



LUNDS
UNIVERSITET

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

VT 2014

Nyckeln till budet

En analys av bakomliggande faktorer och deras inverkan på utfallet vid offentliga uppköpsförsök på Stockholmsbörsen

Grupp: 19

Daniel Keberku
John Saidac
Gustaf Treschow

Handledare:

Anna Glenngård

Sammanfattning

Titel: Nyckeln till budet - En analys av bakomliggande faktorer och deras inverkan på utfallet vid offentliga uppköpsförsök på Stockholmsbörsen

Seminariedatum: 2014-06-04

Kurs: FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 Höskolepoäng

Författare: Daniel Keberku, John Saidac, Gustaf Treschow

Handledare: Anna Glenngård

Nyckelord: Uppköpserbjudande, Stockholmsbörsen, regressionsanalys, budpremie, fientligt bud

Syfte: Uppsatsens syfte är att undersöka vilken inverkan bakomliggande faktorer har på utfallet vid offentliga uppköpserbjudanden på Stockholmsbörsen.

Metod: Utifrån syftet har en kvantitativ metod valts. Data har främst samlats in från Cision News och Capital IQ. Korrelationsberäkning och regressionsanalyser har genomförts i IBM SPSS.

Teoretiska perspektiv: Studien bygger på princip-agentteorin och effektiva marknadshypotesen. Vidare bygger studien på teorin om förvärvsvågor samt tidigare forskning.

Empiri: Studien är en totalundersökning av offentliga uppköpserbjudanden på Stockholmsbörsen mellan åren 2007-2014, och består av 88 observationer. Utfallet vid uppköpserbjudandena är beroendevariabeln och förklaringsvariablerna är styrelsens rekommendation, budpremie, budplikt och utländsk budgivare.

Resultat: Studien påvisar ett positivt samband mellan lyckat uppköpsförsök och styrelsens rekommendation och hög budpremie. Inget signifikant samband mellan beroendevariabeln och budpliktsbud kunde påvisas, dock fanns en tendens på ett negativt samband. Inget samband kunde utläsas mellan lyckat uppköpsförsök och utländsk budgivare.

Abstract

Title: The key to the bid – An analysis of the underlying factors and their impact on the outcome of public takeover attempts on Stockholm Stock Exchange.

Seminar date: 2014-06-04

Course: FEKH89, Degree project in Finance, Undergraduate level, 15 ECTS-credits

Authors: Daniel Keberku, John Saidac, Gustaf Treschow

Advisor: Anna Glenngård

Keywords: Public tender offer, Stockholm Stock Exchange, regression analysis, bid premium, hostile bid

Purpose: The purpose of this study is to investigate the impact of underlying factors on the outcome of public tender offers on Stockholm Stock Exchange.

Methodology: The study uses a quantitative research method. Data is mainly gathered from Cision News and Capital IQ. The regression analysis and correlation calculations have been performed in IBM SPSS.

Theoretical perspectives: The theoretical framework is based on the principal-agent problem, the effective market hypothesis, merger waves and previous studies on the subject.

Empirical foundation: The study includes 88 public tender offers on Stockholm Stock Exchange between 2007-2014. The outcome of the public tender offers is the dependent variable in the analysis. The independent variables include; board recommendation, bid premium, mandatory bid and foreign bidder.

Conclusions: The regressions show that the chances of a successful tender offer increases if the bid is non-hostile and the bid premium is high. No statistical significance on the impact of mandatory bids or foreign bidder was shown, but the regression shows that mandatory bids have a tendency to increase the chance of a failed tender offer.

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Problemdiskussion.....	6
1.3 Syfte	6
1.4 Avgränsningar.....	7
1.5 Målgrupp	8
1.6 Disposition	8
2. Studiens referensram	10
2.1 Tidigare forskning.....	10
2.2 Teori	14
2.3 Förvärvsvågor	17
2.4 Lagstiftning och Rekommendationer.....	19
3. Metod och Data	21
3.1 Metodval och vetenskapligt angreppssätt.....	21
3.2 Datainsamling	22
3.3 Empiriskt material	23
3.4 Beräkning av budpremien	25
3.5 Sammanställning av datamaterial	26
3.6 Statistiskt tillvägagångssätt.....	27
3.7 Metodkritik	29
3.8 Källgranskning.....	31
4. Resultat	34
4.1 Fördelning över tid.....	34
4.2 Korrelation av förklaringsvariabler.....	35
4.3 Resultat från regressioner	36
5. Analys	38
6. Slutsats	42
6.1 Förslag på vidare forskning.....	43
7. Källförteckning	45
8. Bilagor	48

1. Inledning

I det första kapitlet redogörs för den senaste tidens utveckling av företagsförvärv i Sverige. Vidare följer problemdiskussion och därefter presenteras uppsatsens syfte. Avslutningsvis redogörs uppsatsens avgränsningar och målgrupp. Slutligen presenteras en kortfattad disposition av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Historiskt urskiljs sex tidsperioder av så kallade "vågor", då företagsförvärv och sammanslagningar varit mycket frekventa. Dessa perioder följs sedan av tidsperioder med lägre förvärvsaktivitet (Gaughan, 2011). De fyra första vågorna har det gemensamma karaktärsdraget att de främst inträffade på och berörde den amerikanska marknaden. I takt med den ökade globaliseringen spred sig förvärvsstrategi till Europa. Den femte vågens som inträffade under 90-talet karaktäriserades av internationella uppköp och sammanslagningar (Black, 2000, s. 20-26). Även om det förekommit tidigare, var det under denna tid företagsförvärv och fusioner på allvar blev ett vanligt förekommande fenomen i Sverige och Västeuropa (Gaughan, 2011)

Den 16 juli 2007 nådde Stockholmsbörsens index OMXSPI rekordnivån 427,24. Då befann sig marknaden i den sjätte och senaste förvärvsvågen som startat 2003 och kom att få ett abrupt slut i och med finanskrisen 2008. Det dröjde sex och ett halvt år innan en ny rekordnivå på Stockholmsbörsen noterades. Trots börsrekord tycks inte en sjunde förvärvsvåg kunnat utläsas. Istället har antalet genomförda uppköp minskat de senaste åren i Sverige. Samtidigt som de uppköpande bolagen tvingats betala en högre premie för att lyckas med förvärven (KPMG, 2014; Nasdaq OMX, 2014).

När ett företagsförvärv av ett börsnoterat bolag äger rum lämnas ett offentligt uppköpserbjudande till målbolagets aktieägare från det uppköpande bolaget. Det är sedan upp till varje enskild aktieägare att ta ställning till uppköpserbjudandet och välja om de ska acceptera eller neka budet. För det uppköpande bolaget är det därför av betydelse att erbjudandet är attraktivt så att en tillräckligt stor del av aktieägarna ska acceptera budet. Ett misslyckat uppköpsförsök är både kostsamt och tidskrävande.

Accepterar en tillräckligt stor andel av aktieägarna budet kan tvångsinlösen påkallas och det uppköpande bolaget får full kontroll över målbolaget. Det uppköpande bolaget måste därför noga planera hur uppköpserbudandet ska utformas för att minimera risken för att aktieägarna nekar budet.

1.2 Problemdiskussion

Långt ifrån alla uppköpsförsök av bolag lyckas. Detta fenomen gäller även på Stockholmsbörsen där knappt 60 % av alla offentliga uppköpserbjudanden har lyckats sedan 2007. Ett misslyckat uppköpsförsök har flera konsekvenser för uppköpande bolag. Konsekvenserna blir framförallt slöseri med tid och resurser då processen att identifiera ett målbolag och planera ett uppköpsförsök är både kostsamt och tidskrävande. Bolag betalar ofta stora summor till konsultfirmor för rådgivning inför uppköpsförsök (Flanagan et al., 1998, s. 21-31).

KPMG (2014) påvisar att antalet offentliga uppköpserbjudanden har minskat i Sverige de senaste åren och att det krävs ett allt högre bud för att lyckas. Vi kan således förvänta oss färre lyckade uppköpserbjudanden på Stockholmsbörsen. Vi har samtidigt konstaterat att Stockholmsbörsen idag står på en rekordnivå för första gången sedan 2007, vilket borde tyda på motsatsen. Följaktligen kan det vara intressant att undersöka vilka faktorer som påverkar utfallet vid uppköpserbjudanden. Det kan framför allt vara av intresse för bolag med avsikt att förvärva bolag på Stockholmsbörsen att se vilka bakomliggande faktorer som kan påverka riktningen på utfallet vid offentliga uppköpserbjudanden.

1.3 Syfte

Syftet med vår uppsats är att undersöka vilken inverkan bakomliggande faktorer har på utfallet vid offentliga uppköpserbjudanden på Stockholmsbörsen. Målet är att komma fram till en slutsats som ger djupare förståelse för vilka faktorer som påverkar riktningen på utfallet vid uppköpserbjudanden.

Detta leder oss fram till vår frågeställning:

Vilka bakomliggande faktorer påverkar, och i vilken riktning påverkar dessa, om offentliga uppköpserbudanden på Stockholmsbörsen lyckas?

1.4 Avgränsningar

Vid tidpunkten när de offentliga uppköpserbudandena i studien presenterades var samtliga målbolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm (vanligen benämnd Stockholmsbörsen). Målbolagen återfinns på Stockholmsbörsens Large Cap, Mid Cap samt Small Cap-listor. Avgränsningen beror på att datainsamlingen för empirin är mer lättillgänglig och enhetlig för bolag noterade på Stockholmsbörsen då Stockholmsbörsens regelverk är utformat efter lagar och förordningar som kräver en hög transparens av de noterade bolagen (Finansinspektionen, 2014).

Tidsperioden för studien har avgränsats till perioden januari 2007 till mars 2014. Vi anser att en längre tidsperiod skulle medföra bristande relevans då marknaden ständigt förändras. Uppköpserbudanden på bolagen Cision AB och Scania AB lades under februari 2014. Erbjudandena var dock inte avslutade i april 2014 då datainsamlingen till studien hade avslutats, och har därför avgränsats.

Vi har valt att begränsa förklaringsvariablerna till variabler som visat sig signifikanta i tidigare internationella studier. Flera tidigare studier har valt att använda ekonomiska nyckeltal som förklaringsvariabler. Denna studie har valt att bortse från dessa och fokusera på andra förklaringsvariabler med motiveringen att studien utgår från att marknadsvärdet och därmed aktiekursen avspeglar dessa nyckeltal. Tidigare studier har använt motstånd från målbolaget som förklaringsvariabel. Hur motståndet bedrivits är dock inte specificerat. I denna studie anses motstånd från målbolaget råda när styrelsen för ett målbolag rekommenderar aktieägarna att inte acceptera budet. Vid koppling till tidigare studier likställer vi dessa förklaringsvariabler.

Vid flera statistiska undersökningsmetoder är det viktigt att betrakta storleken av urvalet. Ett vanligt problem är att det är för många förklaringsvariabler i förhållande till urvalets storlek. Särskilt problematiskt blir det om en förklaringsvariabel förekommer mycket sällan (Pallant, 2007). Med hänsyn till ovanstående har även potentiella förklaringsvariabler som förekommit i begränsad omfattning uteslutits.

Vid ett fåtal uppköpserbjudanden skiljer erbjudet pris på A-aktier och B-aktier i målbolaget. Data har då beräknats utifrån B-aktien, med anledningen att B-aktie i samtliga fall varit högre omsatt. I studien har även ett offentligt uppköpserbjudande under perioden, Cloetta Fazer AB plockats bort från urvalet med motiveringen att det handlar om att ett bolag delas i två separata bolag och inte ett renodlat uppköp.

Då samtliga tidigare studier är amerikanska har ett fåtal förklaringsvariabler valts att inte översättas då det inte finns någon direkt svensk översättning. På så sätt undviks feltolkningar av förklaringsvariablerna. Vid intresse för dessa hänvisas läsare att se över respektive tidigare studie.

1.5 Målgrupp

Studien riktar sig främst till ekonomistudenter på kandidatnivå i finansiering med grundläggande kunskaper inom statistik. Detta innebär att förklaringsnivån på begrepp i studien ligger i linje med detta.

1.6 Disposition

Kapitel 2 - Studiens referensram

I detta kapitel presenteras först tidigare studier inom ämnet. Sedan presenteras valda teorier; principal-agentteorin och effektiva marknadshypotesen. Kapitlet avslutas med en beskrivning av förvärvsvågor.

Kapitel 3 - Metod och Data

I det tredje kapitlet presenteras först studiens metodval och datainsamlingsprocess.

Sedan presenteras det empiriska materialet och sammanställningen av materialet. Vidare redogörs för studiens statistiska tillvägagångssätt. Kapitlet avslutas med en genomgång av metodkritik och källgranskning.

Kapitel 4 - Resultat

I detta kapitel redovisas de resultat som kunnat påvisas i studien.

Kapitel 5 - Analys

I det femte kapitlet analyseras de empiriska resultaten med hänsyn till tidigare studier och valda teorier.

Kapitel 6 - Slutsats

I det sista kapitlet diskuteras de analyserade resultaten och slutsatserna för studien presenteras. Vidare besvaras frågeställningen. Avslutningsvis ges förslag på vidare forskning.

2. Studiens referensram

I det andra kapitlet redogörs för tidigare forskning och teori i syfte att sätta studien i en teoretisk och empirisk kontext. Inledningsvis avhandlas tidigare forskning och vidare presenteras studiens tillämpade teorier. Kapitlet avslutas med en genomgång av lagstiftning och rekommendationer som berör studien.

2.1 Tidigare forskning

I syfte att öka vår kunskap och skapa bästa möjliga förutsättningar för uppsatsskrivandet har tidigare studier och vetenskapliga artiklar inom ämnet studerats. Utbudet av tidigare forskning som behandlar denna studies ämnesinriktning är dock relativt begränsad, framför allt vad gäller utbudet av svenska studier. Däremot finns ett antal utländska studier som är av intresse för denna studie. Dessa presenteras och redogörs för nedan.

Walkling (1985)

I denna studie undersöker Walkling budpremiens inverkan på utfallet vid uppköpserbudanden på den amerikanska marknaden. Studien inkluderar samtliga anmälda kontantbud till SEC under perioden 1972-1977. Urvalet består av 108 observationer samt en kontrollgrupp om 50 observationer (Walkling, 1985, s. 462-477).

Undersökningen bygger främst på logistisk regression, men även linjär regression. Studien undersöker och testar sannolikheten för ett visst utfall på uppköpserbudanden med hänsyn till ett antal förklaringsvariabler. Utfallet är den beroende variabeln i analysen. Förutom budpremien inkluderar studien även ytterligare förklarande variabler. Vilka är:

- Motstånd från ledning i målbolag
- Uppköpande bolags aktieinnehav i målbolag
- Konkurrerande bud
- Solicitation fees

Walkling kom i sin undersökning fram till att budpremiens storlek har signifikant inverkan på utfallet vid uppköpserbjudanden i USA. Studien påvisar även ett positivt samband mellan lyckade uppköpsförsök och solicitation fees samt uppköpande bolags aktieinnehav i målbolaget. Däremot minskar sannolikheten för att ett uppköpserbjudande lyckas vid motstånd från ledning i målbolaget och vid konkurrerande bud (Walkling, 1985, s. 462-477).

Flanagan, D'Mello och Shaughnessy (1998)

Flanagan *et al.* (1998) har likt Walkling (1985) gjort en undersökning som visar hur en rad bakomliggande faktorer påverkar sannolikheten att ett uppköpserbjudande lyckas. Studien innehåller 991 observationer mellan åren 1985-1994. Urvalet är taget från SDC:s databas över uppköp och sammanslagningar. SDC:s databas innehåller enbart amerikanska målbolag, men även fall med utländska budgivare. Databasen är avgränsad gällande storleken på transaktionen och innehåller enbart bud där värdet av transaktionen överstiger 1 miljard dollar.

Undersökningen bygger på logistisk regression för att analysera förklaringsvariablernas inverkan på sannolikheten att ett uppköpserbjudande lyckas. Beroendevariabeln i undersökningen är om budet har lyckats eller misslyckats och de förklarande variablerna är:

- Uppköpande bolag och målbolag verkar i samma bransch
- Uppköpande bolag är utländskt
- Uppköpande bolags aktieinnehav i målbolag
- Motstånd från målbolag
- Konkurrerande bud
- Termination fees
- Two-tier tender offer

Undersökningen påvisar en ökad sannolikhet för lyckade uppköp om uppköpande bolag är i samma bransch som målbolaget, om uppköpande bolag är utländskt, om det förekommer termination fees, samt om uppköpande bolag har befintligt aktieinnehav i målbolaget. Two-tier tender offer, motstånd från målbolag, samt konkurrerande bud

minskar enligt studien sannolikheten för ett lyckat uppköp (Flanagan et al., 1998, s. 21-31).

Branch, Wang och Yang (2007)

I denna studie avser Branch *et al.* (2007) att utveckla en modell som förutspår utfallet vid uppköpserbjudanden. Författarna använder sig av logistisk regression och artificiell neuronät i sin analys. Den sistnämnda metoden är dock inte relevant för vår studie. Studien består av 1196 observationer mellan 1991-2004 vilka är tagna från SDC och Lexis-Nexis databaser. Samtliga bolag i studien är publika amerikanska bolag och listade på CRSP (Branch et al., 2007, s. 1186-1193).

Utfallet vid uppköpserbjudanden är den beroende variabeln och förklaringsvariablerna är:

- Motstånd från målbolag
- Budpremie
- Betalningsmedel
- Storlek på transaktion
- Storlek på målbolag
- Målbolagets skuldsättning
- Målbolagets book-to-market ratio
- Termination fees
- Poison pills
- Arbitrage spread

Samtliga tio förklaringsvariabler har enligt studien visat sig signifikanta, men endast fyra stycken anses dominanta. De fyra dominanta förklaringsvariablerna är arbitrage spread, motstånd från målbolag, betalningsmedel och storlek på transaktionen. Dessa fyra är således även bäst lämpade för modellen författarna utvecklar (Branch et al., 2007, s. 1186-1193).

Hoffmeister och Dyl (1981)

Hoffmeister och Dyl (1981) avser likt dem två tidigare beskrivna studierna att undersöka sannolikheten att ett uppköpsförsök lyckas. Studien utgår från uppköpande

bolags synvinkel och målet är att utveckla en modell som hjälper bolag att hitta lämpliga uppköpskandidater. Studien bygger på en multipel diskriminantanalys och består av 84 observationer mellan 1976-1977. Anledningen till storleken på urvalet är att författarna enbart inkluderar uppköpserbjudanden med komplett datamaterial för samtliga förklaringsvariabler.

Beroendevariabeln i undersökningen är utfallet vid uppköpserbjudandet.

Undersökningen testar 17 förklaringsvariabler mot beroendevariabeln. Åtta av dessa är mått på målbolagets finansiella ställning:

- Vinstmarginal
- P/E - tal
- Räntabilitet på eget kapital
- Tillväxt i intäkter
- Tillväxt i utdelning
- Direktavkastning
- Current ratio
- Pay-out ratio

Fem stycken av förklaringsvariablerna är mått för målbolagets sårbarhet:

- Andel aktier i målbolag som avses förvärvas
- Marknadsvärdet av alla utstående aktier
- Antal aktier som redan ägs av uppköpande bolag
- Budpremie två veckor innan bud
- Budpremie som procentsats av målbolagets marknadsvärde

Tre förklarande variabler avser målbolagets konkurrenskraft. Dessa är:

- Komparativ current ratio
- Komparativ vinstmarginal
- Komparativ räntabilitet på eget kapital

Den sista förklaringsvariabeln är ett mått på motstånd från målbolaget. Resultatet visar att den sista förklaringsvariabeln är den mest avgörande för riktningen på utfallet vid

uppköpserbjudanden, tätt följt av marknadsvärdet av målbolaget. Undersökningen visar även att tillväxt i intäkter, current ratio, pay-out ratio, och P/E-tal är mindre avgörande faktorer för utfallet vid ett uppköpserbjudande. Författarna kommer fram till slutsatsen att ett uppköpande bolag kan minska kostnaderna som ett misslyckat uppköpsförsök genererar vid användning av deras modell (Hoffmeister & Dyl, 1981, s. 50-58).

2.2 Teori

Motiv till uppköp

Harris *et al.* (1982) argumenterar för att det inte går att förklara sannolikheten för utfallet vid ett uppköpserbjudande helt beroende av målbolagets egenskaper. Ett uppköp inkluderar två aktörer vilket gör att även det uppköpande bolagets karaktäristik har en väsentlig inverkan på uppköpandeprocessen (Harris *et al.*, 1982, s. 164-184). Det mest signifikanta motivet för förvärv och fusioner är att skapa tillväxt. För väletablerade bolag kan det vara problematiskt att växa organiskt. Uppköp av andra bolag kan då fungera som en alternativ lösning för tillväxt (Gaughan, 2011).

Tillväxt kan exempelvis ske i form av ökad lönsamhet och skalfördelar. Som ett resultat av skalfördelar kan det uppköpande bolaget bland annat uppnå kostnadsreduktioner och besparingar från produktion i större skala (Gaughan, 2011; Berk & DeMarzo, 2013). Diversifiering av verksamhet är också ett väsentligt motiv till uppköp. Genom att öka diversifieringen kan ett bolag reducera sin risk. Väldiversifierade bolag är även mindre sannolika att försättas i konkurs vid samma skuldsättningsgrad som icke-diversifierade bolag. Detta kan möjliggöra en ökad belåning och bolaget kan även dra nytta av skattelättnader utan ökad risk. Företagsförvärv och fusioner kan också leda till ökat marknadsinflytande genom bland annat monopolvinster. Vid uppköp av en befintlig rival minskar det uppköpande bolaget konkurrensen på marknaden och kan därmed öka sina intäkter. Vidare kan motiv för uppköp vara manipulering av P/E-tal, ökad likviditet samt expertis inom nya områden (Gaughan, 2011; Berk & DeMarzo, 2013; Harris *et al.*, 1982, s. 164-184).

Principal-agentteorin

Principal-agentproblemet är ett vanligt fenomen inom bolagstyrning, inte minst för aktiebolag. Agentproblemet existerar vid alla tillfällen då agenter sätter sina egna intressen före principalernas (Chatterje et al., 2002, s. 87-96). Aktieägare är principaler och ledningen är agenter. Teorin tar utgångspunkt i problemet som uppstår när bolag blir så stora att ägande och kontroll separeras.

I takt med att ett aktiebolag växer ökar antalet enskilda ägare. Många aktieägare är så kallade passiva investerare och har varken tid eller resurser att involvera sig i bolagsstyrningen. Agenterna är vanligtvis inte lika rädda om resursanvändningen, eftersom att de inte utsätts för samma typ av risk som principalerna. Av denna anledning utser aktieägarna en styrelse som kontrollerar bolagsstyrningen åt aktieägarna. Agentteorin grundar sig dock i antagandet att alla individer är nytto-maximerande och agerar för egen vinning. Detta gäller även styrelsen som likt ledningen tar rollen som agenter i aktiebolag (Kim et al., 2009). Styrelsen har genom sin position bättre kunskap och information om bolaget än aktieägarna och kan därför utnyttja informationen för egen vinning istället för vad som är bäst för bolaget och aktieägarna.

Bild 1: Principal-agentmodellen



I uppsatsen kopplas agentteorin till företagsförvärv i stort och framförallt till fientliga bud. Aktieägarna påverkas på flera sätt vid ett ägarbyte. De blir tvungna att ta ställning till om de ska acceptera budet eller inte vid uppköpsförsök. När styrelsen lämnar en rekommendation till ett uppköpserbjudande ska det vara i linje med aktieägarnas

primära intressen. Emellanåt händer det att styrelsen inte agerar i aktieägarnas intresse och lämnar en rekommendation baserat på privata motiv. Exempelvis kan en styrelse rekommendera sina aktieägare att inte acceptera ett bud om styrelseledamöterna riskerar att förlora sina poster vid ett lyckat uppköp, trots att det ligger i aktieägarnas bästa intresse att acceptera budet. Detta leder till ett stort potentiellt problem då aktieägare tenderar att följa styrelsens rekommendation.

Effektiva marknadshypotesen

Eugene Fama presenterade sina teorier kring kapitalmarknaden i en artikel som publicerades 1970. Famas teorier grundar sig i en hypotes som menar att en marknad anses effektiv då priserna helt reflekterar all tillgänglig information på marknaden. På en effektiv marknad justeras priserna på de finansiella tillgångarna omgående när ny information bli tillgänglig (Fama, 1970, s. 384-417). Fama satte upp tre essentiella marknadsförhållanden för en effektiv marknad:

- Inga transaktionskostnader vid handel av värdepapper
- All information är utan kostnad tillgänglig för samtliga marknadsaktörer
- Samtliga aktörer är överens om att all tillgänglig information avspeglar priserna

Fama är realistisk och medger att dessa marknadsförhållanden inte är helt beskrivande för kapitalmarknader i praktiken där både transaktionskostnader och informationssvårigheter förekommer. Han nämner dock att dessa kriterier är tillräckliga för att en marknad ska anses effektiv, men inte alltid helt nödvändiga. Den effektiva marknadshypotesen handlar om hur effektivt en marknad kan ta in information och på så sätt påverka prissättningen av aktier. Fama kategoriserar graden av marknadseffektivitet som svag, halvstark och stark (Fama, 1970, s. 384-417). Dessa tre nivåer av marknadseffektivitet redogörs för nedan.

- Svag marknadseffektivitet

Vid svag marknadseffektivitet bygger aktiepriset på all historisk information. Med endast historisk information att utgå från finns inga möjligheter att förutspå framtiden. Det går heller inte att urskilja trender i prisförändringen av en aktie. All form av teknisk analys på en marknad med svag marknadseffektivitet är således lönlös (Fama, 1970, s. 384-417).

- Halvstark marknadseffektivitet

Vid halvstark marknadseffektivitet bygger aktiepriset förutom på all historisk information även på all offentlig information som finns tillgänglig på marknaden. När ny offentlig information blir tillgänglig förändras aktiepriset med hänsyn till den nya informationen. För att slå marknaden vid halvstark marknadseffektivitet krävs insiderinformation (Fama, 1970, s. 384-417).

- Stark marknadseffektivitet

Vid stark marknadseffektivitet bygger aktiepriset förutom på all historisk och offentlig information även på insiderinformation. Då alla marknadsaktörer får tillgång till samma mängd information vid samma tidpunkt finns inga möjligheter att slå marknaden vid stark marknadseffektivitet (Fama, 1970, s. 384-417).

I syfte att applicera den effektiva marknadshypotesen på studien måste den svenska marknadens effektivitet fastställas. Vid en genomgång av tidigare studier har två studier som fastställer svenska marknadens effektivitet som halvstark återfunnits; Forsgårdh och Herten (1975) och Claesson (1987).

2.3 Förvärvsvågor

Företagsförvärv har historiskt karaktäriserats av att infalla under så kallade förvärvsvågor, perioder med hög frekvens av förvärv och fusioner som följs av perioder med få förvärv. Förvärvsvågorna uppkommer tillsammans med perioder av hög ekonomisk tillväxt. Flera av de teknologiska och ekonomiska faktorerna som leder till kraftig ekonomisk tillväxt motiverar även företagsförvärv då kapitalflödet ökar (Berk & DeMarzo, 2013).

Fram tills idag har sex förvärvsvågor inträffat och varje våg har sina egna karaktäristiska drag som utmärker dem. Gemensamt för de fyra första förvärvsvågorna är att de främst berör den amerikanska marknaden. De två senaste förvärvsvågorna är globala fenomen och berörde därmed den svenska marknaden (Gaughan, 2011).

Den femte vågen (1993-2000)

Vad som framförallt skiljer den femte förvärvsvågen från tidigare förvärvsvågor är vågen för första gången karaktäriseras av internationella uppköp och sammanslagningar (Black, 2000, s. 20-26). Under den femte vågen skedde ett flertal globalt strategiska uppköp. Uppköp och sammanslagningarna skedde ofta mellan bolag inom samma bransch och tanken var att skapa skalfördelar för att på så sätt konkurrera globalt (Berk & DeMarzo, 2013). De bakomliggande orsakerna till den femte vågen var 90-talets ekonomiska uppgång i USA som påverkade världsekonomin med ökad efterfrågan och global konkurrens. Det totala värdet av alla företagsförvärv i Europa uppnådde 1999 samma värde som det för USA (Gaughan, 2011). Företagsförvärv och sammanslagningar skedde under den femte vågen i samma utsträckning som under föregående förvärvsvågor.

Forskning har visat att den femte vågen resulterade i ökat aktievärde för berörda aktieägare. Utvecklingen skedde som ett resultat av att uppköp och sammanslagningar under den femte vågen i större utsträckning karaktäriserades av långsiktighet jämfört med föregående förvärvsvåg som karaktäriserades av kortsiktiga finansiella mål. De sista åren av den femte vågen präglades av marknadsmisslyckanden som till en början troddes bero på de ökade aktiepriserna när den faktiska orsaken var den så kallade It-bubblan (Moeller et al., 2005, s. 757-782).

Den sjätte vågen (2003-2008)

Under den sjätte förvärvsvågen började uppköpsaktiviteten ta fart på nytt. Den sjätte vågen karaktäriseras främst av konsolidering av bolag inom branscher så som telekommunikation- och mjukvarubranschen. Värdet för bolagen låg i stordriftsfördelar som ett resultat av sammanslagningarna (Berk & DeMarzo, 2013). Flera faktorer låg bakom den sjätte vågen. Den mest signifikanta faktorn är förmodligen den ökade ekonomiska globaliseringen. Ett tydligt exempel på globaliseringen är de nya EU-reformerna som ökade den ekonomiska integrationen mellan de Europeiska länderna. Detta ledde till förenklade handelsmöjligheter vilket i sin tur bidrog till fler företagsförvärv och sammanslagningar. Den sjätte vågen hade störst inverkan på den Europeiska marknaden, men satte även stora avtryck globalt (Gaughan, 2011).

Något som skiljde den sjätte vågen från den femte var sänkningen av prestationsbaserade bonusar som till exempel optioner till företagsledningen. Detta resulterade i minskade incitament att genomföra kortsiktiga uppköp med snabb avkastning (Gaughan, 2011). Nytt för den sjätte vågen var även den ökade rollen av Private Equity-bolag som omvandlade stora bolag som Hertz och Chrysler från publika till privata. Likt övriga förvärvsvågor avtog även den sjätte vågen i samband med en ekonomisk kris. Denna gång var det den globala finanskris som drabbade världen 2008 som resulterade i ett abrupt slut av den sjätte och senaste förvärvsvågen (Berk & DeMarzo, 2013).

2.4 Lagstiftning och Rekommendationer

Nasdaq OMX kriterier för listning

Vid listning på Stockholmsbörsens Small Cap, Mid Cap eller Large Cap-listor finns ett antal kriterier som måste uppfyllas. De väsentliga kriterierna för denna studie presenteras nedan (Nasdaq OMX, 2014):

- Minst 25 % av de utstående aktierna ska vara tillgängliga för allmänheten
- Ett marknadsvärde på minst 1 miljon Euro
- Följa Svensk kod för bolagstyrning

Budplikt

I de fall där det uppköpande bolaget redan är storägare i målbolaget och genom fortsatta aktieköp uppnår kontroll över 30 procent av aktierna och rösterna i målbolaget uppstår lagstadgad budplikt. Budplikten tvingar det uppköpande bolaget att lägga ett bud på resterande aktier i målbolaget. Villkoren för budplikt regleras av "Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden" som trädde i kraft i Sverige 2006 som en del av EU:s Takeover-direktiv (Aktiespararna, 2014). Det uppköpande bolaget är obligerat att då budplikt uppstår tillkännagiva storleken på aktieinnehavet i målbolaget. Det primära syftet med budplikt är att aktieägarna ska ha möjlighet att sälja sina aktieinnehav då en ny aktör är på väg att ta över målbolaget (Finansinspektionen, 2014).

Styrelsens rekommendation

Det spridda ägandet i aktiebolag gör att enskilda aktieägare ofta agerar som passiva investerare. Majoriteten av aktieägarna har således ofta liten eller ingen inblick i aktiebolaget. Som ett resultat av detta innehar i vissa fall det uppköpande bolaget mer information än aktieägarna om målbolaget vid ett offentligt uppköpserbjudande. Det kan uppstå svårigheter för aktieägarna att väga alternativen vid ett uppköpserbjudande. Att förutspå skillnaden i utvecklingen av aktievärdet om erbjudandet går igenom eller inte är svårt för varje enskild aktieägare. Styrelsen i målbolaget är därför skyldiga att lämna en rekommendation avseende budet till aktieägarna. Styrelsen innehar till skillnad från aktieägarna insiderinformation och kan väga alternativen. Styrelsens rekommendation fungerar som ett beslutsunderlag för aktieägarna och rekommendationen ska offentliggöras senast två veckor innan acceptfristens utgång. Aktieägarna får på så sätt möjlighet att ta styrelsens rekommendation i beaktande vid beslut om uppköpserbjudandet. Rekommendationsplikt bygger likt budplikt på ett EG-direktiv (Lag 24, 2014).

Tvångsinlösen

Offentliga uppköpserbjudanden är i många fall villkorade att 90 % av målbolagets aktier ska vara förvärvade innan acceptfristen för budet löper ut. Om 90 % eller mer av aktierna förvärvats när acceptfristen är slut påkallas tvångsinlösen av resterande aktier i målbolaget. Därmed uppnås fullt ägande och kontroll över målbolaget. Syftet med lagen är att underlätta strukturrationaliseringar i näringslivet (Nationalencyklopedin, 2014).

3. Metod och Data

I det tredje kapitlet argumenteras för de metodval som gjorts och hur data sammanställts och presenterats. Inledningsvis beskrivs det vetenskapliga angreppssättet och hur datainsamlingen utförts. Efter följer en presentation av det empiriska material och insamlad data som ligger till grund för studien. Vidare beskrivs det statistiska tillvägagångssättet och avslutningsvis förs en diskussion kring validitet, reliabilitet och källgranskning.

3.1 Metodval och vetenskapligt angreppssätt

Vid tillämpning av deduktiv metod härleds hypoteser med utgångspunkt i befintlig teori. Dessa hypoteser testas sedan med insamlad empirisk data (Bryman & Bell, 2011). Denna uppsats följer detta förhållande mellan teori och praktik och följer således en deduktiv metod. En deduktiv studie bygger på förväntningar om hur verkligheten ser ut. Den insamlade empirin studeras för att utläsa om dessa förväntningar speglar verkligheten (Jacobsen, 2002).

Studien är därmed av deduktiv karaktär, vilket även medför att den bygger på en kvantitativ forskningsmetod. Kvantitativa studier går i linje med en deduktiv ansats gällande förhållandet mellan teori och praktik. Den kvantitativa metoden bygger även på ett objektivistiskt synsätt på verkligheten (Bryman & Bell, 2011). Problemformuleringen ska avgöra valet mellan kvantitativ och kvalitativ forskningsmetod (Jacobsen, 2002). Jämfört med en kvalitativ forskningsmetod ger den kvantitativa metoden större bredd i studien (Lundahl & Skärvad, 1999). På så sätt är det möjligt att dra mer generella slutsatser. En kvantitativ metod ger följaktligen bättre förutsättningar att besvara den ställda problemformuleringen i denna studie, som riktar sig till bolag i stort snarare än en specifik grupp av bolag.

3.2 Datainsamling

Vid datainsamling till studien har sekundärdata använts, vilket innebär datamaterial av offentlig karaktär samlats in av en utomstående part. Fördelar med sekundärdata för genomförandet av studien är att det är både kostnads- och tidseffektivt. En nackdel är dock att författaren till källan kan ha sållat bort relevant information (Jacobsen, 2002). För att enklare överblicka insamlad sekundärdata har en databas över offentliga uppköpserbjudanden under den aktuella perioden skapats.

Information om uppköpserbjudanden har erhållits från Nasdaq OMX lista över offentliga uppköpserbjudande på Stockholmsbörsen. Informationen har sedan kontrollerats och kompletterats med datamaterial från pressmeddelanden som finns publicerade på Cision News. När pressmeddelanden saknats på Cision News, har datamaterial samlats in från målbolaget och det uppköpande bolagets webbplats. I och med valet av metod måste risken för undertäckningsfel beaktas, det vill säga risken att uppköpserbjudanden av misstag har förbisetts i studien (Körner & Wahlgren, 2006).

Trots att Nasdaq OMX lista över offentliga uppköpserbjudanden är en mycket tillförlitlig källa finns det en brist. När ett uppköpande bolag lagt flera bud på ett målbolag listas i flera fall endast det sista budet. Tidigare bud har dock funnits angivna i form av pressmeddelanden i Cision News databas, samt på målbolagen och deras motparters webbplatser. För att i möjligaste mån undvika undertäckningsfel vid sammanställningen av bud, har även artiklar från etablerade svenska finansskrifter om varje uppköpserbjudande granskats. Artiklarna bekräftade endast befintligt datamaterial då inga nya bud uppmärksammandes.

För att möjliggöra beräkning av budpremien har databaserna Capital IQ och Datastream använts för att finna de historiska aktiekurserna. Efter genomförandet av datainsamlingen har materialet bearbetats och sammanställts till en databas i Excel som återfinns i slutet av studien i form av en bilaga.

3.3 Empiriskt material

Beroendevariabel

Syftet med uppsatsen är att undersöka vilken inverkan bakomliggande faktorer har på utfallet vid offentliga uppköpserbudanden på Stockholmsbörsen. Med utfallet vid offentliga uppköpserbudanden avses om ett uppköpserbudande har lyckats eller inte. Beroendevariabel blir följaktligen lyckat uppköp.

I studien definieras ett lyckat uppköp av att handeln med aktien på offentliga handelsplatser har upphört. I ett fåtal fall har målbolag efter ett offentligt uppköpserbudande gjort listbyte från Stockholmsbörsen till First North eftersom de inte längre uppnår Stockholmsbörsens krav på ägarspridning. Då det uppköpande bolaget trots listbyte inte uppnått full kontroll av målbolaget definieras inte ett sådant uppköpsförsök som lyckat i studien. Om ett uppköpande bolag däremot tillsammans med en eller flera storägare uppnår en tillräcklig ägandenivå för att avnotera bolaget definieras det som ett lyckat uppköp. Ett exempel från databasen är målbolaget AcadeMedia AB till vilket två bolag lämnade offentliga uppköpserbudanden och gemensamt förvärvade och avnoterade bolaget. I studien har båda uppköpserbudandena definierats som lyckade i och med att bolaget har avnoterats som en konsekvens av buden.

Förklaringsvariabler

Fientliga uppköpsförsök har inför studiens granskade period blivit allt vanligare i Sverige. Jan Olsson, dåvarande chef för Deutsche Banks nordiska verksamhet, beskriver fenomenet i en paneldebatt arrangerad av Mergermarket: "Det börjar bli alltmer accepterat att uppköparna går förbi styrelsen och går direkt till aktieägarna med sina bud. För tio år sedan var det inte så... Tidigare var det ett stort misstag om ett bud misslyckades. Nu går man bara vidare till nästa objekt" (Dagens Industri, 2007). Det finns säkerligen många förklaringar till detta fenomen. En förklaring som framförts av Gaughan (2011) är den ökade förekomsten av Private Equity-bolag som helt inriktar sig på att förvärva bolag. Ett exempel på ett sådant fall är EQT:s förvärv av Securitas 2008.

Definitionen av ett fientligt bud varierar men en vanligt förekommande klassificering av ett fientligt bud är att styrelsen i målbolaget lämnar rekommendationen till aktieägarna att inte acceptera det offentliga uppköpserbjudandet (Blank et al., 1999). Vi förväntar oss att styrelsens rekommendation har stor inverkan på utfallet vid offentliga uppköpserbjudanden, och avser därför att ta hänsyn till den som en bakomliggande faktor.

Vid ett uppköpserbjudande är budpremien en väsentlig faktor. Budpremien avspeglar vad det förvärvande bolag värderar målbolaget till. När aktieägarna tar ställning till budet tas beslut om de ska acceptera eller neka budet med hänsyn till budpremiens storlek. Eftersom att aktieägarna är nyttomaximerande kommer de endast acceptera bud som anses skäliga.

Ett för lågt bud är det samma som en för låg budpremie. För låga budpremier kan tänkas ligga bakom många rekommendationer från styrelser att inte acceptera bud på Stockholmsbörsen. Budpremiens storlek förväntas påverka riktningen av utfallet vid uppköpserbjudanden och kommer därför att inkluderas som en bakomliggande faktor.

Utländska investeringar sker i allt större utsträckning på Stockholmsbörsen. Den ekonomiska globaliseringen har skapat nya möjligheter för utländska investeringar, inte minst på den svenska marknaden (Wallenbergstiftelserna, 2014). Sverige klättrade enligt World Investment Report från plats 38 till plats 20 i rankingen över världens största mottagarländer av utländska investeringar (Svenska Dagbladet, 2013). Vi kommer därför att ta hänsyn till om det uppköpande bolaget är svenskt eller utländskt som en potentiell bakomliggande faktor av utfallet vid uppköpserbjudanden. Flanagan *et al.* (1998) kom i sin studie fram till resultatet att sannolikheten för ett lyckat bud ökade i de fall då förvärvande bolag var utländskt. Studien berör dock den amerikanska marknaden och det kan därmed vara av intresse att undersöka förhållandet på den svenska marknaden.

Många uppköpserbjudanden på Stockholmsbörsen är så kallade budpliktsbud. Budplikten är som nämnt lagstadgad och budpliktsbud sker därför ibland med andra premisser än vanliga uppköpserbjudanden eftersom att det inte alltid är förvärvande

bolags intention att köpa upp målbolaget. Detta borde sannolikt resultera i att utfallet vid budpliktsbud skiljer sig från det vid övriga bud. Vi kommer därför använda oss av budplikt som en potentiell bakomliggande faktor.

Sammanfattningsvis bygger studien på följande fyra bakomliggande faktorer:

- Fientligt bud
- Budpremie
- Utländskt
- Budplikt

3.4 Beräkning av budpremien

Vid offentliga uppköpserbudanden presenteras vanligtvis en budpremie. Hur budpremien ska beräknas råder dock ingen konsensus om. En vanligt förekommande metod för att räkna ut budpremien är att beräkna kontantvärdet av budet mot aktiekursen en vecka eller dagen innan budet offentliggjordes. En annan populär metod är att beräkna ett vägt genomsnitt av kursen de senaste 30 eller 90 dagarna mot kontantvärdet av budet. Vilken metod som används påverkar hur stor budpremien blir eftersom att aktiekurser tenderar att fluktuera. I studien används börskursen fem börsdagar innan offentliggörandet av budet vid beräkning av budpremien. Syftet med beräkningsmetoden är att undvika spekulation dagarna innan budet som kan påverka aktiekursen. Samtidigt beräknas budpremien med den valda metoden mycket nära marknadsvärdering på dagen för offentliggörandet av budet.

Budpremien beräknas i studien enligt formeln:

$$\text{Budpremie} = \frac{\text{Bud per aktie}}{\text{Börskurs fem dagar innan}} - 1$$

Bland de granskade uppköpserbudandena har det vanligaste betalningsmedlet varit kontant betalning per aktie. Det förekommer dock också uppköpserbudanden med betalning i aktier eller en kombination av aktier och kontanter i begränsad utsträckning.

I sådana fall har kontantvärdet av de erbjudna aktierna vid försäljning räknats ut för att möjliggöra beräkningen av budpremien. Försäljningsvärdet av de erbjudna aktierna har beräknats baserat på försäljningsvärdet fem börsdagar innan uppköpserbudandet offentliggjordes. Motiveringen till värderingsmetoden är att det är konsekvent gentemot tidigare beräkningar av budpremien och har samma fördel, att undvika spekulering som påverkar börskursen. Hänsyn har inte tagits till courtageavgift vid beräkningen eftersom courtageavgiften varierar beroende på valet av fondkommissionär. I de erbjudanden där aktieägaren kunnat välja betalningsmedel mellan kontanter och aktier beräknades budpremien i förhållande till kontantalternativet.

I studien förekommer det att flera bolag lämnat offentliga uppköpserbudanden till samma målbolag. Den vardagliga benämningen på detta fenomen är budstrid. När det förekommit budstrid kring ett målbolag i studien har budpremien för samtliga bud under budstriden beräknats som kontantvärdet av budet mot aktiekursen fem dagar före det första budet. Även när budstrid inte förekommer och ett bolag väljer att höja sitt bud på ett målbolag beräknas det höjda budets budpremie mot aktiekursen fem dagar före det första budet.

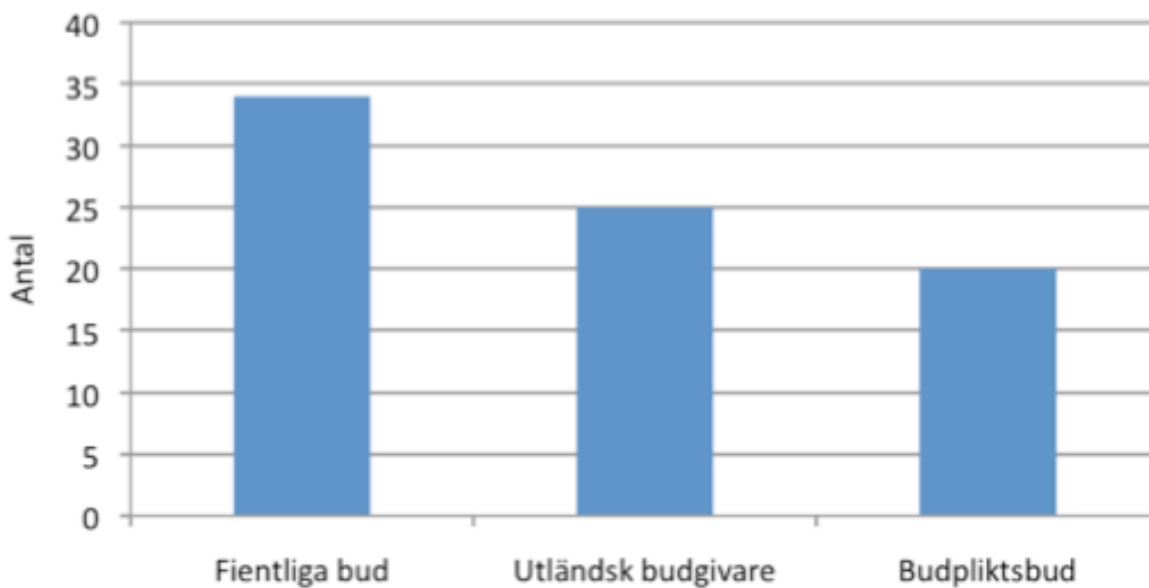
3.5 Sammanställning av datamaterial

Vid sammanställningen av de offentliga uppköpserbudandena på Stockholmsbörsen konstaterades att totalt 88 bud hade lagts under perioden januari 2007 till mars 2014. Totalt återfanns 67 unika målbolag och 73 budgivande bolag. Av de offentliga uppköpserbudandena under den granskade perioden har 52 stycken lyckats vilket motsvarar 59 %. Den genomsnittliga budpremien låg på 27,52 % och medianbudets budpremie var 27,05 %. I syfte att överblicka och analysera observationernas fördelning över tid presenteras i nästa kapitel ett diagram över frekvensen av offentliga uppköpserbudanden och deras utfall under den granskade perioden.

Informationen om samtliga förklaringsvariabler är komplett så när på fyra fall där information om styrelsens rekommendation till uppköpserbudandet saknas. I tre fall

har målbolagen, Boss Media (2008), Ticket Travel Group (2010) och Höganäs (2013) inte lämnat någon rekommendation innan budet höjts. I fallet Ledstjärnan (2009) ansåg fyra av bolagets fem styrelseledamöter själva att de var jäviga och styrelsen valde därför att avstå från att ge aktieägarna någon rekommendation. För att enklare överblicka hur vanligt förekommande förklaringsvariablerna fientligt bud, utländsk budgivare och budplikt är har en tabell tagits fram nedan.

Diagram 1: Frekvens av förklaringsvariabler



3.6 Statistiskt tillvägagångssätt

Statistikprogrammet IBM SPSS har använts vid samtliga statistiska beräkningar.

Då samtliga förklaringsvariabler utom budpremie kategoriserats som "Ja" eller "Nej" har dessa kvantifierats till binära variabler så kallade 0-1-variabler. Exempelvis uttrycks beroendevariabeln lyckat uppköp som ett och misslyckat som noll. Logistisk regression är en regressionsform som är anpassad för att förutse och förklara binärt kategoriserade variabler (Hair et al., 2008).

Budpremievariabeln har efter beräkningarna varit uttryckt procentuellt i databasen och därför omvandlats till binära värden för att kunna genomföra en binär logistisk

regression. Vi beslutade att klassificera offentliga uppköpserbudanden med en budpremie över medianvärdet 27,05 % som hög budpremie med det binära värdet ett. Övriga värden för budpremien klassificeras med det binära värdet noll. Samtliga förklaringsvariabler uttrycks därmed binärt. Logistisk regression kommer därför att genomföras.

För att skapa bästa möjliga förutsättning för tolkning av regressionsanalysen omformulerades samtliga förklaringsvariabler förutom budpremie för att anpassa till beroendevariabeln. Beroendevariabeln lyckat uppköp uttrycks som nämnt ett och misslyckat uppköp som noll. Fientligt benämns icke-fientligt, budplikt benämns ej budplikt och utländsk budgivare benämns inhemsk budgivare. Därmed analyseras i samtliga fall sambandet ett/ett istället för ett/noll. Till exempel så testas sambandet mellan lyckat uppköp (ett) och icke-fientligt (ett) istället för lyckat uppköp (ett) fientligt (ett). Omformuleringen av förklaringsvariablerna passar bättre in på våra förväntningar då vi enligt ovanstående exempel förväntar oss att finna ett samband mellan lyckat uppköp och icke-fientligt. Omformuleringen av förklaringsvariablerna görs endast vid genomförandet av statistiska tester. Vid diskussion av förklaringsvariablerna i resultatet benämns de med sina ursprungliga benämningar. Fientligt bud kommer alltså benämnas som icke-fientligt i SPSS och tabeller, men som fientligt i text.

För att besvara studiens syften har en hypotes per förklaringsvariabel formulerats och prövats. De har formulerats som följande:

H_0 = att uppköpserbudandet lyckas är oberoende av variabel X

H_1 = att uppköpserbudandet lyckas är beroende av variabel X

Korrelation

Vid genomförandet av en regression bör alltid korrelationen mellan förklaringsvariablerna testas. Idealt sett är förklaringsvariablerna starkt korrelerade till beroendevariabeln men inte till varandra. Om korrelationen är hög mellan en eller flera förklaringsvariabler som ska användas i modellen bör man överväga att ta bort en förklaringsvariabel med hög korrelation alternativt ändra modellen (Pallant, 2007).

Logistisk regression

En logistisk regression beskriver oddset för att en händelse inträffar eller inte inträffar (Körner & Wahlgren, 2006). Som tidigare nämnt kommer statistikprogrammet SPSS användas för att genomföra regressionerna. Den använda funktionen benämns i SPSS som "binary logistic regression". Vid genomförandet av en logistisk regression testas vanligtvis förklaringsvariablerna tillsammans i en modell mot beroendevariabeln. Är korrelationen mellan förklaringsvariablerna hög som beskrivet i stycket ovan bör modellen ändras. Ett alternativ är att genomföra en separat logistisk regression för var och en av förklaringsvariablerna mot beroendevariabeln.

Signifikansnivån

Signifikansnivån i studien är 5 %, vilket när hypotesprövning genomförs innebär att nollhypotesen förkastas om p-värdet är mindre än 5 % (Körner & Wahlgren, 2006). När nollhypotesen förkastas i studien innebär det att det finns ett statistiskt säkerställt samband mellan om det offentliga uppköpserbudandet lyckats och förklaringsvariabeln. Hypotesprövning kan resultera i två typer av fel, typ-I-fel och typ-II-fel. Vid studiens signifikansnivå innebär ett typ-I-fel att i 5 % av fallen förkastas en korrekt nollhypotes. Omvänt innebär ett typ-II-fel att en falsk nollhypotes inte förkastas vid 5 % av fallen. Valet av signifikansnivå i studien motiveras med att det vanligtvis anses ha en tillräckligt hög tillförlitlighet vid test av statistiska samband (Körner & Wahlgren, 2006).

3.7 Metodkritik

Reliabilitet

Lundahl och Skärvad (1999) definierar reliabilitet enligt följande: "Med reliabilitet avses frånvaron av slumpmässiga mätfel. En undersökning med god reliabilitet kännetecknas av att själva mätningen inte påverkas av vem som utför mätningen eller de omständigheter under vilka den sker" (Lundahl & Skärvad 1999, s. 152). Reliabilitet står för tillförlitligheten i en studie. En förutsättning för en studie med god reliabilitet är att resultatet blir det samma om undersökningen skulle göras om på nytt (Bryman & Bell, 2013). För att uppnå god reliabilitet i denna studie har datainsamlingsprocessen skett

enhetligt. Tillförlitliga databaser så som Capital IQ och Datastream har använts vid datainsamlingen.

Det är svårt att med 100 procent säkerhet undvika mätfel. Risken för mätfel i studien bör dock med hänsyn till vårt tillvägagångsätt vara låg. Om studien skulle genomföras på nytt med samma metodval och mätinstrument är vi övertygade om att resultatet skulle bli nästintill detsamma.

Validitet

Lundahl och Skärvad (1999) definierar validitet som frånvaron av systematiska mätfel. God validitet uppnås vid mätning av det som för studien är relevant. Författarna skiljer mellan två typer av validitet; inre och yttre validitet. Inre validitet handlar om att mäta vad man avser att mäta. Risken finns annars för att man i resultatet exempelvis enbart får ut en del av den relevanta verkligheten eller får ut ytterligare information utanför den relevanta verkligheten. Man kan alltså mäta för mycket, för lite eller mäta fel saker (Lundahl & Skärvad, 1999).

Förutom budpremien är resterande bakomliggande faktorer i vår analys konkreta och det finns således ingen risk för mätfel. Risk för mätfel kan dock uppstå vid mätning av budpremien. För att inte påverka den inre validiteten i vårt resultat valde vi därför att räkna ut budpremien som relationen mellan budet och aktiekursen fem börsdagar innan offentliggörandet av budet. Detta för att undvika spekulationer som skulle kunna påverka aktiekursen kort innan offentliggörandet av ett bud. Vid ett sådant scenario skulle vi enligt definitionen för inre validitet mäta fel saker och räknat ut en missvisande budpremie.

Yttre validitet handlar om överensstämmelsen mellan resultatet vid en mätning och de faktiska förhållandena (Lundahl & Skärvad, 1999). Vid god yttre validitet ska det vara möjligt att generalisera uppmätta resultat utöver studiens kontext, alltså i ett större sammanhang (Bryman & Bell, 2011). Målet med denna studie är att kunna dra generella slutsatser angående vilka bakomliggande faktorer och i vilken mån dessa påverkar riktningen på utfallet vid offentliga uppköpsförsök. Då vi har gjort en totalundersökning med kvantitativ metod bör studien uppnå hög yttre validitet och resultatet bör kunna

tillämpas på bolag utanför urvalet. Studien är dock som nämnt avgränsad och berör enbart målbolag som är noterade på Stockholmsbörsen. Detta leder till att det inte är möjligt att generalisera resultaten till bolag som inte är noterade på Stockholmsbörsen.

3.8 Källgranskning

Vid bedömning av tillförlitligheten hos de källor som används genom denna studie kommer en källgranskningsmodell utvecklad av Holme och Solvang (1997) tillämpas. Författarna delar upp granskningen i fyra olika faser; observation, ursprung, tolkning, och användbarhet (Holme & Solvang, 1997). Dessa fyra faser och deras tillämpning på uppsatsen beskrivs nedan.

Observation av källa

Den initiala fasen observation handlar om att hitta källor som är tillämpliga med problemformuleringen och frågeställningen. Valet av källor skiljer sig följaktligen beroende på studiens riktning. I denna fas är det av stor vikt att tidigt skapa en totalbild över alla tillgängliga och relevanta källor för studien (Holme & Solvang, 1997). Detta är dock inte realistiskt. Problemformuleringen bygger bland annat på en granskad studie av en erkänd forskare inom ämnet samt på resultaten av en studie skriven av revision- och konsultbolaget KPMG. Given data är tagen från Nasdaq OMX. Vi anser att dessa referenser valts ut med stor noggrannhet och bidrar således till tillförlitligheten i studien.

Bestämning av ursprung

”Problemet med att bestämma vem eller vad som är upphovet till en källa är kopplade till hur vi bestämmer vilket samband som finns mellan källan och den verklighet den beskriver” (Holme & Solvang, 1997, s. 131). Att beskriva en källas ursprung enligt denna definition är viktigt vid bedömning av en källas tillförlitlighet. En essentiell del vid granskning av en källas ursprung enligt Holme och Solvang (1997) är även att se över när källan är daterad. För att granska tillförlitligheten och på så sätt minska osäkerheten gällande ursprunget hos studiens sekundära källor har flera källor med förenlig

information som använda källor undersökts. Då använda vetenskapliga artiklar, avhandlingar och litteratur publicerats och granskats av erkända tidskrifter, universitet och förlag innan publicering, kan tillförlitligheten styrkas ytterligare i studien.

Tolkning av källa

Vid tolkning av en källa är det av stor vikt att separera hur källan direkt uppfattas och vad författaren egentligen avser att förmedla med källan. Vid granskning av författarens budskap gäller det att ta hänsyn till den sociala kontext och vilket tidssammanhang källan grundar sig i. För att uppnå en korrekt tolkning gäller det därmed att bearbeta en källa med historisk och social objektivitet (Holme & Solvang, 1997). För att motverka feltolkning i denna studie har vi som nämnt, i största möjliga mån, tagit hänsyn till flera källor med förenlig information.

Många av de tidigare studierna som använts i uppsatsen är publicerade innan millennieskiftet. Två utav dessa är publicerade så tidigt som på åttiotalet. Detta kräver extra beaktning till tidssammanhanget vid tolkningen av dessa studier. Då studierna är av kvantitativ karaktär och granskade innan publicering utgår vi från att resultatet är objektivt och vi bedömer risken för feltolkning som relativt liten. I övrigt kan vi med säkerhet säga att tolkningen av samtliga källor i studien, primära som sekundära ligger i linje med det ursprungliga budskapet hos dessa.

Bestämning av användbarhet

Syftet med den fjärde och sista fasen vid källgranskning är att granska hur användbara valda källor är för studien. Den fjärde fasen handlar likt övriga tre faser till stor del om att avgöra tillförlitligheten hos använda källor (Holme och Solvang, 1997). Författarna delar in bestämningen av användbarheten i en yttre och inre analys av källan. Den yttre analysen beskrivs enligt följande "Den yttre analysen gör vi genom att jämföra informationen från denna källa med andra källor – vi ska då ha källor som är så oberoende av varandra som möjligt" (Holme och Solvang, 1997, s. 135). Som tidigare nämnt i ovanstående stycken har detta genomgående gjorts i uppsatsen. Den inre analysen handlar om att kritiskt granska källorna på djupet. Vår studie bygger inte på några subjektiva åsikter presenterade i använda källor. Enbart objektiv information har

tagits ut och använts i studien. Yttre och inre analys av samtliga källor anses därför ha uppnåtts.

Sammanfattningsvis har vi i största möjliga mån tagit hänsyn till de fyra faserna; observation, ursprung, tolkning, och användbarhet vid granskning av använda källor. Detta stärker uppsatsens trovärdighet ytterligare.

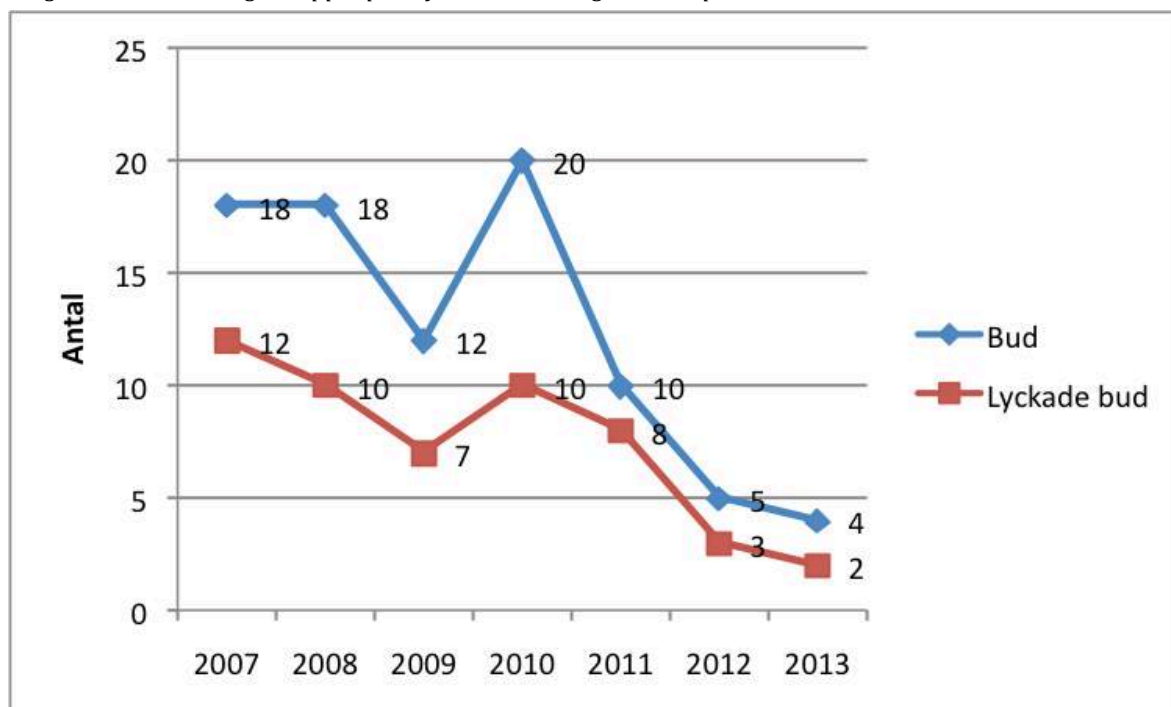
4. Resultat

I det fjärde kapitlet redovisas de resultat som kunnat påvisas i studien med hjälp av grafer och tabeller. Författarna vill återigen uppmärksamma läsaren på att förklaringsvariablerna har omformulerats i tabellerna för att enklare kunna tolka resultatet vilket beskrivs utförligt i avsnitt 3.6.

4.1 Fördelning över tid

I syfte att undersöka hur de offentliga uppköpserbjudandena fördelas och deras utfall under den granskade perioden presenteras ett diagram nedan.

Diagram 2: Fördelning av uppköpserbjudanden över granskad period



Utifrån diagrammet går att utläsa att frekvensen av offentliga uppköpserbjudanden var som högst under första hälften av den granskade perioden. Framförallt har åren 2007, 2008 och 2010 en hög frekvens av uppköpserbjudanden. Efter 2010 minskar antalet bud och når en bottennotering 2013 med endast fyra uppköpserbjudanden. Hur stor andel av buden som lyckas följer inga tydliga mönster. Noterbart är att 2010 då flest

antal bud lades och 2013 då minst antal bud lades, hade högst andel misslyckade bud. För respektive år uppgick andel misslyckade bud till 50 %. Under 2010 beror den stora andelen misslyckade bud till stor del på att vid förvärven av de två målbolagen AcadeMedia AB och Munters AB var flera intressenter inblandade. Detta innebar att buden höjdes och de tidigare erbjudandena misslyckades. Bud under 2014 har bortsetts från i ovanstående diagram eftersom att endast årets två första månader är med i studien vilket gör att det skulle bli missvisande att jämföra med tidigare år.

4.2 Korrelation av förklaringsvariabler

Inledningsvis genomfördes en korrelations analys för att undersöka korrelationen mellan förklaringsvariablerna. Resultatet från korrelationsanalysen presenteras nedan. ** innebär att det finns signifikant korrelation mellan variablerna.

Tabell 1: Korrelation av förklaringsvariabler

Variabel		Hög budp	Icke-fientligt	Ej budplikt	Inhemska
Hög budpremie	Korrelation	1	,354**	,380**	,093
	Signifikans		,001	,000	,387
Icke-fientligt	Korrelation	,354**	1	,422**	-,165
	Signifikans	,001		,000	,133
Ej budplikt	Korrelation	,380**	,422**	1	-,041
	Signifikans	,000	,000		,708
Inhemska	Korrelation	,093	-,165	-,041	1
	Signifikans	,387	,133	,708	

Resultatet från korrelationstestet visar att det finns korrelation på signifikansnivån 1 % mellan samtliga variabler utom utländsk budgivare. Det innebär exempelvis att när ett bud är fientligt så finns en korrelation med att budpremien är låg. Testet visar även att budpliktsbud korrelerar med en lägre budpremie samt fientliga bud. Konsekvensen av korrelationen mellan variablerna fientligt, hög budpremie och budplikt är att utfallet vid en logistisk regression påverkas.

4.3 Resultat från regressioner

Efter genomförandet och granskandet av korrelationsanalysen genomfördes separata logistiska regressioner. Som beskrivet i metoden ska i normalfall samtliga förklaringsvariabler testas mot beroendevariabeln samtidigt i en logistisk regression. Om korrelationen mellan variablerna är hög bör man dock överväga att göra om modellen. Eftersom att tre av fyra variabler är starkt korrelerade i vår modell anser vi det därför vara motiverat att genomföra separata logistiska regressioner. Resultatet från de separata logistiska regressionerna presenteras i tabellen nedan efter Pallants (2007) förslag. För det fullständiga resultatet från SPSS se bilagor.

Tabell 2: Logistisk regression

Variabel	B	p-Värde	Oddsquot	95 % CI för oddsquot	
				Lägre	Högre
Hög budpremie	0,96	0,032	2,612	1,086	6,279
Ej budplikt	0,48	0,349	1,615	0,592	4,408
Icke-fientligt	1,48	0,003	4,392	1,629	1,846
Inhemska	0,018	0,968	1,018	0,426	2,436

Resultatet från de fyra regressionerna visar att två av förklaringsvariablerna uppvisar ett signifikant samband med beroende variabel. Variabeln "hög budpremie" har ett p-värde på 0,032 och understiger därmed signifikansnivån på 5 %. Därmed kan nollhypotesen "att uppköpserbudandet lyckas är oberoende av variabel hög budpremie" förkastas och hypotesen att uppköpserbudandet lyckas är beroende av variabel hög budpremie accepteras. Oddskvoten för "hög budpremie" är 2,612 vilket innebär att det är 2,612 gånger större sannolikhet att ett offentligt uppköpserbudande lyckas om budet har en hög budpremie. Som tidigare beskrivet har hög budpremie definierats i studien som ett offentligt uppköpserbudande med en budpremie som är större än median-budpremien av observationerna som ligger på 27,05 %.

Även variabel fientligt bud uppvisar ett signifikant samband med beroendevariabeln. Förklaringsvariabeln har p-värdet 0,003 och understiger signifikansnivån på 5 %. Nollhypotesen, att utfallet av ett uppköpserbudande är oberoende av styrelsens rekommendation kan därmed förkastas. Oddskvoten visar att ett offentligt uppköpserbudande som rekommenderas av styrelsen är 4,392 gånger mer sannolikt att lyckas än ett erbjudande som inte rekommenderas av styrelsen.

För variabeln budplikt kan det inte påvisas ett signifikant samband med beroendevariabeln. P-värdet överstiger signifikansnivån 5 %, nollhypotesen "att uppköpserbudandet lyckas är oberoende av variabeln budplikt" accepteras därför. Oddskvoten som uppgår till 1,615 indikerar dock att det finns tendens att budpliktsbud misslyckas oftare än andra offentliga uppköpserbudanden.

Resultatet av den sista förklaringsvariabeln utländskt bud i regressionen är att det inte går att bevisa ett signifikant samband med beroendevariabeln. Både p-värdet och oddskvoten ligger mycket nära 1. Att oddskvoten ligger nära 1 innebär att utfallet av ett offentligt uppköpserbudande är oberoende av om det uppköpande bolaget är svenskt eller utländskt. Resultatet innebär att nollhypotesen "att uppköpserbudandet lyckas är oberoende av variabeln utländsk budgivare" accepteras.

5. Analys

I det femte kapitlet analyseras de resultat som presenterats i det förgående kapitlet.

Analysen återkopplar till den tidigare forskning och de teorier som presenteras i det andra kapitlet.

Ingen av dem tidigare studierna inkluderade i denna uppsats är utförda på den svenska marknaden eller berör samma tidsperiod. Trots detta överensstämmer resultaten från tidigare forskning i stor utsträckning med resultaten i denna studie. Framförallt gällande motstånd från målbolag som frekvent används som förklaringsvariabel i tidigare studier. Samtliga tidigare studier har som nämnt undersökt bakomliggande faktorer bakom utfallet vid uppköpserbjudande där utfallet är den beroende variabeln.

Walkling (1985) kunde även i sin studie påvisa att motstånd från ledning i målbolaget minskar sannolikheten för att ett uppköpsförsök lyckas. Huvudsyftet för Walklings studie var dock att undersöka budpremiens inverkan på utfallet vid uppköpserbjudanden. Även för denna förklaringsvariabel kunde Walkling påvisa en signifikant inverkan på utfallet vid uppköpsförsök. Resultatet i studien påvisar även ett signifikant samband mellan budpremiens storlek och lyckade uppköpsförsök. Det är dock viktigt att ha i åtanke att definitionen och klassificeringen av budpremien som förklaringsvariabel i Walklings studie skiljer sig åt från vår. Resultatet pekar dock på samma indikation av budpremiens påverkan av utfallet.

Hoffmeister och Dyl (1981) avsåg att utveckla en modell för identifiering av lämpliga kandidater för uppköp. Metodvalet skiljer sig från övriga tidigare studier och denna då logistisk regressionsanalys inte används. Undersökningen består av 17 förklaringsvariabler varav motstånd från målbolaget och budpremien är gemensamma med denna studie. Av de 17 förklaringsvariablerna kunde författarna utläsa att motstånd från målbolaget påvisar störst samband med misslyckade uppköpsförsök. Däremot kunde inte författarna tillskillnad från denna studie inte säkerställa något samband mellan budpremiens storlek och lyckade uppköpsförsök.

Flanagan *et al.* (1998) och Branch *et al.* (2007) skiljer sig från tidigare nämnda studier främst gällande tidsspannet på undersökningen och storleken på urvalet. Respektive studie inkluderar närmare 1000 observationer. Båda dessa studier konstaterar likt denna studie att sannolikheten att ett uppköpsförsök lyckas är lägre vid motstånd från målbolaget.

Flanagan *et al.* (1998) tar likt denna studie även hänsyn till om det uppköpande bolaget är från samma land som målbolaget. Undersökningens resultat visar att sannolikheten för ett lyckat uppköpsförsök ökar om det uppköpande bolaget är utländskt. Resultaten i denna studie påvisar däremot inget statistiskt säkerställt samband mellan utfallet och om uppköpande bolag är utländskt eller svenskt. Skillnaden i resultaten kan ha många förklaringar, men en rimlig förklaring kan vara att Flanagan *et al.* (1998) undersöker amerikanska målbolag och studien gäller en annan tidsperiod då marknadsförhållandena säkerligen var annorlunda från idag.

Samtliga 10 variabler i undersökningen utförd av Branch *et al.* (2007) är signifikanta gällande påverkan av utfallet vid uppköpsförsök. Budpremiens storlek finns med bland dessa 10 variabler, men det framgår dessvärre inte hur den påverkar och korrelerar med utfallet.

Vid offentliga uppköpserbudanden är styrelsen i målbolag obligerad att ge en rekommendation till aktieägarna. Denna rekommendation är som beskrivet vad som karaktäriserar ett bud som fientligt eller inte. Regressionerna är väldigt tydliga gällande fientliga bud vilket är den förklaringsvariabeln som med störst signifikans av samtliga förklaringsvariabler påverkar utfallet vid uppköpsförsök. Resultaten visar att det vid de observationer då styrelsen motsätter sig ett lagt bud innebär en hög sannolikhet att budet inte går igenom. Detta faktum kan denna studie statistiskt säkerställa.

De fallen då styrelsen motsätter sig ett lagt bud motiveras ofta med ett uteblivet värde för aktieägarna. Styrelsens intention vid motsättning till ett uppköpserbudande bör vara att öka värdet för aktieägarna, exempelvis genom ett höjt bud eller en avstyrning från uppköpande bolag. Principal-agentteorin grundar sig dock i idén att alla individer är nytto-maximerande och risken finns att styrelsen agerar opportunistiskt i sin

rekommendation. I många fall tvingas styrelsens avgå vid ett lyckat uppköp och med det i åtanke uppstår en intressekonflikt med aktieägarna. I ett sådant fall kan styrelsen exempelvis motivera rekommendationen med att budet inte motsvarar bolagets verkliga värde trots att det egentligen ligger i ägarnas bästa ekonomiska intresse att sälja sitt innehav till erbjudet pris. På så sätt missbrukar styrelsen sina förtroendeposter och beslutsfattandet går i linje med styrelseledamöternas personliga maktintressen snarare än aktieägarnas bästa. Aktieägare tenderar att följa styrelsens rekommendation. Det är således av stor vikt att styrelsen agerar i aktieägarnas bästa intressen vid uppköpsförsök då studien statistiskt säkerställer att styrelsens rekommendation påverkar riktningen på utfallet vid uppköpsförsök.

Enligt Claesson (1987) och Forsgårdh och Herten (1975) klassificeras den svenska marknaden som halvstark, vilket innebär att aktiepriset och därmed värdet av ett offentligt uppköpserbjudande värderas baserat på all historisk och offentlig information som finns tillgänglig på marknaden. Om marknadseffektiviteten på den svenska marknaden varit svag hade uppköpserbjudanden endast värderats baserat på historisk information. Därmed bör bud med låg budpremie accepteras så länge budpremien är positiv och erbjuder överavkastning. Studien har dock visat med signifikans att marknaden kräver en hög budpremie och stor överavkastning på över 27 %. Det indikerar att marknaden värderar och tolkar offentliga uppköpserbjudanden utifrån mer information och aspekter än de historiska.

När marknadseffektiviteten är stark finns inga möjligheter att slå marknaden eftersom att alla aktörer innehar insiderinformation. Därmed skulle budpremien vara nära noll eftersom marknaden redan värderat in uppköpserbjudandet innan det offentliggjorts. Vår studie bekräftar således Claesson (1987) och Forsgårdh och Herten (1975) resultat att den svenska marknaden tycks präglas av halvstark effektivitet. Den höga budpremien kan tolkas som en konsekvens av att den svenska marknaden är halvstarkt effektiv.

Enligt teorin om förvärvsvågor följs perioder med hög frekvens av företagsförvärv och fusioner av perioder med låg frekvens. Perioderna med hög frekvens avslutas i teorin i samband med ekonomisk kris och negativ konjunkturförändring. I studien har något

sådant samband inte kunnat utläsas. Den sjätte förvärvsvågen avslutades i samband med finanskrisen 2008, men i studiens resultat fortsätter de offentliga uppköpserbjudandena på Stockholmsbörsen under och efter krisen i ungefär samma frekvens de efterföljande åren. Däremot minskar antalet uppköpserbjudanden efter 2010 och halveras till 2011. Ytterligare två år senare 2013 lades endast fyra bud. Resultaten går emot teorin om förvärvsvågor då konjunkturförändringen på den svenska marknaden har varit positiv och Stockholmsbörsen som nämnt nått en ny rekordnivå i början av 2014.

Den ökade globaliseringen och integrationen mellan EU:s medlemsländer låg som nämnt bakom den sjätte vågen, och med det rådande ekonomiska klimatet kan en ny förvärvsvåg enligt teorin förväntas. Att resultatet inte heller kunde påvisa någon skillnad mellan utländska och svenska bolag att lyckas med uppköp på Stockholmsbörsen indikerar den svenska marknaden inte är protektionistisk. Den femte och sjätte förvärvsvågen har förmodligen gett de svenska aktieägare erfarenhet och tillit till utländska investeringar.

6. Slutsats

I det sjätte kapitlet presenteras slutsatsen som utvecklar resonemanget från analysen kring resultatet och besvarar studiens frågeställning. Kapitlet avslutas med förslag på vidare forskning.

Syftet med denna uppsats har varit att uppnå en djupare förståelse för hur bakomliggande faktorer påverkar utfallet vid offentliga uppköpsförsök på Stockholmsbörsen. Utifrån resultatet i studien kan vi statistiskt säkerställa att styrelsens rekommendation och storleken på budpremien påverkar utfallet vid ett offentligt uppköpserbjudande. Styrelsens rekommendation har en stark påverkan på utfallet med en hög oddskvot. Även storleken på budpremien påverkar signifikant utfallet, dock med en lägre oddskvot. Budpliktsbud visar en tendens till större sannolikhet att inte lyckas än övriga bud samtidigt som utfallet vid offentliga uppköpserbjudanden tenderar att vara helt oberoende av om det uppköpande bolaget är svenskt eller utländskt. Frågeställningen "Vilka bakomliggande faktorer påverkar, och i vilken grad påverkar dessa, om offentliga uppköpserbjudanden på Stockholmsbörsen går igenom" har således besvarats.

Ett misslyckat uppköpsförsök är både tidskrävande och kostsamt. Under den granskade perioden har drygt 40 % av de uppköpserbjudandena misslyckats. Vår studie har visat att styrelsens rekommendation och storleken på premien påverkar utfallet. Framförallt styrelsens rekommendation ger som nämnt en tydlig indikation för utfallet av budet. Vi tolkar det som att marknaden har förtroende för att styrelser på Stockholmsbörsen besitter den kunskap och kompetens som krävs för att ge en lämplig rekommendation. Samtidigt är det viktigt att beakta principal-agent problematiken. Trots att aktieägarna följer styrelsen rekommendation innebär det inte nödvändigtvis att rekommendationen är väl grundad och i aktieägarnas intresse. För att uppköpande bolag ska undvika att styrelsen för målbolagen rekommenderar aktieägarna att inte acceptera budet är en lösning att förhandla med styrelsen och erbjuda delar av styrelsen att sitta kvar efter övertagandet. För att aktieägarna ska minska principal-agentproblematiken kan de även utvärdera externa aktörers rekommendationer, till exempel aktiespararna.

Enligt vår studie har antalet lyckade uppköpsförsök minskat på den Svenska marknaden de senaste åren. Vid jämförelse med tidigare år i studien kan man utläsa att betydligt färre uppköpserbjudanden läggs fram idag. En potentiell förklaring till att antalet lyckade bud har minskat är att börsen ligger på en historiskt hög nivå. Det betyder att svenska börsnoterade bolag generellt är högre värderade än tidigare samtidigt som aktieägarna kräver en hög budpremie, vilket gör bolag på Stockholmsbörsen oattraktiva för uppköp.

Den svenska marknaden har varit delaktig i de senaste två förvärvsvågorna. Som resultaten visar är utfallet vid offentliga uppköpserbjudanden oberoende av om uppköparen är svensk eller utländsk. Detta bör resultera i ett större utländskt intresse för svenska börsnoterade bolag. Inträffar en ny förvärvsvåg blir det intressant att i framtiden följa utvecklingen av utfallet vid uppköpserbjudanden på Stockholmsbörsen.

Avslutningsvis bör det nämnas att alla uppköp är unika vilket gör det svårt att utveckla en modell som förutspår utfallet vid uppköpsförsök. Dock finns det som resultatet visar signifikanta bakomliggande faktorer och vår förhoppning är att denna studie kan öka förståelsen för hur lyckade transaktioner uppnås.

6.1 Förslag på vidare forskning

Vid vidare forskning inom ämnet finns det ett antal punkter att överväga. Av de fyra undersökta förklaringsvariablerna fann studien endast signifikanta resultat gällande två. Vidare forskning bör därmed inkludera andra eller fler förklaringsvariabler. Både denna studie och tidigare forskning visar att motstånd från målbolaget har störst påverkan på riktningen av utfallet vid uppköpserbjudanden. Förklaringsvariabelns påverkan kan därmed statistiskt säkerställas och den kan därför även utelämnas vid vidare forskning inom ämnet.

Andra förklaringsvariabler som skulle kunna undersökas vid vidare forskning skulle likt tidigare studier kunna vara olika mått på målbolagets finansiella ställning. Olika

nyckeltal så som skuldsättning, tillväxtmått och P/E-tal vore av intresse att undersöka. Likt Hoffmeister och Dyl (1981) skulle vidare forskning även kunna undersöka olika förklaringsvariabler som antyder på målbolagets sårbarhet. Exempel på sådana förklaringsvariabler är antal aktier som redan ägs av uppköpande bolaget eller marknadsvärdet av alla utestående aktier i målbolaget. En större studie skulle även kunna inkludera förklaringsvariabeln val av betalningsmedel. Ett statistiskt samband mellan val av betalningsmedel och utfallet vid uppköpserbudanden skulle vara av stort intresse för uppköpande bolag.

En kvalitativ studie rörande orsaker till styrelsens rekommendation skulle kunna vara av intresse för uppköpande bolag. Den motiveringen till nekade bud som framgår i pressmeddelanden är ofta mycket kortfattad och formell. En djupare förståelse för de bakomliggande faktorerna bakom nekade bud skulle kunna hjälpa uppköpandebolag att bättre anpassa sina bud.

Studien är skriven ur uppköpande bolags synvinkel, men resultatet kan även vara av intresse för målbolag. Förklaringsvariablerna i studien är valda med hänsyn till uppsatsens syfte, men i syfte att skriva en liknande studie från målbolagens synvinkel skulle andra förklaringsvariabler kunna inkluderas. Då fientliga uppköpsförsök som nämnt har blivit ett allt vanligare fenomen är då ett förslag på vidare forskning att inkludera olika försvarsåtgärder som förklaringsvariabler till utfallet vid uppköpserbudanden.

Vidare hade en liknande undersökning av bolag listade på andra svenska handelsplatser så som First North och Aktietorget varit intressant. En förlängning av detta skulle även kunna vara att undersöka förhållandena gällande landsöverskridande uppköp inom EU då de olika reformerna som nämnt bidragit till ökad ekonomisk integration mellan medlemsländerna. Skulle det föreligga några skillnader mellan resultatet från en sådan studie och resultatet i denna studie motbevisas våra resultat. Skulle resultaten stämma överens skulle det dock stärka resultaten för vår studie.

Trevlig fortsatt forskning!

7. Källförteckning

Tryckta Källor

Berk, J., DeMarzo, P. (2013), *Corporate Finance*, Pearson, 3:e upplagan.

Black, B. (2000), *Is This The First International Merger Wave?*, M&A Lawyer, Issue July/August, s. 20-26.

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

Branch, B., Wang, J., Yang, T. (2007), *A note on takeover success prediction*, International Review of Financial Analysis 17, s. 1186-1193.

Bryman, A., Bell, E. (2011), *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, 2:a upplagan, Liber Ekonomi, Malmö.

Chatterje, S., Harrison, J. S., Bergh, D. D. (2002), *Failed takeover attempts, corporate governance and refocusing*, Strategic Management Journal, s. 87-96.

Claesson, K. (1987), *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Fama, E. F. (1970), *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, The Journal of Finance, Vol. 25, s. 384-417.

Flanagan, D. J., D'Mello, J. P., O'Shaughnessy, K. C. (1998), *Completing the deal: Determinants of successful tender offers*, The Journal of Applied Business Research, Vol. 14 (3), s. 21-31.

Forsgårdh, L.E., Herten, K. (1975), *Information, förväntningar och aktiekurser*, Ekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.

Gaughan, P. (2011), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, 5:e upplagan, New Jersey: Wiley.

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Andersson, R. E. (2008), *Multivariate data analysis, A global perspective*, 7:e upplagan, Pearson Education.

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

Hoffmeister, J. R., Dyl, E.A. (1981), *Predicting outcomes of cash tender offers*, Financial Management, Vol. 10 (5), s. 50-58.

Holme, I. M., Solvang, B. K. (1997), *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*, 2:a upplagan, Studentlitteratur AB.

Jacobsen, D. I. (2002), *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund.

Kim, K., Nofsinger, J. R., Mohr, D. J. (2009), *Corporate Governance*, 3:e upplagan.

Körner, S., Wahlgren, L. (2006), *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, 4:e upplagan, Lund.

Lundahl, U., Skärvad, P. H. (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, 3:e upplagan, Studentlitteratur, Lund.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. (2005), *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave*, *The Journal of Finance*, Vol. 60 (2), s. 757-782.

Pallant, J. (2007), *SPSS survival manual*, 3:e upplagan, Ligare Book Printer, Sydney.

Walkling, R. A. (1985), *Predicting tender offer success: A logistic analysis*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, s. 462-477.

Elektroniska källor:

Aktiespararna (2014), "Vad menas med budplikt?" (Elektronisk), tillgänglig: http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Fragor_och_svar/Uppkop-ex-budplikt-uppkopsregler/Vad-menas-med-budplikt/ [2014-04-26]

Finansinspektionen (2014), "Lagar och borsregler" (Elektronisk), tillgänglig: <http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Offentliga-uppkopserbudanden/Lagar-och-borsregler/> [2014-05-09]

Finansinspektionen (2014), "Så uppstår budplikt" (Elektronisk), tillgänglig: <http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Offentliga-uppkopserbudanden/Sa-uppstar-budplikt/> [2014-05-09]

Hugo, K. (2013), *Utländska investeringar faller kraftigt* (Elektronisk) *SvD NÄRINGSLIV*, 26 juni, tillgänglig: http://www.svd.se/naringsliv/nyheter/varlden/utlandska-investeringar-faller-kraftigt_8295884.svd [2014-05-06]

KPMG (2014), "Fortsatt dyra bud på borsen" (Elektronisk), tillgänglig: <http://www.kpmg.com/se/sv/kunskap-utbildning/nyheter-publikationer/pressmeddelanden/pressmeddelanden-2014/sidor/fortsatt-dyra-bud-pa-borsen.aspx> [2014-05-31]

Lag 24 (2014), "Styrelsens rekommendationsplikt vid offentliga uppköpserbudanden" (Elektronisk), tillgänglig:
<http://www.lag24.se/a/styrelsens-rekommendationsplikt-vid-offentliga-uppk%C3%B6pserbudande> [2014-05-28]

Lans, K. (2007), *Inflation i fientliga bud* (Elektronisk) *Dagens industri*, 5 juni, tillgänglig:
<http://www.di.se/artiklar/2007/6/5/inflation-i-fientliga-bud/> [2014-04-26]

Nasdaq OMX (2014), "Difference in admission criteria" (Elektronisk), tillgänglig:
<http://www.nasdaqomx.com/listing/europe/primarylisting/differencesinadmissioncriteria> [2014-05-23]

Nasdaq OMX (2014), "Public Takeover Offers" (Elektronisk), tillgänglig:
<http://www.nasdaqomx.com/transactions/markets/nordic/corporate-actions/stockholm/public-takeover-offers> [2014-04-26]

Nationalencyklopedin (2014), "Tvångsinlösen" (Elektronisk), tillgänglig:
<http://www.ne.se/tv%C3%A5ngsinl%C3%B6sen> [2014-05-31]

Tjärnlund, N. J., *Nya möjligheter med en globaliserad ekonomi* (Elektronisk) *Wallenbergstiftelserna*, tillgänglig:
<http://www.wallenberg.com/mmw/forskning/nya-mojligheter-med-en-globaliserad-ekonomi> [2014-05-06]

8. Bilagor

Bilaga 1: Offentliga uppköpserbudanden januari 2007 - mars 2014

Tabellen nedan redogör för samtliga identifierade offentliga uppköpserbudanden på Stockholmsbörsen under den granskade perioden. Uppgifter om vilka källor som använts finns beskrivet i kapitel 3 och källförteckningen. Då referens för varje observation skulle bli allt för omfattande ges pressmeddelande, artiklar och andra källor på begäran.

Målbolag	Uppköpande Bolag	Lyckat	Fientligt	Utländskt	Budplikt	Premie	Kontantbud	Datum
2014								
Probi AB	Symrise AG	Nej	Ja	Ja	Ja	0,0%	40,10	2014-02-06
2013								
Höganäs AB	H Intressenter AB	Ja	Nej	Nej	Nej	30,8%	337,50	2013-09-04
Höganäs AB	H Intressenter AB	Nej	Nej	Nej	Nej	26,0%	325,00	2013-05-22
Sigma AB	Danir AB	Ja	Nej	Nej	Nej	31,1%	6,75	2013-02-20
Höganäs AB	H Intressenter AB	Nej	-	Nej	Nej	24,0%	320,00	2013-02-11
2012								
Rottneros AB	Arctic Paper S.A	Nej	Nej	Ja	Nej	25,0%	2,30	2012-11-07
Brinova AB	Backahill Holding AB	Ja	Nej	Nej	Ja	4,0%	105,00	2012-05-16
Jeeves Information Systems AB	BV Acquisitions AB	Ja	Nej	Ja	Nej	48,2%	83,00	2012-03-26
Metro International S.A.	Investment AB Kinnevik	Ja	Nej	Nej	Nej	59,3%	0,94	2012-02-06
Aspiro AB	Schibsted ASA	Nej	Nej	Ja	Nej	44,7%	1,65	2012-01-12
2011								
Orc Group AB	Cidron Delfi Intressenter AB	Ja	Nej	Nej	Nej	34,4%	86,00	2011-12-19
Dagon AB	Klövern AB	Ja	Nej	Nej	Nej	28,3%	62,50	2011-12-06
Allenex	Xenella	Nej	Ja	Ja	Ja	2,7%	1,50	2011-11-23
Seco Tools AB	Sandvik AB	Ja	Nej	Nej	Nej	22,9%	108,18	2011-11-07
Niscayah Group AB	Stanley Black&Decker	Ja	Nej	Ja	Nej	42,9%	18,00	2011-06-27
Elektronikgruppen BK AB	Kamic Electronics	Ja	Nej	Nej	Nej	31,0%	38,00	2011-06-22
Niscayah Group AB	Securitas AB	Nej	Ja	Nej	Nej	27,0%	16,00	2011-05-16
BioPhausia AB	Medivir AB	Ja	Nej	Nej	Nej	46,0%	1,65	2011-04-11
Q-MED AB	Galderma Pharma S.A	Ja	Nej	Ja	Nej	18,4%	79,00	2011-02-10
NetOnNet	Waldir AB	Ja	Ja	Nej	Ja	1,3%	40,50	2010-12-27
2010								
Cardo AB	Assa Abloy AB	Ja	Nej	Nej	Nej	44,8%	420,00	2010-12-13
Q-MED AB	Galderma Pharma S.A	Nej	Nej	Ja	Nej	12,4%	75,00	2010-12-13
Biolin Scientific AB	Ratos AB	Ja	Nej	Nej	Nej	27,1%	11,50	2010-11-29
Munters AB	Cidron Intressenter AB	Ja	Nej	Nej	Nej	50,1%	77,00	2010-10-13
Munters AB	Alfa Laval AB	Nej	Nej	Nej	Nej	47,1%	75,00	2010-10-01
Munters AB	Cidron Intressenter AB	Nej	Nej	Nej	Nej	43,1%	73,00	2010-09-29

Modul 1 Data AB	Softronic AB	Ja	Nej	Nej	Nej	27,7%	0,83	2010-09-27
Munters AB	Alfa Laval AB	Nej	Nej	Nej	Nej	33,3%	68,00	2010-09-06
Tricorona AB	Barclays PLC	Ja	Nej	Ja	Nej	36,8%	8,00	2010-06-02
HL Display AB	Ratos AB	Ja	Nej	Nej	Ja	43,7%	49,00	2010-06-02
AcadeMedia AB	Providence Education International AB	Ja	Ja	Ja	Nej	15,2%	190,00	2010-05-17
AcadeMedia AB	Svensk Utbildning Intressenter Holding AB	Ja	Nej	Nej	Nej	24,2%	205,00	2010-05-16
AcadeMedia AB	Svensk Utbildning Intressenter Holding AB	Nej	Nej	Nej	Nej	15,2%	190,00	2010-04-28
AcadeMedia AB	Providence Education International AB	Nej	Nej	Ja	Nej	3,0%	170,00	2010-04-22
Rörvik Timber AB	Meerwind AB	Nej	Ja	Ja	Ja	-58,5%	0,68	2010-04-07
Tilgin AB	MGA Holding AB	Nej	Nej	Nej	Ja	5,1%	2,05	2010-02-22
Ticket Travel Group AB	Braganza AS	Ja	Nej	Nej	Ja	31,0%	7,60	2010-02-16
Tricorona AB	Opcon AB	Nej	Ja	Nej	Nej	21,1%	7,69	2010-02-10
NeoNet AB	Orc Software AB	Ja	Nej	Nej	Nej	21,9%	19,63	2010-01-25
Ticket Travel Group AB	Braganza AS	Nej	-	Nej	Ja	20,7%	7,00	2010-01-05
2009								
Ledstiernan AB	Thuban AB	Ja		Nej	Ja	25,4%	36,50	2009-11-30
Affärsstrategerna AB	Strategisk Holding Sverige AB	Ja	Nej	Nej	Nej	23,2%	1,70	2009-10-01
Din Bostad Sverige AB	Fastighets AB Balder	Ja	Nej	Nej	Nej	37,5%	22,50	2009-06-26
Hemtex AB	Hakon Invest AB	Nej	Ja	Nej	Nej	14,9%	27,00	2009-06-18
Hemtex AB	Hakon Invest AB	Nej	Ja	Nej	Ja	14,9%	23,00	2009-04-28
Carl Lamm Holding AB	Ricoh Europe Holdings PLC	Ja	Nej	Ja	Nej	20,2%	37,25	2009-04-17
Technology Nexus AB	Ponderus Technology AB	Ja	Ja	Nej	Ja	5,7%	11,00	2009-04-03
Nilörngruppen AB	AB Traction	Ja	Ja	Nej	Ja	-3,7%	29,00	2009-03-09
Semcon AB	JCE Group AB	Nej	Ja	Nej	Ja	-8,5%	14,00	2009-03-05
Home Properties AB	Home Invest AB	Nej	Nej	Nej	Nej	31,9%	60,00	2009-02-19
Home Properties AB	Home Invest AB	Ja	Nej	Nej	Nej	42,9%	65,00	2009-04-01
Scania AB	Porsche Automobil Holding SE	Nej	Ja	Ja	Ja	-1,7%	67,10	2009-01-19
2008								
Peab Industri AB	Peab AB	Ja	Ja	Nej	Nej	2,9%	34,20	2008-11-10
Q-Med AB	Ivytan AB	Nej	Ja	Nej	Nej	51,2%	39,00	2008-11-03
Teleca AB	Symphony Technology Group LLC	Ja	Nej	Ja	Ja	47,7%	3,25	2008-10-31
TANGANYIKA OIL COMPANY LTD.	Sinopec International PE&PC	Ja	Nej	Ja	Nej	85,5%	31,50 C \$	2008-09-25
Broström AB	A.P Møller - Mærsk A/S	Ja	Nej	Ja	Nej	12,9%	57,00	2008-08-27
Gunnebo Industrier AB	Segulah Stellata Holding AB	Ja	Nej	Nej	Nej	74,5%	185,00	2008-07-22
IBS AB	Deccan Value Advisors Fund L.P	Nej	Ja	Ja	Ja	2,6%	9,64	2008-06-30
Zodiak Television AB	De Agostini Communications S.p.A	Ja	Nej	Ja	Nej	36,1%	40,00	2008-05-26
Ballingslöv International AB	Stena Adactum AB	Ja	Ja	Nej	Ja	13,8%	185,00	2008-05-16
Cision AB	Triton Fund II	Nej	Nej	Ja	Nej	61,9%	20,00	2008-04-30
Sigma AB	Askerö Utveckling AB	Nej	Ja	Nej	Nej	28,2%	6,73	2008-03-27
Sigma AB	Askerö Utveckling AB	Nej	Nej	Nej	Nej	42,9%	7,50	2008-05-12

TietoEnator Abp	Cidron Services Oy	Nej	Ja	Nej	Nej	33,2%	15,50	2008-03-20
XPonCard Group AB	Oberthur Technologies S.A.	Ja	Nej	Ja	Nej	40,2%	157,00	2008-02-19
Boss Media AB	GEMed AB	Ja	Nej	Nej	Nej	83,2%	25,00	2008-02-13
Securitas Direct	ESML Intressenter AB	Ja	Ja	Nej	Nej	48,6%	27,50	2008-02-05
Boss Media AB	GEMed AB	Nej	-	Nej	Nej	39,2%	19,00	2008-02-01
Human Care HC AB	GGC Health Care LLC	Nej	Nej	Ja	Nej	26,6%	88,00	2008-01-14
2007								
Gant Company AB	Procastor S.A.	Ja	Ja	Ja	Nej	34,2%	310,00	2007-12-11
Securitas Direct	ESML Intressenter AB	Nej	Ja	Nej	Nej	40,5%	26,00	2007-11-13
KMT Group AB	Nordstjernan AB	Ja	Ja	Nej	Nej	23,5%	105,00	2007-10-29
Academedial AB	Bure Equity AB	Nej	Ja	Nej	Ja	5,9%	90,00	2007-10-22
Mandator AB	Fujitsu Services	Ja	Nej	Ja	Nej	30,4%	3,00	2007-10-08
Lindex AB	Stockman Oyj	Ja	Nej	Ja	Nej	9,2%	116,00	2007-10-01
OMX AB	Borse Dubai Limited	Ja	Nej	Ja	Nej	62,1%	265,00	2007-08-26
All Cards Service Center - ACSC AB	XPonCard Group AB	Ja	Nej	Nej	Nej	15,3%	35,73	2007-09-24
Nefab AB	NPNC Intressenter AB	Ja	Nej	Nej	Nej	39,1%	97,00	2007-08-27
SalusAnsvar AB	DnB NOR Bank ASA	Ja	Nej	Ja	Nej	54,2%	35,00	2007-08-20
OMX AB	Borse Dubai Limited	Nej	Nej	Ja	Nej	40,7%	230,00	2007-08-17
Lindex AB	KappAhl Holding AB	Nej	Ja	Nej	Nej	15,9%	102,00	2007-08-13
Telelogic AB	IBM Corporation	Ja	Nej	Ja	Nej	2,4%	21,00	2007-06-11
OMX AB	NASDAQ Stock Market Inc.	Nej	Nej	Ja	Nej	23,3%	201,53	2007-05-25
Invik & Co. AB	Milestone ehf.	Ja	Nej	Ja	Nej	28,5%	230,00	2007-04-26
Sardus AB	Atria Koncern Abp	Ja	Nej	Ja	Ja	21,7%	115,00	2007-02-19
Pergo AB	Pfleiderer Sweden AB	Ja	Nej	Ja	Nej	19,2%	51,00	2007-01-15
TradeDoublers	AOL LLC	Nej	Nej	Ja	Nej	8,6%	215,00	2007-01-15

Bilaga 2: SPSS utskrifter

Nedan redovisas samtliga resultat från SPSS som använts i studien. För att bevara resultaten tillförlitliga har ingen redigering skett. En konsekvens av detta är att begrepp i tabellerna som tidigare inte nämnts i uppsatsen återfinns. Begreppens frånvaro i övriga delar av uppsatsen beror på att författarna anser att de inte är relevanta för förståelse för resultatet. Istället har det i uppsatsen använts mer vedertagna begrepp.

Korrelationsanalys

		Correlations			
		Högprenie	Ickefientligt	Ejbudplikt	Inhemska
Högprenie	Pearson Correlation	1	,354**	,380**	,093
	Sig. (2-tailed)		,001	,000	,387
	N	88	84	88	88
Ickefientligt	Pearson Correlation	,354**	1	,422**	-,165
	Sig. (2-tailed)	,001		,000	,133
	N	84	84	84	84
Ejbudplikt	Pearson Correlation	,380**	,422**	1	-,041
	Sig. (2-tailed)	,000	,000		,708
	N	88	84	88	88
Inhemska	Pearson Correlation	,093	-,165	-,041	1
	Sig. (2-tailed)	,387	,133	,708	
	N	88	84	88	88

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Logistisk Regression 1: Icke Fientligt(Fientligt bud)

Method = Enter

	Observed	Predicted		
		Igenom		Percentage Correct
		,00	1,00	
Step 1	,00	16	17	48,5
	1,00	9	42	82,4
	Overall Percentage			69,0

a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a Ickefientligt	1,480	,506	8,546	1	,003	4,392	1,629	11,846
Constant	-,575	,417	1,907	1	,167	,563		

a. Variable(s) entered on step 1: Ickefientligt.

Logistisk Regression 2: Hög Premie

Method = Enter

Classification Table^a

	Observed	Predicted		
		Igenom		Percentage Correct
		,00	1,00	
Step 1 Igenom	,00	23	13	63,9
	1,00	21	31	59,6
	Overall Percentage			61,4

a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a Högprenie	,960	,448	4,602	1	,032	2,612
Constant	-,091	,302	,091	1	,763	,913

a. Variable(s) entered on step 1: Högprenie.

Logistisk Regression 3: Ej Budplikt(Budplikt)

Method = Enter

Classification Table^a

	Observed	Predicted		
		Igenom		Percentage Correct
		,00	1,00	
Step 1 Igenom	,00	0	36	,0
	1,00	0	52	100,0
	Overall Percentage			59,1

a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a Ejbudplikt	,480	,512	,877	1	,349	1,615	,592	4,408
Constant	,000	,447	,000	1	1,000	1,000		

a. Variable(s) entered on step 1: Ejbudplikt.

Logistisk Regression 4: Inhemsk budgivare(Utländsk budgivare)

Method = Enter

Classification Table^a

	Observed	Predicted		
		Igenom		Percentage Correct
		,00	1,00	
Step 1 Igenom ,00		0	36	,0
Step 1 Igenom 1,00		0	52	100,0
Overall Percentage				59,1

a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a t	,018	,445	,002	1	,968	1,018	,426	2,436
Constant	,357	,348	1,048	1	,306	1,429		

a. Variable(s) entered on step 1: Inhemsk.