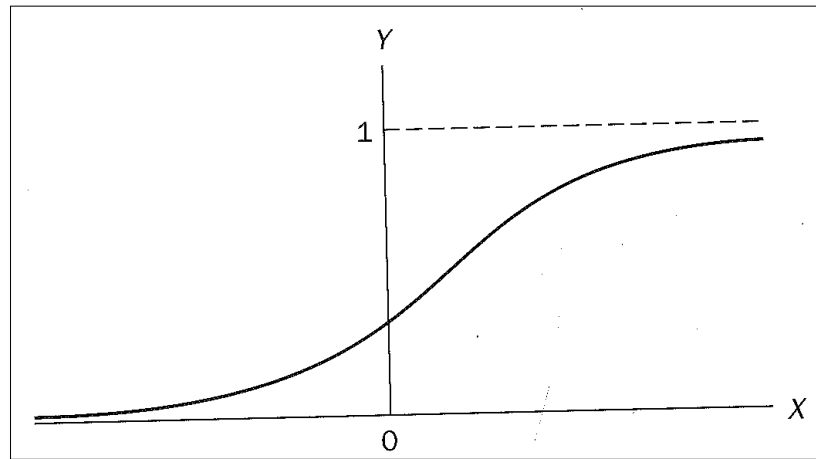
För att kunna analysera flera nyckeltal som förklarande variabler används vanligtvis en multipel linjär regression. Då den beroende variabeln, vilken ska visa hur förvärvet ser ut är av binär form, kan inte en linjär regression användas. Modeller med en beroende variabel av binär karaktär innebär att variabeln endast kan anta två värden, noll eller ett. Därför används istället en logistisk metod (logit) tillhörande gruppen av modeller för diskreta val (discrete choice models). Den logistiska funktionen kan skrivas enligt följande formel, där P är värdet på den beroende variabeln, vilket står för probability, det vill säga sannolikheten. (Ramanathan, 1998)

$$\ln\left[\frac{P}{1-P}\right] = \alpha + \beta X + u$$

$$P = \frac{1}{1 + e^{-(\alpha + \beta X + u)}}$$

Figur 3. Formel för den logistiska funktionen (Ramanathan, 1998, s. 281)

Den logistiska funktionen kan även illustreras grafiskt, vilket visar att den beroende variabeln endast kan anta värden mellan noll och ett, eftersom den anger hur stor sannolikheten är i procent.



Figur 4. Graf över den logistiska kurvan (Ramanathan, 1998, s.282)

Genom att sätta de identifierade målbolagen, både de fientligt förvärvade samt kontrollgruppen, som beroende i en regression kan vi kvantifiera dem som binära variabler. Detta innebär att den beroende variabeln kan ges värdet 1 eller 0, där 1 betecknar ett fientligt förvärvat företag och 0 ett icke-fientligt förvärvat företag. På så sätt kan det utläsas hur varje enskild variabel påverkar sannolikheten att ett förvärv är av fientlig karaktär, det vill säga antar värdet 1. Variablerna bildar en logistisk regressionsmodell, som visas i följande formel (Wooldridge, 2003):

$$P(Y=1|x_i) = f(\alpha + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \beta_4 x_4 + \beta_5 x_5 + \beta_6 x_6)$$

Eller vid insättning av variabler:

$$P_i(Y=1|x_i) = f(\alpha + \beta_1 * \text{likviditet} + \beta_2 * \text{skuldsättningsgrad} + \beta_3 * \text{tillväxt} + \beta_4 * \text{storlek} + \beta_5 * \text{Handelsbanksfären} + \beta_6 * \text{Wallenbergsfären})$$

där: $Y=1$ om målbolaget är fientligt förvärvat

$Y=0$ om målbolaget är icke-fientligt förvärvat

Tolkning av koefficientvärdet är komplicerat då de inte kan ses som marginaleffekten på den beroende variabeln vid en enhetsökning av en enskild variabel, x_i . Effekten av en ökning i respektive variabel kan dock visa i vilken riktning som en variabel påverkar sannolikheten att det är ett fientligt uppköp. En positiv koefficient visar på så sätt att en ökning i variabeln, allt annat konstant, bidrar till en ökning i P och ett positivt samband föreligger. Om det tvärtom är ett negativt koefficientvärde visar det på ett negativt samband, vilket innebär att en ökning i variabeln bidrar till att sannolikheten att förvärvet är fientligt minskar. (Ramanathan, 1998)

De variabler som testas har presenterats och förklarats i avsnitt 3.3. I avsnitt 3.4 presenteras hypoteser kring vilken typ av samband, negativt eller positivt, som förväntas baserat på tidigare forskning.

3.6.2 Bortfall

I datamaterialet finns det ett antal variabelbortfall. Av de 31 företag som identifierades som fientligt uppköpta, finns det bristfällig finansiell information om två. Ett av företagen, Peab Industri AB, hade ingen operativ verksamhet åren före budåret. Därför har inte tillväxten kunnat räknas ut, och denna variabel faller bort. Peab Industri faller alltså bort i regressionen men är inkluderad i översikten över antalet fientliga förvärv i förhållande till icke-fientliga förvärv och i sammanställningen av medel-, median-, max- och minvärden. För Dahl International AB, (som fick ett fientligt uppköpsbud 1999) saknas information om samtliga nyckeltal, då företaget gick i konkurs. Dahl International är därför enbart inräknad i översikten över antalet fientliga förvärv i förhållande till icke-fientliga, och inte i studien över de egenskaper och karaktäristika som fientligt förvärvade företag har i förhållande till icke-fientligt förvärvade företag.

Tabell 4. Översikt över variabelbortfall

Variabelbortfall	Fientliga uppköp	Icke-fientliga uppköp
Likvida medel	1 av 31	0 av 31
Skuldsättningsgrad	1 av 31	0 av 31
Tillväxt	2 av 31	0 av 31
Storlek	1 av 31	0 av 31
SHB	0 av 31	0 av 31
Wallenberg	0 av 31	0 av 31
Totalt	5 av 186	0 av 186

Variabelbortfallet motsvarar 2,69 % av observationerna för de fientliga förvärven, och 1,34 % av samtliga observationer. Det är liten sannolikhet att bortfallet har någon påverkan på undersökningens resultat då det är så litet. Då det finns ett begränsat antal fientliga förvärv under tidsperioden, är det inte heller möjligt att byta ut företagen med saknade variabler mot andra.

3.6.3 Hypotesprövning

Nollhypoteser och mothypoteser ställs upp för att testa om de olika nyckeltalen och egenskaperna förklarar sannolikheten att ett förvärv är fientligt.

$H_0: \beta_i=0$ Att förvärvet är fientligt är oberoende av variabeln β_i

$H_1: \beta_i \neq 0$ Att förvärvet är fientligt är beroende av variabeln β_i

Nollhypotesen, H_0 , innebär att den enskilda variabeln, allt annat konstant, inte förklarar den beroende variabeln på vald signifikansnivå. Kan H_0 inte förkastas innebär det därmed att variabeln inte påverkar sannolikheten att ett förvärv är fientligt. Mothypotesen, H_1 , innebär att koefficienten (β_i) är signifikant skiljd från noll, vilket betyder att variabeln i någon riktning påverkar sannolikheten att förvärvet är av fientlig karaktär. Då mothypotesen är konstruerad så att koefficienten är skiljd från noll innebär det ett tvåsidigt test. (ibid) Hypoteserna testas på samtliga av de valda variablerna.

3.6.4 Signifikansnivå

För att konstatera om de olika variablerna har någon inverkan på den beroende variabeln krävs det att de är signifikanta. Bedömningen görs med hjälp av normalfördelningen och de t- och z-värden som testen genererar. Dessa värden avgör om nollhypotesen kan förkastas på en vald signifikansnivå. Detta går även att avgöra genom att betrakta det P-värde som testen genererar, även kallat sannolikheten. Ett högre värde för sannolikheten än den valda signifikansnivån gör att nollhypotesen inte kan förkastas utan måste accepteras. Ett lägre värde innebär dock att nollhypotesen kan förkastas vilket betyder att mothypotesen, utformad för respektive test, gäller.

Signifikansnivån anger till vilken grad man riskerar att förkasta en sann nollhypotes. Det vill säga att på en femprocentig signifikansnivå riskerar man att i fem fall av 100 göra fel och förkasta en sann nollhypotes, medan man i 95 fall korrekt förkastar en falsk nollhypotes. (Wooldridge, 2003) Den vanligt förekommande signifikansnivå på fem procent väljs, vilket motsvarar ett P-värde på 0,05. Dock måste utformningen av mothypotesen hållas i åtanke. Då testen är tvåsidiga halveras signifikansnivån vilket innebär att P-värdet blir 0,025.

3.6.5 Förklaringsgrad

För att se om de valda variablerna i modellen kan förklara sannolikheten att förvärvet är av fientlig karaktär, genererar logit-modellen förklaringsgraden McFadden R^2 . Den visar hur bra den beroende variabeln speglar verkligheten. Desto högre värde McFadden R^2 antar desto högre prediktionsförmåga har modellen. En annan förklaringsgrad som logit-modellen genererar är sannolikhetskvoten ("likelihood ratio") som även den indikerar hur bra modellen förklarar den beroende variabeln, sannolikheten att förvärvet är av fientlig karaktär. (ibid)

3.6.6 Multikolinjäritet

I en modell med flera förklarade variabler finns det en risk att två variabler rör sig nära varandra och att det finns ett linjärt samband dem emellan. Detta fenomen kallas multikolinjäritet och gör att det är svårt att urskilja den enskilda effekten som den ena variabeln tillför modellen. Om två förklarande variabler är perfekt kolinjära innebär det att de påverkar den beroende variabeln på samma sätt. Detta betyder att den ena av variablerna inte tillför något som den andra variabeln inte redan gör. (Ramanathan, 1998) Detta kontrolleras i form av en korrelationsmatris. Variabler har en korrelationskoefficient mellan 0 och 1. Vid en korrelation på 0,8 eller högre bedöms korrelationen vara för hög och en av variablerna kommer att uteslutas ur logit-modellen.

3.7 Metodkritik

3.7.1 Validitet

Validitet förklarar undersökningens kvalitet och går att dela in i en inre och yttre del. Inre validitet innebär att undersökningen verkligen mäter det som den säger sig mäta, i detta fall skillnaden mellan fientliga och icke-fientliga förvärv. Sättet att mäta detta, genom en logistisk regressionsmodell finns dokumenterad i tidigare studier som ett lämpligt sätt för denna typ av undersökning och bör därför ha hög validitet. Det finns en risk att de variabler som valts ut för att testa egenskaper och karaktäristika hos företagen egentligen inte är bakomliggande anledningar till uppköp i Sverige. Det kan även vara så att andra variabler som inte testas i studien har en stor inverkan. Variablerna är visserligen underbyggda i tidigare studier, men då främst som bidragande till sannolikheten för förvärv, och inte för fientliga förvärv, vilket kan minska validiteten. (Lundahl & Skärvad, 2009)

Yttre validitet handlar om huruvida det som man valt att undersöka stämmer överrens med verkligheten. För att uppnå så hög yttre validitet som möjligt har data avseende vilka företag som förvärvats under tidsperioden hämtats genom att jämföra två olika listor; "Changes to the list" och "Public takeover offers" från Stockholmsbörsens hemsida. Detta för att säkerställa ett korrekt urval. Identifieringen av fientliga förvärv är gjord utifrån information från

årsredovisningar och pressmeddelanden, vilka bör ha hög validitet. För att anpassa undersökningen till svenska förhållanden undersöks också företagens ägartillhörighet till Handelsbanksfären och Wallenbergfären. Eftersom samtliga fientliga förvärv under tidsperioden är med i studien ger det en hög validitet. Det finns dock en risk att de utvalda icke-fientliga förvärven inte representerar verkligheten, vilket minskar den yttre validiteten. (ibid)

3.7.2 Reliabilitet

God reliabilitet innebär att undersökningen inte påverkas av personen som utför den och att inte heller under vilka förutsättningar den sker. (Lundahl & Skärvad, 2009)

Det som stärker undersökningens reliabilitet är att de sekundärkällor som använts är granskade innan de publicerats. All data och information från Stockholmsbörsen kompletteras med vad som står i årsredovisningar, pressmeddelanden och andra källor. Detta försäkrar att insamlandet av data inte är fel. Efterkontroll på insamling och uträkningar görs även av två av författarna.

Det finns en risk att variabelbortfallet som redogjorts för i avsnitt 3.6.2 kan påverka undersökningens reliabilitet. Dock är bortfallet endast 1,34 % av samtliga variabler, och bör därmed inte påverka tillförlitligheten.

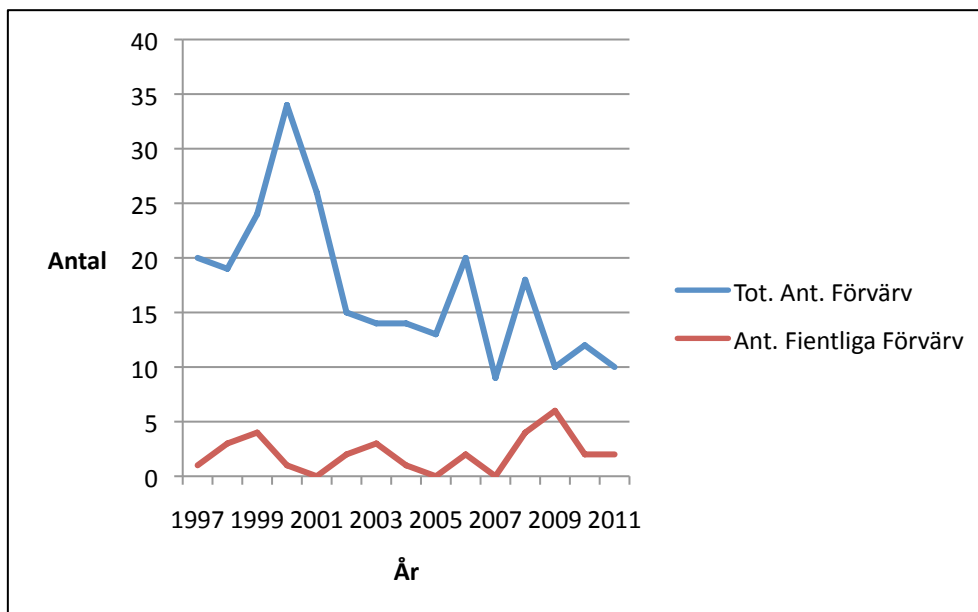
4

Resultat och analys

I detta avsnitt presenteras undersökningens resultat. Resultatet presenteras i tabellform samt förklaras i löpande text för att tydliggöra vad värdena anger och innebär. Det framgår även om respektive resultat genom är signifikant. Därefter görs en analys av de presenterade resultaten.

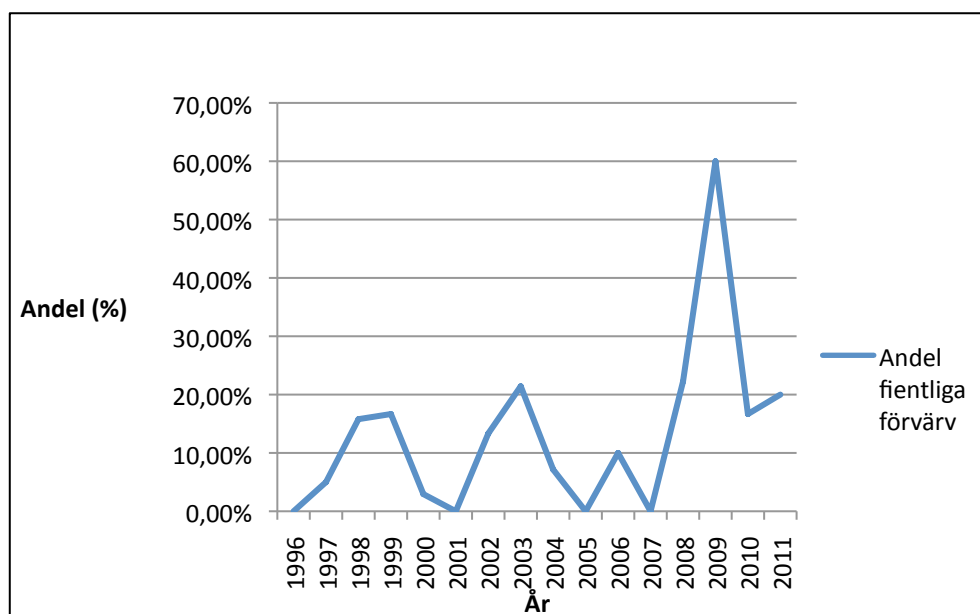
4.1 Resultat från undersökningen av förekomsten av fientliga förvärv

Figur 5 visar antal fientliga förvärven i förhållande till antal förvärv i stort. Detta för att se om det går att urskilja några trender under tidsperioden. Flest antal förvärv genomfördes år 2000. Även år 1997, 2006 och 2008 ligger antalet förvärv på en hög nivå, på omkring 20 stycken förvärv per år. Antalen fientliga förvärv följer till viss del totala antalet förvärv. År 1999, 2006 och 2008 följer de fientliga förvärven liknande uppgångstrender som de totala förvärven. De fientliga förvärven är flest år 2009, men då är istället de totala förvärven jämförelsevis få. År 2007 minskar antalet fientliga förvärv liksom de totala förvärven. År 2002 och 2003 rör sig de fientliga förvärven och de sammanlagda förvärven i motsatt riktning. I och med de varierande upp- och nedgångarna, där de fientliga förvärven och de totala förvärven och fusionerna enbart följer varandra under vissa år, går det inte att anta att någon specifik sambandstrend föreligger. Det går däremot att urskilja ut en allmänt nedgående trend, med undantag för ovan nämnda toppnoteringar, för det totala antalet förvärv. Denna trend går inte att se hos de fientliga förvärven.



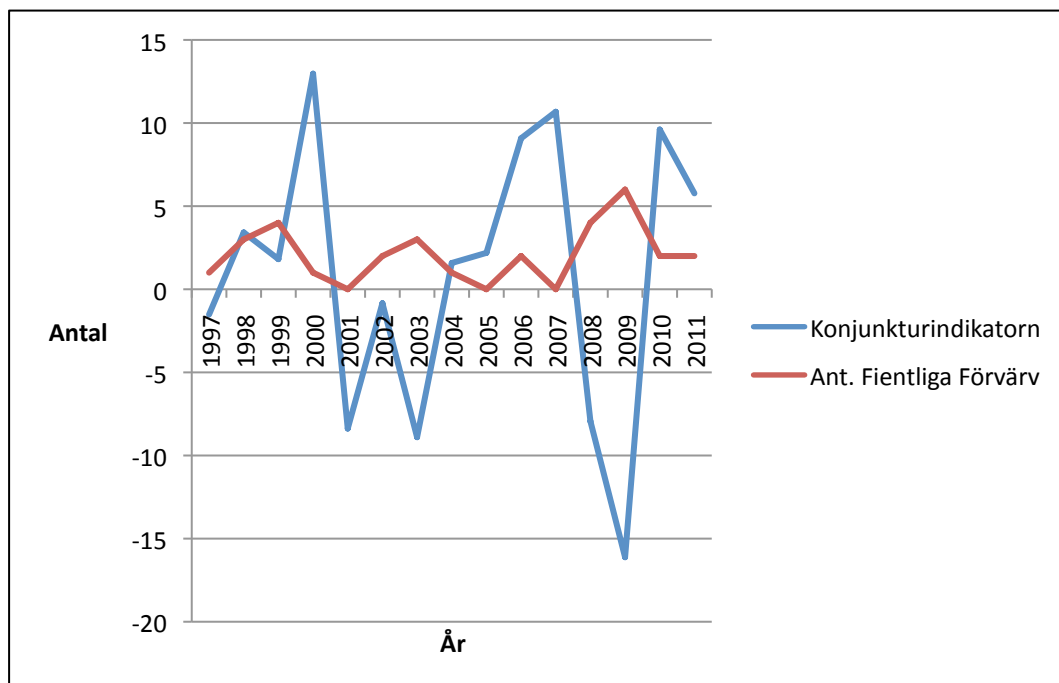
Figur 5. Förekomsten av fientliga förvärv och totala förvärv 1997 – 2011

Figur 6 illustrerar hur andelen fientliga förvärv av totala antal förvärv varierar mellan åren. År 2009 syns en toppnotering på ca 60 %, vilket är en klart högre nivå än övriga år. Detta är även tydligt i figur 5 ovan, då de totala förvärven sjönk i antal samtidigt som de fientliga förvärven ökade. Andelen ligger inte på en konstant nivå och skiljer sig mycket mellan åren, vilket kan bero på att de identifierade fientliga förvärven är få i antal. Att uppskatta utvecklingen av andelen fientliga förvärv är därför svårt.



Figur 6. Fientligt förvärv som andel av totala förvärv 1997 – 2011

Figur 7 visar hur antalen fientliga förvärv följer konjunkturen. För att underlätta en sambandsanalys korrigeras konjunkturindikatorn så att det genomsnittliga värdet på 100 sätts till 0. På så sätt är det lätt att se huruvida det ekonomiska läget förbättras eller försämras och om antalet förvärv rör sig i samma riktning. År 2000 och 2007 när konjunkturindikatorn är som högst är de fientliga förvärven låga, i princip obefintliga. Under 2009 när indikatorn var som lägst skedde det flest antal fientliga förvärv. Dessa år med topp- respektive bottennoteringar visar ett negativt samband, där en hög konjunkturnivå innebär ett lägre antal fientliga förvärv och en låg konjunkturnivå innebär ett högre antal fientliga förvärv. Detta inverterade samband är däremot inte utmärkande för hela tidsperioden. Under nio av 15 år stämmer det negativa sambandet, medan det resterande år föreligger ett positivt samband. Hur stor ökningen och minskningen i antal fientliga förvärv är i förhållande till uppgången och nedgången i konjunkturen varierar även för de olika åren. Att fientliga förvärv förhåller sig på ett specifikt sätt till konjunkturen går därmed inte att konstatera. Förekomsten av de fientliga förvärven ser snarare ut att variera slumpmässigt.



Figur 7. Antal fientliga förvärv i förhållande till en konjunkturindikator 1997 – 2011

4.2 Analys av förekomsten av fientliga förvärv

Enligt tidigare studier ska två förvärvsvågor inträffa mellan 1997 och 2011. En på 1990-talet, som benämns den femte förvärvsvågen, samt en på 2000-talet som benämns den sjätte förvärvsvågen. Huruvida fientliga förvärv följer samma mönster går inte att dra några slutsatser kring utifrån resultaten ovan. Fientliga förvärv har legat på en nivå mellan noll och sex stycken per år under tidsperioden, och det finns inga tecken på fientliga förvärvsvågor under 90- eller 2000-talet. Det enda som stämmer överens med teorierna kring förvärvsvågor är att fientliga förvärv var som lägst 2001. Enligt tidigare studier ska detta år vara slutet på den femte förvärvsvågen. (Martynova & Renneboog, 2008)

Även om fientliga förvärv inte följer samma förvärvsvågor som tidigare studier beskrivit, behöver det inte innebära att dessa studier inte är giltiga för fientliga förvärv. Det kan också vara så att teorier om förvärvsvågor inte är applicerbara på den svenska marknaden, eller att förvärvsvågor uppkommer i andra mönster på den svenska marknaden än vad som beskrivits globalt. Det går dock att tolka figur 5 som att totala förvärv följer ett liknande vågmönster som tidigare litteratur beskrivit. Det skulle alltså finnas förvärvsvågor i Sverige som följer samma mönster som tidigare forskning beskrivit globalt. Utifrån detta resonemang kan man hävda att eftersom förvärv förekommer i liknande mönster som tidigare litteratur beskriver finns det förvärvsvågor på den svenska marknaden, men fientliga förvärv följer inte dessa vågor.

Fientliga förvärv varierar stort i andel av totala förvärv. 2009 var så mycket som 60 % av totala förvärv fientliga. Dock går det inte att urskilja någon trend att fientliga förvärv skulle öka i andel av totala förvärv. Att fientliga förvärv skulle vara beroende av konjunkturläget går inte heller att fastställa. Martynova och Renneboog hävdar att förvärvsvågor uppkommer i perioder av ekonomisk upphämtning, det vill säga då konjunkturindikatoren ökar (ibid). Om fientliga förvärv följde de förvärvsvågor som tidigare studier beskrivit skulle alltså antalet fientliga förvärv öka då konjunkturindikatoren ökade. För vissa av undersökningens år stämmer detta, men inte för alla. Fientliga förvärv verkar således inte följa förvärvsvågor utifrån konjunkturen. Dock är fientliga förvärv

förekommande i en så liten utsträckning på den svenska marknaden att det inte går att dra några slutsatser kring om huruvida de uppträder i något speciellt mönster.

4.3 Resultat från undersökningen av skillnader mellan fientligt och icke-fientligt förvärvade företag

4.3.1 Resultatöversikt

I tabell 5 och 6 presenteras värden som översiktligt kan illustrera hur nyckeltalen skiljer sig åt mellan de fientligt förvärvade företagen och kontrollgruppen. Tabellerna visar ett medelvärde, medianvärde, ett max- och minvärde samt standardavvikelse. Max- och minvärdet visar gruppens högsta respektive lägsta värde bland observationerna. Dessa kan tillsammans med standardavvikelsen illustrera hur spridda observationerna för respektive nyckeltal är. Eftersom tabell 5 och 6 enbart visar beskrivande värden och inte genererar något t-värde eller värde för sannolikheten kan inga skillnader konstateras utifrån dessa tabeller.

Tabell 5. Sammanställning av variablerna för fientligt förvärvade målbolag

	Likviditet	Skuldsättningsgrad	Tillväxt	Storlek	Handelsbanksfären	Wallenberg-sfären
Medel	0,0940	0,8035	0,1902	14,5473	0,0272	0,0227
Median	0,0311	0,6178	0,1809	14,6750	0,0030	0,0030
Max	0,5677	4,6356	1,1430	20,3834	0,3230	0,1900
Min	- 0,0123	- 1,0156	- 0,2790	10,1669	0,0000	0,0000
Std. avv.	0,1465	1,1918	0,3024	2,4240	0,0626	0,0483
Ant. obs.	30	30	29	30	31	31

Tabell 6. Sammanställning av variablerna för icke-fientligt förvärvade målbolag

	Likviditet	Skuldsättningsgrad	Tillväxt	Storlek	Handelsbanksfären	Wallenberg-sfären
Medel	0,0852	0,4329	0,1543	14,6041	0,0089	0,0240
Median	0,0667	0,3448	0,0172	14,4262	0,0010	0,0000
Max	0,5103	4,3638	2,0832	17,9976	0,0660	0,2500
Min	- 0,0529	- 4,0522	- 1,0000	11,2105	0,0000	0,0000
Std. avv.	0,1106	1,5650	0,5264	1,5016	0,0163	0,0542
Ant. obs.	31	31	31	31	31	31

Tillväxten visar att de fientligt förvärvade och de icke-fientligt förvärvade företagen har ett medelvärde på 19 respektive 15 procent. Max- och minvärdet visar en större varians i tillväxt för de icke-fientligt förvärvade företagen trots de relativt lika medelvärdena. Detta blir även tydligt genom en jämförelse av medel- och medianvärde för de båda grupperna. Hos kontrollgruppen ligger medel- och medianvärdet långt från varandra till skillnad från i gruppen av fientligt förvärvade företag, där värdena ligger tätt intill varandra. Även variansen i skuldsättningsgrad är större bland de icke-fientligt förvärvade bolagen. Värdena för de båda maktsfärerna antar värden mellan noll och ett då de anger till hur stor del målbolagen ägs av dessa. Det finns inga anmärkningsvärda skillnader mellan grupperna i värdena för Wallenbergfären. Dock är ägandet av Handelsbanksfären representerat mer hos de fientligt förvärvade företagen. Gällande värdena för likviditeten och storleken uppträder inga större skillnader.

Tabell 7 visar om det föreligger signifikanta skillnader mellan grupperna. Här anges medelvärde för respektive variabel samt ett t-värde och ett värde för sannolikheten för att visa om skillnader i medelvärden, på fem procents signifikansnivå, kan konstateras mellan grupperna. För att skillnader ska kunna konstateras som signifikanta skall värdet för sannolikheten vara mindre än signifikansnivån, vilket tidigare redogjorts för i avsnitt 3.6.4. Testen är ensidiga, vilket på en fem procentig signifikansnivå innebär ett kritiskt sannolikhetsvärde på 0,05 för att konstatera om det föreligger några skillnader mellan grupperna. Medelvärden redovisar här i procent.

Tabell 7. Test av skillnader i medelvärden mellan fientliga och icke-fientliga målbolag.

	Fientliga	Icke-fientliga	t-värde	Sannolikhet
Likviditet	9.40%	8.52%	0,263882	0,7928
Skuldsättningsgrad	80.35%	43.29%	1,037930	0,3035
Tillväxt	19.02%	15.43%	0,321026	0,7493
Storlek	14,5473	14,6041	- 0,110548	0,9123
Handelsbanksfären	2.72%	0.89%	1,569402	0,1218
Wallenbergfären	2.27%	2.40%	- 0,096510	0,9234

Tabell 7 visar att medelvärdena för likviditet, tillväxt, storlek samt Wallenbergsfären inte skiljer sig mycket åt mellan grupperna och någon skillnad på fem procents signifikansnivå kan därför inte konstateras i och med det höga värdet för sannolikheten. Medelvärdet i skuldsättningsgrad och Handelsbanksfären skiljer sig däremot mer åt mellan grupperna, ca 80 % respektive 43 % för skuldsättningsgrad och 2,7 % respektive 0,9 % för Handelsbanksfären. Skillnaden mellan de fientligt förvärvade företagen och kontrollgruppen kan däremot inte konstateras på fem procents signifikansnivå. Höjs signifikansnivån till 15 % kan det konstateras att det är fler fientligt förvärvade, än icke-fientligt förvärvade företag, som tillhör Handelsbanksfären. Dock skulle detta innebära att i så många som 15 fall av 100 förkastas en sann nollhypotes, varför en så hög signifikansnivå inte är vald.

4.3.2 Logistisk regression

För att ytterligare se hur nyckeltalen skiljer sig åt mellan de fientligt förvärvade och icke-fientligt förvärvade används en logit-modell. Denna estimerar i vilken riktning varje enskilt nyckeltal, allt annat konstant, påverkar sannolikheten att förvärvet är av fientlig karaktär. Då en så prediktiv modell som möjligt eftersträvas, med hög förklaringsgrad, provas det om samtliga av de utvalda variablerna ska innefattas i modellen. Resultatet blev att samtliga variabler tas med i modellen, vilken presenteras enligt regressionen nedan. För att se om regressionen störs av multikolinjäritet upprättas en korrelationsmatris (se bilaga 3). Resultatet visar att inga av de valda nyckeltalen korrelerar med varandra till en så hög grad (0,8 eller högre), att det stör modellen. Därför inkluderas samtliga variabler i regressionen.

En tolkning av de koefficienter som testet genererar presenteras nedan. Som förklarats i avsnitt 3.6.1, innebär en positiv koefficient att sannolikheten att företaget är fientligt förvärvat ökar då nyckeltalet ökar. Detta innebär att det råder ett positivt samband. En negativ koefficient innebär således att sannolikheten minskar om värdet på nyckeltalet ökar och ett negativt samband föreligger. Den logistiska formeln som inkluderar nyckeltalen ser ut som följer, där varje β_i är

koefficienter som visar i vilken riktning sannolikheten påverkas av respektive variabel, allt annat konstant.

Tabell 8. Logistisk regression

Variabler	Koefficient (β_i)	Z-värde	Sannolikhet
Intercept	- 0,812126	- 0,352037	0,7248
Likviditet	2,666530	0,927986	0,3534
Skuldsättningsgrad	0,357667	1,453391	0,1461
Tillväxt	0,159488	0,237649	0,8122
Storlek	0,002706	0,018123	0,9855
Handelsbanksfären	17,03571	1,445106	0,1484
Wallenbergsfären	- 1,560884	- 0,261919	0,7934
Antal observationer:	60	McFadden R²:	0,071581
<i>Varav:</i>	<i>Fientliga 29</i>	LR-statistika:	5,949180
	<i>Icke-fientliga 31</i>	Slh(LR-statistika):	0,428907

4.3.3 Koefficienter och förklaringsgrad

Tabell 8 visar att inga variabler i modellen är signifikanta på fem procents signifikansnivå. Det kan ändå vara intressant att se på sambanden mellan den beroende variabeln och respektive nyckeltal. Skuldsättningsgraden samt Handelsbanksfären är de nyckeltal som ligger närmast de kritiska Z-värden som avgör om nollhypotesen kan förkastas eller ej. Koefficienterna för både skuldsättningsgraden och Handelsbanksfären visar på ett positivt samband. Vid ett lägre sannolikhetsvärde hade det kunnat konstateras att en ökning av något av dessa nyckeltal ökar sannolikheten att ett förvärv är fientligt genomfört. Detta innebär att skuldsättningsgrad och Handelsbanksfären överlag har högre värden för de fientligt förvärvade än för de icke-fientligt förvärvade företagen. Detta visas även i tabell 5, 6 och 7 ovan. Dock är det viktigt att framhålla att ett positivt samband av detta slag inte kan konstateras på fem procents signifikansnivå.

Variablerna likviditet, tillväxt, storlek samt ägarsfären Wallenberg ligger samtliga långt från de kritiska värdena och nollhypotesen kan därför inte förkastas, vilket innebär att det inte kan konstateras att det föreligger några skillnader i nyckeltalen

mellan de fientligt och de icke-fientligt förvärvade företagen. Sannolikheten att förvärvet är fientligt istället för icke-fientligt är alltså oberoende av samtliga valda nyckeltal. Detta går även att konstatera genom en granskning av modellens förklaringsgrad, McFadden R^2 -värde samt sannolikhetskvot ("likelihood ratio") och sannolikhet för denna. McFadden R^2 är ca 0,07, vilket betyder att endast sju procent av den beroende variabeln, sannolikheten för att ett förvärv är fientligt, kan förklaras av modellen. Detta är ett lågt värde som visar att modellen inte är prediktiv. Detta gäller också för sannolikhetskvoten vars sannolikhetsvärde på ca 0,43, visar att modellen inte kan beskriva sannolikheten för fientliga förvärv i förhållande till icke-fientliga förvärv.

4.4 Analys av skillnader mellan fientligt och icke fientligt förvärvade företag

Eftersom ingen tidigare studie förutom Powell granskat skillnader mellan fientligt förvärvade företag och icke-fientligt förvärvade företag är det inte helt relevant att analysera resultaten utifrån andra tidigare studier. Det som går att analysera är om de variabler som dessa studier kom fram till var signifikanta för sannolikheten för företagsförvärv i stort också har någon inverkan på sannolikheten för att förvärvet är av fientligt karaktär.

Enligt Harris et al samt Alcalde och Espitia är likviditet en variabel som inverkar på sannolikheten för förvärv, och företag med en hög likviditet är mer sannolika att bli uppköpta (Alcalde & Espitia, 2003) (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982). Powell visar att fientligt förvärvade företag har lägre likviditet än icke-fientligt förvärvade (Powell, 1997). Detta innebär att en ökning i likviditetsvärdet minskar den beroende variabeln och på så sätt skulle ett negativt samband föreligga med en negativ koefficient. I denna studies modell visar koefficienten för likviditet istället ett positivt värde, vilket innebär att en likviditetsökning bidrar till en större sannolikhet att förvärvet är fientligt. Detta går däremot inte att statistiskt fastställa på grund av ett för lågt Z-värde och en för låg förklaringsgrad

i den konstruerade modellen. Likviditet visar sig därför inte vara en signifikant variabel för om förvärvet är av fientlig eller icke-fientlig karaktär.

Harris visar att förutom likviditet spelar också skuldsättningsgraden roll för sannolikheten för företagsförvärv (Harris, Stewart, Guilkey, & Carleton, 1982). Powell kom fram till att fientligt förvärvade företag har en lägre skuldsättningsgrad än icke fientligt förvärvade företag. Även här visar regressionen tvärtemot, att fientligt förvärvade företag har en högre skuldsättningsgrad än icke-fientligt förvärvade företag. Regressionen visar en positiv koefficient, det vill säga ett positivt samband, och att sannolikheten att förvärvet är av fientlig karaktär ökar vid en ökad skuldsättningsgrad. Sannolikhetsvärdet på 0,1461 överstiger signifikansnivån på fem procent och nollhypotesen kan därför inte förkastas. Även om inte resultatet är signifikant finns det en skillnad i skuldsättningsgrad mellan fientligt förvärvade och icke-fientligt förvärvade företag. Skuldsättningsgraden, som enligt tidigare studier visat sig inverka vid sannolikheten för företagsförvärv, kan följaktligen även inverka på sannolikheten för ett fientligt förvärv.

Vilken inverkan tillväxt har på sannolikheten för förvärv har tidigare studier inte gett ett entydigt svar på. Powell inkluderar inte tillväxt i sin undersökning och inget specifikt samband förväntas därför. Regression visar ett positivt koefficientvärde vilket tyder på att fientligt förvärvade företag har en högre tillväxt åren innan förvärvet än vad de icke-fientliga har. Däremot ligger det genererade sannolikhetsvärdet långt över signifikansnivån på fem procent och sambandet kan därför inte konstateras.

Enligt Powell ökade sannolikheten att förvärvet var av fientlig karaktär med företagets storlek. De fientligt förvärvade företagen förväntas alltså vara större än de icke-fientligt förvärvade företagen. Detta indikeras av regressionen i och med det positiva koefficientvärdet. Men det positiva sambandet är långt ifrån signifikant och det går därför inte att påvisa att fientligt förvärvade företag skulle vara större till storleken än icke-fientligt förvärvade företag. Att storlek är en väsentligt inverkan på sannolikheten för förvärv visar flertalet tidigare

studier. För skillnader mellan fientligt och icke-fientligt förvärvade företag, har dock inte storlek någon signifikant inverkan.

Både Ambrose och Megginson samt Alcalde och Espitia undersöker huruvida ägarstrukturer inverkar på sannolikheten för förvärv. Företag med hög ägarkoncentration, från vilket det går att dra paralleller till sfärtillhörighet, och med styrelsemedlemmar som har stort aktieinnehav i företaget, vilket också är vanligt förekommande vid sfärägande, är mer sannolika att bli uppköpta (Alcalde & Espitia, 2003) (Ambrose & Megginson, 1992). Sfärtillhörighet visade sig dock inte vara signifikant för sannolikheten att uppköpet är fientligt. Tillhörighet till Handelsbanksfären var dock relativt nära signifikansnivån, vilket kan indikera att sfärtillhörighet är ett relevant förklaringsmått för ett förvärvs karaktär. I tabell 8 kan det avläsas att Handelsbanksfären har en positiv koefficient och Wallenbergsfären har en negativ koefficient. Detta tyder på att företag som uppköps fientligt till högre andel tillhör Handelsbanksfären än företag som köps upp icke-fientligt. Wallenbergsfären har däremot ett omvänt samband vilket betyder att företag tillhörandes Wallenbergsfären till mindre del blir fientligt uppköpta. Wallenbergsfären är således den enda av variablerna i regressionen som antar ett negativ värde och enligt modellen minskar sannolikheten att förvärvet är fientligt genomfört. Visserligen är inget av dessa samband signifikant, men variabeln Handelsbanken är likt skuldsättningsgraden, relativt nära signifikansnivån i jämförelse med de övriga nyckeltalen.

Ett större antal observationer hade förbättrat testets kvalitet och underlättat analys, men eftersom studien baseras på samtliga identifierade fientliga företagsförvärv under tidsperioden är det inte möjligt att inkludera fler observationer av denna karaktär. Det kan även finnas skillnader i mönster mellan olika årtal i studien, men en uppdelning utifrån detta hade inte bidragit med signifikanta resultat då observationerna för respektive tidsperiod hade blivit för få.

5 Slutsats

I detta avsnitt presenteras de slutsatser som går att dra av undersökningen. Studiens problemformulering och hypoteser besvaras. Förslag på vidare studier inom området ges.

5.1 Slutsatser kring förekomsten av fientliga förvärv

Fientliga företagsförvärv förekommer inte i någon stor utsträckning i Sverige. Eftersom uppgifter om hur vanligt förekommande fientliga förvärv är på andra marknader saknas, går det inte att säga om fientliga förvärv är vanligt eller ovanligt förekommande på den svenska marknaden. I och med att det finns så få fall av fientligt förvärvade företag är det svårt dra slutsatser kring huruvida de uppträder i något specifikt mönster. Den hypotes som ställts upp avseende förekomsten av fientliga förvärv; att de följer förvärvsvågor i samma mönster som företagsförvärv i allmänhet och som teoriavsnittet beskriver som den femte och sjätte förvärvsvågen, går inte att bekräfta. Inte heller går det att identifiera något annat samband. En tydligare bild hade kunnat ges om undersökningen utvidgades till tidigare år, men mer troligt är att fientliga förvärv är en så pass udda företeelse i Sverige att förekomsten av dem är godtycklig.

5.2 Slutsatser kring skillnader mellan fientliga och icke-fientliga förvärv

Undersökningens syfte är att utifrån tidigare forsknings identifierade karaktäristika för förvärvade företag utreda, om och hur dessa även inverkar på fientliga förvärv i förhållande till icke-fientliga förvärv. I avsnitt 4.4 tydliggörs att

inget av nyckeltalen har en signifikant inverkan på sannolikheten att ett förvärv är av fientlig karaktär. Därför kan det konstateras att Powells tidigare slutsatser kring fientligt förvärvade företag, inte gäller för svenska börsnoterade företag som förvärvats fientligt under åren 1997 – 2011. Det är alltså inte någon av de utformade hypoteserna kring fientligt förvärvade företag i förhållande till icke-fientligt förvärvade företag som stämmer. Inga skillnader i likviditet, skuldsättningsgrad, tillväxt, storlek eller tillhörighet till någon av de två största ägarsfärerna kan bekräftas. Studiens slutsats är således att det inte föreligger några skillnader mellan fientligt förvärvade företag och icke-fientligt förvärvade företag.

Det finns dock indikationer på att det kan finnas skillnader mellan fientligt förvärvade företag och icke-fientligt förvärvade företag för skuldsättningsgrad samt tillhörighet till Handelsbanksfären, även om dessa skillnader inte är statistiskt fastställda. Vid en ökning av dessa variabler ökar sannolikheten för att ett fientligt förvärv föreligger. Även om detta samband inte kan konstateras går det ändå att argumentera för att fientligt förvärvade företag under undersökningens tidsram generellt sett har högre skuldsättningsgrad och till större del tillhör Handelsbanksfären än kontrollgruppen av icke-fientligt förvärvade företag. Om samtliga icke-fientligt förvärvade företag under tidsperioden inkluderats i studien, istället för ett urval hade det kunna föreligga ett signifikant samband, då de urvalskriterier som tillämpades kan ha haft en stor inverkan på studiens resultat.

Då modellen inte har en prediktiv förmåga kan det innebära att det antingen inte föreligger några skillnader mellan företag förvärvade fientligt och icke-fientligt, eller att det är helt andra faktorer som skiljer de båda grupperna åt. Även om de utvalda nyckeltalen inte är signifikanta för studiens förutsättningar kan de vara betydande för andra tidsperioder med andra ekonomiska förutsättningar.

5.3 Förslag på vidare forskning

Kring förekomsten av fientliga förvärv finns det stort behov av mer forskning, då det är ett område som inte behandlats utförligt i tidigare studier. Tänkbara studier

är att fortsätta att kartlägga fientliga förvärv på olika marknader samt under olika tidsperioder.

Vidare forskning behövs också om vilka egenskaper som inverkar på att ett förvärv är av fientlig karaktär. Det är möjligt att utöka föreliggande studie med andra nyckeltal, eller att undersöka andra tidsperioder, eller marknader.

För att kunna få en bättre bild av fientliga förvärv är det intressant att även undersöka det förvärvande företags egenskaper och karaktäristika. Det är möjligt att nyckeln till varför företag förvärvas fientligt finns hos det uppköpande företaget istället för hos det uppköpta, eller hos en kombination av de båda.

Förekomsten av ägarsfärer på den svenska marknaden är ett intressant område att gå närmare in på, för att se om den i det närmsta unika ägarbilden på den svenska marknaden, har större inverkan på förvärv än denna studie visat. Exempel på områden att studera är styrelsesammansättning i målbolagen, huruvida företag inom samma ägarsfär köper upp varandra, och om ägarsfärstillhörighet har en avskräckande inverkan på potentiella uppköpare.

6

Källförteckning

6.1 Litteratur

Bartholdi, C., & Wetterberg, G. (2010). *Industrivärden 65 år*. Värnamo: Fälth och Hässler.

Boëthius, M.-P. (2009). *Sfärfäderna*. Stockholm: ETC förlag

DePamphilis, D. (2010). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Burlington: Academic Press. 5:e upplagan

Ferrara, R., Brown, M., & Hall, J. (1987). *Takeovers Attack and Survival A Strategist's Manual*. London: Butterworth Legal Publishers.

Gyllenhammar, P., Palmgren, A., & Petersson, C. (1991). *Även med känsla*. Stockholm: Bonnier Alba Bokförlag AB.

Hermansson, C.-H. (2003). *Företagens makt och makten över företagen*. Linköping: Nixon.

Hermansson, C.-H. (1989). *Ägande och makt Vad kommer efter de 15 familjerna*. Stockholm: Arbetarkultur.

Lundahl, U., & Skärvad, P.-H. (2009). *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Lund: Studentlitteratur AB.

Ramanathan, R. (1998). *Introductory econometrics with applications*. Orlando: Harcourt Brace College Publishers.

Rodhe, K. (2002). *Aktiebolagsrätt*. Stockholm: Norstedts juridik.

Sevenius, R. (2003). *Företagsförvärv*. Malmö: Studentlitteratur.

Sundqvist, I., & Fristedt, D. (2009). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2009*. Halmstad: SIS Ägarservice.

Sundqvist, I., Sundin, A., & Fristedt, D. (1996-2009). *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag*. Stockholm: Dagens Nyheter/SIS Ägarservice.

Wooldridge, J. (2003). *Introductory Econometrics A modern approach*. Mason: Thomson Learning.

Öster, A. (1992). *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv*. Stockholm: Juristförlaget JF AB.

6.2 Artiklar

Aaronovitch, S., & Levine, P. (1981). *The Financial Characteristics of Firms and Theories of Merger Activity*. *The Journal of Industrial Economics* , Vol 30, 149-172.

Aggarwal, R., & Samwick, A. (2006). *Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives*. *Journal of Corporate Finance* , Vol 12, 489 - 515 .

Alcalde, N., & Espitia, M. (2003). *The Characteristics of Takeover Targets: The Spanish Experience 1991-1997*. *Journal of Management and Governance*, Vol 7, 1-26.

Ambrose, B., & Megginson, W. (1992). *The Role of Asset Structure, Ownership Structure and Takeover Defence in Determining Acquisition Likelihood*. *The journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 27, 575-589.

Barnes, P. (1999). *Predicting UK Takeover Targets: Some Methodological Issues and An Empirical Studie*. *Rewiev of Quantitative Finance and Accounting*, Vol 12, 283-301.

Barnes, P. (2000). *The Identification of U.K. Targets Using Published Historical Cost Accounting Data Some Empirical Evidence Comparing Logit with Linear*

Discriminant Analysis and Raw Financial Ratios with Industry-Relative Ratios. Internation Review of Rinalcial Analysis, Vol 9, 147-162.

Bergström, C., Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. (2005). *The Fate of Firms: Explaining Mergers and Bankruptcies.* Journal of Empirical Legal Studies, Vol 2, 49-85.

Björklund, M. (13 02 2004). *Uppköpsvåg Väntar Efter Fientliga Bud.* Dagens Nyheter .

Bradley, M., Desai, A., & Kim, H. (1983). *The Rationale Between Interfirm Tender Offers.* Journal of Financial Economics, Vol 1, 183-206.

Edling, L. (06 02 2002). *Rekordmånga Företag Säljs Till Utlandet.* Affärsvärlden.

Gort, M. (1969). *An Economic Disturbance Theory of Mergers.* The Quarterly Journal of Economics, Vol 83, 624-642.

Grossman, S., & Hart, O. (1980). *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation.* The Bell Journal of Economics, Vol 11, 42-64.

Harris, R., Stewart, J., Guilkey, D., & Carleton, W. (1982). *Characteristics of Acquired Firms: Fixed and Random Probit Analyses.* Southern Economic Journal, Vol 49, 164-184.

Hasbrouck, J. (1985). *The Characteristics of Takeover Targets, q and Other Measures.* Journal of Banking & Finance, Vol 9, 351-362.

Jensen, M. C. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.* The American Economic Review, vol 76, 323-329.

Lundqvist, Å. (14 05 1999). *Fri Marknad Föder Fusioner.* Dagens Nyheter, s. 18.

Manne, H. (1965). *Mergers and the Market for Corporate Control.* Journal of Political Economy, Vol 73, 110-120.

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). *A Century of Corporate Takeovers: What Have We Learned and Where Do We Stand?* Journal of Banking and Finance, Vol 32, 2148-2177.

- Monroe, & Simkowitz. (1971). *Investment Characteristics in Conglomerate Targets*. Southern Journal of Business .
- Morck, R., Schleifer, A., & Vishny, R. (1989). *Alternative Mechanisms for Corporate Control*. The American Economic Review, Vol 79, 42-852.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics, Vol 13, 187-221.
- Palepu, K. (1986). *Predicting Takeover Targets A Methodological and Empirical Analysis*. Journal of Accounting and Economics, Vol 8, 3-35.
- Powell, R. G. (1997, 09). *Modelling Takeover Likelihood*. Journal of Business Finance & Accounting, Journal of Business Accounting, Vol 24, 1009-1030.
- Roll, R. (1986). *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. The Journal of Business , Vol 59, 197-216.
- Scharfstein, D., & Stein, J. (1990). *Herd Behavior and Investment*. The American Economic Review, Vol 80, 465-479.
- Schwert, W. (2000). *Hostility in Takeovers: In The Eye of The Beholder?* The journal of finance , Vol 55, 2599-2640.
- Sherman, A., & Badillo, A. (2011). *M&A Prophecy: One year later*. Journal of Corporate Accounting & Finance, Vol 22, 45-48.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1991). *Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications*. Strategic Management Journal, Vol 12, 51-59.
- Sorensen, D. (2000). *Characteristics of Merging Firms*. Journal of Economics and Business, Vol 52, 423-433.
- Stultz, R., & Johnson, H. (1985). *An Analyses of Secured Debt*. Journal of Financial Economics, Vol 14, 501-521.
- Österman, H. (19 08 1999). Frågor och Svar om Stor-affären. *Aftonbladet* .

6.3 Offentligt tryck och reglering

Aktiebolagslagen (2005:551)

Lag om införande av aktiebolagslagen (2005:552)

SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*. Stockholm: Industridepartementet.

6.4 Elektroniska källor

Agnblad J, Berglöf E, Högfeldt P, Svancar H (2003): *Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control*. The Control of Corporate Europe (red Barca F, Becht M), Oxford Scholarship Online

<http://www.ekonomifakta.se/sv/Fakta/Ekonomi/Tillvaxt/Konjunkturen---Barometerindikatorn/> (2012-01-07)

http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Changes_to_the_List/ (2011-11-28)

http://nordic.nasdaqomxtrader.com/newsstatistics/corporateactions/Stockholm/Tender_Offers/ (2011-11-28)

Nordahl, R. (2010). *Marknaden har lättat för företagsköp*. <http://www.grantthornton.se/Tjanster/Radgivning/Corporate-Finance/Foretagskop---Target/>

www.di.se (08 02 2011) *Stiftelserna äger aktier för miljarder*

www.nasdaqomxnordic.com (2011-11-28)

www.retriever.se (2011-11-30)

www.fam.se (2012-01-03)

6.5 Rapporter och övrig litteratur

Edvinsson, R. (2005). *Growth, Accumulation, Crisis: With New Macroeconomic Data for Sweden 1800-2000*. Stockholm: Acta Universitatis Stockholmiensis.

Henrekson, M., & Jakobsson, U. (2006). *Den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll vid skiljevägen*. Stockholm: Institutet för näringslivsforskning.

LO. (2001). *Ansiktslöst - ansvarslöst*. LO.

Pressmeddelande Kapp Ahl 2007-10-01

Press release from Frontline Ltd. 23.09.1999

Bilaga 1. Fientligt förvärvade företag 1997-2011

I följande tabell presenteras samtliga företag som har identifierats som fientligt förvärvade på Stockholmsbörsen från 1997 till oktober 2011. Uppgifter om förvärvens karaktär är inhämtade från pressmeddelanden samt företagens årsredovisningar. Referenslistan är allt för omfattande för att presenteras här, men kan fås på begäran.

Uppköpsår	Företag	Budår
2011	Netonnet AB	2011
	NeoNet AB	2010
2010	Rörvik Timber AB	2010
	AcadeMedia AB	2010
2009	Hemtex AB	2009
	Peab Industri AB	2008
	Nilörngruppen AB	2009
	Scania AB	2009
	Semcon AB	2006
	Technology Nexus AB	2009
2008	Ballingslöv International AB	2008
	Boss Media AB	2008
	Gant Co AB	2007
	Securitas Direct AB	2007
2006	Capio AB	2006
	Skandia AB	2005
2004	Padox Hotellfastigheter AB	2003
2003	Mogul AB	2003
	Binar AB	2003
	Ecta Resurs AB	2003
2002	Munksjö AB	2002
	JP Nordiska AB	2002
2000	Fastighets AB Balder	2000
1999	Kalmar Industries AB	1998
	BTL AB	1997
	Dahl International AB	1999
	ICB Shipping AB	1997
1998	Näckebo AB	1998
	Sifab Fastighet AB	1997
	Klövern Fastigheter AB	1997
1997	Kanthal AB	1996

Bilaga 2. Kontrollgrupp av icke-fientligt förvärvade företag 1997 - 2011

I följande tabell presenteras de företag som ingår i kontrollgruppen av icke-fientligt förvärvade företag i den statistiska undersökningen.

Uppköpsår	Målbolag	Budår
2011	Brio	2011
	Cardo AB	2010
2010	Tricorona	2010
	LBI International AB	2010
2009	Din Bostad Sverige AB	2009
	Ledstiernan AB	2009
	Fazer Konfektyr Service AB	2008
	Broström AB	2008
	Carl Lamm Holding AB	2009
2008	Lindex	2007
	Karolin Machine Tool AB	2007
	Gunnebo Industrier AB	2008
	Zodiak Television AB	2008
	Telelogic AB	2007
2006	Strålfors AB	2006
	JC	2006
2004	Graninge AB	2003
2003	Celtica AB	2003
	Svenska Orient Linien AB	2003
	Scandiaconsult AB	2003
2002	AssiDomän AB	2001
	Johnson Pump AB	2001
2000	Diligentia AB	2000
1999	JP Bank AB	1999
	Humlegården AB	1999
	Stora Koppar Bergsbergslags AB	1998
	Liljeholmens Stearinfabriks AB	1999
1998	Linjebuss AB	1998
	NK Cityfastigheter AB	1998
	Fastighets AB Storheden i Stockholm	1998
1997	VBBgruppen AB	1997

Bilaga 3. Korrelationsmatris

	Likviditet	Skuldsättnings- grad	Tillväxt	Storlek	Handelsbank- sfären	Wallenberg- sfären
Likviditet	1					
Skuldsättningsgrad	- 0,545071	1				
Tillväxt	0,030696	- 0,111948	1			
Storlek	- 0,396344	0,174544	- 0,038423	1		
Handelsbanksfären	- 0,118966	0,039363	- 0,009633	0,087081	1	
Wallenbergsfären	- 0,226428	0,026666	- 0,001052	0,269989	0,290713	1