

# Sammanfattning av projektet "Konkurrenseffekter av företagsförvärv"

## Problemformulering, Syfte och Metod

Traditionell förvärvsteori utvärderar privat- och samhällsekonomiska konsekvenser av ett förvärv genom att jämföra hur marknaden ser ut före och efter förvärvet. En begränsning i dessa analyser är att de endast anger huruvida förvärv är lönsamma eller ej jämfört med den ursprungliga marknadsstrukturen. Frågan om hur incitamenten för ett specifikt förvärv påverkas av möjliga alternativa förvärv, besvaras emellertid ej.

Projektet har bidragit till en bättre förståelse av förvärvsprocessen genom att utveckla en modell där företag, i sina beslut att köpa och sälja företag, tar hänsyn till att alternativa eller framtida förvärv är möjliga, så kallad endogen förvärvsteori. Modellen har utnyttjats i två övergripande syften. Dels för att förklara empiriskt belagda fenomen såsom varför olönsamma förvärv förekommer, dels för att bidra till utformandet av en välfungerande förvärvskontroll. Samtliga resultat är redovisade i bifogad avhandling, "Essays on Endogenous Merger Theory" av Sven-Olof Fridolfsson. I denna slutrapport sammanfattas de huvudsakliga resultaten i tre av avhandlingens fem kapitel. Sammanfattningar för de två återstående kapitlen, "Why Event Studies Do Not Detect Anti-Competitive Mergers" och "Anti-Competitive versus Pro-Competitive Mergers", finns tillgängliga i det inledande kapitlet av avhandlingen.

## Kapitel 1: Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices

Det finns två typer av empiriska studier av förvärvs lönsamhet. Så kallade "event-studies" undersöker hur aktiemarknaden värderar ett förvärv genom att jämföra de deltagande företagens börskurser några dagar före förvärvet med börskursen för det sammanslagna företaget några dagar efter förvärvet. Under förutsättningen att aktiemarknaderna är effektiva, avspeglar börskurserna all tillgänglig information om företagets förväntade framtida vinster. Av detta följer att stigande börskurser vid tidpunkten för ett förvärv borde indikera att förvärvet är lönsamt, emedan sjunkande börskurser borde indikera det motsatta förhållandet. Flertalet av dessa studier finner att börskurserna tenderar att stiga och drar därför slutsatsen att förvärv normalt sett är lönsamma. Den andra typen av empiriska studier jämför i stället de deltagande företagens vinster några år före förvärvet med det sammanslagna företags vinster några år efter förvärvet. Dessa studier tenderar att ge en mörk bild av förvärvs lönsamhet, nämligen att förvärv ofta leder till sänkta vinster. Om båda dessa typer av studier är korrekta, står vi inför två gåtor. För det första, varför genomförs förvärv om de är olönsamma? För det andra, hur är det möjligt att ett företags värde ökar samtidigt som dess vinster minskar?

För att besvara dessa frågor, föreslås hypotesen om "föregripande förvärv." Företag A kan köpa företag B trots att det är olönsamt i jämförelse med den ursprungliga marknadsstrukturen, om det relevanta alternativet är att företag C köper företag B, vilket ytterligare skulle minska företag As vinster. Om aktiemarknaden är effektiv implicerar även hypotesen att börskursen för det sammanslagna företaget stiger vid ett olönsamt förvärv, eftersom effektiva aktiemarknaders värdering av ett företag inbegriper risken att företaget skulle kunna komma att stå utanför ett eventuellt förvärv. När väl förvärvet realiserar, försvinner denna risk och därmed ökar värdet av det sammanslagna företaget jämfört med den ursprungliga marknadsstrukturen.

### Kapitel 3: Should Mergers be Controlled?

Det finns flera motiv bakom företagsförvärv. Genom att koncentrera produktionsanläggningar under gemensam kontroll kan produktionskostnaderna minskas till följd av ökad specialisering, överföring av kunskap, och undvikande av onödig duplicering av administrativa funktioner. Dylåka synnergieffekter är samhällsekonomiskt önskvärda. I förlängningen kan de även leda till prissänkningar och därigenom gynna konsumenterna. Ett minskat antal konkurrenter leder emellertid även till ökad marknadsmakt och därmed, givet en viss kostnadsnivå, till högre priser. Marknadsmakt ogillas, dels genom att den driver en kil mellan pris och marginalkostnad vilken leder till en ineffektiv undanträngning av efterfrågan, men också genom den förmögenhetsöverföring som sker från konsumenter till producenter.

Stigler pekar emellertid på en påtaglig svårighet med att genomföra ett förvärv i syfte att öka marknadsmakten. Även om ett förvärv är lönsamt, så kan det för varje enskilt företag vara lönsammare att stå utanför ett förvärv än att bli en del av detta. Det beror på att konkurrenterna till det sammanslagna företaget tjänar på den prisökning som följer av den ökade koncentrationen på marknaden, men slipper minska den egna produktionen. Det har spekulerats i, att lönsamma förvärv som är skadliga ur ett samhällsekonomiskt perspektiv därför aldrig kommer att genomföras. Visserligen önskar samtliga företag ett förvärv, men varje enskilt företag vill ej delta i detta. Detta så kallade "hold-up problem" utgör naturligtvis ett argument emot förvärvskontroll, ty om skadliga förvärv ej bör förväntas, riskerar förvärvskontrollen endast att förhindra önskvärda sammanslagningar av företag.

En gedigen analys av hold-up problemet kräver en formalisering av själva förvärvsprocessen. Den ovannämnda modellen har utnyttjats i detta syfte. Analysen visar på att hold-up problemet kan leda till friktioner i förvärvsprocessen. Ett företag kan avvakta med att föreslå ett lönsamt förvärv, och därigenom gå miste om värdefulla vinster, i förhoppningen om att andra företag skall gå samman och därmed ytterligare öka företagets vinster. Detta resultat innebär dock inte att förvärvskontrollen ej uppfyller någon funktion, ty, i avsaknad av förvärvskontroll, visar analysen att samhällsekonomiskt skadliga förvärv trots allt genomförs på längre sikt.

### Kapitel 5: A Consumers' Surplus Defense in Merger Control.

I många jurisdiktioner, såväl i Sverige som i USA och EU, anges skyddet av konsumentintresset som ett viktigt mål för konkurrenspolitiken. Orsaken till denna fokusering på konsumentintresset kan förmodas vara en fördelningspolitisk ambition tillsammans med en föreställning om att konsumenter i allmänhet är "fattigare" än producenter. Många ekonomer anser emellertid att målet för konkurrenspolitiken bör vara en samhällsekonomiskt effektiv resursallokering och att man inte bör ta fördelningshänsyn. Orsaken är att konkurrenspolitiken ej har så stora fördelningspolitiska effekter, samt att man menar att andra medel, till exempel skatter och bidrag, ofta är bättre för att uppnå fördelningspolitiska mål. Syftet med detta kapitel är att undersöka huruvida dessa ståndpunkter nödvändigtvis är motstridiga. Kan det vara så att konkurrenspolitikens operativa mål bör vara att skydda konsumenternas intressen, även när dess egentliga mål är samhällsekonomisk effektivitet?

Analysen i denna del av projektet visar att valet av operativt mål påverkar vilket förvärv som kommer att ske. Därför bör en regering, vars egentliga mål är att främja en samhällsekonomiskt effektiv resursallokering mätt som summan av konsumenternas och producenternas överskott, strategiskt delegera ett operativt mål till dess

konkurrensmyndighet som ger en större vikt åt konsumenternas än åt producenternas överskott. Detta operativa mål innebär att vissa välfärdshöjande förvärv kommer att förbjudas. Ett sådant förbud kan trots allt vara optimalt om det relevanta alternativet till det föreslagna förvärvet är en annan förändring av marknadsstrukturen som ökar den samhällsekonomiska effektiviteten ännu mer.