

LINKÖPINGS UNIVERSITET
Ekonomiska institutionen

Magisteruppsats i Nationalekonomi, HT 1999

FÖRETAGSFUSIONER

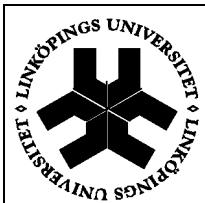
-en studie av aktörer, motiv och drivkrafter

Mergers

-a Study of Actors and Motives

av Anders Johansson och Peter Öberg
Pol Mag- programmet

Handledare: Inger Asp och Jan Lindvall

**Avdelning, Institution**

Division, Department

Ekonomiska Institutionen
581 83 LINKÖPING**Datum**

Date

2000-03-09

Språk

Language

 Svenska/Swedish Engelska/English**Rapporttyp**

Report category

 Licentiatavhandling Examensarbete C-uppsats D-uppsats Övrig rapport

ISBN**ISRN** Nationalekonomi 2000/3**Serietitel och serienummer** **ISSN**

Title of series, numbering _____

URL för elektronisk version<http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2000/nek/003/>**Titel**

Företagsfusioner - en studie av aktörer, motiv och drivkrafter

Title

Mergers - a Study of Actors and Motives

Författare

Anders Johansson & Peter Öberg

Author

Sammanfattning


Abstract

Fusionernas antal och storlek har ökat för varje år, och företagsvärlden har präglats av en fusionsyra som är frapperande. Det faktum att fusioner förekommer i så stor utsträckning samtidigt som det påvisas att en majoritet av företagsaffärerna misslyckas förefaller oss vara en paradox. Syftet med uppsatsen är att utifrån ekonomisk teori studera de motiv och drivkrafter som ligger bakom företagsfusioner, och diskutera de olika aktörernas medverkan i fusionsprocessen. I uppsatsen diskuteras också i viss mån vilket utfallet av en fusion blir beroende på vilka motiv och drivkrafter som föreligger. De teorier som används är dels teorier avseende motiv och drivkrafter bakom fusioner, dels appliceras public choice teorin och principal-agent teorin på fusionsprocessen och dess aktörer. Detta beroende på att teorierna behandlar den enskilda individens nyttomaximering och problemet med informationsasymmetri. Motivbilden är mångfasetterad. Den består både av uttalade/officiala och dolda/inofficiala motiv. Företagens uttalade motiv är ofta att uppnå kostnadsbesparingar och samordningsvinster via synergieffekter. De dolda motiven och drivkrafterna utgörs dels av personliga motiv där aktörerna försöker maximera den egna nyttan, dels av yttre psykologiska drivkrafter såsom flockbeteende, hybris och påtryckningar från finansiella rådgivare. Vi har dragit slutsatsen att det föreligger incitament och möjlighet för individuell nyttomaximering hos vissa aktörer, beroende på att en fusion för dessa innebär en rad fördelar. De består främst av ökad prestige och högre löner. Att handla opportunistiskt möjliggörs delvis av den informationsasymmetri som föreligger mellan exempelvis aktieägare och företagsledning.

Nyckelord

Keyword

företagsfusioner, företag, fusioner, förvärv, mergers, motiv, drivkrafter, aktörer, synergier, Public choice

	Avdelning, Institution Division, Department Ekonomiska Institutionen 581 83 LINKÖPING	Datum Date 2000-03-09
---	---	------------------------------------

Språk Language X Svenska/Swedish Engelska/English	Rapporttyp Report category Licentiatavhandling Examensarbete C-uppsats X D-uppsats Övrig rapport _____	ISBN ISRN Nationalekonomi 2000/3 Serietitel och serienummer ISSN Title of series, numbering _____
URL för elektronisk version http://www.ep.liu.se/exjobb/eki/2000/nek/003/		

Titel Title Författare Author	Företagsfusioner - en studie av aktörer, motiv och drivkrafter Mergers - a Study of Actors and Motives Anders Johansson & Peter Öberg
--	---

The number of mergers has increased for each year, and the companies has been exposed to a merger mania. The fact that mergers are so common at the same time as a majority fail, appear to us as a paradox. The aim with this thesis is to study the motives and actors involved in the merger process. We also discuss in what way the results of the mergers rely on the motives. The theories that we use are theories concerning motives, the theories of public choice and principal agent are also used. The purpose is to study the individual maximisation of utility, and the problem of asymmetric information.

The motives are multiple. The motives are both official and unofficial. The official motives are often to create synergies and cost reductions. The unofficial motives are partly individual in the sense that the actors try to maximise their own utility, and partly of psychological forces such as hubris and influences from corporate finance companies. We have come to the conclusion that mergers create possibilities to maximise individual utility. For example might leaders of merging companies get higher wages and greater prestige. The possibility to act in an opportunistic way depends partly on the asymmetry of information that are prevailing between stockholders and leaders of companies.

Nyckelord Keyword företagsfusioner, företag, fusioner, förvärv, mergers, motiv, drivkrafter, aktörer, synergier, Public choice

Sammanfattning

I världen har vi under 1990-talet kunnat iaktta en rad stora företagssammanslagningar. Fusionernas antal och storlek har ökat för varje år, och företagsvärlden har präglats av en fusionsyra som är frapperande. Det faktum att fusioner förekommer i så stor utsträckning samtidigt som det påvisas att en majoritet av företagsaffärerna misslyckas förefaller oss vara en paradox. Syftet med uppsatsen är att utifrån ekonomisk teori studera de motiv och drivkrafter som ligger bakom företagsfusioner, och diskutera de olika aktörernas medverkan i fusionsprocessen. I uppsatsen diskuteras också i viss mån vilket utfallet av en fusion blir beroende på vilka motiv och drivkrafter som föreligger. De teorier som används är dels teorier avseende motiv och drivkrafter bakom fusioner, dels appliceras public choice teorin och principal-agent teorin på fusionsprocessen och dess aktörer. Detta beroende på att teorierna behandlar den enskilda individens nytto-maximering och problemet med informationsasymmetri. För att studera fusionsproblematiken har fyra företags-sammanslagningar studerats närmare; AstraZeneca, Pharmacia&Upjohn, Förenings-Sparbanken och MeritaNordbanken.

Motivbilden är mångfasetterad. Den består både av uttalade/officiala och dolda/inofficiala motiv. Företagens uttalade motiv är ofta att uppnå kostnadsbesparingar och samordningsvinster via synergieffekter. De dolda motiven och drivkrafterna utgörs dels av personliga motiv där aktörerna försöker maximera den egna nyttan, dels av yttre psykologiska drivkrafter såsom flockbeteende, hybris och påtryckningar från finansiella rådgivare. Vi har dragit slutsatsen att det föreligger incitament och möjlighet för individuell nytto-maximering hos vissa aktörer, beroende på att en fusion för dessa innebär en rad fördelar. De består främst av ökad prestige och högre löner. Att handla opportunistiskt möjliggörs delvis av den informationsasymmetri som föreligger mellan exempelvis aktieägare och företagsledning. Det förekommer tydliga tendenser till yra och mani vad beträffar företagssammanslagningar. Företagsledningar kan påverkas av stressen och på så vis lockas in i ett flockbeteende som eventuellt leder till begränsad rationalitet och inoptimala beslut. Även påverkansfaktorer såsom hybris och så kallad "group think" påverkar i viss mån frekvensen av fusioner. Det leder till felvärderingar som är av betydelse för fusionernas utfall i relativt stor utsträckning, beroende på att fusionen grundas på felaktiga uppfattningar om de verkliga förutsättningarna.

1 INLEDNING	2
1.1 PROBLEMFÖRMULERING OCH FRÅGESTÄLLNINGAR	3
1.2 SYFTE	3
1.3 AVGRÄNSNINGAR	3
1.4 METOD OCH MATERIAL	4
1.5 BEGREPPSDEFINITION	5
1.6 DISPOSITION	5
2 FUSIONSUTVECKLING OCH HISTORIK	6
2.1 FUSIONSAKTIVITET 1900-1990	6
2.2 FUSIONSAKTIVITET UNDER 1990-TALET	9
3 FUSIONSTEORIER	14
3.1 FUSIONERNAS MOTIV OCH DRIVKRAFTER	14
3.2 UTTALADE/OFFICIELLA MOTIV OCH DRIVKRAFTER	15
3.2.1 Synergieffekter	15
3.2.2 Diversifiering	16
3.2.3 Marknadsställning	17
3.2.4 Förbättrad organisation och ledning	18
3.3 DOLDA/INOFFICIELLA MOTIV OCH DRIVKRAFTER	18
3.3.1 Personliga motiv	19
3.3.2 Psykologiska motiv inklusive hybrishypotesen	19
3.3.3 Skatteskäl	20
3.4 PUBLIC CHOICE TEORIN APPLICERAD PÅ FÖRETAG	21
3.5 PRINCIPAL-AGENT TEORIN	23
4 AKTÖRERNA I FUSIONSPROCESSEN	25
4.1 FÖRETAGSLEDNING	25
4.2 AKTIEÄGARE	26
4.3 FINANSIELLA RÅDGIVARE	27
4.4 ARBETSTAGARE OCH FACKFÖRENINGAR	28
4.5 KUNDER OCH LEVERANTÖRER	29
4.6 STATEN	29
4.7 MEDIA OCH ANDRA OPINIONSBILDARE	30
5 BESKRIVNING AV FYRA FUSIONER	31
5.1 LÄKEMEDELSBRANSCHEN	31
5.1.1 AstraZeneca	31
5.1.2 Pharmacia & Upjohn, Inc.	33
5.2 BANKBRANSCHEN	34
5.2.1 FöreningsSparbanken	35
5.2.2 Merita Nordbanken	36
6 DISKUSSION OCH ANALYS	39
6.1 UTTALADE/OFFICIELLA MOTIV	39
6.2 AKTÖRERNAS DOLDA MOTIV	42
6.2.1 Personliga motiv	42
6.2.2 Psykologiska drivkrafter	46
6.2.3 Övriga aktörers påverkan	48
6.3 MOTIVBILDENS BETYDELSE FÖR FUSIONERS UTFALL	49
7 AVSLUTNING	53
7.1 FUSIONER SOM UNIVERSALLÖSNING?	55
REFERENSER	57

1 INLEDNING

Under 1900-talet har företagsfusioner förekommit i flera vågor. I världen har vi under 1990-talet kunnat iaktta en rad stora företagssammanslagningar. Fusionernas antal och storlek har ökat för nästan varje år, och företagsvärlden har präglats av en fusionsyra som är frapperande. För Sveriges del har detta varit tydligt, fusioner såväl mellan enbart svenska företag som mellan svenska och utländska har varit talrika. Orsakerna till att yran har fått sådana proportioner är många. En god tillgång till kapital inom företagsvärlden och stark börsutveckling antas driva på. Från företagets sida förefaller det finnas en långtgående optimism angående fusioner och dess effekter för företagets framtida utveckling.

Under senare tid har dock statistik gjort gällande att många fusioner misslyckas med att nå de uppställda målen och att de inte visat sig bli den goda affär som ägare och ledning förväntat sig. Detta har medfört att fenomenet fusioner alltmer har börjat ifrågasättas och kritiseras. Vilka effekterna av fusioner i allmänhet blir för företag och samhällsekonomi är omdiskuterat, i synnerhet vid misslyckade affärer. Konkurrens, industriell dynamik och utnyttjandet av samhällets resurser är variabler som påverkas i varierande grad. Uppfattningen om varför utfallen är undermåliga varierar tämligen mycket. Bakomliggande motiv och drivkrafter anses vara en viktig del bakom fusionernas genomdrivande. Även vissa av de i fusionsprocessen förekommande aktörerna har en stor betydelse för fusioners uppkomst och utfall. Ovanstående förhållanden visar att fusionsprocessen ur ett nationalekonomiskt perspektiv har ett flertal intressanta aspekter.

Det faktum att fusioner förekommer i så stor utsträckning samtidigt som det påvisas att en majoritet av företagsaffärerna misslyckas förefaller oss vara en paradox. Denna paradox har gjort oss intresserade av, och frågande inför, fusionernas bakomliggande drivkrafter och agerande parter. Därför har vi valt att studera och analysera just dessa faktorer i uppsatsen. Anledningen till att vi finner det vara av värde att granska dessa företeelser är, som antytts ovan, de effekter som fusioner medför för samhället. Dessa effekter kan yttra sig både på företagsnivå och på en aggregerad nivå. Vi hoppas på detta sätt ge inblick i dagens fusionsyra och dess drivkrafter.

1.1 Problemformulering och frågeställningar

Att många fusioner genomförs är ett faktum. I fusionsförloppet deltar en rad olika aktörer som genom sina divergerande intressen försöker, var och en på sitt sätt, nyttomaximera i samband med en fusion. Det betyder att motivbilden bakom fusionerna är tämligen mångfasetterad. Det existerar alltid officiella motiv till fusioner som företagsledningarna redovisar för att övertyga aktieägare och övriga marknaden om fusionens fördelar. Utöver dessa officiella motiv antas det föreligga andra, ej redovisade, motiv som spelar en avgörande roll för fusioners genomdrivande. Dessa senare motiv kan till sin karaktär vara sådana att de gynnar aktörerna på ett egennyttigt sätt. Drivkrafterna kan även bestå av yttre påverkansfaktorer som indirekt påverkar motivbilden. Det kan sammantaget få till följd att aktieägarnas nytta och företags verksamhet inte alltid är de variabler som sätts främst. Den långsiktiga utvecklingen och aktiekapitalets avkastning riskerar således att bli eftersatt. De bakomliggande motiven kan därför vara av betydelse för fusionernas utfall.

Vi utgår från följande frågeställningar:

- Vilka motiv ligger bakom fusioner, avser de alltid företags och aktieägarnas bästa?
- Vilka aktörer förekommer i en fusionsprocess och vilka funktioner har de?
- Vilka är motiven och drivkrafterna bakom den senaste tidens fusionsaktivitet?
- Hur påverkar motivbilden de faktiska utfallen av fusioner?

1.2 Syfte

Vi avser att utifrån ekonomisk teori studera motiven och drivkrafterna bakom företagsfusioner, och diskutera de olika aktörernas medverkan i fusionsprocessen. I uppsatsen diskuteras också vilket utfallet av en fusion blir beroende på vilka motiv och drivkrafter som föreligger.

1.3 Avgränsningar

Företagsfusioner är ett begrepp som har många aspekter, såväl i dess praktiska genomförande som i den litteratur som beskriver dem teoretiskt. Denna uppsats gör inte anspråk på att

behandla alla dimensioner i fusionsförloppet. Uppsatsen behandlar främst fusionsprocessens aktörer och deras motiv, vilket innebär att det tekniska genomförandet inte hamnar inom ramen för uppsatsen. Hur konkurrens, industriell dynamik och samhällsekonomin i stort påverkas av fusioner diskuteras först i avslutande kapitel och är inte föremål för någon primär undersökning.

Den empiriska delen av studien avgränsas till 1990-talet och fusioner där stora svenska aktiebolag ingår. Vi avser dock inte att göra en heltäckande undersökning av fusionerna under den nämnda tidsperioden, utan redogöra för fyra horisontella företagssammanslagningar, nämligen AstraZeneca, Pharmacia&Upjohn, FöreningsSparbanken och MeritaNordbanken. Anledningen till detta val är dels möjligheten att studera fusionerna komparativt, dels att företagen är relativt välkända och att sammanslagningarna varit mycket uppmärksammade. Fusionsbeskrivningarna skall främst betraktas som exempel och stöd för vår diskussion, de är inte avsedda som fullständiga utvärderingar av respektive fall.

1.4 Metod och material

Uppsatsen är avsedd att främst diskutera och beskriva fusionsproblemet utifrån fusionsteorier samt från de inom nationalekonomin numera accepterade public choice teorin och principal-agent teorin. Vi avser att i viss mån bredda de båda teoriernas tillämpningsområden genom att applicera dem på fusionsprocessen och dess aktörer. Vi anser att de också kan tillämpas på individers egennyttiga ageranden inom en företagsfusions ram och att den tillämpningen inte gjorts tidigare i någon större utsträckning. Teoriernas grundantaganden förändras dock inte. Den teoretiska framställningen kopplas samman med det empiriska material rörande de företagsfusioner som redovisas. Uppsatsen är främst tänkt att vara av diskuterande karaktär där de studerade delarna analyseras generellt utifrån det empiriska materialet.

Studien grundas huvudsakligen på sekundära källor. Det material som teoriavsnittet bygger på är hämtat ur vedertagna och etablerade källor. I den empiriska delen utgörs materialet dels av artiklar från dagspress och vetenskapliga tidsskrifter, dels av material inhämtat från de studerade företagen. Källorna som används avseende företagens fusioner är givetvis färgade av företagens mål och syften. Det har beaktats och hänsyn har tagits därtill. Ett kritiskt ställningstagande har även gjorts vad gäller tidningsmaterial och övriga källor som används.

Anledningen till att sådana källor ändå används är att de variabler vi undersöker ofta kommer till uttryck i dagspressen och att ämnet för närvarande är så aktuellt och föränderligt.

1.5 Begreppsdefinition

Vad är en företagsfusion? Generellt är det en sammanslagning mellan två eller fler företag. Fusion är emellertid ett samlingsbegrepp för olika former av företagssammanslagningar. De vanligaste begreppen på engelska är *merger* och *acquisition*, som ofta används synonymt. Det finns trots detta en skillnad mellan de båda begreppen. Man kan definiera *acquisition* eller *takeover* (på svenska *förvärv*) som en fusion där ett företag skaffar inflytande, via aktieköp, tillräckligt för att kontrollera det andra företaget. *Merger* är däremot en fusion där två likartade företag planerar att gå samman för att bilda ett gemensamt företag.¹ En svensk benämning på detta begrepp kan vara *samgående*. I den fortsatta framställningen används emellertid begreppet fusion som ett samlingsbegrepp oavsett vilken typ av företagssammanslagningar som avses.

1.6 Disposition

Efter detta inledande kapitel följer en kortare, generell historik med avseende på fusionsaktivitetens variation och utveckling, från såväl ett globalt som från ett svenskt perspektiv. I kapitel tre redovisas och behandlas de teorier som tillämpas och diskuteras senare i uppsatsen. Kapitel fyra innehåller en redogörelse för fusionsprocessens aktörer och deras funktion. I det femte kapitlet beskrivs fyra företag, deras fusionsförlopp och motiv. I kapitel sex sker en fördjupad diskussion där teori och empiriska exempel sammanfogas och analyseras. Motivbilden analyseras för att mynna ut i en diskussion angående dess betydelse för fusionernas utfall. Avslutningsvis genomförs en sammanfattande slutdiskussion där ett bredare perspektiv anläggs och slutsatser redovisas.

¹ Cartwright, S, Cooper, C, L, [1992], *Mergers and Acquisitions: The Human Factor*, Butterworth-Heinemann Ltd., Oxford

2 FUSIONSUTVECKLING OCH HISTORIK

Frekvensen av fusioner och förvärv i världsekonomin har varierat starkt under årens lopp. Variabler såsom fusionernas storlek och bakomliggande motiv har varit mycket skiftande över tiden. I litteratur som behandlar fusioner hävdas ofta att de förekommer i vågor. I följande kapitel görs en kortare sammanfattning av fusioners utveckling under 1900-talet inklusive det senaste decenniets fusionstrend.

2.1 Fusionsaktivitet 1900-1990

Från slutet av 1800-talet fram till dags datum brukar det talas om fyra framträdande perioder när fusioner varit mer än vanligt förekommande. Anledningarna och motiven till varför företagsfusionerna tagit fart och senare avtagit i de olika perioderna varierar tämligen mycket. De flesta studierna har gjorts på den amerikanska marknaden men tidsperioderna och motiven till fusionerna är mycket lika de som förekommit i Europa. En ökad internationalisering av världsekonomin har medfört att konjunkturerna i världsdelarna följer varandra mer och snabbare, vilket även gäller frekvensen på företagssammanslagningar. I avsnittet nedan återges främst skeenden i USA och Sverige, men övriga industrialiserade världen har i stort haft en liknande utveckling. Det är relativt svårt att på ett entydigt sätt förklara varför antalet fusioner ökar under vissa perioder. Det finns inga klara samband, men generellt kan sägas att högkonjunktur och höga aktievärden bidrar till fusionsrya. Detta kan kortfattat sammanfattas med nedanstående citat: *"Perhaps merger booms and stock market trading are behavioral phenomena - human beings, like some animals, are more active when the weather is sunny"*²

Den första fusionsperioden tog fart efter depressionerna i slutet av 1800-talet och varade fram till den finansiella kraschen 1904. Det var främst horisontella sammanslagningar som genomfördes, det vill säga fusioner mellan parter i samma bransch och på liknade nivå i produktionsprocessen. Det som förelåg denna våg och manade fram den var främst förändringar i och utveckling av transporter, kommunikationer och tillverkningsprocesser. Järnvägens utbyggnad bidrog till att flera marknader blev nationella istället för regionala. Inom flera branscher medförde tekniska landvinningar möjligheter till stordriftsfördelar,

² Brealey, R, A, Myers, S, C,[1996], *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill, sid. 942

vilket gav vissa företag påtagliga fördelar. Det medförde att konkurrensen slog hårt mot ett stort antal företag och drev dem till att fusionera. Flertalet av fusionerna bidrog till att starkt öka koncentrationen av marknadsandelar till ett fåtal företag. Det var vanligt att flera små företag inom samma bransch gick samman i ett större företag genom multipelfusioner, något som varit ovanligt under de senare perioderna. Flera stora monopol skapades och några stora företag bildades som fortfarande är verksamma, bland annat Standard Oil, General Electric och Eastman Kodak.³ Standard Oil hade i början av 1900-talet 90 procent av den amerikanska raffinaderikapaciteten. De nådde sin position efter att ha köpt upp 20 av 25 aktörer i petroleumbranschen.⁴

Den andra vågen varade mellan 1916 och 1929. Det brukar sägas att första fusionsvågen bidrog till monopolställningar på marknaderna och att den andra medförde bildningar av oligopol. En mer stringent konkurrenslagstiftning försvårade bildandet av monopol, men skapandet av oligopol förekom frekvent. Mellankrigstiden medförde ett ekonomiskt uppsving i många delar av världen, vilket även fick fart på företagssammanslagningarna. Det blev vanligt med vertikala fusioner där flera steg i tillverkning och distribution införlivades i ett och samma företag. Anledningen var att säkra leveranser och minska transaktionskostnaderna i kontakterna med underleverantörer. En geografisk samlokalisering var inte alltid nödvändig. Den fortsatta utvecklingen av kommunikationer och infrastruktur fortsatte därför att utgöra en påtryckning på marknaderna som blev mer nationella. Motorfordon underlättade korta och medellånga transporter. Radions utbredning skapade gynnsammare förutsättningar, främst i USA, för nationell lansering och marknadsföring av nya produkter.⁵

Denna fusionsvåg avstannade nästan helt i och med börskraschen den 24 oktober 1929, den kollaps som kom att spela en stor roll för den efterföljande depressionen.⁶ Banker och investeringsbolag spelade en viktig roll under de två första fusionsserorna. De tvingade ibland fram fusioner och styrde med sitt kapital mycket av det som hände inom industrin. Efter börskraschen ändrades dock bankernas möjligheter att med kapital styra företagen och fortsättningsvis kom de inte att spela en lika viktig roll vid företagssammanslagningar.

³ Gaughan, P, A, [1991], *Mergers and Acquisitions*, HarperCollins Publishers Inc., New York

⁴ Scherer, F, M, Ross, D, [1990], *Industrial Market Structure and Economic Performance*, tredje upplagan, Houghton Mifflin, Boston

⁵ Ibid

⁶ Gaughan, P, A, [1991]

Den tredje fusionsvågen brukar kallas *konglomeratvågen* och inträffade under 1960-talet. Denna våg var mycket stark över hela världen. Det som utlöste vågen var en stark konjunktur och en stabil börsutveckling med stora aktievärden. Antalet horisontella och vertikala fusioner avtog drastiskt, men fusioner med syften att diversifiera företagens verksamhetsområde och slå samman företag i konglomerat ökade starkt i antal, särskilt i USA. Så mycket som 80 procent av fusionerna i USA under 1960-talets sista år var ämnade att bilda konglomerat.⁷ En skärpt lagstiftning som försvårade vertikala och horisontella fusioner gjorde att företag som ämnade expandera var tvungna att köpa in sig i andra branscher. Det som fick denna fusionsvåg att ebba ut i slutet på 1960-talet var att flera större konglomeratföretag började visa sämre vinster än tidigare. De aviserade att de skulle bryta branschblandningarna för att koncentrera sig på sina kärnområden. Konglomerat var inte längre på modet och denna typ av sammanslagningar avtog starkt i samband med börsnedgångar 1969.⁸

Under 1970-talet förekom få fusioner men tillvägagångssätten vid de som genomfördes var till viss del nya. Finansiella rådgivare och finansinstitut började agera aktivt för att driva igenom fusioner och att söka parter som kunde gå samman. De såg sin chans att hitta nya affärsområden, exempelvis kan nämnas att Morgan Stanley 1980 fick 250 000 dollar för de första fusioner som de lyckades driva igenom.⁹ Det kan jämföras med de 1 400 miljoner kronor som Astra och Zeneca 1998 spenderade på förberedelser, varav en stor del gick till de finansiella rådgivarna.¹⁰ Fortsättningsvis spelar finansinstituten en mycket viktig roll i arbetet med att driva igenom fusioner och i uppgiften att söka upp möjliga fusionsaspiranter. Även de första fientliga övertagandena genomfördes under 1970-talet, något som kom att bli vanligt under den fjärde vågen.

Fjärde vågen började ta fart i början på 1980-talet och fortsatte till 1989. Det som karaktäriserade den fjärde vågen var aggressiva företagsförvärv. Det innebar att de som ville förvärva gjorde det utan samtycke från det uppköpta företaget. Det som fick fart på denna våg var än en gång starka börser och den hets som infann sig på marknaden. Företagen motiverade sina förvärv med att om de inte agerade snabbt skulle börsvärdet på det tilltänkta målet ha stigit så mycket att de inte ansåg priset vara rimligt. Sådana resonemang pressade upp priserna

⁷ Gaughan, P, A, [1996], *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons Inc., New York

⁸ Rydén, B, [1971], *Fusioner i svensk industri*, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm

⁹ Gaughan, P, A, [1996]

¹⁰ AstraZeneca prospekt 1998

och värdet på aktier. Det genomfördes några mycket stora fusioner under denna tid och flera i miljard-dollarklassen. Perioden under 1960-talet hade karakteriserats av mindre och medelstora sammanslagningar men nu var det de stora som dominerade. I oktober 1987 kraschade börserna, men till skillnad från tidigare krascher så avtog inte fusionerna i direkt samband med börsfallet utan fortsatte ytterligare några år.¹¹

Det diskuteras huruvida den fjärde vågen avstannade eller om den fortsätter fortfarande. Det är svårt att urskilja någon klar skiljelinje mellan 1980- och 1990-talets fusionsvågor. Det har funnits vissa år när antalet fusioner minskat men de har ändå förekommit i stort antal för att mot slutet av 1990-talet accelerera och bli större än någonsin. Om det är en femte våg eller inte är omdiskuterat men faktum är att det nu görs fler och större företagssammanslagningar än någon gång tidigare.

2.2 Fusionsaktivitet under 1990-talet

Näringslivsanalytiker beskriver fusionsaktiviteten under slutet av 1990-talet i termer av *fusionsmani* och *fusionsyra*. De har förmodligen fog för sin beskrivning då statistik visar att fusionerna slår rekord varje år både i antal och värde. Inte minst i Sverige har vi sett prov på ett flertal stora företagssammanslagningar. Ett stort antal fusioner har emellertid inte visat sig uppfylla de uppsatta målen, vilket varit grogrund för en viss debatt och kritik.¹²

”En våg av fusioner sveper över världen” skriver Åke Lundqvist i DN¹³. Om vågen är en fortsättning på den fjärde internationella fusionsvågen eller om det är fråga om en ny kan som framgår i avsnitt 2.1 diskuteras, men statistik talar för att det under 1990-talet har kommit ännu en våg. Mellan 1990 och 1998 ökade antalet fusioner i världen från drygt 11 000 per år till drygt 28 000 per år, alltså en fördubbling med god marginal.¹⁴ Förutom att företagssammanslagningarna har varit många till antalet har värdet på dem också varit betydande, beroende på att många sammanslagningar skett mellan mycket stora företag. Denna trend kan sägas gälla generellt och internationellt. Om bilden nyanseras något så framträder USA som det land som lett utvecklingen hittills. År 1998 beskrivs i en artikel i

¹¹ Gaughan, P, A, [1996]

¹² Hammar, T, [1999], ”Europa kör om USA i fusioner”, *Svenska Dagbladet*, 16 oktober 1999

¹³ Lundqvist, Å, [1999] ”Fri marknad föder fusioner”, *Dagens Nyheter*, 14 maj 1999

¹⁴ Ibid

Fortune som ”*The year of the megamerger*”, med avseende på fusionsaktiviteten i USA, där en rad stora sammanslagningar ägt rum.¹⁵ Statistik visar emellertid att utvecklingen börjat gå nedåt i USA under 1999, och att Europa är på väg att gå om USA i fusionsaktivitet.¹⁶ Anledningen till nedgången i USA anses enligt bedömare vara högre amerikanska räntor och färre stora fusioner samt förväntade lagändringar som missgynnar fusioner. Uppgången i Europa å andra sidan beror enligt Sven-Erik Sjöstrand, professor vid handelshögskolan i Stockholm, bland annat på att EU och EMU medför en ökad rörlighet för kapital och varor vilket i förlängningen ger en ökad konkurrens. Sjöstrand menar att fusionsvågen i Europa bara har börjat och att en ”...genomgripande strukturförändring i europeiskt näringsliv...” är att vänta. På det internationella planet finns många exempel på fusioner i mångmiljardklassen, räknat i dollar. Som framgick tidigare är det i USA som de största fusionerna ägt rum, vilket tabell 2.1 antyder. Under 1990-talet har sju av de tio största fusionerna skett mellan amerikanska företag.¹⁷

Tabell 2.1 Exempel på några av världens största fusioner

Företag	Bransch	Värde (mdr dollar)
Daimler-Benz och Chrysler	Fordon	40
British Petroleum och Amoco	Oljebolag	55
AT&T och Tele-Communications	Telecom	70
Travelers Group och Citicorp	Försäkring	73
Exxon och Mobil	Oljebolag	86
Vodafone och Mannesmann ¹⁸	Telecom	179
AOL och TIME/Warner ¹⁹	Info/multimedia	185

Källa: Colvin, G, [1999], ”The Year of the Megamerger”, *Fortune*, 11 januari 1999. Egen bearbetning.

Om man anlägger ett svenskt perspektiv så kan det konstateras att det även här har kommit till stånd en rad stora fusioner, med svenska mått mätt. En närmare beskrivning av några fusioner

¹⁵ Colvin, G, [1999], ”The Year of the Megamerger”, *Fortune*, 11 januari 1999

¹⁶ Hammar, T, [1999]

¹⁷ Lundqvist, Å, [1999]

¹⁸ Giertta, C, Björling, S, [2000], ”Dyrt men bra för Vodafone”, *Dagens Nyheter*, 5 februari 2000

¹⁹ Westberg, H, [2000], ”Bioteknik slår IT med hästlängder”, *Svenska Dagbladet*, 16 januari 2000

där svenska företag ingår görs i kapitel 5. Ett gemensamt drag som kan identifieras genom exemplen i tabell 2.2 är att det mestadels varit fråga om sammangåenden mellan svenska och utländska företag. Som exempel kan anföras att det under 1999 genomfördes 837 fusioner där svenska företag var inblandade, och beräknas omfatta ett sammanlagt värde av 250 miljarder kronor.²⁰ Antalet företagssammanslagningar har ökat under hela 1990-talet, förutom 1996 då en marginell minskning kunde registreras. 1999 års siffror kan jämföras med 1994 och 1995 då antalet var 556 respektive 657. Det vill säga att under en femårsperiod har det årliga antalet fusioner ökat med 50 procent.²¹

Tabell 2.2 Exempel på fusioner och förvärv där svenska företag ingår

Företag	Bransch	År
Akzo Nobel	Kemi	1994
Pharmacia&Upjohn	Läkemedel	1995
Autoliv Morton	Fordonssäkerhet	1996
FöreningsSparbanken	Bank	1997
AstraZeneca	Läkemedel	1998
MeritaNordbanken	Bank	1998
StoraEnso	Skog	1998
Ford Volvo-Personvagnar	Personbilar	1999
Volvo-Lastvagnar Scania	Lastvagnar	1999
Securitas Pinkerton	Säkerhet	1999
Tietoerator	Datakonsult	1999

Källa: Egen sammanställning

Det kan konstateras att fusionerna under 1990-talet varit stora, många och internationella. Det kan vara intressant att kort diskutera vilka faktorer som påverkat fusionsutvecklingen i den här riktningen. En förklaring för Europas del har redan tagits upp, nämligen EU och den gemensamma valutan som ekonomiskt i viss mån har förvandlat EU-länderna till en

²⁰ Fusioner och Förvärv, [2000], *Nya rekord i företagsförvärv under 1999*, Fusioner&Förvärv Förlag, Stockholm

²¹ Amster, H, [1996], "Electrolux mest aktivt på nyförvärv", *Svenska Dagbladet*, 7 februari 1996

gemensam marknad. Det är dock inte bara EU:s existens som har drivit på fusionsvågen i Europa. Pontus Braunerhjelm på Industriens utredningsinstitut menar att avregleringen inom branscher som exempelvis telekommunikation och transport fått till följd att vissa företag inom dessa branscher inte överlever ensamma på den fria marknaden. Ett sätt att skydda sig är att gå samman med andra företag.²² På samma sätt som EU enat Europas marknader har det skett en globalisering i stort av världsekonomin, inte minst beroende på den nya tekniska och informationsteknologiska utvecklingen. Sjöstrand menar att denna utveckling påverkat storföretagen på så sätt att de inte anser sig ha råd att avstå från närvaro på någon av de viktiga marknaderna, som Europa, USA och Asien. En fusion innebär i det läget en möjlighet att snabbt få tillgång till andra marknader.²³ En annan förklaring anses vara att många företag har ett kapitalöverskott som bör investeras. Geoffrey Colvin skriver att ”*the world has more financial capital than it knows what to do with*”, vilket kan vara en anledning till ökad fusionsfrekvens.²⁴ Vid sidan av marknadernas utvidgning och avreglering menar vissa bedömare att psykologiska faktorer spelat en viktig roll för fusionsfrekvensen på senare tid.²⁵

Det höga antalet fusioner kan uppfattas som förvånande mot bakgrund av att undersökningar visar att stor andel av fusionerna misslyckas. Exempelvis visar management- och konsultföretaget A T Kearney att cirka 60 procent av 230 stora internationella fusioner mellan 1993 och 1998 har lett till ett sämre resultat än väntat. Mätenheten har här varit aktieavkastningen i förhållande till ett branschgenomsnitt.²⁶ Också andra undersökningar rörande fusioners utfall visar att en majoritet av fusionerna misslyckas.²⁷

En viss debatt har kunnat urskiljas rörande fusionernas önskvärdhet, till viss del beroende på den höga frekvensen av misslyckanden. Det stora antalet fusioner har drivits på av dess förespråkare, som naturligtvis främst utgörs av företagens representanter. Även om den betydande fusionsfrekvensen tyder på att förespråkarna är många så har de inte fått stå oemotsagda. Förespråkarna är oftast de aktörer som deltar aktivt i en fusion, och deras officiella argument kan i de flesta fall sammanfattas med att fusionerna genomförs för företagets bästa. Detta bör i det närmaste vara självklart. Mer intressant är att studera

²² Lundqvist, Å, [1999]

²³ Ibid

²⁴ Colvin, G, [1999]

²⁵ Lundqvist, Å, [1999]

²⁶ Hedberg, C, [1999], ”Nordiska företagsfusioner dålig affär för nordiska aktieägare”, *Svenska Dagbladet*, 23 december 1999

²⁷ Bild, M, [1998], *Valuation of Takeovers*, The Economic Research Institute, Stockholm

motståndarnas argument. De många fusionerna har nämligen fått kritiker att träda fram, som inte sällan kommer från den akademiska världen. Ett exempel är Christian Berggren, professor i industriell ekonomi vid Linköpings universitet, som är skeptisk till det höga antalet fusioner och menar att fusionsvågen har fått "ett eget liv". Fusioner drivs enligt Berggren delvis av aktörer som inte främst ser till företagets bästa. Han menar vidare att kostnaderna och svårigheterna som en fusion medför underskattas samt att synergieffekter ofta överskattas och att de är svåra att realisera i praktiken, beroende på olikartad teknologi och företagskultur.²⁸ Professorn i företagsekonomi vid Harvard-universitetet, Michael Porter, varnar också för en alltför stor fusionsiver. Hans argument är att den innovativa drivkraft som en hård konkurrens medför kan gå förlorad om två konkurrenter slår sig samman. Ett av Porters exempel är Scania och Volvo som är två världsledande lastvagnstillverkare, och som enligt honom uppnått den ställningen tack vare konkurrensen dem emellan.²⁹

Den svenska debatten om fusioner har en naturlig koppling till debatten om stora företags flykt ur landet. Anledningen är att de flesta av de stora företag som ingått fusioner med utländska företag helt eller delvis har flyttat utomlands, vilket hos vissa betraktas med skepsis eftersom risken är att viktig forskning och arbetstillfällen försvinner ur landet. Många individer med specialkunskaper och spetskompetens kan lämna landet till förmån för mer lukrativa marknader. Det kan i sin tur medföra att näringslivet i stort drabbas negativt.³⁰

²⁸ Berggren, C, [1999], "Fusioner är ingen naturlag", *Dagens Nyheter*, 7 september 1999

²⁹ Bergkvist, L; G, [1999], "Dåliga odds för Volvo-Scania", *Svenska Dagbladet*, 14 november 1999

³⁰ Invest in Sweden Agency, [1999], *I huvudet på ett företag*, ISAs Ekonomiska Råd, Stockholm

3 FUSIONSTEORIER

I detta kapitel redogörs för teoribildningen runt fusioner vad gäller dess motiv och drivkrafter. Public choice- och principal-agent teorin studeras också liksom hur dessa kan appliceras på fusionsfenomenet.

3.1 Fusionernas motiv och drivkrafter

Motiven bakom fusioner är som tidigare konstaterats skiftande. I den ovanstående redovisningen av fusionstyper framgår några av skälen bakom att integrera företag horisontellt och vertikalt eller att öka dess branschmässiga bredd. Den ekonomiska litteraturen redovisar ett antal motiv och drivkrafter som får fusioner att komma till stånd. Även om samma motivhypoteser återfinns i de flesta framställningar är sättet att kategorisera dem olika. Ett sätt att sortera dem är efter i vilken mån motiven är att öka den ekonomiska effektiviteten.³¹ Andra fusionsteoretiker delar upp motiven i kategorierna *ekonomiska*, *organisatoriska* och *personliga*, vilka i sin tur kan delas upp i underkategorier.³² Ytterligare ett sätt att sortera motivhypoteserna är huruvida de är uttalade eller outtalade.³³ Sättet att framställa teorierna är kanske mest en semantisk fråga, även om det inte saknar betydelse för hur teorierna ska appliceras.

Nedan återges de motivkategorier som förekommer i den litteratur som vi tagit del av. Vi anser att den mest överskådliga och för vårt syfte mest relevanta uppdelningen är uttalade/officiala och dolda/inofficiala motiv. Med uttalade respektive dolda motiv avses huruvida det är troligt att de skulle åberopas i samband med en fusion. De dolda motiven och drivkrafterna delas in i personliga och psykologiska. De kategorier som valts är övergripande och innefattar de flesta motivkategorier. Det kan finnas specifika teorier som inte redovisas här, men de kan troligtvis sorteras in under någon av de befintliga kategorierna.

³¹ Carlton, D, Perloff, J, [1994], *Modern Industrial Organization*, andra upplagan, Addison-Wesley, New York

³² Kristensen, H, [1999], *Prisförhandlingar vid företagsförvärv*, Lund University Press, Lund

³³ Cartwright, S, Cooper, C, L, [1996], *Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*, andra upplagan, Butterworth-Heinemann Ltd., Oxford

3.2 Uttalade/officiala motiv och drivkrafter

I detta avsnitt redogörs för de motiv bakom fusioner som är officiella i den mening att de antas redovisas offentligt i samband med en fusion. Den gemensamma nämnaren för dessa motiv är att det är för företagets och ägarnas bästa som en fusion legitimeras.

3.2.1 Synergieffekter

Ett av de vanligaste uttalade skälen till att göra en fusion är att förbättra den ekonomiska effektiviteten. Ett begrepp som brukar användas härvidlag är *synergi*. Begreppet används oftast i naturvetenskapliga sammanhang, där det innebär att en reaktion mellan två substanser eller ämnen ger större effekt tillsammans än vad de två skulle skapa sammanlagt om de verkar oberoende av varandra. Bildligt uttryckt kan sägas att en synergieffekt föreligger om två plus två blir fem. Synergier i ekonomiska sammanhang innebär med andra ord att två företag som fusionerar kan producera effektivare, allt annat lika, än vad som vore fallet om de verkade var för sig.³⁴

Synergi är ett relativt brett begrepp, även inom det ekonomiska området, och kan avse såväl den finansiella som reala delen av ekonomin. En viktig real synergieffekt är den kostnadssänkning eller produktivitetsökning i produktionen som stordriftsfördelar medför. Om två företag går samman och bildar ett större företag kan fabriksanläggningar och arbetskraft utnyttjas på ett effektivare sätt tack vare dessa stordriftsfördelar.³⁵

En annan effekt som sorterar under synergier är det som brukar benämnas *economies of scope*. Innebörden av detta är att det kan ligga effektivitetsfördelar i att producera varor och tjänster som är relaterade till varandra, i samma företag. Till exempel kan den utrustning och det kunnande som finns hos en tillverkare av glasögonlinser utnyttjas till att också producera andra optiska produkter.³⁶

Ytterligare en synergieffekt som kan bli resultatet av en fusion är minskade transaktionskostnader. Förutom att en vertikal fusion troligtvis minskar transaktions- och

³⁴ Gaughan, P, A, [1991]

³⁵ Carlton, D, Perloff, J, [1994]

³⁶ Gaughan, P, A, [1991]

informationskostnader genom att transaktionerna internaliseras, kan sådana kostnader minskas på andra sätt i ett större företag. Till exempel påverkas effektiviteten i företagets organisation.³⁷

Förutom reala effektivitetsvinster i produktionen av varor och tjänster kan också synergieffekter som påverkar den *finansiella* effektiviteten skapas via en fusion. Liksom de reala effekterna är det här till viss del storleksökningen som en fusion medför som ligger bakom synergierna.

En finansiell fördel som ett större företag har gentemot ett mindre är den förbättrade tillgången till kapitalmarknaderna och möjligheten att erhålla lägre kapitalkostnader. En orsak till de lägre kapitalkostnader som ett större företag har kan till viss del förklaras av den lägre risk som kapitalmarknaden upplever i företaget. Det kan uttryckas som lägre låneräntor och bättre inlåningsräntor samt andra fördelar som stora kunder kan åtnjuta.³⁸

Ytterligare synergier som en fusion medför är samordningsvinster vad gäller forsknings- och utvecklingsarbete, liksom marknadsföring av produkter. Till exempel kan stordriftsfördelar med gemensam reklam uppnås, liksom i försäljnings- och distributionsledet.³⁹

3.2.2 Diversifiering

Diversifiering på företagsnivå innebär att företagets verksamhetsområde utvidgas från det ursprungliga, vilket sker om ett konglomerat bildas. Ett syfte med att diversifiera genom fusion är att sprida ut risken inom olika branscher. Diversifieringen kan avse såväl en produktmässig som en geografisk spridning. En liknelse kan göras med en aktör på de finansiella marknaderna, vars investeringsportfölj sällan består av enbart samma typ av värdepapper. Denna *portföljteori* kan också tillämpas på företagsfusioner.

³⁷ SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*, bilaga 7

³⁸ Scherer, F, M, Ross, D, [1990]

³⁹ Ibid

Ett företag är oftast utsatt för de konjunktursvängningar som råder i ekonomin. Med dessa svängningar följer också fluktuationer i företagets kassaflöden. Den finansiella risk som följer härmed kan emellertid mildras genom en sammanslagning av företag, vilket kan fungera som ett slags försäkring. En minskning i det ena företagets kassaflöde kan kompenseras genom en ökning i det andra företagets. En term som används för att beskriva en riskreducering av sådant slag är *riskpoolning*.⁴⁰

Ett annat motiv bakom diversifiering är att företaget vill expandera in i en mer lukrativ verksamhet. Här är alltså inte riskreduktionen det styrande utan möjligheten att via ett förvärv eller en fusion öka vinsterna i en annan bransch.⁴¹

3.2.3 Marknadsställning

Ett företag kan ha för avsikt att växa genom fusion av andra ekonomiska skäl än exempelvis stordriftssynergier och riskreducering. Ett sådant motiv, som befinner sig i gränslandet mellan officiella och inofficiella fusionsmotiv, är att stärka företagets position på marknaden med hjälp av bland annat ökade marknadsandelar. För att utöka sin *marknadsmakt* på detta sätt kan en fusion mellan företag vara ett alternativ till tillväxt av egen kraft. Att det leder till starkare ställning på marknaden beror bland annat på att marknadskoncentrationen (det vill säga hur många företag som står för den totala omsättningen) oftast ökar vid en fusion. Detta kan vidare leda till minskad konkurrens och en ökad möjlighet att höja priserna och därmed vinsterna. Det vanliga officiella motivet är dock att kunna bemöta hård konkurrens, inte att hämma densamma.⁴²

Ovanstående gäller huvudsakligen de effekter som horisontella fusioner skapar. Ett annat sätt att stärka sin position på marknaden via företagssammanslagningar är att fusionera vertikalt. Genom att ett företag köper upp en underleverantör kan inträdeshinder uppstå som försvårar för en potentiell konkurrent att träda in på marknaden.⁴³

⁴⁰ Gaughan, P, A, [1991]

⁴¹ Ibid

⁴² Carlton, D, Perloff, J, [1994]

⁴³ Mueller, D, C, [1999] Utkast från kapitel 16 ur kommande bok

Ett motiv för företag att gå samman är också att uppnå en politisk maktposition. En mindre nitisk tillämpning av konkurrenslagarna under 1980-talet ökade möjligheten för företag att tillskansa sig informellt politiskt inflytande genom fusioner. Detta motiv ligger ganska nära motivet att skaffa sig större makt på marknaden. Skillnaden är att företaget via en politisk maktposition troligen vill påverka lagstiftningen.⁴⁴

3.2.4 Förbättrad organisation och ledning

Ett uttalat motiv bakom fusioner är att erhålla effektivare *organisation* och *ledning*. Även sådana strävanden kan i vissa fall vara av det mer inofficiella slaget. De effektivitetsvinster som är möjliga att göra härvidlag kan för det första hänföras till synergieffekter. Det är troligt att det uppstår kostnadsbesparingar genom att låta en ledning styra ett stort företag istället för att låta två ledningsorganisationer styra två mindre företag. De fasta kostnaderna i form av overhead-kostnader minskar således.

För det andra kan effektivitetsfördelar uppnås genom förbättrad ledningskompetens vid en fusion. Vid ett förvärv, där ett företag övertar ett annat, kan ett motiv vara att ledningen i det övertagande företaget anser att resurserna i det potentiellt övertagna företaget inte utnyttjas effektivt, men att det under en ny och effektivare ledning blir vinstgivande.⁴⁵ Fusioner mellan stora företag torde vara ett komfortabelt sätt att få till stånd ett ledningsbyte om den befintliga ledningen inte upplevs effektiv eller kompetent nog.

3.3 Dolda/inofficiella motiv och drivkrafter

Ovanstående fusionsmotiv är mer eller mindre uttalade och har som tidigare påpekats det gemensamma draget att de syftar till att förbättra företagets verksamhet och aktieägarnas nytta. I litteraturen förekommer dock även andra teorier om fusionernas motiv och drivkrafter. Dessa är till sin natur sådana att de sällan redovisas officiellt, beroende på att de är av mer medveten personlig karaktär och inte primärt avsedda för företagets eller ägarnas bästa. Psykologiska och yttre drivkrafter antas också förekomma, som inte direkt går att härleda till någon särskild aktör.

⁴⁴ Carlton, D, Perloff, J, [1994]

⁴⁵ Gaughan, P, A, [1991]

3.3.1 Personliga motiv

Uppfattningen att företagsledningens och andra aktörers egoistiska och rationella nyttomaximering kan ligga bakom fusionsaktivitet är en etablerad fusionsteori. Några direkta empiriska bevis är dock svårt att uppbringa eftersom personliga motiv sällan redovisas eller erkänns i samband med företagssammanslagningar. Det är likväl sannolikt att sådana motiv förekommer.

De personliga drivkrafterna bakom fusioner kan vara den prestige och de tecken på handlingskraft det innebär att vara den som medverkat i stor affärsuppbyggnader. Denna prestige kan senare användas som karriärstege.⁴⁶ Privatekonomiska skäl är en annan viktig faktor. Personer i ledande befattning i företag som ska genomföra en företagssammanslagning har troligtvis förhoppningar om att kunna förhandla sig till en högre lön. Det är inte bara företagsledning och aktieägare som är inblandade i företagsförvärv eller fusioner. Andra intressenter som kan ha motiv för att verka för intensifierad fusionsaktivitet är konsulter, kreditgivare, banker och andra som tjänar på att vara delaktig i en fusion.⁴⁷

3.3.2 Psykologiska motiv inklusive hybrishypotesen

En hypotes om fusioners drivkraft som framförts av Richard Roll, professor vid UCLA, är den så kallade *hybrishypotesen*.⁴⁸ *Drivkraft* är här ett medvetet ordval då det inte direkt är fråga om något bakomliggande motiv. Istället beskriver hybrishypotesen en form av värderingsmissstag. Den är främst giltig för förvärv (takeover) snarare än för ett gemensamt överenskommet samgående mellan två företag.

Det bjudande företaget vid ett förvärv, alltså det företag som står i begrepp att köpa ett annat företag, identifierar först ett lämpligt företag att förvärva. Innan affären fullbordas måste dock köparen värdera sitt köpobjekt, vilket är den centrala processen i hybrishypotesen. Ett företags värde har alltid ett observerbart pris, det vill säga marknadspriset på dess aktier. Om det köpande företaget värderar sitt köpobjekt högre än det befintliga marknadspriset genomförs

⁴⁶ Cartwright, S, Cooper, C, L, [1996]

⁴⁷ Kristensen, H, [1999]

⁴⁸ Gaughan, P, A, (red), [1994], *Readings in Mergers and Acquisitions*, Basil Blackwell Ltd., Cambridge, USA.

följaktligen köpet då köparen rimligen anser sig ha identifierat reella värden eller möjligheter till fördelar som övriga marknaden har missat. Omvänt, om det uppskattade värdet är mindre än det officiella värdet överges planerna på förvärv. Roll ställer då frågan vad som händer om det köpande företaget har gjort en felaktig övervärdering. Svaret är att köpet då genomförs utan att de positiva effekter som företagsledningen kalkylerat med kommer till stånd. Ett bevis för att en sådan felvärdering kan ha skett är att marknadspriset på det företag som ska övertas stiger då köpbudet presenteras, för att sedan återgå till ursprungsvärdet om inget köp sker. För det övertagande företaget gäller att dess marknadspris sjunker vid offentliggörandet av budet och ökar om budet dras tillbaka eller förloras. Rolls tes är att felvärderingar av detta slag är ett uttryck för irrationalitet och hybris hos företagsledningen, och antyder att det kan bero på de individuella företagsledarnas önskan att framstå som handlingskraftiga.⁴⁹ Det är viktigt att poängtera att det finns andra parametrar som kan förklara aktiekursens beteende i samband med en fusion, exempelvis ryktesspridning.

Utöver denna hypotes finns det flera andra drivkrafter som kan vara av stor vikt för en företagssammanslagning genomförande. Dessa faktorer delas in i två delar där den ena omfattar påverkan från gruppen och den andra yttre påverkande faktorer. En inre påverkan kan ske genom gruppsytryck och så kallad ”*group think*”, där en grupp gemensamt manar varandra till övertro på gruppens förmåga och handla därefter.⁵⁰ De yttre påverkningarna är främst den hets som kan uppstå på marknaden som driver och stressar företag till aktion. Det kan medföra det som kallas flockbeteende och som gör att företagen känner sig tvungna att följa strömmen. Fortsättningsvis benämns drivkrafter av detta slag med samlingsnamnet *psykologiska drivkrafter*.

3.3.3 Skatteskäl

Beroende på hur skattesystemet är utformat i det land som företag verkar, kan en fusion medföra fördelar ur beskattningssynvinkel. Ett företag med stora vinster, som är skattepliktiga, kan genom en fusion med ett företag som har ett finansiellt underskott kvitta sin vinst mot det andra företags underskott. På så sätt har företaget med vinst möjlighet att

⁴⁹ Gaughan, P, A, (red), [1994]

⁵⁰ Rollinson, D, Broadfield, A, Edwards, D, [1998] *Organisational Behaviour and Analysis*, Addison Wesley, New York

minska eller helt undkomma skattebetalning. Beskattningssystem skiljer sig åt mellan länder, vilket kan vara ett delmotiv för fusioner över nationsgränser. Skatter kan på flera olika sätt påverka ett företags gärning. Exempel är vinstbeskattning, beskattning på aktieutdelning och inkomstbeskattning för de anställda. Skattemotivet befinner sig i gränslandet mellan uttalade och dolda motiv. Det är ofta en politiskt känslig fråga som företagen inte gärna vill ange som ett avgörande motiv men ibland anses det vara ett av huvudskälen till att en fusion genomförs.⁵¹

3.4 Public choice teorin applicerad på företag

Den så kallade public choice-skolan växte fram på allvar fram under 1960-talet. Några av de som fört teorin framåt är bland andra professorerna James Buchanan och Dennis Mueller. Den förstnämnde erhöll dessutom 1986 Riksbankens ekonomipris till Alfred Nobels minne. Teorin består i att man har försökt att applicera ekonomisk teori på den politiska sfären, vilket gör att teorin befinner sig i gränslandet mellan ekonomi och statsvetenskap. Det centrala draget är att förklara uppkomsten av negativa samhällseffekter i samband med politiska interventioner. De negativa effekterna antas bero på att aktörerna i den politiska processen är rationella nytto-maximerare, som inte nödvändigtvis har samhällets bästa som primärt mål.⁵²

Aktörerna som är föremål för public choice teorin är främst *väljare, politiker, tjänstemän och intressegrupper*. Väljarna utser politiker genom demokratiska val där politikerna antas vara röstmaximerare. Politikernas beslut måste sedermera verkställas. Detta sker i förvaltningen där tjänstemännen har en avgörande roll. En del av public choice teorin gör gällande att tjänstemännen är storleksmaximerare i den meningen att de i egennyttigt intresse försöker öka den egna verksamhetens storlek och betydelse. Intressegruppernas roll är att utöva påtryckningar på beslutsfattare för att försöka påverka besluten i en viss riktning.⁵³

Teorin om aktörernas nytto-maximering används bland annat för att studera imperfektioner i den politiska sektorn. Förekomsten av marknadsmisslyckanden motiverar i vissa fall statliga ingripanden. Den statliga aktivitetens omfattning och storlek kan dock överdrivas i förhållande till vad som är samhällsekonomiskt optimalt. Detta kan ge upphov till att politiska

⁵¹ Gaughan, P, A, [1991]

⁵² McNutt, P, A, [1996], *The Economics of Public Choice*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham

⁵³ Mueller, D, C, [1979], *Public choice*, Cambridge University Press, Cambridge

misslyckanden ersätter de marknadsmisslyckanden som var avsedda att minskas. Ytterligare en aspekt som studeras inom public choice är de problem som kan uppstå vid röstningsförfarande och röstköp.⁵⁴ Aktörerna i public choice teorin och antagandena om dessa anser vi vara överförbara till de aktörer som förekommer i samband med en företagsfusion.

Väljare/aktieägare: I den politiska processen utgår makten ytterst från väljarna genom politiska val. Aktieägarna i ett företag har genom bolagsstämmor möjlighet att utse representanter till företagets styrelse, vilket kan liknas vid väljarnas roll i det politiska spelet. Det finns dock väsentliga skillnader mellan den demokrati som utövas i ett företag och den som råder inom politiken. Principen om "en man en röst" stämmer inte, utan det vanliga är istället "en aktie en röst". Makten utgår således från storleken i ägande och inte ägandet i sig. Det finns även distinktioner mellan olika typer av aktier samt att vissa variationer mellan olika företag förekommer, såsom hur många aktier som motsvarar en röst och så vidare. Trots dessa avvikelser kan aktieägarna sägas ha väljarnas roll i företaget.

Politiker/styrelse: På bolagsstämman utser aktieägarna en styrelse som har i uppgift att företräda ägarna och borga för god drift av företaget, vilket i längden ska ge aktieägarna god avkastning. Styrelsen får då i praktiken samma uppgift som folkvalda politiker, det vill säga företräda sina väljare. Styrelsens uppgift inom företaget är att fatta övergripande beslut för företagets del. Exempel är att utarbeta företagets mål och strategier samt att utse en verkställande direktör.

Tjänstemän/chefer: Ett företag har alltid någon form av ledningskonstellation som handhar den dagliga driften och ansvarar för verkställandet av styrelsens direktiv. I de flesta fall består ledningen av verkställande direktör samt underchefer och ledningsgrupper, givetvis mycket skiftande beroende på företagets struktur och organisation. En parallell kan dras till statlig förvaltning med dess förvaltningstjänstemän vars uppgift är att implementera politikernas beslut. Enligt public choice teorin besitter tjänstemännen ett informationsövertag gentemot politikerna och har därmed viss möjlighet att gynna sig själva och den egna förvaltningen.⁵⁵ På liknande sätt kan VD ha ett informationsövertag över styrelsen, samtidigt som styrelsen och VD tillsammans besitter mer information än aktieägarna. Förvaltningstjänstemännen kan genom detta informationsövertag försöka storleksmaximera sina avdelningar genom att

⁵⁴ Mueller, D. C. [1979]

⁵⁵ Marsh, D. Stoker, G. [1995], *Theory and Methods in Political Science*, Macmillan Press Ltd., London

maximera budgetens storlek. Detta förekommer till viss del inom företag i den bemärkelsen att chefer i olika nivåer vill maximera storlekarna på avdelningarna och ansvarsområdena, för att på detta sätt dra personliga fördelar.

Intressegrupper: Likväl som det finns intressegrupper inom politiken utövar dessa också en betydelsefull roll inom näringslivet. Exempel härvidlag är fackföreningar, aktieägarsammanslutningar, kunder, leverantörer, finansiärer, konsulter och så vidare. Dessa grupper försöker utöva påtryckningar i syfte att gynna sina egna eller sina medlemmars intressen. Påtryckningarna kan ta sig uttryck i bland annat lobbyverksamhet, konsulters (corporate finance) medverkan vid affärsuppställningar och så vidare.

Ovanstående resonemang visar att centrala antaganden i public choice teorin i viss utsträckning kan appliceras på styrandet av företag. Det är möjligt att skönja tendenser till att beslutsfattande inte alltid ger det, för företaget, mest effektiva resultatet beroende på personlig nyttomaximering.

3.5 Principal-agent teorin

I många sammanhang utförs en verksamhet av en aktör (*agent*) på uppdrag av en huvudman (*principal*). Till exempel utför en anställd på ett företag vissa tjänster åt sin arbetsgivare. Ett grundläggande problem med sådana överenskommelser är att den anställde ytterst agerar å någon annans vägnar och att uppdragsgivaren inte har möjlighet att kontrollera att uppdraget utförs som avtalats. På liknande sätt är det organisatoriska problemet med ett större aktiebolag att ägandet och styrandet sällan sammanfaller i större utsträckning. Företagsledarna, som oftast inte ensamt äger företaget, styr företaget åt aktieägarna och agerar därmed som agent. En teori som behandlar problematik av detta slag är *principal-agent teorin*.⁵⁶

Kärnan i teorin kan uttryckas med hjälp av två antaganden. Det ena antagandet är att agentens mål och intressen står i konflikt med uppdragsgivarens (principalen). Det andra är att det föreligger svårigheter eller kostnader för principalen att kontrollera agentens agerande.⁵⁷

⁵⁶ Eatwell, J, Milgate, M, Newman, P, (red), [1987], *The New Palgrave – A dictionary of economics*, Macmillan Press Limited, London

⁵⁷ Shankman, N, A, [1999], "Reframing the Debate Between Agency and Stakeholder Theories of the Firm", *Journal of Business Ethics*, Vol 19, Maj 1999

Principal-agent teorin kan således i grunden sägas vara ett problem med asymmetrisk information i kombination med en intressekonflikt. Uppkomsten av divergerande intressen beror på att agenten genom att agera opportunistiskt kan öka sin nytta, vilken inte alltid sammanfaller med uppdragsgivarens nytta. Möjligheten att agera opportunistiskt uppstår på grund av att agenterna ofta har ett informationsövertag gentemot uppdragsgivaren, som sällan har tillgång till detaljerna runt det uppdrag som utförs. Detta informationsövertag i kombination med alltför höga kontrollkostnader (monitoring cost) leder vidare till att uppdragsgivaren har begränsade möjligheter att kontrollera sin agents beteende. Sammantaget kan ovanstående leda till att agenten inte utför sitt uppdrag i enlighet med vad som avtalats.

En konflikt kan också uppstå när agentens och principalens riskbenägenhet avviker från varandra. Agenten kan, beroende på informationsasymmetrin och kontrollsvårigheterna, agera på ett sätt som uppdragsgivaren skulle uppleva som alltför riskfyllt. Den divergerande riskbenägenheten består i att det är principalen som bär den ekonomiska risken, och/eller det juridiska ansvaret, för det uppdrag som agenten utför. Agenten kan således antas ha en högre riskbenägenhet än sin uppdragsgivare.⁵⁸

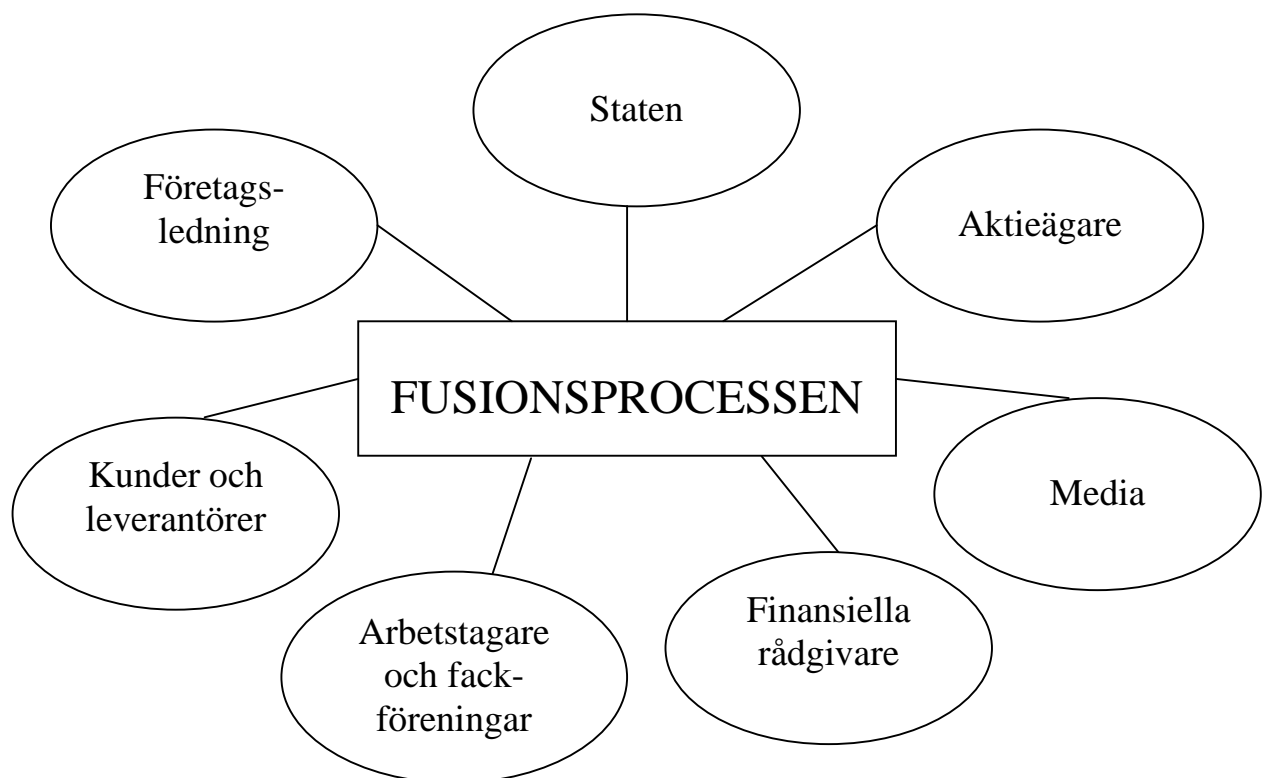
En vanlig tillämpning av principal-agent teorin är på det agentförhållande som råder i aktiebolag, där ägandet och styrandet inte alltid sammanfaller. Anledningen är för det första att företagsledningen kan ha andra mål och intressen med styrandet av företaget än ägarna, och dessutom olika riskbenägenhet. För det andra har ledningen oftast ett betydande informationsövertag över den enskilde aktieägaren vad gäller företagets förehavanden.

⁵⁸ Shankman, N, A, [1999]

4 AKTÖRERNA I FUSIONSPROCESSEN

Som tidigare framgått finns aktörer både inom och utanför företaget som på olika sätt är inbegripna i en företagsammanslagning. I detta kapitel följer en redogörelse för fusionsprocessens aktörer, dels vilken funktion de har i denna process och dels en diskussion om vilken motivbild de kan ha inför en fusion. Figur 4.1 visar de aktörer som vi anser medverkar direkt eller indirekt i fusionsprocessen.

Figur 4.1 Fusionsprocessens aktörer



Källa: Egen sammanställning

4.1 Företagsledning

En företagslednings (VD och styrelse) funktion har redan kort berörts. Den består i att ha ett övergripande ansvar för företagets verksamhet och att ansvara för den dagliga driften. Vilken roll spelar då ledningen i samband med ett samgående mellan företag? Eftersom ledningen har som uppgift att ansvara för företagets drift, till exempel vid större affärer, ingår således i

uppgiften att också ansvara för genomförandet av en eventuell fusion. Uppgiften härvidlag består huvudsakligen av tre olika delmoment.

För det första ska en fusionsprocess initieras, det vill säga att företaget av olika skäl anser sig vara i behov av att söka en partner. Här spelar ledningen en viktig roll då den oftast, formellt, tar initiativet till affärer av sådant slag. Mer konkret innebär detta bland annat att undersöka företagets behov och att identifiera och värdera möjliga fusionsobjekt. Som redovisas längre fram har också andra intressenter vid sidan av aktörerna i företaget ett visst inflytande i denna del av fusionsprocessen, exempelvis rådgivare och konsulter.⁵⁹

För det andra utgörs en betydelsefull del av fusionsprocessen av att förhandla fram ett avtal mellan parterna. Också detta moment är i huvudsak företagsledningens uppgift. Det är dock styrelsens och aktieägarnas uppgift att senare godkänna avtalet. Likväl är det den högsta ledningen som är huvudaktören vid själva förhandlingarna, ofta med stöd av rådgivare också här. Huruvida ledningarna i båda företagen är inbegripna i förhandlingar med varandra beror dock på i vilken mån det är fråga om en överenskommen fusion mellan två företag eller inte. Om det rör sig om ett fientligt övertagande är en förhandling mellan företagsledningar mindre sannolik.⁶⁰

Ledningen har även det övergripande ansvaret för det tredje momentet vid en fusion, nämligen att samordna sammanslagningen när avtalet väl har träffats. Detta handlar i praktiken om att omstrukturera företagsorganisationen på såväl ledningsnivå som på produktionsnivå.⁶¹ Företagsledningens motiv för att genomdriva en fusion är dels att förbättra företagets verksamhet och öka aktieägarnas avkastning, dels kan de även ha mer personliga motiv såsom högre löner och ökad makt.

4.2 Aktieägare

Aktieägarnas funktion vid en fusion är att godkänna det framförhandlade fusionsavtalet. Detta sker ofta genom en bolagsstämma eller liknande. Detta förutsatt att det rör sig om ett av båda

⁵⁹ Gaughan, P, A, [1991]

⁶⁰ Carlton, D, Perloff, J, [1994]

⁶¹ Clark, P, J, [1991], *Beyond the Deal-Optimizing Merger and Acquisition Value*, HarperCollins Publishers Inc., New York

parter överenskommet samgående. Om det å andra sidan är fråga om ett fientligt övertagande från ett företags sida, har således aktieägarna i det övertagna företaget inget inflytande över affären. Ett sätt för ett företag att överta ett annat är att vända sig direkt till aktieägarna och uppmana dessa att sälja sina aktier, ett så kallat *tender offer*.⁶² Ägarnas inflytande är begränsat. De kan antingen sälja sina aktier om de är missnöjda med hur företaget agerar, en så kallad *exit*. Den andra möjligheten är om de behåller sina aktier och aktivt försöker påverka genom aktieägarsammanslutningar eller direkt på bolagsstämma, det som benämns *voice*. Det är här viktigt att konstatera att aktieägarna har olika mycket inflytande. En stor fondförvaltare har till exempel större inflytande än en enskild småsparare.

Aktieägarnas motiv för att godkänna att deras företag ska slås samman med ett annat torde vara entydigt, nämligen att fusionen kommer att medföra en högre aktiekurs. Omvänt, om samgåendet istället förväntas medföra en försämrad situation är det troligt att aktieägarna motsäger sig fusionen. Det är därför lätt att konstatera vilken uppfattning aktieägarmajoriteten har om en eventuell fusion. Genomförs fusionen har således huvuddelen (två tredjedelar) av aktieägarna godkänt uppgörelsen.⁶³

4.3 Finansiella rådgivare

En grupp utomstående aktörer som ibland spelar en mycket aktiv roll är finansiella rådgivare och konsulter, även benämnda *corporate finance* bolag. Deras funktion vid en fusion är traditionellt att, som begreppet säger, bistå de sammangående eller uppköpande parterna med råd och vägledning. På senare tid har corporate finance bolagens roll förändrats i den bemärkelsen att de flyttat fram sina positioner. Från att ha varit defensiva och passiva rådgivare har deras verksamhet utvecklats till att bli direkt pådrivande i fråga om fusioner. En viktig uppgift som nu förekommer i större utsträckning är att aktivt verka för företagssammanslagningar genom att komma med förslag på möjliga företagsaffärer. En fusion kan i vissa fall således uppstå till följd av "aggressiv" finansiell rådgivning, och inte på initiativ från företagsledningen eller aktieägare. Vilka fusioner och övertaganden som kommer till stånd på detta sätt är dock naturligtvis svårt att avgöra eftersom sådana former av aktiv rådgivning sällan redovisas offentligt. En grupp av aktörer som kan sägas sortera under

⁶² Carlton, D, Perloff, J, [1994]

⁶³ Aktiebolagslagen kap 14, § 11

corporate finance är eventuella finansiärer och banker vars uppgift är att bidra till finansieringen av fusioner.⁶⁴

Vad är det som driver dessa corporate finance bolag att aktivt verka för företagsfusioner? Svaret är att deras affärsverksamhet bland annat består av, och inkomster genereras av, just rådgivning vid fusioner. Rådgivarna har alltså tydliga incitament för att förespråka fusioner, trots att de är en aktör utanför de agerande företagen. Hur inflytandet ter sig på denna punkt diskuteras längre fram.

4.4 Arbetstagare och fackföreningar

En utomstående aktör som mer sällan nämns vid fusioner är arbetstagarorganisationerna. Anledningen till att dessa ändå kan sägas vara aktörer är att de har intressen att bevaka i samband med företagssammanslagningar eller uppköp och även har visst inflytande i fusionsprocessen. Den enskilde anställde påverkas ofta i den bemärkelsen att arbetssituationen förändras och kan ibland även förlora sitt jobb. Facket har också ett intresse av vad som händer i stort på arbetsplatsen beträffande anläggningar, fabriker och huvudkontor. Vilka effekterna blir på samhällsekonomisk nivå torde likaså ligga inom ramen för fackliga intressen. Den högre graden av medbestämmande som arbetstagarna erhöll under 1970-talet har ökat möjligheterna att påverka utvecklingen på dessa områden. Genom medbestämmandelagen (MBL) har facket numer ett visst inflytande genom att lagen ålägger företaget förhandlingsskyldighet i frågor som rör de anställda, vilket en fusion ofta gör. En annan inflytandekanal för löntagarna är lagen om styrelserepresentation, som anger att facket har rätt att utse representanter till företagets styrelse. På så sätt har facket en viss möjlighet att även påverka en fusion, som skall godkännas av styrelsen.⁶⁵

Generellt kan sägas att facket, i den mån de kan påverka en affär av sådant slag, ser till arbetstagarnas bästa. Om ett företag genom en fusion stärker sin ställning på ett sätt som gynnar de anställda torde facket och dess medlemmar vara positivt inställda till fusionen. I en sådan situation sammanfaller således företagets (aktieägarna och företagsledning) och arbetstagarnas intentioner med en fusion. Som sades ovan innebär emellertid en

⁶⁴ Lindsten, P, O, [1999], "Makten bakom makten", *Veckans Affärer*, 8 november 1999

⁶⁵ SOU 1990:1, *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*, bilaga 4, Allmänna förlaget, Stockholm

sammanslagning av två företag ofta negativa konsekvenser för de anställda i form av uppsägningar om syftet är att rationalisera produktionen. Det är med andra ord inte självklart att facket överhuvudtaget har anledning att ställa sig bakom en sammanslagning eller liknande.

4.5 Kunder och leverantörer

Kunder och leverantörer kan ses som självklara aktörer i samband med ett företag. De har däremot oftast ingen primär inverkan på fusionsprocessen, men kan ändå påverka indirekt. En aspekt som fusionerande företag måste ta i beaktning är de relationer och kontrakt som knutits gentemot kunder och leverantörer. Om sådana kontrakt bryts kan onödiga kostnader uppstå. Kunder kan välja att inte fortsätta köpa av företaget om de av någon anledning är missnöjda med verksamheten. Det är givetvis viktigt för det fusionerande företaget att behålla sin kundkrets, vilket innebär att kundrelationerna bör beaktas inför ett fusionsbeslut. Vad gäller leverantörer kan de tvingas upphöra med leveranser om kontrakt bryts och produktion omlokaliseras eller läggs ner. Ett exempel är när större företag flyttar produktion utomlands. Antagandet om exit och voice kan tillämpas även på kunder och leverantörer.

4.6 Staten

Fusioner leder ofta till påtagliga effekter på näringslivet och samhällsekonomin. Av den anledningen har de statliga myndigheterna intresse av att bevaka utvecklingen, och agerar också i dessa frågor. Den faktor som främst bevakas är hur konkurrensen påverkas vid fusioner och förvärv, vilket regleras av konkurrenslagstiftningen. Det finns alltså juridiska aspekter som medför att företagen inte helt fritt kan genomföra fusioner.

I Sverige övervakas fusionsaktiviteten för statens räkning av Konkurrensverket, som lyder under Näringsdepartementet. Verkets uppgifter är bland annat att motverka konkurrensbegränsande företagsaffärer genom att tillämpa *konkurrenslagen* (1993:20), vars 34-44§§ behandlar företagsförvärv.⁶⁶ Enligt denna lag ska företagsförvärv anmälas till Konkurrensverket om de berörda företagens sammanlagda omsättning överstiger fyra miljarder kronor. Konkurrensverket kan sedan ta initiativ till en prövning av ett förvärv om så

⁶⁶ Internet: www.kkv.se/emaindoc/sarb_veruppg.htm 1999-12-03

anses påkallat. Även på EU-nivå finns motsvarande regleringar vad gäller konkurrenshämmande företagsaffärer. Andra lagar som till viss del påverkar tillvägagångssättet och arbetsprocessen vid en fusion är exempelvis *aktiebolagslagen* och *lagen om börs- och clearingverksamhet*. Staten är således en aktör med starkt inflytande på fusionsprocessen.

Statsmakternas motiv i fusionsprocessen bör vara att tillse att den för samhällsekonomin sunda konkurrensen inte hotas på ett otillbörligt sätt. I övrigt kan staten betraktas som en neutral aktör i fusionsprocessen, då det normalt sett inte finns några statliga intressen att bevaka. Undantag existerar naturligtvis då det är fråga om företag i statlig ägo, då staten och privata företag antas ha likvärdiga motiv.

4.7 Media och andra opinionsbildare

Ytterligare en utomstående aktör att ta i beaktning är massmedia och de opinionsbildare som är aktiva i debatten. Media har inget direkt inflytande i fusionsprocessen men kan genom opinionsbildning, och genom att upplåta debattutrymme till fusionsprocessens övriga intressenter, påverka de aktörer som har att ta ställning till en fusion. Enligt professor Christian Berggren är media en pådrivande kraft i tider av stor fusionsaktivitet genom att man sätter press på företagsledningarna att visa sig handlingskraftiga.⁶⁷ Några direkta motiv hos media som aktörsgrupp för att inta en viss ståndpunkt om fusioner är däremot svårt att se. Däremot har det ökade allmänna intresset för näringsliv och ekonomiska frågor medfört att media allt oftare för upp frågorna till debatt och har en kontinuerlig mediabevakning. Däri ligger en möjlighet att vinna tittare och läsare. Det är även befogat att ifrågasätta den kompetens och det kunnande som medias aktörer besitter. De har en stor genomslagskraft men har ofta inte tillgång till samma information och kunskap som företagen.

⁶⁷ Wennberg, I, [1999], "Fusioner som förskräcker", *Ekonomi & Styrning*, nr 4, 1999

5 BESKRIVNING AV FYRA FUSIONER

I detta kapitel görs en kortare redovisning av fusioner under 1990-talet där svenska företag varit inblandade. De branscher som granskas och används för att exemplifiera fusionsprocesserna och företagens motiv är läkemedelsindustrin och bankbranschen. De uppgifter som används har främst hämtats från företagens egna fusionsprospekt och publikationer.

5.1 Läkemedelsbranschen

De två företagssammanslagningar som redovisas inom läkemedelsbranschen är horisontella och har utförts mellan stora, jämbördiga aktörer. De studerade företagen är AstraZeneca och Pharmacia&Upjohn.

5.1.1 AstraZeneca⁶⁸

Svenska Astra och brittiska Zeneca fusionerade i december 1998. Fusionen implementerades genom att Zeneca löste in samtliga Astras aktier i utbyte mot nya AstraZeneca-aktier. Affären var en ”merger by equals”, där båda parter var delaktiga i utformningen av det nya företaget och dess framtid. Koncernens huvudkontor förlades till London, medan centrum för forskning och utveckling (FoU) lokaliserades till Södertälje. I juni 1998 bedömdes det sammanslagna företaget bli det tredje största läkemedelsföretaget i världen samt vara marknadsledande inom flera viktiga medicinska områden, exempelvis mage/tarm och smärtlindring.

De officiella motiv som angavs inför fusionen för att övertyga Astras aktieägare om att fusionen var rättvis och nödvändig var av olika karaktär. Det framhävs på ett flertal ställen i prospektet att företagen passar varandra väl och att det är aktievärdet och aktieägarnas bästa som hela tiden skall prioriteras. Företagen har liknande synsätt på läkemedelsindustrin samt en snarlik inställning till ledning och FoU. Dessutom ansågs de båda företagens forskningsportföljer komplettera varandra på ett bra sätt.

⁶⁸ AstraZeneca prospekt 1998

De viktigaste delmotiven som ansågs leda till att *”förbättra bolagens möjligheter att skapa långsiktig tillväxt och ökat värde för aktieägarna”*⁶⁹ var att:

- Förbättra den globala närvaron och styrkan inom försäljning och marknadsföring.
- Stärka forskning och utveckling för att främja innovationsbaserad tillväxt.
- Öka den finansiella styrkan för att möjliggöra en strategisk handlingsfrihet.

Förutom dessa motiv poängterades flera andra anledningar till att fusionen borde drivas igenom. Exempelvis ansågs att det nya företaget skulle erhålla en erfaren och kompetent ledningsgrupp. Det sammanslagna företagens produktportfölj samt kommande produkter bedömdes som mycket starka. Möjligheten att agera på ett strategiskt riktigt sätt när patent av olika slag upphör, bedöms vara avsevärt bättre för det sammanslagna företaget. Detta för att det större företaget erbjuder fler möjligheter att parera motgångar på marknaden samt att det ökar möjligheten att snabbt kunna få fram nya läkemedel som kan överta de tidigare flaggskeppen. Exempel på viktiga patent som upphör under perioden 2001-2002 är Losec, Nolvadex och Zestril.

AstraZeneca räknar givetvis med att göra stora samordningsvinster. Företaget kalkylerar med samordningsvinster på 8,7 miljarder kronor per år, efter tre år. Vinsterna hoppas företaget kunna uppnå genom kostnadsbesparingar, effektivare produktion och stordriftsfördelar inom inköp och FoU samt genom andra synergieffekter. Uppskattningsvis kommer 60 procent av besparingarna att ske genom avyttring av personal. Ungefär 6 000 arbetstillfällen är tänkta att rationaliseras bort de första tre åren. Omstruktureringarna är främst avsedda att beröra poster där dubbleringar uppstår, vilket främst förekommer inom administration och försäljningsled.

Kostnaderna för att genomdriva omstruktureringarna och realisera samordningsvinsterna uppskattas till 9,4 miljarder kronor. Därutöver tillkommer kostnader för förberedelser, arvoden och tryckkostnader på uppskattningsvis 1,4 miljarder. Bland annat har fyra corporate finance företag varit inblandade i affären. De fyra rådgivarna var KPMG, Deloitte & Touche, Goldman Sachs samt Morgan Stanley. De har varit delaktiga i utformningen av avtal och prospekt, granskning av redovisningen samt i värderingen av de båda företagen. De har

⁶⁹ AstraZeneca prospekt 1998, sid. 19

bidragit med så kallade värderingsutlåtanden som anger huruvida buden mellan företagen motsvarar ett verkligt värde och om de är rättvisa (*fair*) eller inte.

5.1.2 *Pharmacia&Upjohn, Inc.*⁷⁰

Under hösten 1995 fusionerade Pharmacia med det amerikanska bolaget Upjohn. Det sammanslagna företaget siktade vid den tidpunkten på att bli ett av världens tio största läkemedelsföretag, med en omsättning på drygt 50 miljarder kronor och cirka 34 500 anställda. Huvudkontoret placerades neutralt i Storbritannien och ledningen skulle bestå av lika delar svenskar och amerikaner. Några av de uttalade motiven till fusionen var följande;

- Bredda och förstärka marknadsorganisationerna
- Erhålla starkare produktportfölj
- Förstärkt FoU, både genom ökade ekonomiska anslag och kompetensmässigt
- Bättre resultat genom övriga synergieffekter

Företagen ansåg det viktigt att bredda sig på flera marknader och att de hade möjlighet att komplettera varandra väl genom att de var väletablerade på olika marknader. De avsåg att stärka sina positioner på marknaderna i USA, Japan samt i Europa. Produktportföljerna ansågs matcha varandra väl för att kunna ge ett bredare utbud, både vad gäller de dåvarande produkterna och de som var på forskningsstadiet. Detta beroende på att företagen ansågs ha inriktat sig på olika medicinska områden som lämpar sig för samarbete. Det är bland annat inom områden som cancer, tillväxthormoner och intensivvård som det nya företaget kommer att få starka positioner. Exempel på storsäljare är Provera, Xanax och Genotropin.

Inom FoU ansågs bolagen passa varandra väl med anledning av att de hade en liknande syn på forskningen samt att företaget skulle tillförsäkra sig en förstärkt position både resurs- och kompetensmässigt. Den sammanlagda summan som årligen skulle avsättas till forskning var 1995 ämnad att bli 8 miljarder kronor.

⁷⁰ Pharmacia&Upjohn prospekt 1995

Övriga synergieffekter som fusionen skulle bidra med var bland annat samordningsvinster samt årliga kostnadsminskningar, varav de senare var tänkta att uppgå till 3,5 miljarder kronor. 85 procent av dessa besparingar skulle vara intjänade första året, och efter två år skulle hela den årliga besparingen kunna uppnås. Liksom i fallet med AstraZeneca var det främst elimineringen av dubbleringar som skulle bidra med de största besparingarna, närmare bestämt 60 procent av de årliga kostnadsminskningarna. Approximativt 4 000 anställda skulle rationaliseras bort, främst inom administration och marknadsavdelningar. Kostnaderna för omstruktureringarna beräknades uppgå till en sammanlagd summa av 3,5 miljarder kronor.

I denna företagssammanslagning var många finansiella aktörer inblandade. Morgan Stanely var Pharmacias finansiella medarbetare och Goldman Sachs var Upjohns partner. De bistod med värderingsutlåtanden av de båda läkemedelsföretagen samt granskning av deras redovisningar. Utöver dessa corporate finance företag deltog även ett flertal banker och revisionsbyråer i arbetet med att utarbeta villkoren för fusionen och i processen för att få den genomförd. Anmärkningsvärt är de stora arvoden som utgick i samband med fusionens genomförande. När affären gick i lås betalade Pharmacia närmare 150 miljoner kronor till den finansiella rådgivaren Morgan Stanely, exklusive utlägg som rådgivarna haft under tiden de arbetat för Pharmacias räkning. Upjohns partner Goldman Sachs erhöll dryga 130 miljoner i rena arvoden exklusive utlägg. Utöver dessa summor har avgifter betalats som vanligt till banker och corporate finance företag vid penningtransaktioner och motsvarande tjänster.

5.2 Bankbranschen

De exempel som valts från denna bransch är återigen horisontella fusioner mellan stora aktörer som befinner sig i toppskiktet av branschen. Bankväsendet generellt har varit utsatt för relativt många fusioner. Det är en bransch där det varit lätt att sammanföra företag i större enheter. Detta beroende på att tjänsterna som utförs är av snarlik karaktär samt att det funnits enkla, men möjligtvis smärtsamma, rationaliseringsbesparingar att göra. Exempelvis kan det röra sig om att slå samman bankkontor på orter där dubbleringar uppstått efter en fusion. De studerade företagen är FöreningsSparbanken och MeritaNordbanken.

5.2.1 FöreningsSparbanken ⁷¹

FöreningsSparbanken bildades 1997 av Föreningsbanken och Sparbanken Sverige. Rent praktiskt övertog Sparbanken Föreningsbankens tillgångar och skulder. Föreningsbanken upplöstes och Sparbanken utökade sitt namn. Bankerna ansågs passa varandra väl, med en liknande bakgrund och affärsidé samt en folklig och lokal förankring.

Motiven som angavs av de båda styrelserna var:

- Förändrade marknadsbetingelser och omvärld.
- Utveckling av teknik och kompetens.
- Fusionen skall medföra fördelar för intressegrupper.
- Sammanslagningen ska ge resultateffekter.

Bankerna menade att en omstrukturering inom bankväsendet är en nödvändighet, de hävdar även att det är en global process som är den huvudsakliga, pådrivande faktorn. Bankmarknadens avreglering och internationalisering samt en förändrad marknadsstruktur har medfört ökad konkurrens inom branschen. Bland annat har nya aktörer, såsom banker utan lokala kontor som agerar enbart via Internet, etablerat sig på marknaden. Bankerna måste därmed förnya sig och följa utvecklingen genom införskaffande av ny teknik samt anpassa sin kompetens till de nya betingelserna. Den sammanslagna banken räknar med att ha cirka fem miljoner kunder att betjäna till konkurrenskraftiga priser.

Bankerna angav även som motiv att fusionen skulle medföra långsiktiga, positiva effekter för flertalet av deras intressegrupper. Aktieägarna bedömdes erhålla god utdelning och värdetillväxt. Kunderna ansågs få det bättre i och med ökad service och tillgänglighet samt en långsiktigt lokal närvaro. De anställda ska få det bättre genom att förutsättningarna för en personlig utveckling inom banken ökar. De bedömer även att samhället tjänar på fusionen i den mån att den borgar för en fortsatt stark lokal förankring och ett rikstäckande bankalternativ.

⁷¹ FöreningsSparbanken prospekt 1997

Även stora resultateffekter förväntades av samgåendet. Det handlade främst om besparingar och effektivitetsvinster. Uppskattningsvis ska banken, från och med år 2000, göra en årlig effektivitetsvinst på 1,5 miljarder kronor. Den största delen av effektivitetsvinsterna kommer härröra från neddragningar i personal och lokaler. Främst skall rationaliseringar ske på flera av de 1 100 lokalkontoren. På uppskattningsvis mellan 240 och 380 platser i landet ska dubbleringar av kontor tas bort. Enligt beräkning skall 2 000 av de 13 000 anställda rationaliseras bort, en budget på 2 miljarder har lagts för att underlätta personalavgångarna. Bankerna räknar även med att bli effektivare genom att utnyttja stordriftsfördelar inom bland annat försäljning, utveckling av data- och kommunikationssystem samt att på central nivå samordna produkter och verksamhet.

De utomstående finansiella rådgivare som varit inblandade i affären har bland andra varit Alfred Berg Fondkommission AB, D. Carnegie AB och JP Morgan. Utöver dessa har revisorer och analyspersonal från bankernas egna led deltagit i granskningen och upplägget av fusionen. Några kostnader för det förberedande arbetet och medföljande arvoden redovisas inte i prospektet.

5.2.2 MeritaNordbanken ⁷²

Sedan våren 1998 agerar de båda bankerna Merita och Nordbanken som en enhet, såväl ledningsmässigt och operationellt. Företaget ägs formellt av två holdingbolag, finska Merita Abp och svenska Nordbanken Holding AB. Holdingbolagen är börsnoterade i respektive land. Nordbanken står för 60 procent av ägandet och Merita för 40 procent, andelen rösträtter är dock lika fördelade mellan de båda företagen. Anledningen till denna ”dual-holding”-konstellation är att en svensk och en finsk bank av juridiska skäl helt enkelt inte kan slås samman. Nuvarande ägarstruktur uppges dock vara en övergångslösning. Den sammanslagna banken beräknas ha 6,5 miljoner privatkunder och drygt 300 000 företagskunder. Det sammanlagda börsvärdet den 5 november 1997 var 80 miljarder kronor.

⁷² MeritaNordbanken prospekt 1998

De uttalade motiven till fusionen var följande:

- Att skapa en god utvecklingsplattform för fortsatt internationell expansion i Norden och Östersjöregionen. Ett långsiktigt mål är att bli en heltäckande bank i Norden.
- En ökad kapitalstyrka ger banken en ökad strategisk flexibilitet.
- Effektivisering av verksamheterna skall medföra en ökad försäljning.
- Att genom mer resurser och högre kompetens kunna investera i erforderlig teknik och IT-verksamhet. Bland annat förbereda tekniken inför inträdet i EMU.
- Synergieffekter skall uppnås både genom kostnadsbesparingar och intäktsförbättringar, vilket är tänkt att öka aktievärdet.

Den ökade konkurrensen inom bankbranschen har medfört att den sammanslagna banken har för avsikt att träda in på nya marknader. Expansionen av bankens verksamhet i Norden och i övriga Östersjöregionen ansågs som en av de viktigaste anledningarna för de båda bankerna att föra samman sina verksamheter. De bedömer dessa områden som potentiella tillväxtregioner. Möjligheten till framtida fusioner och förvärv anses stora främst i Norge och Danmark, som initialt är de marknader där banken är tänkt att expandera. I prospektet anses Nordbanken vara en av de mest kostnadseffektiva bankerna i Norden och det är meningen att de bästa arbetsmetoderna ska väljas från varje bank och införlivas i den nya koncernen. Det skall även förekomma ett produktutbyte mellan bankerna som dels skall bredda utbudet och dels förbättra det nuvarande sortimentet av produkter och tjänster. Inom nya tjänsteområden såsom IT har bankerna investerat i olika system och hoppas gemensamt kunna förbättra sin situation. Det ska ske genom gemensamma investeringar i ny teknik samt genom att förbättra kompetensen inom dessa områden.

Den nya koncernen räknar med att göra stora synergivinster. Dessa skall åstadkommas genom såväl kostnadsbesparingar som intäktssynergier. Kostnadsbesparingarna skall främst ske genom minskningar i personalstyrkan. Uppskattningsvis 600 heltidsplatser skall försvinna vilket motsvarar 3 procent av den totala personalstyrkan, men 55 procent av de 630 miljoner som det är tänkt att minska kostnaderna med. Det är dubbleringar som skall elimineras, främst inom vissa administrativa funktioner och inom internationell verksamhet. Gemensamt utnyttjande av IT-system och lokaler kan medföra vissa ytterligare kostnadsreduktioner. De intäktssynergier som företaget hoppas på härrör främst från en ökad försäljning, både till

befintliga och nya kunder. Sammanlagt förväntas fusionen bidra med årliga samordningsfördelar värda 970 miljoner kronor efter tre år. För att uppnå dessa besparingar räknar banken med en engångskostnad för omstruktureringar som uppgår till 850 miljoner kronor fördelat över två års tid.

Utomstående aktörer som bistått med värderingar av företagen och revision av räkenskaperna har bland andra varit Lazard Brothers & Co, KPMG och Coopers & Lybrand. Bankernas egen personal har bidragit på flera sätt i förarbetet och i själva fusionsprocessen. Några arvoden eller kostnader för det administrativa arbetet runt fusionen redovisas inte i prospektet.

6 DISKUSSION OCH ANALYS

Utifrån det föregående kapitlets beskrivning av fyra företagssammanslagningar diskuteras här motiven och drivkrafterna mer ingående. Även motivbildens och aktörernas betydelse för fusioners utfall studeras.

6.1 Uttalade/officiella motiv

I detta avsnitt görs en jämförelse mellan de studerade företagen i syfte att se generella mönster eller likheter vad gäller deras samgåenden. Vidare förs en diskussion kring rimligheten i de fusionerande företagens uttalade motiv och mål. Det är dock inte fråga om en primär utvärdering av de enskilda fusionerna. Det är viktigt att poängtera att diskussionen är av ex post karaktär eftersom utfallen av fusionerna delvis redan är kända.

Det som nästan alltid nämns som det främsta och självklara målet är att främja aktievärdet och ägarnas vinster. För att uppnå detta huvudmål anges flera delmotiv som ska utmytna i en effektivare gemensam verksamhet. De studerade företagen har mycket riktigt redovisat sådana mål med sina fusioner. För att uppfylla målen krävs noggranna förberedelser vad gäller beräkningar av kostnadsbesparingar och synergieffekter i förhållande till svårigheterna och kostnaderna för att genomföra fusionen. Problematiken med att värdera huruvida fusionens mål generellt uppfylls diskuteras längre fram.

Läkemedelsindustrin är en bransch som varit utsatt för relativt många fusioner. Branschen i sig förefaller både vara lämpad och mindre lämpad för att slå samman företag. Det finns ofta en rad synergieffekter att uppnå. De kan bestå av samordnad administrativ verksamhet och marknadsföringsorganisation. Möjligheten att nå andra marknader och tillförskansa sig större marknadsmakt är också en variabel som lätt kan ge stora effekter vid sammanslagningar av läkemedelsföretag. Detta för att företagen ofta har olika inriktningar på sina produktområden och inom forskning, vilket medför att de vid rätt matchning kan komplettera varandra väl. Det gäller även om de är etablerade på olika geografiska marknader. Ett problem är när företag med avancerad forskning, där den innovativa kraften är mycket viktig, skall genomföra en sammanslagning. Om fusionen genomförs på ett mindre bra sätt kan följden bli att oro och

osäkerhet sprider sig i företaget. Ett samgående mellan två läkemedelsföretag kan på olika sätt hämma och störa de förutsättningar som legat till grund för innovationsviljan. Det beror bland annat på att nyckelpersoner kan lämna företagen på grund av att de inte trivs med de nya förutsättningarna och villkoren.⁷³

De motiv som Pharmacia&Upjohn och AstraZeneca redovisar påminner starkt om varandra. Främst angav de att affären var ämnad att på olika sätt stärka företagens marknadsmakt. Det skulle ske genom ökad närvaro på den internationella marknaden samt förbättrad försäljning och marknadsföring. Företagen ansåg sig även få starkare produktportföljer som ansågs resultera i en diversifierande effekt. De anger också flera möjligheter att uppnå synergieffekter, exempelvis hoppas företagen på samordningsvinster genom eliminering av dubbleringar, stärkt FoU och andra finansiella synergier.

Hur stämmer då de utställda målen överens med resultatet? Pharmacias och Upjohns sammanslagning 1995 anses vara dåligt genomförd.⁷⁴ Det har varit flera olika faktorer som påverkat utfallet av fusionen. Några faktorer är överbryggandet av kulturskillnader, svårigheter med integrering av FoU samt att bibehålla en stark innovativ inriktning. Beräkningarna beträffande kostnader och vinster har med facit i hand varit alltför optimistiska. Kostnaderna för att genomdriva och implementera Pharmacia&Upjohns fusion beräknas ex post uppgå till 14 miljarder kronor, vilket kan jämföras med de i prospektet beräknade 3,5 miljarderna.⁷⁵ Den betydligt större sammanslagningen mellan Astra och Zeneca beräknades kosta sammanlagt 10,8 miljarder, en siffra som troligtvis bättre stämmer överens med den faktiska kostnaden. Generellt har Astra varit något mer modest i sina fusionsplaner. De förväntade sig att genomförandet av fusionen skulle ta längre tid i anspråk än vad Pharmacia kalkylerat med. Astra räknade dessutom med stora initiala kostnader för omstrukturering, en post som Pharmacia troligen undervärderat.

Bankbranschen har liksom läkemedelsindustrin varit starkt utsatt för sammanslagningar och förvärv. I vilken mån branschen lämpar sig för fusioner är liksom för läkemedelsföretagen omdiskuterat. De tjänster som utbjuds i branschen är i stor utsträckning homogena, vilket underlättar samgåenden. Det är även relativt lätt att genomföra rationaliseringar beroende på

⁷³ Brenner, M, [1999], "Överlever kreativiteten i globala megaföretag?", *Svenska Dagbladet*, 6 september 1999

⁷⁴ Carlsson, B, Sveningsson, U, [1998], "Tufft för nya par", *Göteborgsposten*, 5 februari 1998

⁷⁵ Wennberg, I, [1999]

att det är en tjänstebaserad bransch med relativt liten realkapitalintensitet. Bankerna hävdar ofta att sammanslagningar bidrar till bestående stordriftsfördelar, vilket undersökningar i ämnet dock motsäger. I flera studier som gjorts beträffande bankfusioner i Sverige, Norge och USA, och som refereras i Larssons artikel i *Ekonomisk Debatt*, dras slutsatsen att stordriftsfördelarna inte är så omfattande som prospekten ofta vill påvisa. I en annan studie i Larssons artikel konstateras att de årliga samordningsvinster som bankerna aviserar har en tendens att sjunka över tiden. De kalkylerade vinsterna visade sig försvinna redan efter två år, vilket bland annat ansågs bero på en minskad fokusering på kostnadsbesparingar samt vikande kundtillströmning efter sammanslagningen.⁷⁶

De två bankerna anger till viss del likartade motiv som grund för sammanslagningarna. De skiljer sig dock väsentligt på en punkt, nämligen hur de skall uppnå de förväntade kostnadsbesparingarna. FöreningsSparbankens fusion skedde mellan två aktörer på samma geografiska marknad, till skillnad från MeritaNordbanken som var en förening mellan två banker från skilda geografiska marknader. FöreningsSparbanken räknade med att de största kostnadsbesparingarna skulle göras genom att rationalisera bort dubbleringar. Det var främst kontors- och personalneddragningar som var källan till synergieffekterna. Trots att MeritaNordbanken personalmässigt är nästan dubbelt så stor som FöreningsSparbanken så uppnår de inte initialt lika stora sammanlagda samordningsvinster. Det kan bero på flera faktorer. Främst förklaras det av att MeritaNordbanken inte har haft möjlighet att rationalisera bort lika stora dubbleringar och att syftet med deras fusion främst var att stärka sin position inför framtiden.

Ett gemensamt motiv som kan urskiljas i motivbilden är strävan att tillförskansa sig större marknadsmakt. MeritaNordbanken klargör att de fusionerar med avsikt att expandera på andra marknader och bli en större internationell aktör. FöreningsSparbankens avsikt är istället att på hemmaplan anpassa sig till de förändrade marknadsbetingelserna och möta de nya aktörer som utmanar. Utveckling och investering i teknik och kompetens är ett gemensamt drag i sammanslagningarna. Främst är det informationsteknologi och datasystem ämnade för både kunder och internt bruk som avses.

⁷⁶ Larsson, C, G,[1997], "Bankfusioner - kan de löna sig?" *Ekonomisk Debatt*, årg. 25, nr 4

Trovärdigheten vad gäller FörseningsSparbankens förhoppningar att kunna uppnå sina synergieffekter samtidigt som de uppfyller fusionens övriga mål kan ifrågasättas. Trots stora kostnadsbesparingar beträffande personal och kontorsverksamhet är ett mål med fusionen ökad kundservice och förbättrad tillgänglighet för kunderna. Dessa mål förefaller vara svårförenliga. I praktiken har sammanslagningen på ett flertal orter lett till en halvering av antal bankkontor, vilket troligen är svårt att kombinera med ökad tillgänglighet. Visserligen kan Internet- och telefontjänster överta viss del av verksamheten, men det är tveksamt om det kan täcka de bortrationaliserade resurserna fullt ut och om det är kundernas efterfrågan som har styrt bankens handlande. Generellt kan sägas att sökandet efter effektivitetsvinster medför en konflikt med kundens upplevda nytta.

Allmänt om fusionsprospekten kan sägas att de är av skiftande natur vad gäller utförlighet och informationsgrad. Företagen är tämligen ofta otydliga och slarviga i sitt användande av fusionstermer. Framställningen av motiven karaktäriseras ofta av intetsägande termer som mest framstår som ”ägarflörtande” klyschor. Det kan vara svårt för aktieägare att urskilja tillräckligt med relevant information genom att studera prospekten. Ofta utelämnas viktig information såsom vad fusionen kommer att kosta, hur företagen hade klarat sig utan en fusion och hur samordningsvinsterna skall realiseras. Av de studerade företagen är det endast MeritaNordbanken som på ett relativt enkelt och överskådligt sätt redovisar de poster där fusionsvinsterna skall inbringas.

6.2 Aktörernas dolda motiv

De inofficiella motiven och drivkrafterna är som tidigare konstaterats svåra att bevisa empiriskt beroende på att det dels förekommer rent personliga intressen som inte är möjliga att redovisa och dels för att drivkrafterna bakom en fusion ibland kan vara svåridentifierade. Nedan diskuteras varför dessa motiv förekommer och hur de kommer till uttryck.

6.2.1 Personliga motiv

Företagsledningens prestige kan öka på många sätt. Stora affärsuppställningar mellan företag i den storleksklass som behandlats ovan medför alltid mycket publicitet som gör att de aktörer som syns utåt erhåller stor uppmärksamhet. För personer i en företagsledning innebär en

fusion således ett tillfälle att för det övriga näringslivet visa sig handlingskraftiga, vilket i sig kan vara en egoistisk drivkraft. Den uppvisade handlingskraften kan till exempel användas för att uppnå framtida högre positioner inom företagsvärlden. En företagssammanslagning innebär att ett större företag bildas. Här ligger en möjlighet att tillskansa sig personliga fördelar. Att leda ett större företag kan uppfattas som mer statusfyllt och medför självklart större makt. Detta beroende på att företaget förväntas få större resurser och omsättning, samtidigt som ledningen får ett större antal anställda att leda. Det föreligger därför incitament att öka storleken på det egna företaget.

På samma sätt som prestige antas öka med större företag, följer även högre löner med större makt och större företag. Orsakssambandet mellan högre lön och större företag ligger bland annat i det ökade ansvar som det innebär att leda ett större företag. Undersökningar bekräftar detta samband och påvisar att företagsledningens löner är mer relaterade till omsättning än till lönsamhet.⁷⁷ Detta skulle kunna göra företagsledarna mer fusionsbenägna oavsett förväntningar avseende företagets lönsamhet. En fusion i sig medför ofta högre lön för ledningen beroende på att anställningskontrakt och liknande ofta omförhandlas. Det är då inte sannolikt att lönerna sänks för personer i ledande befattningar, eftersom de antagligen inte skulle godta detta. Det troliga är i stället att lönerna stiger. Ett förhållande som förstärker detta antagande är att företagsledningen i stor utsträckning själva medverkar vid utarbetandet av fusionsavtalet, vilket sannolikt inte minskar möjligheterna till opportunistiskt beteende. Avtalen ska dock godkännas av styrelse och bolagsstämman vilket minskar sannolikheten för alltför omfattande egennyttigt beteende.

Sambandet mellan företagssammanslagningar och att företag flyttar över nationsgränser har också betydelse för de personliga motiven. Internationella fusioner innebär som regel att något av de i fusionen ingående företagens ledning och huvudkontor måste omlokaliseras. ISA (Invest in Sweden Agency) har genomfört en studie angående bestämningsfaktorer bakom utflyttningen av svenska huvudkontor. Det konstateras i undersökningen att de två enskilt viktigaste skälen till en omlokalisering av huvudkontor är fusioner och fördelaktig individuell beskattning. Vidare framgår att skäl som *livskvalitet* i bredare bemärkelse spelar en viss roll.⁷⁸ Privatekonomiska och andra personliga skäl är således av betydelse. Även om den nämnda studien endast avser huvudkontorets lokalisering är det viktigt att betänka att

⁷⁷ Kristensen, H, [1999]

⁷⁸ Invest in Sweden Agency, [1999]

utflyttningen av svenska huvudkontor nästan uteslutande skett i samband med fusioner med utländska företag.

I ovanstående resonemang är det möjligt att se tydliga kopplingar till de centrala antagandena i public choice teorin och principal-agent teorin. Ett grundläggande ekonomiskt antagande är att alla individer är rationella nyttomaximerare som främst ser till sin egen välfärd, vilket är en av grundstenarna inom public choice. I fusionsprocessen har varje aktör enligt detta antagande således en benägenhet att påverka en fusion i en för dem gynnsam riktning.

Teorin om storleksmaximering förklarar till viss del företagsledningarnas iver att förvärva eller slå samman företag eftersom det kan resultera i större personlig nytta i form av högre status och lön. På samma sätt som public choice teorin försöker förklara en statlig förvaltnings expansion med budgetmaximerande tjänstemän, kan teorin förklara företagsledarens incitament att maximera företagets storlek, vilket är negativt för företaget på flera sätt. Företaget kan bli alltför stort och svårt att styra vilket leder till stora organisationskostnader samt att delar i produktionen blir mindre effektiv. Storleksmaximeringen kan å andra sidan också medföra positiva synergieffekter. Ansvarsförhållandena skiljer sig dock mellan den politiska och den kommersiella sfären. I den förra är inte tjänstemännen direkt ansvariga inför väljarna samt att de är mer anonyma gentemot sina uppdragsgivare. Förvaltningstjänstemännens möjligheter att handla opportunistiskt borde på så sätt vara större. Företagsledarna har ett mer direkt ansvar gentemot ägarna samt att dessa har lättare att granska resultaten av företagsledarnas handlande. Företagsledarens möjlighet att handla opportunistiskt stärks dock i samband med en starkare maktställning i fusionsprocessen.

Vad gäller aktieägarna vill de liksom de politiska väljarna maximera sin egen nytta. Målet där nyttan maximeras är för aktieägarna homogent, det vill säga en högre aktiekurs. De politiska väljarna å andra sidan upplever individuellt den största nyttan i starkt skilda mål, till exempel i ett socialistiskt eller i ett av liberala tankar färgat samhälle. Även för aktieägarnas del kan uppfattningen om vilka medel och metoder som är effektivast för att uppnå det högre aktievärdet divergera. Majoriteten på bolagsstämman får avgöra vilka huvudsakliga metoder som skall användas för att uppnå det högre aktievärdet, till exempel huruvida en fusion ska genomföras eller inte.

Individens strävan att maximera sin egen nytta medför intressekonflikter mellan företagets aktörer. Konflikten uppstår främst när ledningens och aktieägarnas intressen divergerar. Hittills har enbart konstaterats att företagsledningen kan ha personliga motiv för att genomföra en fusion. Att det faktiskt finns en reell möjlighet för personer i ledningen att se till sina egna intressen kan delvis förklaras av principal-agent teorins stomme. I det agentförhållande som råder mellan ägare och exekutiv kan det uppstå asymmetrisk information och transaktionskostnader i form av kontrollkostnader. Trots att det finns ett grundläggande traktat mellan ägare och exekutiv som klargör att ledningens uppgift är att verka för företagets bästa, så är det ändå möjligt att ledningen på grund av asymmetrisk information försöker öka sin egen nytta på företagets och ägarnas bekostnad. Anledningen till att ledningen har informationsövertag gentemot ägarna och andra aktörer är att dessa inte deltar direkt i förhandlingarna. Det innebär att ledningen har möjlighet att påverka vilken information som ska komma aktieägarna till del. Exempelvis kan ledningen framhäva positiva aspekter och tona ned negativa sidor. Det är således fråga om ett opportunistiskt beteende. Det är dock inte troligt att det enbart är ledningens egennyttiga motiv som ligger bakom en fusion. Men det är mycket möjligt att egennytta kan vara den variabel som avgör ledningens ståndpunkt huruvida en affär ska komma till stånd.

Finns det något som tyder på att ovanstående motiv legat bakom fusionerna mellan de studerade företagen? Vad som kan konstateras är att de samtliga rönt stor uppmärksamhet i media och att företagsledningarna efter fusionerna har fått leda betydligt större företag med fler anställda och större omsättning. Exempelvis kan nämnas att Astra ensamt hade cirka 22 000 anställda, medan det sammanslagna AstraZeneca vid tidpunkten för fusionen hade drygt 53 000 anställda.⁷⁹ Således fick de chefer inom Astra som erhöll framskjutna positioner i det nya företaget vara delaktiga i att leda en större organisation.

Officiella uppgifter om enskilda chefers löner och förmåner finns sällan att tillgå. De sammanställningar som görs är således oftast uppskattningar byggda på deklARATIONER och liknande. Till det kommer att höga chefer utöver lön ofta har andra former av ersättning, till exempel bonussystem och optioner. Detta gör det svårt att hitta tillförlitliga löneuppgifter avseende de företag som studeras. Vad som ändå kan konstateras är att nivån på chefslöner generellt är högre i utlandet än i Sverige, främst på kontinenten och i de anglosaxiska

⁷⁹ AstraZeneca prospekt 1998

länderna.⁸⁰ För Astras och Pharmacias chefer innebar respektive fusion att de blev verksamma i internationella företag, vilket enligt ovanstående antagande innebar att de troligtvis höjde sin ersättning. Exempelvis har AstraZenecas vice ordförande Håkan Mogren från 1995 till 1998 höjt sin lön från cirka 10 miljoner kronor till cirka 16 miljoner.⁸¹ Även inför Pharmacias sammanslagning spekulerades det om två- eller tredubblade chefslöner.⁸²

Vidare kan utlandsflytten innebära att det som i ISA-studien benämns *livskvalitet* har ökat. Vad som menas med livskvalitet specificeras inte exakt i studien. Vid sidan av privatekonomiska faktorer såsom en lägre beskattning och högre löner kan det tänkas innefatta fördelaktigare levnadsförhållanden, bland annat närheten till exklusiva omgivningar och kulturcentra, en förbättrad skolgång för barnen och förbättrad tillgång till internationella kommunikationer. Det finns således många privatekonomiska och andra individuella fördelar för chefer att sträva efter när organisationen att flyttar utomlands.⁸³

Det föreligger dock ingen garanti för att en fusion leder till ökad prestige, maktställning och högre löner för individer i ledande positioner. Ledningen tar en viss risk när de ikläder sig uppgiften att genomdriva en fusion. Om affären i efterhand visar sig misslyckad eller mindre fördelaktig än beräknat kan följden istället bli att negativ publicitet uppstår och i värsta fall blir ett ledningsbyte följden. Vissa delar av de ursprungliga företagsledningarna löper dessutom en risk att rationaliseras bort eftersom två hela ledningar knappast ryms i det nya företaget. Det som också talar mot att ledare till varje pris strävar efter storleksmaximering är att deras personliga nytta kan maximeras på andra sätt. Till exempel kan det vara statusfyllt att framstå som en god chef och vara omtyckt av underordnade. Det är också troligt att många personer med höga befattningar styrs av högre värden och motiv, de kan exempelvis se det som en dygd att göra sitt yttersta för företaget.

6.2.2 Psykologiska drivkrafter

En uppfattning som förekommer bland fusionsanalytiker är att fusionsvågorna förstärks av de psykologiska drivkrafterna. Begrepp som *hysteri*, *mani* och *flockbeteende* används för att

⁸⁰ Pettersson, B, [1998], "Stora lönelöft väntar svenska toppchefer.", *Veckans Affärer*, 30 november 1998

⁸¹ Pettersson, B, [1999], "Löner – 72 millar.", *Veckans Affärer*, 15 november 1999

⁸² *Göteborgsposten*, [1995], "Fusion kan ge chefer höga lyft", 5 oktober 1995

⁸³ Invest in Sweden Agency, [1999]

beskriva detta. Speciellt 1990-talets våg förklaras ibland med sådana fenomen. Finns det några belegg för att de psykologiska drivkrafterna har någon betydelse? Om man med det avser bevis genom empiriska undersökningar blir svaret sannolikt *nej*, beroende på att dylika drivkrafter ej lätt låter sig mätas. Det är dock inte omöjligt att den höga frekvensen av samgåenden har genererats genom någon form av flockbeteende. En företagsledning kan få en känsla av att "alla andra fusionerar", och känner därmed att de själva är pressade att agera. Ett faktum som stärker ett sådant antagande är att mer än hälften av alla fusioner inte blir så framgångsrika som förväntats.⁸⁴ Att fusionsaktiviteten trots detta fortsätter med oförminskad styrka tyder på att andra drivkrafter än de rent ekonomiska och för aktieägarnas bästa kan ligga bakom. Media medverkar ur detta perspektiv genom att föra fram spekulationer i sina försök till marknadsprofetior. Det kan i sin tur stressa och driva upp förväntningarna från marknaden och på att företagen ska agera. Flockbeteenden kan lätt hetsas på av dagens stora informationsflöde, vilket möjligtvis leder till begränsad rationalitet och därmed ej optimala beslut.

Spelteoretiska motiv kan också vara ett sätt att förklara den höga frekvensen av fusioner. I en undersökning utförd av Industriens utredningsinstitut drivs hypotesen att företag kan gå samman av rädsla för att bli en "outsider", vilket skulle innebära svårigheter att följa med i utvecklingen.⁸⁵ Strategiskt tänkande, vad gäller andra företags agerande och möjligheter att genomdriva förvärv inom branschen, kan vara spelteoretiska faktorer som drivs på av fusionshetsen. Möjligheterna att handla strategiskt enligt spelteoretiska antaganden är delvis beroende av marketens och branschens struktur. Faktorer som kan påverka är antalet företag, tillgången till information, den tillverkade produktens karaktär och så vidare. Exempelvis dominerar den svenska bankmarknaden av ett fåtal stora aktörer som har god tillgång till information om varandra bland annat beroende på samarbetsorgan såsom Svenska bankföreningen. Flera banker kan ha haft spelteoretiska motiv för att via fusion nå sina nuvarande positioner och förbättra sina framtida utgångslägen. Två exempel är FöreningsSparbanken och MeritaNordbanken som kan ha agerat efter sådana intentioner.⁸⁶

Den i teorikapitlet beskrivna hybrishypotesen kan också vara en psykologisk förklaring till

⁸⁴ Hedberg, C, [1999]

⁸⁵ Fridolfsson, S-O, Stennek, J, [1999] "Why mergers reduce profits, and raise share prices", Working paper, no 511, Industriens utredningsinstitut

⁸⁶ För vidare läsning se Emanuelsson och Lindholm: "Cashing in on Customers?" Magisteruppsats, EKI, Linköpings Universitet

varför fusioner genomförs. Denna hypotes gör gällande att aktörerna i ett företag felaktigt övervärderar en möjlig fusionspartner och den positiva utkomsten, beroende på hybris eller irrationellt beteende. En möjlig förklaring till dagens fusionsryra är därför att man inte tillräckligt uppmärksammar de kostnader och svårigheter som är förknippade med en sammanslagning. Företagsledningen kanske övervärderar sin egen förmåga, genom hybris eller group think, och tror att just de kommer lyckas skapa ett mervärde genom fusion. Ett möjligt exempel på detta är som tidigare nämnts Pharmacia&Upjohns fusion, som kostat långt mer än beräknat. Här kan en misstänkt hybriseffekt skönjas.

6.2.3 Övriga aktörers påverkan

Vilka andra aktörer som påverkar fusionens process har diskuterats tidigare. En grupp aktörer som har en mycket viktig och betydande roll i vissa fusioner är de finansiella rådgivarna, de så kallade corporate finance företagen. Dessa företag har hittat en egen nisch i finansvärlden där de kan tjäna stora pengar. I de tidigare studerade fusionerna medverkade ett flertal externa rådgivare och konsulter som bidragit med tjänster i olika delar i processen. I Pharmacia&Upjohns fall erhöll de två huvudrådgivarna tillsammans 280 miljoner kronor exklusive omkostnader som de haft under arbetsprocessen. AstraZenecas förberedelsekostnader uppgick till 1 400 miljoner kronor, där en stor andel kan antas utgöras av arvoden till rådgivare.

Anledningen till att de finansiella rådgivarnas inflytande har blivit så påtagligt är att många företag efterfrågar deras kompetens på grund av rådande fusionstrend. Oftast har de företag som är intresserade av att fusionera inte själva de resurser som krävs för att driva igenom en sådan process. Företagen kan även känna sig komfortabla med att det är en utomstående part som sköter värderingar och förhandlingar. En annan aspekt av rådgivarnas roll är att de själva har flyttat fram sina positioner och numera aktivt föreslår potentiella sammanslagningar. Det har lett till att rådgivarna själva bidrar till att driva på fusionsfrekvensen ytterligare. Detta kan sägas vara ett exempel på *supplier induced demand*, det vill säga att den som utför en tjänst orsakar en efterfrågan som initialt inte hade varit lika omfattande utan producentens aktiva medverkan. Corporate finance företagen har med andra ord framkallat en efterfrågan som företagen inte skapat själva.

Möjligheten finns att de finansiella rådgivarna handlar opportunistiskt beroende på att informationsasymmetri kan förekomma mellan dem och företagsledningen. Det kan i vissa fall användas för att övertyga företagen om att en fusion är nödvändig vid ett specifikt tillfälle. Corporate finance företagen innehar ofta dubbla roller. De kan både agera rådgivare åt ett särskilt företag samtidigt som de i egenskap av marknads- och aktieanalytiker kan haussa upp värderingar av företag genom att spekulera om kommande fusioner och göra positiva bedömningar av företag som är på väg att fusionera. Möjligheten till opportunistiskt beteende underlättas ytterligare av att det är svårt för företagen att bevisa att det är just rådgivarnas insats som varit bristande, om de eftersträvande effekterna inte uppnåtts. Å andra sidan har rådgivarna inga incitament att ge dåliga rekommendationer, beroende på att de troligtvis vill bibehålla ett gott rykte inför framtida affärer.⁸⁷

6.3 Motivbildens betydelse för fusioners utfall

Ovan har en diskussion förts om förekomsten av olika motiv. En viktig återstående fråga är om, och på vilket sätt, motiven inverkar på fusionernas utfall. Detta är av stor vikt eftersom fusioner antas få stora effekter på företagen och samhällsekonomin i övrigt. Innan motivens inverkan på utfallet studeras vidare är det viktigt att beakta vilken betydelse bedömningskriterierna har för fusioners värdering.

Det finns många olika sätt att utvärdera huruvida en fusion har lyckats eller inte, varav två är mer vanliga. Ett är att studera företagets vinst och avkastning de efterföljande åren jämfört med tidigare perioder och med liknande företag. Ett annat är att följa aktiekursens utveckling den närmaste tiden före och efter sammanslagningen samt att jämföra med relevanta aktieindex. Det är även möjligt att jämföra med liknande företag och tidigare genomförda fusioner. Målet som oftast anges är att ägarnas avkastning ska maximeras. Därför är det legitimt att utvärdera fusionens resultat just genom studier av aktiekursens utveckling. Det är emellertid vanskligt att enbart förlita sig på sådana typer av mått beroende på att många andra variabler påverkar aktiekursens och avkastningens utveckling. Till exempel förekommer förväntningar som är oberoende av fusionsarbetet, liksom att konjunkturläget för branschen är av betydelse och att påverkansfaktorer i omvärlden ständigt förändras.⁸⁸

⁸⁷ Berggren, C, Brulin, G, [1999], "Den svenska fondkapitalismens förlorade heder", *Svenska Dagbladet* 29 mars 1999

⁸⁸ Lundqvist, Åke, [1999], "Företagsäktenskap ofta misslyckad allians.", *Dagens Nyheter*, 16 maj 1999

Problemet med ovanstående mätmetoder är att de förefaller vara relativt endimensionella sätt att utvärdera en process med multipla motiv. På grund av att en rad omvärldsfaktorer påverkar utfallet av en fusion kan en analys där flera variabler ingår vara bättre lämpad. Exempelvis kan delmotiv utvärderas, såsom i vilken mån synergivinster, kostnadsreduceringar och marknadsandelar har utvecklats. Genom att väga samman dessa ges vinst och aktievärde en något mindre vikt vilket gör att en mer rättvisande bild erhålls. Ett annat dilemma med utvärderingar av företagssammanslagningar och förvärv är att det är omöjligt att förutspå hur ett företag hade klarat sig utan en fusion. Om det efter en sammanslagning visar sig att företagets aktievärde har fallit finns det en möjlighet att värdet hade varit ännu lägre utan en fusion. Därför bör inte alltför stor tillit sättas till analyser som endast bygger på enstaka monetära variabler.⁸⁹

Nu åter till spørsmålet om fusionsmotivens inverkan på utfallet. Med utfall avses ingen specifik variabel. Avsikten är istället att generellt belysa möjliga samband mellan motiv och resultat. Vad beträffar de officiella motiven kan sägas att om de är väl förankrade och speglar de verkliga förutsättningarna för en sammanslagning leder de, allt annat lika, till att de utställda målen uppfylls. I det läget är huvuddelen av de inblandade aktörerna tillfredställda och företaget går starkt ur situationen. Motiven har i detta fall varit ”de rätta” i den mening att de eftersträvade effekterna har uppnåtts. Detta förefaller vara en självklarhet, men verkligheten är oftast en helt annan och låter sig sällan styras eller falla samman med förutsägelser.

Om det föreligger dolda motiv i form av personliga eller andra psykologiska drivkrafter kan utfallet påverkas i negativ riktning. Det betyder dock inte att förekomsten av dolda motiv med automatik innebär en misslyckad fusion. De positiva effekter som bildas kan överväga den negativa aspekten av felbedömningar och övervärderingar som de dolda drivkrafterna bidragit till. Alternativt förändras omvärldsvariabler på ett sätt som minskar betydelsen av de ”felaktiga” motiven. Men om en sammanslagning har misslyckats finns en möjlig förklaring bland de dolda motiven. Om resultatet av en fusion är sämre än väntat kan det bero på feltolkningar och misstag i värderingen av synergieffekter och tillgångar inom det uppköpta företaget, eller att de faktiska premisserna för fusionen helt enkelt inte är gynnsamma. Denna situation kan uppstå till följd av endera ordinära felräkningar och förbisedda faktorer, eller på

⁸⁹ Brouthers, K, D; Hastenburg, P; van den Ven, J, [1998], ”If Most Mergers Fail Why Are They so Popular”, *Long Range Planning*, Vol. 31, Nr 3

grund av missbedömningar beroende på en övertro på företagets egen förmåga att genomdriva en fusion. Alternativt föreligger en övertro på förutsättningarna och de väntade effekterna i stort. Sådana tendenser till hybris är negativt för affären som helhet.

Hybristendenserna förstärks också av den mani och yra som manar till handling. Denna faktor inverkar negativt på så sätt att den medför stress. Här är det främst själva ingåendet i affären som stressas fram. Risken finns att fusionsprocessen skyndas på vilket bland annat bidrar till sämre förarbeten. Företaget får sämre möjlighet att förbereda sig och utvärdera huruvida den eventuella affären är rimlig. Anledningen till det höga tempot i fusionsprocessen är att företaget vill minimera möjligheten till spekulation och ryktesspridning. Med sådan spekulation kan värdet på den tilltänkta fusionspartnern stiga och andra intressenter hinna före, vilket medför att företaget har spenderat stora resurser i onödan. Även stora krav på hemlighållande av strategiska planer spelar en viktig roll. Nackdelen med detta är att inhämtandet av information försvåras. Sammantaget ökar ovanstående mekanismer risken för att fusionen inte ger den positiva effekt som förväntades.

Den andra viktiga typen av dolda motiv är de av personlig karaktär där enskilda individer medvetet försöker dra nytta av situationen. Dessa motiv i sig kanske inte inverkar på samma sätt som de psykologiska motiven i den bemärkelsen att de inte påverkar de givna förutsättningarna i lika stor utsträckning. Anledningen är att de personliga motiven i första hand påverkar själva bedömningen och beslutet att fusionera, inte de faktiska villkoren för en fusion. Enda möjligheten till att personliga motiv får en stor betydelse för utfallet är om personen med egennyttiga avsikter är starkt involverad i arbetet med att genomföra sammanslagningen. Aktören kan på ett vinklat och selektivt sätt redovisa information till aktieägarna och på så sätt påverka deras ställningstagande.

En annan faktor som eventuellt förklarar aktörers handlande i samband med företagssammanslagning är *rationell ignorans*. Med detta begrepp menas att en aktör medvetet och rationellt väljer att bortse från viss information och fakta. Det beror dels på att aktören i fråga har något att dölja, dels på att inhämtandet av informationen medför alltför stora sökkostnader. I fusionsprocessen har företagsledningen incitament till rationell ignorans om man på detta sätt kan främja sina privata motiv. De väljer att inte söka efter information som de misstänker vara av negativ betydelse. De vill helt enkelt inte veta, för att på detta sätt kunna värja sig mot efterföljande kritik av affären. Det kan ta sig uttryck i att

företagsledningen i alltför stor utsträckning förlitar sig på externa råd och rekommendationer från exempelvis corporate finance företagen. På liknande sätt kan aktieägarna handla enligt principen om rationell ignorans. De upplever alltför stora sökkostnader vad gäller inhämtning av information, och kostnaden av att sätta sig in i frågan kanske inte är i paritet med den förväntade nyttan. Aktieägaren väljer i detta läge att lita på de som handhar fusionens förarbete och söker ingen egen information. Den rationella ignoransens betydelse för fusionens framgång spelar viss roll på grund av att viktiga fakta riskerar att negligeras.

7 AVSLUTNING

Syftet med denna uppsats är att generellt analysera motiven och drivkrafterna bakom företagsfusioner samt de i fusionsprocessens ingående aktörerna. Den rådande fusionsyrans paradox, det vill säga att antalet sammanslagningar varit mycket högt samtidigt som en klar majoritet inte kan påvisa högre nytta för aktieägarna, har varit utgångspunkten för diskussionen. Vilka är då slutsatserna?

Inledningsvis kan konstateras att motivbilden ofta är relativt komplex. Många motiv och drivkrafter sammanfaller till viss del och är beroende av varandra. De vanligaste uttalade motiven, i de företag vi studerat, som åberopas är att på olika sätt åstadkomma synergieffekter genom förbättrad produktivitet och kostnadsreduceringar. Att stärka sin ställning på marknaden är ett annat vanligt förekommande motiv för att fusionera. En viss form av diversifiering förekommer, främst genom ökad produktbredd. Företag har ofta problem med att förverkliga de mål som motiven syftar till. Många svårigheter kan uppstå som på förhand varit svåra att inse vidden av, till exempel olikartad teknologi och företagskultur. Särskilt vid ”mergers by equals” kan förhandlingsdispyter och konflikter uppstå ur de många avväganden som måste göras beträffande vilket företags tillvägagångssätt som i fortsättningen skall brukas.

De personliga motiv som förekommer är i första hand att öka personlig välfärd vilken kan stå i strid med aktieägarnas bästa. Vi har dragit slutsatsen att incitamenten och möjligheterna för individuell nyttomaximering hos företagsledningen är betydande beroende på att en fusion på olika sätt innebär en rad personliga fördelar för de som erhåller en position i det nya företaget. Att handla opportunistiskt möjliggörs av den informationsasymmetri som föreligger mellan aktieägare och företagsledning i ett större företag. De personliga motiven är enligt vår mening inte avgörande för huruvida en fusion lyckas eller inte. Det beror på att enstaka personer i ledningen inte har möjlighet att förändra och förvanska de faktiska premisserna i någon större utsträckning. Möjligheten att medvetet föra aktieägarmajoriteten bakom ljuset förefaller vara begränsad och cheferna har troligtvis inte incitament nog att göra detta på grund av risken för ett avslöjande. Dock kan de påverka utformandet av de officiella motiven och medverka i besluts- och förhandlingsprocesser.

Det som i uppsatsen benämns psykologiska drivkrafter förefaller jämfört med de personliga motiven vara av större betydelse. Det förekommer tydliga tendenser till yra och mani vad beträffar företagsammanslagningar. Yran har initialt vuxit fram bland annat genom flera års ökade börsvärden och stor tillgång till kapital. Denna yra har sedan manats på av ett flertal aktörer och yttre faktorer. Bland andra har media, börsanalytiker och corporate finance företag starkt bidragit till en fokusering på just fusionsfrågor vilket medfört en stress för företagen. Företagsledningarna kan i sin tur påverkas av stressen och på så vis lockas in i ett flockbeteende som eventuellt leder till begränsad rationalitet och inoptimala beslut. Flockbeteendet behöver inte vara av ett omedvetet, psykologiskt slag utan kan vara ett uttryck för ett strategiskt handlande med spelteoretiska undertoner.

Även inre påverkansfaktorer såsom hybris och så kallad "group think" påverkar i viss mån frekvensen av fusioner. Detta medför att positiva effekter och synergier övervärderas samt att kostnader och svårigheter underskattas. Dessa felvärderingar är av betydelse för fusionernas utfall i relativt stor utsträckning, beroende på att fusionen grundas på felaktiga uppfattningar om de verkliga förutsättningarna. Förberedelser och liknande blir sämre på grund av stress och övermod. Sådana drivkrafter riskerar i högre grad än de personliga motiven få negativa konsekvenser för sammanslagningarna.

Av de utomstående aktörerna har de finansiella rådgivarna det största inflytandet över fusionsprocessen. De har utvecklats från passiva rådgivare till aktiva pådrivare. En ny marknad kan delvis ha uppstått genom *supplier induced demand*, och rådgivarnas roll blir alltmer betydande. De har med sin kunskap och tillgång till information i olika företag ett informationsövertag gentemot den enskilda företagsledningen vilket gör att möjligheten till opportunistiskt beteende finns. De övriga aktörerna, det vill säga arbetstagare, kunder och leverantörer, har ingen avgörande funktion i fusionsprocessen. Däremot påverkas deras förhållande till företaget, liksom att de har ett visst indirekt inflytande. Vi har dock inte kunnat observera att de haft betydelse för de studerade fusionernas tillkomst. Även statsmakten har en passiv roll genom lagstiftning och övervakning. Staten har emellertid en potential att utöva direkt makt i samband med fusioners tillblivelse genom att dessa kan hindras enligt konkurrenslagstiftningen. Detta har dock inte skett i någon större utsträckning.

7.1 Fusioner som universallösning?

Det är kanske möjligt att ur ovanstående framställning erhålla en negativ uppfattning om fusioner. Det är dock inte en helt rättvisande bild. Fusioner får mycket olika konsekvenser och de kan givetvis skapa värden som företagen var för sig inte kunnat generera. En fusion är i många fall den bästa lösningen för ett företag att stärka sin marknadsställning, och ibland en nödvändighet för fortsatt existens. Det vi ifrågasätter är inte fusioner i sig utan paradoxen med det stora antalet genomförda fusioner och det stora antalet misslyckanden. Även den odelade och okritiska optimism som råder inom näringslivet beträffande fusioner bör ifrågasättas. Vad medför sammanslagningar, i ett vidare perspektiv, för företagen och för samhällsekonomin?

En viktig fråga som måste ställas är om förutsättningarna för de bästa resultaten med nödvändighet skapas i ett större företag. När företag slår sig samman till större enheter medför det att stora värden kan gå förlorade. Dessa är exempelvis förutsättningar för innovationskraft och forskning som försvinner när enheter slås samman. Miljöer och företagskulturer som varit starkt inarbetade och viktiga för personalens prestationer kan snabbt gå förlorade. Det är möjligt att kreativiteten är större i ett mindre företag som har valt att växa genom organisk tillväxt och inte förlitat sig på andra parter. Exempel på framgångsrika företag som inte valt fusionsvägen till tillväxt är H&M, McDonalds och Coca-Cola.⁹⁰

Bra resultat har en förmåga att tvingas fram under stark konkurrens, en faktor som riskerar att reduceras när marknadskoncentrationen ökar. Som Porter påpekar lokaliseras ofta likartad industri inom samma område, i så kallade kluster. De konkurrerande bolagen har här bättre kontroll på varandra och kan framförallt samarbeta och dra nytta av närheten till varandra. Det kan bland annat yttra sig i att utbildning bedrivs i anslutning till klustret. Konkurrensen är inte bara viktig för den industriella dynamiken utan även för effektiviteten i utnyttjandet av samhällets resurser. En väl motiverad och bra genomförd fusion kan å andra sidan förbättra den samhällsekonomiska effektiviteten tack vare stordriftsfördelar och så vidare. Varför fusionerna misslyckas och hur företagen ska komma till rätta med problemen och de stora kostnaderna som är förknippade med själva genomdrivandet av en fusion är omdiskuterat. Det finns inga givna svar eller lösningar. Anledningarna har vid undersökningar visat sig främst

⁹⁰ Olins, R, [1999], "Big Can Be Beautiful But Is It Always Best?", *Management Today*, juni 1999

vara dålig intern kommunikation, dålig ledning samt företagskulturella skillnader.⁹¹ Några övergripande faktorer som krävs för att lyckas med fusionen är bland annat att inledningsvis utarbeta väl genomtänkta planer och prospekt samt att undvika ryktesspridning under planeringsfasen för att få arbetsro. Det är viktigt att företaget har en väl definierad affärsidé som alla anställda kan ta del av och att planerna snabbt implementeras. Ett sätt att ge anställda och chefer incitament att se till företagets långsiktiga utveckling, är att genom olika bonussystem och kontrakt ge dem optioner eller aktier.⁹²

Framtiden för fusionsryor, corporate finance företag och storleksmaximerande chefer är oviss. Den nu pågående fusionsvågen kommer troligtvis, som de tidigare, avta och plana ut. Alternativt kommer fusionerna att ändra karaktär och inriktning. Andra samarbetsformer kan också komma att göra sig gällande. En tendens som vi kan urskilja är att flera större företag inleder samarbeten utan att gå samman fullt ut. Ett exempel är Ericsson och Microsoft som etablerat långtgående samarbeten inom vissa områden, till exempel mobilt Internet. En annan tendens som vi kunnat skönja är att antalet fientliga övertaganden minskar vilket kan medföra att antalet vinstgivande fusioner ökar. En viktig aspekt som inte skall undervärderas är huruvida fusioner är på modet eller ej. Om företagsledarna inte längre framstår som autonoma och handlingskraftiga när de genomför en fusion, utan enbart uppfattas som medlöpare i ett flockbeteende kommer troligtvis fusionsfrekvensen att minska. Modet kan växla snabbt och det är inte omöjligt att begreppet *fission* blir vanligt förekommande i framtidens näringsliv.

Avslutningsvis kan sägas att fusionsproblematiken är komplex och innefattar många aspekter, nivåer och tidsperspektiv. Inte minst gäller det föremålet för denna uppsats, det vill säga aktörernas motiv och andra bakomliggande drivkrafter. Som tidigare påpekats har fusionerna givetvis ett värde under vissa förutsättningar. Paradoxen som vi tycker oss urskilja finns dock alltjämt där. En rullande fusionsvåg som den närmaste tiden inte verkar avta kombineras med studier som påvisar nedslående resultat. Vi anser det vara anmärkningsvärt om utomstående aktörer och yttre påverkansfaktorer skall driva företag till fusioner som de egentligen klarat sig bättre utan. Fusionsvågen förefaller ha fått ett eget liv på grund av den starka tilltron till fusioner som universallösning på företagens problem, av vilket slag de än må vara. Eller som Berggren uttrycker det: "...*determinismens mentala ångvält rullar obekymrat vidare*".⁹³

⁹¹ Svenska Dagbladet, [1999], "Dålig kommunikation orsak till att fusioner misslyckas", 26 september 1999

⁹² Nachemson-Ekwall, Sofie, [1999], "Lyckat samgående kräver snabbhet", *Dagens Nyheter*, 12 september 1999

⁹³ Berggren, C, [1999]

REFERENSER

Litteratur

- Bild, M, [1998], *Valuation of Takeovers*, The Economic Research Institute, Stockholm
- Brealey, R, A, Myers, S, C, [1996], *Principles of corporate finance*, McGraw-Hill
- Carlton, D, Perloff, J, [1994], *Modern Industrial Organization*, andra upplagan, Addison-Wesley, New York
- Cartwright, S, Cooper, C, L, [1992], *Mergers and Acquisitions: The Human Factor*, Butterworth-Heinemann Ltd., Oxford
- Cartwright, S, Cooper, C, L, [1996], *Managing Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: Integrating People and Cultures*, second edition, Butterworth-Heinemann Ltd., Oxford
- Clark, P, J, [1991], *Beyond the Deal-Optimizing Merger and Acquisition Value*, HarperCollins Publishers Inc., New York
- Gaughan, P, A, [1991], *Mergers and Acquisitions*, HarperCollins Publishers Inc., New York
- Gaughan, P, A, (red.), [1994], *Readings in Mergers and Acquisitions*, Basil Blackwell Ltd., Cambridge
- Gaughan, P, A, [1996], *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons Inc., New York
- Kristensen, H, [1999], *Prisförhandlingar vid företagsförvärv*, Lund University Press, Lund
- Marsh, D, Stoker, G, [1995], *Theory and Methods in Political Science*, Macmillan Press Ltd., London
- McNutt, P, A, [1996], *The Economics of Public Choice*, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham
- Mueller, D, C, [1979], *Public choice*, Cambridge University Press, Cambridge
- Rollinson, D, Broadfield, A, Edwards, D, [1998] *Organisational Behaviour and Analysis*, Addison Wesley, New York
- Rydén, B, [1971], *Fusioner i svensk industri*, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm
- Scherer, F, M, Ross, D, [1990], *Industrial Market Structure and Economic Performance*, tredje upplagan, Houghton Mifflin, Boston

Utredningar

SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*, bilaga 7, Allmänna förlaget, Stockholm

SOU 1990:1, *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*, bilaga 1-5, Allmänna förlaget, Stockholm

Tidskriftsartiklar

Brouthers, K, D; Hastenburg, P; van den Ven, J, [1998], "If Most Mergers Fail Why Are They so Popular", *Long Range Planning*, Vol. 31, Nr 3

Larsson, C, G,[1997], "Bankfusioner - kan de löna sig?" *Ekonomisk Debatt*, årg. 25, nr 4

Olins, R, [1999], "Big Can Be Beautiful But Is It Always Best?", *Management Today*, juni 1999

Shankman, N, A, [1999], "Reframing the Debate Between Agency and Stakeholder Theories of the Firm", *Journal of Business Ethics*, Vol 19, Maj 1999

Wennberg, I, [1999], "Fusioner som förskräcker", *Ekonomi & Styrning*, nr 4, 1999

Signerade tidningsartiklar

Amster, H, [1996], "Electrolux mest aktivt på nyförvärv", *Svenska Dagbladet*, 7 februari 1996

Berggren, C, Brulin, G, [1999], "Den svenska fondkapitalismens förlorade heder", *Svenska Dagbladet* 29 mars 1999

Berggren, C, [1999], "Fusioner är ingen naturlag", *Dagens Nyheter*, 7 september 1999

Bergkvist, L; G, [1999], "Dåliga odds för Volvo-Scania", *Svenska Dagbladet*, 14 november 1999

Brenner; M, [1999], "Överlever kreativiteten i globala megaföretag?", *Svenska Dagbladet*, 6 september 1999

Carlsson, B, Sveningson, U, [1998], "Tufft för nya par", *Göteborgsposten*, 5 februari 1998

Colvin, G, [1999], "The Year of the Megamerger", *Fortune*, 11 januari 1999

Giertta, C, Björling, S, [2000], "Dyrt men bra för Vodafone", *Dagens Nyheter*, 5 februari 2000

Hammar, T,[1999], "Europa kör om USA i fusioner", *Svenska Dagbladet*, 16 oktober 1999

Hedberg, C, [1999], "Nordiska företagsfusioner dålig affär för nordiska aktieägare", *Svenska Dagbladet*, 23 december 1999

Lindsten, P, O, [1999], "Makten bakom makten", *Veckans Affärer*, 8 november 1999

Lundqvist, Å, [1999] "Fri marknad föder fusioner", *Dagens Nyheter*, 14 maj 1999

Lundqvist, Å, [1999], "Företagsäktenskap ofta misslyckad allians.", *Dagens Nyheter*, 16 maj 1999

Nachemson-Ekwall, Sofie, [1999], "Lyckat samgående kräver snabbhet", *Dagens Nyheter*, 12 september 1999

Pettersson, B, [1998], "Stora lönelöft väntar svenska toppchefer.", *Veckans Affärer*, 30 november 1998

Pettersson, B, [1999], "Löner – 72 millar.", *Veckans Affärer*, 15 november 1999

Westberg, H, [2000], "Bioteknik slår IT med hästlängder", *Svenska Dagbladet*, 16 januari 2000

Osignerade tidningsartiklar

Göteborgsposten, [1995], "Fusion kan ge chefer höga lyft", 5 oktober 1995

Svenska Dagbladet, [1999], "Dålig kommunikation orsak till att fusioner misslyckas", 26 september 1999

The Economist, [1999], "How to make mergers work", 9 januari 1999

Övriga källor

AstraZeneca prospekt 1998

Eatwell, J, Milgate, M, Newman, P, (red), [1987], *The New Palgrave – A dictionary of economics*, Macmillan Press Limited, London

Fridolfsson, S-O, Stennek, J, [1999] "Why mergers reduce profits, and raise share prices", Working paper, no 511, Industriens utredningsinstitut

Fusioner och Förvärv, [2000], *Nya rekord i företagsförvärv under 1999*, Fusioner&Förvärv Förlag, Stockholm

FöreningsSparbanken prospekt 1997

Internet: www.kkv.se/emaindoc/sarb_veruppg.htm 1999-12-03

Invest in Sweden Agency, [1999], *I huvudet på ett företag*, ISAs Ekonomiska Råd, Stockholm

MeritaNordbanken prospekt 1998

Mueller, D, C, [1999] Utkast från kapitel 16 ur kommande bok

Pharmacia&Upjohn prospekt 1995