



Högskolan
Kristianstad

Högskolan Kristianstad
291 88 Kristianstad
044 250 30 00
www.hkr.se

Examensarbete, 15 hp, för
Kandidatexamen i företagsekonomi: Bank och Finans
VT 2021
Fakulteten för ekonomi

Företagsförvärv

En eventstudie om abnormal avkastning på
kort sikt

Lucas Mattsson och Oliver Mattisson

Författare

Lucas Mattsson

Oliver Mattisson

Titel

Företagsförvärv – En eventstudie om abnormal avkastning på kort sikt

Engelsk titel

Acquisitions - An event study regarding abnormal returns in short term

Handledare

Emil Numminen

Examinator

Hélène Tjärnemo

Sammanfattning

Antalet genomförda företagsförvärv på aktiemarknaden har ökat genom åren. Företagsförvärv ämnar till att skapa tillväxt och konkurrenskraftighet genom synergier, ökning av marknadsandelar eller via diversifiering. Syftet med studien är att beskriva hur marknaden reagerar vid tillkännagivande av ett företagsförvärv, samt om det finns något samband mellan marknadsreaktion, konjunktur och förvärvsstrategi. Studien undersöker marknadsreaktionen vid tillkännagivandet av ett företagsförvärv för börsnoterade företag på den svenska marknaden under perioden 2010 till 2020. Studien utgår från arbitrage teorin, den effektiva marknadshypotesen, signaleringsteorin och ekonomisk psykologi. Relevanta studier för ämnet lyfts också fram. Studien har tillämpat en kvantitativ statistisk eventstudie som huvudmetodik för att analysera marknadsreaktionen vid förvärvstillkännagivande. För att förklara eventstudiens resultat genomfördes en multipel linjär regressionsanalys, vilken undersökte sambandet mellan marknadsreaktion, konjunktur och förvärvsstrategi. Resultatet från eventstudien visade att den genomsnittliga abnormala avkastningen var högst på eventdagen men genomsnittligt nära noll. För majoriteten av förvärvstillkännagivandena gick det inte att påvisa någon signifikant skillnad i abnormal avkastning. Studien visade att marknaden inte reagerade kraftigare än vad som var förväntat. Vidare visade regressionsanalysen att varken konjunktur eller förvärvsstrategi hade någon signifikant påverkan på abnormal avkastning. Det betyder således att marknadsreaktion inte påverkades av varken rådande konjunktur eller vilken förvärvsstrategi bolaget hade.

Ämnesord

Företagsförvärv, abnormal avkastning, marknadsreaktion, förvärvsstrategi, konjunkturcykler, marknadseffektivitet.

Authors

Lucas Mattsson

Oliver Mattisson

Title

Acquisitions - An event study regarding abnormal returns in short term

Supervisor

Emil Numminen

Examiner

Hélène Tjärnemo

Abstract

The number of completed acquisitions on the stock market has increased over the years. Acquisitions aim to create growth and competitiveness through synergies, increase market shares or through diversification. The purpose of this study is to describe how the market reacts when announcing an acquisition, and whether there is any relation between the market reaction, the economic cycle and the acquisition strategy. This study examines the market reaction when announcing an acquisition, for listed companies on the Swedish stock market during the period 2010 to 2020. This study is based on the arbitrage theory, the effective market hypothesis, the signaling theory, behavioral finance and other relevant studies. This study has applied a quantitative statistical event study as the main methodology to analyze the market reaction when announcing an acquisition. A multiple linear regression analysis was performed, which examined the relationship between the market reaction, the economic cycle and the acquisition strategy. The results from the event study showed that the average abnormal return was greatest on the event day but on average close to zero. For the majority of the acquisition announcements, it was not possible to determine any significant differences in abnormal returns. This study revealed that the market did not react more deviating than expected. Furthermore, the regression analysis indicated that neither the economic cycle nor the acquisition strategy had any significant effect on abnormal returns. Which means that the market reaction was not affected by neither the current economic situation or the companies acquisition strategy.

Keywords

M&A, abnormal return, market reaction, acquisition strategy, economic cycles, market efficiency

Förord

Vi skulle vilja passa på att uttrycka vår tacksamhet till samtliga lärare som har följt vår utveckling under tiden på Högskolan Kristianstad. Inledningsvis vill vi rikta ett speciellt tack till Martin Abrahamson och Ola Olsson för att i tidigare kurser, med dess engagemang, bidragit till viktiga kunskaper inom uppsatsämnet. Vidare vill vi tacka Annika Fjelkner, Felix Terman och Pierre Carbonnier som har hjälpt oss genomgående under uppsatsen med dess expertis inom respektive område.

Slutligen vill vi ödmjukast tacka vår engagerade och hjälpsamma handledare, Emil Numminen. Emil har varit ovärderligt hjälpsam under uppsatsskrivandet och bidragit med bland annat kunskap, vägledning och oerhört givande diskussioner.

Tack!

Lucas Mattsson

Oliver Mattisson

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	1
1.1 BAKGRUND.....	1
1.2 PROBLEMATISERING	2
1.3 SYFTE	3
1.4 FORSKNINGSPRÅGA	3
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	3
1.6 DISPOSITION	4
2. VETENSKAPLIG METOD	5
2.1 FORSKNINGSFILOSOFI.....	5
2.2 FORSKNINGANSATS	5
2.3 FORSKNINGSMETOD.....	6
3. TEORETISK REFERENSRAM.....	7
3.1 ARBITRAGETEORI	7
3.2 DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN	7
3.3 SIGNALERINGSTEORIN	9
3.4 EKONOMISK PSYKOLOGI	10
3.5 KONJUNKTUR OCH FÖRVÄRVSSTRATEGI.....	11
3.6 TIDIGARE STUDIER	12
3.7 UNDERSÖKNINGSMODELL OCH HYPOTESER	15
4. EMPIRISK METOD.....	16
4.1 DATAINSAMLING.....	16
4.1.1 Urval och bortfall:	16
4.2 EVENTSTUDIE.....	18
4.3 OPERATIONALISERING.....	22
4.4 MULTIPEL LINJÄR REGRESSIONSANALYS.....	25
4.5 KVALITETSASPEKTER	27
4.6 LITTERATURSÖKNING OCH KÄLLKRITIK.....	28
5. RESULTAT OCH ANALYS.....	30
5.1 RESULTAT OCH ANALYS AV SAMTLIGA FÖRVÄRV	30
5.2 RESULTAT OCH ANALYS FÖR FÖRVÄRVSSTRATEGI	32
5.3 RESULTAT OCH ANALYS FÖR KONJUNKTUR.....	33
5.4 MULTIPEL LINJÄR REGRESSIONSANALYS.....	34
6. SLUTSATS OCH FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING	40

6.1 SLUTSATSER OCH SVAR PÅ FORSKNINGSFRÅGA	40
6.2 DISKUSSION	41
6.3 STUDIENS IMPLIKATIONER	42
6.4 BEGRÄSNINGAR OCH FÖRSLAG PÅ VIDARE FORSKNING	42
KÄLLFÖRTECKNING	44
BILAGA 1 - REGRESSIONSANALYS FÖR TABELL 5, MODELL 2	48
BILAGA 2 - REGRESSIONSANALYS FÖR TABELL 5, MODELL 3	49
BILAGA 3 - REGRESSIONSANALYS FÖR TABELL 5, MODELL 4	50

1. Inledning

Uppsatsens inledande kapitel behandlar studiens bakgrund och problematisering av det valda ämnet. Därefter redogörs det för syfte, forskningsfråga samt avgränsningar för studien. Slutligen presenteras en beskrivning av uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Företag kan utnyttja aktiemarknaden för expansion och värdeskapande genom att genomföra företagsförvärv. Ett företagsförvärv innebär att ett företag köper hela eller delar av aktiekapitalet i ett annat företag. Företag som köper upp ett annat företag kallas för det köpande företaget och det uppköpta företaget kallas för målföretaget (Sevenius, 2011). Antalet företagsförvärv globalt har ökat från cirka 2 500 genomförda företagsförvärv i mitten av 1980-talet till strax över 45 500 år 2020. I Europa genomfördes cirka 14 500 förvärv under 2020, en ökning från strax under 500 förvärv som genomfördes under mitten av 1980-talet (The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, 2021). Enligt Morgan Stanley (2021) är företagsförvärv fortfarande ett av de mest attraktiva sätten för att uppnå tillväxt trots att en stor del av företagen har påverkats negativt av Covid-19 pandemin.

Det kan finnas flera olika orsaker till varför företag utnyttjar aktiemarknaden för att genomföra förvärv. Det köpande företaget kan genomföra ett förvärv för att öka sina marknadsandelar, diversifiera sig eller i syfte att skapa synergieffekter för att generera tillväxt. Vid ett lyckat förvärv, det vill säga att de ställda förväntningarna från marknaden uppnås, kan det köpande företaget uppnå en snabb tillväxt. Skulle däremot integreringen av förvärvet misslyckas kan det skapa negativa effekter som exempelvis höga kostnader eller uteblivna vinster (Sevenius, 2011). De nämnda effekterna avgör hur aktiemarknaden reagerar när det köpande företaget annonserar ett företagsförvärv. I de flesta fallen sjunker det köpande företags aktiekurs vid tillkännagivandet av ett företagsförvärv. Det kan bero på att det köpande företaget betalar en premie till aktieägarna i målföretaget, det köpande företaget tömmer sina kontantreserver eller tar det köpande företaget upp betydande skulder under förvärvsprocessen. Alla de ovannämnda orsakerna kan anses som negativa för det köpande företaget, vilket kan leda till en negativ marknadsreaktion (Sevenius, 2011).

1.2 Problematisering

Vid offentliggörande av ett företagsförvärv påverkas det köpande företags aktiekurs genom en reaktion av marknaden (Gaughan, 2010). En negativ marknadsreaktion, aktiekursen i det köpande företaget sjunker, är ett vanligt fenomen enligt majoriteten av de studier som har utförts på den amerikanska och europeiska marknaden (Andrade et al, 2001). Detta stämmer överens med Dyer et al. (2003) påstående om att majoriteten av de köpande företagens aktieägare förlorar på företagsförvärv. Varför marknaden reagerar negativt mot det köpande företaget vid förvärvstillkännagivande kan bero på flera anledningar. Bland annat menar Weston et al. (2003) att det kan bero på en missbedömning av synergieffekten samt höga kostnader förknippat med integreringsprocessen efter ett förvärv. Det råder en problematik i att majoriteten av studierna har visat att marknaden reagerar negativt vid ett företagsförvärv trots att antalet företagsförvärv har ökat historiskt.

Flera amerikanska studier har med hjälp av faktorer såsom förvärvsstrategi och konjunktur försökt förklara vad det är som påverkar marknads reaktion. Walker (2000) konstaterade att förvärv inte bidrar till en ökad avkastning för det köpande företags aktieägare oberoende anledning till förvärvet. Bouwman, Fuller och Nain (2009) undersökte hur den amerikanska aktiemarknaden reagerade på företagsförvärv genomförda i en högkonjunktur jämfört med företagsförvärv som var genomförda i en lågkonjunktur. Resultatet visade att marknaden reagerade mer positivt vid tillkännagivandet av ett förvärv i en högkonjunktur jämfört med förvärv i en lågkonjunktur. Även Rosen (2006) kom fram till att den amerikanska marknaden reagerade mer positivt vid ett förvärvstillkännagivande i högkonjunktur jämfört med i lågkonjunktur. Samtidigt visade Pangarkar och Lie (2004) det motsatta förhållandet, att marknaden reagerade positivt när företagsförvärvet genomfördes under en lågkonjunktur jämfört med förvärv i en högkonjunktur. Det kan enligt BCG (2019) bero på att marknaden ser ett bättre läge i att utnyttja den svagare ekonomin under en lågkonjunktur. Därmed skapar företaget efter förvärvet en bra position när ekonomin vänder, vilket ska resultera i tillväxt som är mer lönsam. Således råder det en oklarhet i huruvida marknaden reagerar på ett förvärvstillkännagivande i en hög- respektive lågkonjunktur.

En annan faktor som har studerats tidigare för att förklara marknads reaktion vid ett företagsförvärv är huruvida det köpande företaget har en uttalad förvärvsstrategi eller inte. Fama (1998) menade att aktiekursen tillhörande ett företag med en uttalad förvärvsstrategi ökar i mindre mån än ett företag utan en uttalad förvärvsstrategi. Det kan bero på att marknaden

förväntar sig att företag med en uttalad förvärvsstrategi genomför förvärv, därmed har marknaden redan prisat in framtida förvärv i aktiepriset (Jarrell & Poulsen, 1989). Jensen och Ruback (1983) undersökte också skillnader i aktiekurser vid ett företagsförvärv beroende på om företaget hade en uttalad förvärvsstrategi eller inte. Vid en uttalad förvärvsstrategi hade marknaden förväntat sig kommande företagsförvärv, vilket skulle innebära att marknadsreaktionen istället blir större på företagsförvärv som var genomförda av företag utan en uttalad förvärvsstrategi.

Majoriteten av forskningsresultaten som så långt behandlats har visat att marknaden reagerar negativt på dagen då ett företag annonserar ett företagsförvärv. Tidigare studier har visat att det kan förekomma en reaktion från marknaden då ett företag annonserar ett förvärv, däremot är det oklart vad det är som påverkar marknadsreaktion. De flesta studierna utfördes för cirka 20 år sedan och tidigare studier har inte undersökt om förvärvsstrategi och konjunktur tillsammans, har en påverkan på marknadsreaktion vid förvärvstillkännagivande. Det leder till att ämnet är relevant att lyfta igen.

1.3 Syfte

Syftet med studien är att beskriva hur marknaden reagerar vid tillkännagivande av ett företagsförvärv, samt om det finns något samband mellan marknadsreaktion, konjunktur och förvärvsstrategi. Avsikten är att bidra med empiriskt material och kunskaper som är giltigt för den svenska aktiemarknaden.

1.4 Forskningsfråga

Hur reagerar marknaden vid annonsering av företagsförvärv om hänsyn tas till det köpande företags förvärvsstrategi och konjunkturläge?

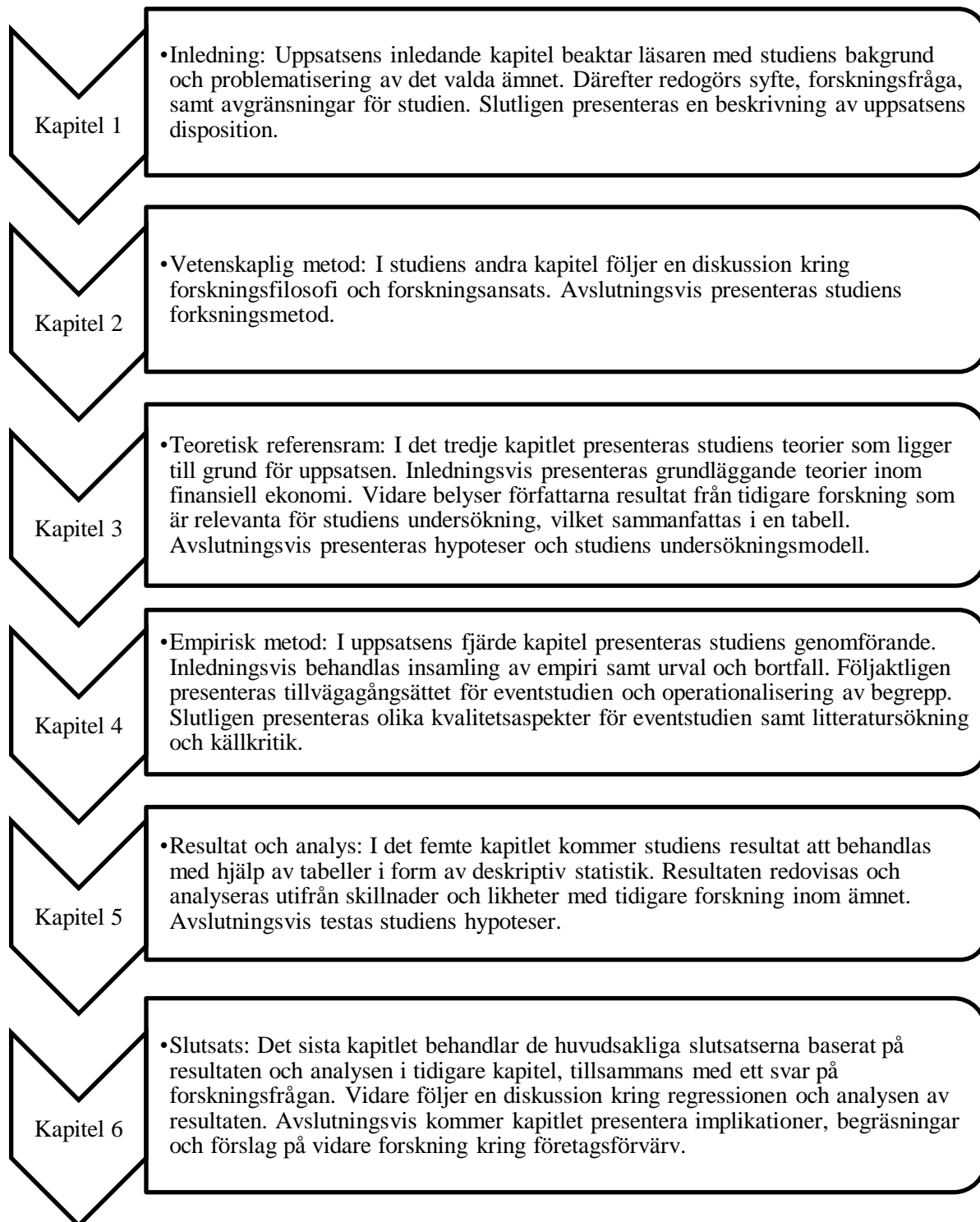
1.5 Avgränsningar

Nedan beskrivs kortfattat de mest relevanta avgränsningarna som har gjorts i studien. För mer utförlig beskrivning hänvisas till studiens metodkapitel.

Förvärvstillkännagivandet ska ha skett mellan perioden 2 januari 2010 och 4 januari 2020. Det köpande bolaget ska under perioden varit noterat minst 252 dagar före förvärvstillkännagivandet på den svenska aktiemarknaden. Företagsförvärvet ska vara

genomfört och det köpande bolaget ska ha förvärvat minst 50 procent av aktierna i målföretaget. Slutligen är studien avgränsad till att endast undersöka den kortsiktiga effekten på aktiekursen i det köpande företaget.

1.6 Disposition



2. Vetenskaplig metod

Syftet med studien är att ge en beskrivande uppfattning om hur marknaden reagerar vid tillkännagivande av företagsförvärv, samt om förvärvsstrategi och konjunktur har ett samband med marknadens reaktion. Syftet i studien ligger till grund för att bestämma vilken forskningsfilosofi och forskningsansats som tillämpas på studien. Nedan följer en diskussion kring forskningsfilosofi, forskningsansats och studiens forskningsmetod.

2.1 Forskningsfilosofi

Forskningsfilosofin kan vara olika lämplig beroende på vilken typ av studie som genomförs. Aktuell forskningsfråga och vad studien åsyftar att undersöka bestämmer vilken forskningsfilosofi som är lämplig att applicera (Bryman & Bell, 2017). Det finns ett flertal olika forskningsfilosofier, där interpretativism och positivism har varit mest betydelsefulla. Interpretativism, eller tolkningsperspektivet, grundar sig i uppfattningen om att det behövs en strategi som beaktar skillnaderna mellan naturvetenskapens studieobjekt och människor. Syftet med interpretativism är att samhällsforskare ska undersöka den subjektiva delen av en social handling. Sammantaget handlar interpretativism om att forskaren ska förstå människors beteende (Saunders et al., 2019). Enligt Thurén (2007) syftar istället positivismen till att bygga en säker kunskap med hjälp av logik och empiri. Bryman och Bell (2017) menar på att olika forskare kan ha olika syn på positivismens innebörd. Däremot är forskare överens om att positivismen syftar till att vetenskapen ska vara objektiv och att kunskap uppnås genom att samla in fakta. En positivistisk forskare tillämpar befintliga teorier i syfte att utforma nya hypoteser vilket eventuellt leder till nya teorier. Det innebär att positivismen koncentrerar sig på förklaringen bakom människors handlande i motsats till interpretativismen som syftar till att forskaren ska få förståelse för människors beteende. Därmed är en positivistisk forskningsfilosofi tillämpbar i denna uppsats då syftet är att ge en beskrivande uppfattning om hur marknaden påverkas vid tillkännagivande av förvärv. Vidare föredras ett positivistiskt antagande i uppsatsen då studien utgår från befintliga teorier kring marknadsreaktioner för att utveckla nya hypoteser.

2.2 Forskningsansats

Syftet med studien avgör vilken form av slutledningsmetod som används i uppsatsen (Saunders et al., 2019). Enligt Bryman och Bell (2017) finns det två olika forskningsansatser, det vill säga två olika sätt att se på förhållandet mellan teori och forskning, induktiv- och deduktiv

forskningsansats. En deduktiv forskningsansats avser att jämföra resultaten med vad som redan är känt i tidigare forskning för att undersöka om nya teorier kan utformas. Deduktiva studier formar hypoteser med tidigare studier som utgångspunkt för att sedan testa hypoteserna mot verkligheten. En induktiv forskningsansats är motsatsen till deduktiv teori, vilket innebär att resultatet av forskningen utgör teorin. En induktiv forskningsansats utgår från insamlad empiri för att sedan utveckla teorier som kan relateras till befintlig litteratur (Bryman & Bell, 2017).

Deduktiv forskningsansats innebär att förklara eller beskriva orsakssamband mellan två olika variabler (Christensen et al., 2016). Studiens variabler som söker orsakssamband är marknadens reaktion och tillkännagivande av förvärv. Vidare är en deduktiv forskningsansats en beståndsdel i den positivistiska forskningsfilosofin eftersom den positivistiska teorin åsyftar till att ge en generell förklaring till de förutbestämda hypoteserna (Bryman & Bell, 2017). Vid en deduktiv forskningsansats krävs det tillräckligt stora stickprov i empirin för att kunna utforma en generaliserad slutsats (Saunders et al., 2019). Således är deduktiv forskningsansats förknippat med kvantitativa metoder, vilket denna studie kommer att tillämpa (Bryman & Bell, 2017). Utgångspunkten i uppsatsen är att tillämpa en kvantitativ metod för att mäta marknadens reaktion. Sammantaget är studien av kvantitativ karaktär, med ett deduktivt förhållningssätt och med positivismen som utgångspunkt.

2.3 Forskningsmetod

En positivistisk forskningsfilosofi tillsammans med en deduktiv ansats leder till att studien är av kvantitativ karaktär (Bryman & Bell, 2017; Saunders et al., 2019). I en kvantitativ studie är omfattningen på undersökningen betydande eftersom resultatet baseras på att uppmäta kvantiteter snarare än att erhålla en djupare förståelse för ämnet. Stora mängder data innebär även att studiens autenticitet ökar, vilket således leder till att generaliserade slutsatser kan dras (Denscombe, 2016). För att öka autenticiteten i studien baseras undersökningen på ett stort urval av företagstransaktioner, för att kunna dra generella slutsatser om hur marknaden reagerar vid tillkännagivande av förvärv (för mer information se avsnitt 4.6 Litteratursökning och källkritik).

Studien baseras på en kvantitativ metod framför en kvalitativ metod eftersom en kvalitativ metod söker djupare förståelse om forskningsämnet och används oftast vid icke-numeriska data (Bryman & Bell, 2017). Med en kvalitativ studie hade intervjuer med privatpersoner på aktiemarknaden kunnat genomföras i avsikt att konstruera teorier om hur dessa personer

reagerar när ett företag tillkännager ett företagsförvärv. Däremot har en kvantitativ metod upprättats eftersom syftet med studien är att ge en förklarande beskrivning om hur marknaden reagerar när företaget tillkännager ett förvärv. Följaktligen finns det även flera etablerade teorier kring forskningsämnet, således finns det en teoretisk referensram att grunda denna studiens teorier på. Att bidra med en djupare förståelse för ämnet genom en kvalitativ metod hade varit missvisande då intentionen är att dra generella slutsatser.

3. Teoretisk referensram

I tredje kapitlet presenteras studiens teorier som ligger till grund för uppsatsen. Inledningsvis presenteras kända teorier och hypoteser inom finansiell ekonomi. Vidare belyser författarna resultat från tidigare forskning som är relevant för studiens undersökning, vilket sammanfattas i en tabell. Avslutningsvis presenteras studiens hypoteser och undersökningsmodell.

3.1 Arbitrageteori

Arbitrage innebär att en aktör på marknaden utnyttjar en tillfällig prisskillnad i en aktie noterad på två olika marknader. Således köps aktien på den ena marknaden för att säljas dyrare på den andra marknaden och därmed erhåller aktören en riskfri vinst. Uppstår arbitragemöjligheter kan det konstateras att det uppstått brister i marknadens effektivitet (Maringer, 2004). Det finns ett förhållande mellan arbitragemöjligheter och lagen om ett pris. Lagen om ett pris innebär att tillgångar som betar sig likadant och har identiska kassaflöden, bör prissättas likadant. För att det ska råda stark marknadseffektivitet måste lagen om ett pris gälla och arbitragemöjligheter ska vara obefintliga (Maringer, 2004).

3.2 Den effektiva marknadshypotesen

Fama (1970) studerade marknaden och dess bearbetning av ny information och menade att marknaden är effektiv och arbitragemöjligheter är obefintliga. Famas (1970) studie har legat till grund för den moderna tolkningen av den effektiva marknadshypotesen. Hypotesen om den effektiva marknaden har förklarats som ledande i hur aktiepriser förändras på marknaden. Vid offentliggörandet av ny information reagerar marknaden direkt och aktiens pris justeras till en ny jämvikt. Hypotesen antar att investerare agerar på informationsövertag och anses vara rationella. När priset på en tillgång korrigeras, vid offentliggörandet av ny information, resulterar det i att informationsövertaget är obefintligt. Investerare kan därför inte skapa en

arbitragemöjlighet i form av överavkastning, utan får normalavkastning på sin investering. Vidare speglas en akties pris av all historisk och tillgänglig information. Det går därför inte att förutse framtida kursutveckling beroende på tillgångens historik, utan en tillgång handlas till den framtida förväntade avkastningen. Priset på en tillgång speglar således all tillgänglig information på marknaden och enbart oidentifierad information kommer driva prisutvecklingen (Fama, 1970).

Fama (1970) beskrev vilka förutsättningar som krävdes för att marknaden ska vara effektiv. Alla på marknaden måste ha tillgång till samma information, investerare ska vara rationella, investerare ska agera i ett vinstmaximerande syfte och enskilda aktörer ska inte kunna påverka priset på en tillgång. Det blir därmed omöjligt att skapa en riskfri överavkastning på en investering. Vidare beskrev Fama (1970) tre kategorier för marknadens grad av effektivitet, svag marknadseffektivitet, semi-stark marknadseffektivitet och stark marknadseffektivitet. *Svag effektiv marknad* innebär att priset på en tillgång reflekterar all den historiska informationen på marknaden, således är all information prisad i den aktuella aktiekursen. Vid svag marknadseffektivitet kan historiska prisrörelser inte användas för att förutspå framtida kursrörelser. Tekniska analyser tillför därför inget värde då inga mönster eller trender kan identifieras i en tillgång. Förändringen i priset är därmed oberoende och slumpmässig (Fama, 1970). När marknaden råder under *semi-stark effektivitet* innebär det att aktiepriserna speglas av all historisk och tillgänglig information. För att skapa överavkastning krävs det att aktören har tillgång till insiderinformation (Fama, 1970). Under *stark marknadseffektivitet* reflekteras aktiepriserna av all tillgänglig information, inklusive insiderinformation. Således erhåller alla aktörer på marknaden all information samtidigt vilket resulterar i att ingen aktör kan skapa överavkastning genom informationsövertag.

Den modernare tolkningen av den effektiva marknadshypotesen menar likt Fama (1970), att marknaden är effektiv och att ingen aktör på marknaden kan skapa överavkastning, men att det kan förekomma slumpmässiga prisrörelser i en aktie (Malkiel, 2003). De slumpmässiga prisrörelserna grundar sig i att framtida prisförändringar speglar framtida information, vilket är okänt i dagens läge. Således är det omöjligt att förutspå framtida aktiekurser vilket indikerar på en effektiv marknad (Timmermann & Granger, 2004). Malkiel (2003) genomförde ett test för att påvisa att ingen marknadsaktör kunde skapa överavkastning. Testet innebar att en grupp apor kastade dartpilar över en aktiekarta. Aktierna som blev träffade av dartpilarna överträffade professionella investerarens avkastning utan hänsyn till risktagande. Malkiel (2003) menar på att

den mänskliga faktorn kan ha en betydelse på kort sikt där investerare kan göra felbedömningar och även felinvesteringar. Det kan leda till att marknaden frångår sin effektivitet och arbitragemöjligheter kan uppstå. På lång sikt justeras marknaden till en ny jämvikt, arbitragemöjligheterna försvinner och marknaden återgår till sin effektivitet (Wilson & Marashdeh, 2007).

Enligt den effektiva marknadshypotesen bör det köpande företags aktiekurs endast reagera på den otillgängliga informationen. Vid ett företagsförvärv bör därför marknaden enbart reagera på den information som är otillgänglig relaterad till ett uppköp. All annan information om bolaget anses redan vara prisat i den aktuella aktiekursen. Den effektiva marknadshypotesens antaganden ligger till grund för om marknaden reagerar avvikande mot vad som är förväntat vid ett förvärvstillkännagivande.

3.3 Signaleringssteorin

Till skillnad från Famas (1970) antagande där marknaden ansågs vara effektiv, menar signaleringssteorin att marknaden är ineffektiv. Det förklaras genom att det råder informationsasymmetri på marknaden där en part innehar mer information än den andra parten. Vid informationsasymmetri på marknaden gäller inte hypotesen om en effektiv marknad. Aktörer som har mer information än marknaden kan välja att kommunicera ut signaler vilket kommer att tolkas som ny information. Marknadens tolkning av den nya informationen kommer justera aktiekursen omedelbart till en ny jämvikt (Fama, 1970). Signaleringssteorin menar att signalerna som kommuniceras ut i form av ny information redan påverkat aktiekursen då informationen redan funnits tillgänglig. Således är aktiepriset redan justerat för den nya informationen och marknadens reaktion vid offentliggörandet av informationen kan påverka aktiepriset bortom dess fundamentala värde (Connelly et al., 2011). Transparens mot marknaden anses vara viktigt för bolag. Signalering av information till bolagets intressenter visar att ledningens ord blir till handling (Campbell et al., 2001).

Vid tillkännagivandet av ett företagsförvärv kan marknaden reagera positivt respektive negativt beroende på de förväntningar marknaden har på bolaget. Marknadens tolkning vid tillkännagivande av ett förvärv är resultatet på om ledningens handling lever upp till marknadens förväntningar. Marknaden kan se det positivt att företaget förvärvar ett annat företag och på det sättet skapa en högre avkastning för att maximera aktieägarnas värde (Connelly et al., 2011). Signaleringssteorin ligger även till grund för att testa om marknaden är

effektiv eller inte beroende på marknadens reaktion under eventfönstret för offentliggörandet av ett förvärv.

3.4 Ekonomisk psykologi

Ekonomisk psykologi är en vetenskap som studerar individers ekonomiska beslutsfattande. Fama (1970) antog att alla investerare var rationella och agerade i ett vinstmaximerande syfte. Ekonomisk psykologi studerar om Famas (1970) antagande om individers rationella beslutsfattanden stämmer. Ekonomisk psykologi uppmärksammades när Kahneman och Tversky (1979) studerade beslutsfattanden under risk samt individers bedömning av ny information. Hypotesen om den effektiva marknaden menar på att marknaden reagerar direkt på ny information. Ekonomisk psykologi menar att individer värderar förändringen mellan gammal och ny information istället för att enbart värdera den nya informationen. Vidare tenderar individer att övervärdera ny information vilket resulterar i att befintlig information undervärderas (Kahneman & Tversky, 1979). Således visar ekonomisk psykologi att individer inte alltid agerar rationellt och i ett vinstmaximerande syfte.

Enligt hypotesen om en effektiv marknad reagerar marknaden omedelbart på ny information och justerar aktiekursen till en ny jämvikt. Ekonomisk psykologi har visat att offentliggörandet av ny information inte behöver ha en påverkan på en akties prisrörelse. Det förklaras genom att en trend i prisrörelsen resulterar i att investerare bibehåller den befintliga uppfattningen om aktien och värderar därför inte den nya informationen. En stigande trend resulterar i en högre efterfrågan vilket kommer påverka aktiepriset vidare upp i en positiv trend. Om fler investerare anser att trenden är ihållande kommer aktiepriset att fortsätta stiga trots nya signaler till marknaden. Trenden bryts när investerare bortser från den ihållande trenden och börjar värdera den nya informationen (Arnold, 2019). Barber och Odean (2001) studerade den enskilda investerarens hantering av ny information. Informationssamhället har förändrats och användandet av internet har ökat tillgången till information. Investerare tenderar därmed att söka den information som överensstämmer med den egna prognosen. Således förstärks den egna uppfattningen och investeraren prioriterar det egna beslutet högre än andra investerares (Barber & Odean, 2001).

Ekonomisk psykologi har visat på motsatsen till Famas (1970) antaganden om rationella individer och kunnat påvisa att individer kan agera irrationellt. Irrationalitet innebär att en individ eller aktör på marknaden på något sätt är partisk i bedömningen av ny information och

därmed värderar informationen felaktigt. Om en större grupp aktörer agerar irrationellt finns möjlighet för påverkan på aktiekursen bortom dess fundamentala värde (Daniel & Hirshleifer, 2015). Den effektiva marknadshypotesen har svårt att förklara flockbeteendet hos människor och vad det avvikande beteendet innebär (Devenow & Welch, 1996). De flesta besluten som görs på kapitalmarknaden är påverkade av andras åsikter och analyser. Det är främst via sociala medier, tidskrifter och television som experter och analytiker har en påverkan på de besluten som sedan kommer att tas (Prechter, 2001). Det förklaras genom att människan har en tro om att andra individer fattar rationella beslut och besitter på mer information än vad en själv har (Banerjee, 1992). Vidare förklaras det att individer inte tar egna beslut vid offentliggörandet av ny information utan följer flockens beteende och åsidosätter de egna värderingarna (Prechter, 2001).

3.5 Konjunktur och förvävsstrategi

Konjunktur kan beskrivas som det rådande ekonomiska tillståndet i en ekonomi och följs av olika cykler, ofta benämnda som hög- eller lågkonjunktur. En försämrad konjunkturbild speglas oftast av nedgång i långräntor medan en förbättring i konjunkturen oftast resulterar i en uppgång i långräntor (Fregert & Jonung, 2018). Beroende på konjunkturläget har aktiemarknaden en tendens att agera på olika sätt vid offentliggörandet av ny information. Vid ett trendskifte nedåt i konjunkturen ökar volatiliteten på marknaden då risken i enskilda bolag ökar på grund av en högre skuldsättningsgrad (Black, 1976). Under en recession har marknadens aktörer svårare att prognostisera framtida utfall och begär därför en högre riskpremie. Den högre begärda riskpremien leder till en överreaktion i aktiepriser vid offentliggörandet av ny information. Vidare sker det motsvarande vid ett trendskifte upp i konjunkturen, där en optimistisk framtidssyn resulterar i en underreaktion i aktiepriser vid offentliggörandet av ny information. Över- respektive underreaktion i aktiepriser är resultatet av att nyheterna har värderats bortom dess fundamentala värde (Veronesi, 1999).

Tillväxt är attraktivt ur ett bolags intressenters perspektiv och det är en utmaning för ett bolag att bibehålla och skapa tillväxt (Dyer et al., 2003). Tillväxt kan skapas organiskt eller genom företagsförvärv. Ett företagsförvärv kan skapa synergieffekter eller nya marknadsandelar för det köpande företaget. Synergieffekter innebär att effekten av en sammanslagning av två företag kommer generera bättre operationella och finansiella resultat än företagen var för sig. För att lyckas skapa synergieffekter är en fungerande integreringsprocess väsentlig. En integreringsprocess innebär att målbolagets kompetens integreras i den sammanslagna

verksamheten för att skapa effektivitet och lönsamhet (Jones, 2012). Det köpande företaget kan tillämpa olika former av förvärvsstrategier beroende på bolagens resurstillgångar, vilket brukar kommuniceras ut i årsredovisningar (Barney, 1986). Företag med en uttalad förvärvsstrategi gynnas vid ett lågt ränteklimat då anskaffning av kapital är billigt. I lågkonjunktur möjliggörs en högre värdering av målföretaget då framtida diskonterade kassaflöden ökar i värde. Ett lågt ränteklimat blir därför ett incitament för bolag att genomföra företagsförvärv (Sevenius, 2011).

3.6 Tidigare studier

Rosen (2006) studerade köpande företag på den amerikanska marknaden mellan 1982–2001. Rosen (2006) kom fram till att den amerikanska marknaden reagerade mer positivt vid ett förvärvstillkännagivande i högkonjunktur jämfört med i lågkonjunktur. Även Bouwman et al. (2009) undersökte hur den amerikanska aktiemarknaden reagerade på företagsförvärv genomförda i en högkonjunktur jämfört med företagsförvärv som var genomförda i en lågkonjunktur. Resultatet visade, likt Rosen (2006), att marknaden reagerade mer positivt vid tillkännagivandet av ett förvärv i en högkonjunktur jämfört med förvärv i en lågkonjunktur.

Pangarkar och Lie (2004) undersökte hur marknaden reagerade på offentliggörandet av ett företagsförvärv under låg- respektive högkonjunktur. Studien kom fram till att under högkonjunktur var avkastningen på annonseringsdagen lägre än under lågkonjunktur. Anledningen till resultatet var att sannolikheten för övervärderade målbolag minskade och därmed blev budpremien mindre, vilket gynnade det köpande bolaget. Vidare visade Pangarkar och Lie (2004) på hur risktagandet ökade från ledningen under en högkonjunktur. Således var ett ökande risktagande en bakomliggande orsak till att ett förvärv blev värdeförstörande. En annan studie med fokus på konjunktorens påverkan var Veronesi (1999) som studerade konjunkturycklers påverkan på aktiekurser. Veronesi (1999) beskrev att en avmattning i ekonomin påverkade aktiemarknaden med högre volatilitet. En högre volatilitet förklarades genom ökad svårighet att prognostisera framtida tillväxt, vilket grundade sig i en ökning av osäkerhet på marknaden. Veronesi (1999) menade att marknaden överreagerade på nyheter i högkonjunktur och underreagerade på nyheter under lågkonjunktur.

Dyer et al. (2003) genomförde en studie på den amerikanska marknaden och studerade 1592 förvärv utförda av 200 amerikanska bolag mellan 1993 och 1997. Studien visade att företagens utmaningar var att uppnå och bibehålla tillväxt. För att skapa tillväxtmöjligheter har flera företag tillämpat företagsförvärv som tillväxtstrategi. Studien nämnde hur antalet

företagsförvärv ökade trots att strategin genomsnittligt inte adderade något värde till aktieägarna. Vidare visade studien att 48 procent av företagsförvärven gjorda mellan de valda åren ansågs vara misslyckade efter två års tid. De köpande företagens aktiekurser sjönk mellan 0,34 och 1 procent från dagen förvärvet offentliggjordes och tio dagar efter (Dyer et al., 2003).

Jarrell och Poulsen (1989) undersökte abnormala avkastningar vid annonsering av företagsförvärv. Jarrell och Poulsen (1989) visade att den kumulativa abnormala avkastningen för samtliga bolag visade sig vara svagt positiv. Det fanns flera anledningar till varför avkastningarna på de köpande företagens aktiekurser fluktuerade runt noll procent. Den första anledningen var den växande konkurrensen bland köpande företag, vilket resulterade i en större budpremie och negativ påverkan på det köpande företags avkastning. Vidare menade Jarrell och Poulsen (1989) att företag med en uttalad förvärvsstrategi är tvungna till att genomföra företagsförvärv för att möta de ställda tillväxtkraven. Marknaden förväntar sig därför framtida förvärv vilka är diskonterade i det aktuella aktiepriset. En av få studier gjorda på den svenska marknaden är Holmén (1998) studie om företagsförvärv under 1980–1995. Holmén (1998) undersökte om det fanns en abnormal avkastning på marknaden vid offentliggörandet av företagsförvärv. Vidare fokuserade studien på olika förvärvsstrategier och dess påverkan på det köpande företags avkastning. Studiens resultat visade att den abnormala avkastningen fluktuerade runt noll procent under studiens eventfönster. Studien kom fram till att det fanns signifikanta resultat på enskilda dagar under eventfönstret, däremot förekom det ingen signifikant skillnad i abnormal avkastning över hela eventfönstret.

Tabell 1*Sammanfattning av tidigare studier*

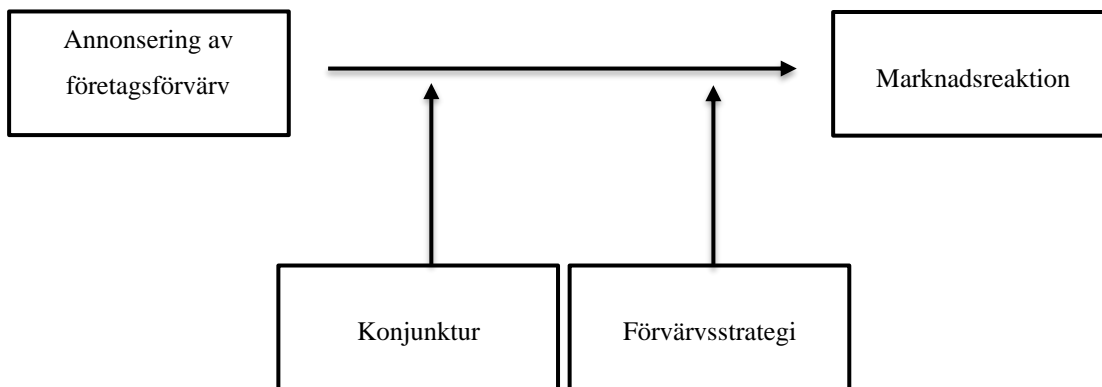
Artikelförfattare	Undersökningsperiod	Urval	Resultat
Rosen	1982–2001	Förvärvande bolag på den amerikanska marknaden	Förvärv genomförda under en positiv utveckling av aktiemarknaden ökar sannolikheten för positivt värdeskapande.
Dyer, Kale & Singh	1993–1997	200 förvärvande bolag på den amerikanska marknaden	48% av företagsförvärven ansågs misslyckade efter två års tid. Det köpande företags aktiekurs sjönk mellan 0,34% och 1% under ett tiodagars eventfönster
Jarrell & Poulsen	1963–1986	Förvärvande bolag på den amerikanska marknaden	Kumulativa abnormala avkastningen för samtliga bolag var 0,92%. Tillgång till information och växande konkurrens påverkade förvärvande bolags avkastning
Veronesi	1926–1995	Amerikanska marknaden	En avmattning i ekonomin påverkade aktiemarknaden med högre volatilitet.
Bouwman, Fuller & Nain	1979–2002	Amerikanska marknaden	Marknaden reagerade mer positivt vid tillkännagivandet av ett förvärv i en högkonjunktur jämfört med förvärv i en lågkonjunktur.
Pangarkar & Lie	1990–1999	Singaporienska marknaden	På annonseringsdagen av ett förvärv i lågkonjunktur var avkastningen högre än i högkonjunktur
Holmén	1980–1985	Svenska marknaden	Studien kom fram till att det fanns signifikanta skillnader i abnormal avkastning under enskilda dagar. Däremot förekom det inget signifikant resultat i abnormal avkastning för hela eventfönstret.

3.7 Undersökningsmodell och hypoteser

Studien åsyftar att undersöka hur marknaden reagerar när det köpande företaget annonserar ett företagsförvärv, samt om konjunktur och förvärvsstrategi påverkar marknadsreaktion. Enligt Fama (1970) borde marknaden reagera på ny information, i detta fall vid annonsering av ett företagsförvärv. Därför undersöker studien om annonsering av företagsförvärv har en direkt påverkan på marknadsreaktion samt om konjunktur och förvärvsstrategi påverkar reaktionen från marknaden.

Figur 1

Undersökningsmodell



Tidigare studier har visat på hur företagsförvärv genomsnittligt inte adderar något värde eller till och med är värdeförstörande för aktieägare. Jarrell och Poulsen (1989) beskrev hur avkastning tillhörande det köpande företaget med en uttalad förvärvsstrategi fluktuerade kring noll procent dagarna efter ett förvärvstillkännagivande. Fama (1998) belyste hur aktiekursen tillhörande företag med en uttalad förvärvsstrategi ökade i mindre mån än företag med en icke-uttalad förvärvsstrategi vid förvärvstillkännagivande. Bolag med en uttalad förvärvsstrategi tenderar till att bygga tillväxten på förvärv vilket marknaden anses vara medvetna om. Framtida förvärv anses därför redan vara prisade i det aktuella aktiepriset och marknadsreaktionen bör inte vara avvikande från den förväntade avkastningen (Jarrell & Poulsen, 1989). Således formuleras den första hypotesen:

Hypotes 1: Marknaden reagerar mer positivt för företag som har en icke uttalad förvärvsstrategi än företag som har en uttalad förvärvsstrategi

Bouwman, Fuller och Nain (2009) undersökte hur den amerikanska aktiemarknaden reagerade på företagsförvärv genomförda i en högkonjunktur jämfört med företagsförvärv som var genomförda i en lågkonjunktur. Resultatet visade att marknaden reagerade mer positivt vid tillkännagivandet av ett förvärv i en högkonjunktur jämfört med förvärv i en lågkonjunktur. Däremot visade Pangarkar och Lies (2004) studie att marknaden reagerade mer positivt vid tillkännagivandet av ett förvärv i en lågkonjunktur. Studien förklarade resultatet genom övervärderade målbolag vilket påverkade budpremien. Under lågkonjunktur påverkas aktiemarknaden av högre volatilitet då svårigheten att prognostisera framtida tillväxt ökar (Veronesi, 1999). Således formuleras den andra hypotesen:

Hypotes 2: Förvärv som görs under lågkonjunktur leder till mer positiv marknadsreaktion än förvärv under högkonjunktur

4. Empirisk metod

För att undersöka hur marknaden reagerar när ett företag annonserar ett företagsförvärv, har vi inte enbart studerat befintlig litteratur inom finansiell ekonomi, utan också kompletterat med en eventstudie. Nedan följer en diskussion för insamling av empiri samt urval och bortfall. Följaktligen presenteras tillvägagångssättet för eventstudien och operationalisering av begrepp. Slutligen presenteras olika kvalitetsaspekter för eventstudien samt litteratursökning och källkritik.

4.1 Datainsamling

Information om företagsförvärven i form av det köpande företaget, transaktionsbelopp, förvärvsdatum, betalningsmetod etc. har hämtats från Refinitiv Eikon, en marknadsledande finansiell databas. Eftersom det uppstod ett problem i att hämta kontrollvariabler från Refinitiv Eikon, hämtades nyckeltal för kontrollvariablerna från Börldata. Data i form av dagliga aktie- och indexkurser hämtades från Nasdaq OMX Nordic. Tidsserier för den amerikanska 10-åriga statsobligationen hämtades från Federal Reserves databas. I studiens teoretiska del har information hämtats från vetenskapliga artiklar, litteratur samt tillförlitliga webbsidor.

4.1.1 Urval och bortfall:

Sökprocessen i Refinitiv Eikon begränsades till offentliggörande av företagsförvärv enligt följande urval:

- Företag noterade på den svenska marknaden.
Vi valde att undersöka den svenska marknaden eftersom möjligheterna för datatillgång var störst på den svenska marknaden. Kontrollvariabler hade inte kunnat undersökas på andra marknader.
- Offentliggörande av företagsförvärven inom perioden 2 januari 2010 till och med 4 januari 2020.
Vald tidsperiod motiveras utifrån att vi ville testa studien i aktuell tid, samtidigt som vi ville ha en lång tidsperiod för att få tillräckligt med data.
- De köpande företagen ska ha förvärvat minst 50 procent av målföretagens aktier.
Urvalet motiveras genom att vi ville undersöka effekterna på marknaden när det köpande företaget förvärvar majoriteten av det egna kapitalet i målföretaget.
- Vid beräkning av abnormal avkastning togs det ingen hänsyn till utdelning.
Vi tog ingen hänsyn till utdelning i företagen eftersom indexets utveckling inte heller tar hänsyn till utdelning, därav anser vi att det blir en mer rättvis bild på den abnormal avkastningen.
- Bolagen ska ha existerat på börsen minst 252 dagar innan genomfört förvärv.
Urvalet motiveras genom att, enligt Benninga (2008) är det vanligast att sortera för bolag som har existerat på börsen minst 252 dagar innan förvärvet. Det krävs för att få tillräckligt många observationer samt stabila och relevanta data.
- Endast de köpande företagens aktiekurser undersöktes, det togs ingen hänsyn till målföretagen i förvärvstransaktionerna.
Utifrån studiens frågeställning var vi intresserade av att undersöka hur marknaden reagerar vid tillkännagivande av förvärv i det köpande företaget, därav tar vi inte någon hänsyn till målföretaget.
- Transaktionerna skulle vara genomförda.

Vi anser att resultatet är mer jämförbart mellan förvärven om alla transaktioner är genomförda. Dessutom åsyftar studien att undersöka marknadsreaktionen efter ett företagsförvärv, vilket betyder att företagsförvärvet måste vara genomfört.

Efter sökningen erhöles 140 företagsförvärv utifrån ovan urval. Sedan sorterades företagsförvärven utifrån konjunktur och förvärvsstrategi (för mer information se avsnitt 4.3 operationalisering), vilket resulterade i totalt 122 företagsförvärv. Således motsvarade samtliga 122 förvärvstillkännagivanden, som uppfyllde sökkriterierna, populationen. Bortfallen i studien berodde på att en del av aktierna inte var börsnoterade längre, eller att bolagen hade bytt namn.

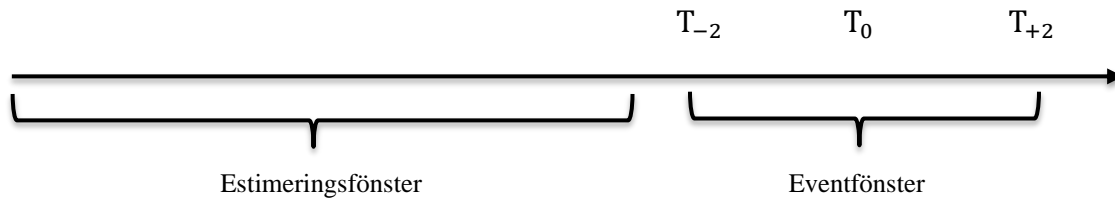
4.2 Eventstudie

För att undersöka hur marknaden reagerar vid ett företagsförvärv genomfördes en eventstudie vilken är karaktäristisk för studier av detta slag. Valet av att använda en eventstudie som tillvägagångssätt motiverades genom att effekten av ett event, i detta fallet ett företagsförvärv reflekteras omedelbart i tillgångens pris givet att marknaden är effektiv (Campbell et al., 1997). Således gör eventstudien det möjligt att analysera reaktioner i aktiekurser som sker på grund av offentliggörande av företagsförvärv (Binder, 1998). Reaktioner i aktiekurser mäts i en eventstudie genom abnormal avkastning, vilket utgör skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen för aktien (Kothari & Warner, 2007). Eventstudien är en applicerbar metod eftersom den åtskiljer marknadsreaktioner på företagsförvärv från reaktioner på marknadsspecifika event. Således går det att bedöma hur marknaden reagerar på det enskilda eventet, i detta fallet företagsförvärvet (Benninga, 2008). För att undersöka hur marknaden reagerar vid tillkännagivande av förvärv krävs det att eventstudien har en tidsram.

Eventstudiens *tidsram* är den tidpunkten då det köpande företaget annonserar företagsförvärvet. Författarna definierar eventfönstret som två dagar innan annonsering av förvärv till två dagar efter förvärvstillkännagivandet, totalt fem dagar. Studien omfattar ett estimeringsfönster på 252 börsdagar innan eventfönstret samt 122 företagsförvärv. Genom att börja några dagar innan annonseringsdagen kan eventuellt informationsläckage upptäckas (Benninga, 2008). Valet av att låta eventfönstret stänga två dagar efter eventdagen motiverades genom att eventuella effekter som kan dröja till följd av att marknaden inte är helt effektiv kan uppmärksammas dagarna efter annonseringsdagen (Arnold, 2019).

Figur 2

Tidsram för eventstudien



Studiens valda estimeringsfönster och antal företagsförvärv motviserades genom att enligt Benninga (2008) är den vanliga längden för ett estimeringsfönster 252 dagar och runt 126 företagsförvärv bör undersökas som en tumregel. Eventstudien är utformad utifrån en kort tidsperiod för att mäta den kortsiktiga marknadsreaktionen. Alternativet hade varit att tillämpa en långsiktig eventstudie. Däremot menar Fama (1998) på att det inte går att uppskatta korrekt förväntad avkastning för längre tidsperioder då förändringar efter företagsförvärvet kan bero på andra utomstående faktorer än just det valda eventet. Således är det svårare att fastställa den långsiktiga förväntade avkastningen om tidsperioden är längre. När tidsramen var fastställd krävdes en beräkning av förväntad avkastning, vilket genomfördes med hjälp av marknadsmodellen.

För att beräkna den förväntade avkastningen tillämpades *marknadsmodellen* och indexet *OMX Stockholm PI* (OMXSPI). Enligt Campbell och MacKinlay (1997) är det kritiskt att använda ett index som representerar marknads utveckling så korrekt som möjligt, därför tillämpades indexet OMXSPI eftersom det representerar den breda utvecklingen på den svenska marknaden och inkluderar alla noterade aktier på stockholmsbörsen.

$$ER_{it} = a_i + \beta_i * R_{OMXSPI_t}$$

Formel 1. Marknadsmodellen

ER_{it} = Förväntad avkastning för aktien i på dagen t

a_i = Ett genomsnittligt värde för den del av aktiens avkastning som inte förklaras av marknaden (riskpremie).

β_i = Systematisk risk, betavärde för aktien i

R_{OMXSPI_t} = Avkastning för OMXSPI på dagen t

Formler för de ingående värdena i marknadsmodellen presenteras nedan:

$$R_{OMXSPI_t} = \frac{P_{OMXSPI_t} - P_{OMXSPI_{t-1}}}{P_{OMXSPI_{t-1}}}$$

Formel 2. Daglig avkastning för OMXSPI

R_{OMXSPI_t} = Avkastning för OMXS PI på dagen t

P_{OMXSPI_t} = Stängningskurs för OMXS PI på dagen t

$P_{OMXSPI_{t-1}}$ = Stängningskurs för OMXS PI på dagen t - 1, alltså dagen före t

$$\beta_i = \frac{\sigma^2_{a,b}(R_{it}, R_{OMXSPI_t})}{\sigma^2_{OMXSPI_t}}$$

Formel 3. Betavärdet för den enskilda aktien

$\sigma^2_{a,b}(R_{it}, R_{OMXSPI_t})$ = Kovarians mellan avkastningen för aktien i och OMXSPI på dagen t

$\sigma^2_{OMXSPI_t}$ = Varians för OMXSPI på dagen t

$$a_i = R_{it} - \beta_i * R_{OMXSPI_t}$$

Formel 4. Riskpremie

Det finns andra modeller att använda sig av för att räkna ut förväntad avkastning såsom *constant mean return-modellen*. Däremot anses marknadsmodellen resultera i mer korrekta svar då den reducerar inverkan av de osäkra variablerna vilket resulterar i större möjligheter att undersöka den förväntade avkastningen för det specifika eventet, i detta fallet företagsförvärvet (MacKinlay, 1997). Marknadsmodellen ger således svar på den förväntade avkastningen för aktien. För att sedan studera abnormala prisförändringar till följd av ett företagsförvärv som inte beror på marknads generella utveckling, beräknas den abnormala avkastningen. Vid beräkning av abnormal avkastning subtraheras den förväntade avkastningen med den faktiska avkastningen. Nedan följer formler för den faktiska avkastningen samt den abnormala avkastningen.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Formel 5. Daglig faktisk avkastning för den enskilda aktien

R_{it} = Avkastning för aktien i på dagen t

P_{it} = Stängningskurs för aktien i på dagen t

P_{it-1} = Stängningskurs för aktien i på dagen t - 1, alltså dagen före t

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it}$$

Formel 6. Abnormal avkastning för den enskilda aktien

För att sedan kunna bestämma om den abnormala avkastningen är signifikant skild från noll utformades ett signifikanstest. Det finns ett stort urval av statistiska tester att välja mellan, vilka kan kategoriseras i två huvudgrenar, parametriska tester och icke-parametriska tester. Parametriska tester förutsätter att stickprovet är normalfördelat. Eftersom urvalet i studien är större än 30 observationer kan fördelningen anses vara approximativt normalfördelat enligt centrala gränsvärdessatsen. Nackdelen med parametriska test är att fördelningen kan påverkas av extremvärden. Icke-parametriska tester kan genomföras även om urvalet inte hade varit normalfördelat. Däremot anses icke-parametriska tester inte lika kraftfulla som parametriska tester (Körner & Wahlgren, 2015).

Vi valde att genomföra T-test i Excel, då underlaget anses vara normalfördelat och innehåller inga extremvärden som kan ge ett snedvridet resultat. T-testet visar om den abnormala avkastningen är signifikant eller inte.

$$STEYX = \sqrt{\frac{1}{(n-2)} \left[\sum (y-\bar{y})^2 - \frac{[\sum (x-\bar{x})(y-\bar{y})]^2}{\sum (x-\bar{x})^2} \right]}$$

$$t = \frac{AR}{STEYX}$$

Formel 7. Beräkning av t-värde

AR = Abnormal avkastning, vi beräknar t-kvoten utifrån hela den abnormal avkastningen eftersom övriga parametrar är konstanta. De övriga parametrarna påverkar inte på något sätt, därför kan vi utföra t-kvoten med AR och behöver inte tillämpa betavärdet.

$STEYX$ = Std. Error för det förutsagda y -värdet för varje x i regressionen

För att sedan kunna dra generella slutsatser om den abnormala avkastningen på eventdagen måste den genomsnittliga abnormala avkastningen beräknas (*Average Abnormal Return* – AAR). Slutsatserna om effekterna i aktiekurserna bygger på de genomsnittliga värdena för den abnormala avkastningen (Kothari och Warner, 2007). Genomsnittlig abnormal avkastning beräknas genom att summera alla abnormala avkastningar för en specifik dag för att sedan dividera summan med det totala antalet företagsförvärv. Således erhålls ett genomsnittligt värde för de abnormala avkastningarna för den specifika dagen (MacKinlay, 1997).

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$$

Formel 8. Genomsnittlig abnormal avkastning

\overline{AR}_t = Den genomsnittliga abnormala avkastningen för dag t .

$\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t}$ = Summan av de abnormala avkastningarna för företag i till företag N under dag t dividerat med antal företag N .

4.3 Operationalisering

Operationalisering innebär enligt Saunders et al. (2019) att begrepp som är abstrakta översätts till något mer konkret och mätbart. Eftersom studien tillämpar en deduktiv ansats är det betydande att operationalisera begreppen för att veta hur de ska mätas (Saunders et al., 2019). Enligt Christensen et al. (2016) söker beskrivande studier, likt denna studien, efter kausala samband mellan olika variabler där den beroende variabeln påverkas. Således följer nedan en operationalisering av studiens beroende variabler, oberoende variabler och kontrollvariabler.

Kontrollvariablerna är inte av huvudintresse i undersökningen utan används för att utskilja att den beroende variabeln enbart påverkas av de oberoende variablerna (Bryman & Bell, 2017). Kontrollvariablerna tillämpas för att identifiera och redogöra för andra faktorer som kan förändra förhållandet mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna. Följaktligen kan kontrollvariablerna vara intressanta att undersöka för att analysera om de påverkar

marknadens reaktion vid tillkännagivande av förvärv. Följande kontrollvariabler undersöktes i studien:

- Börsvärde = Antalet utestående aktier * Aktiepriset. Ett företags börsvärde är det totala värdet på alla aktier som företaget har på marknaden. Genom att undersöka börsvärdet blir det enklare att få en förståelse för företagets storlek (Greve, 2016). Eftersom börsvärdet skiljde sig mycket från olika bolag så logaritmerade vi börsvärdet i SPSS.
- Soliditet = Justerat eget kapital/Totalt kapital. Soliditet anger hur stor del av tillgångarna som är finansierade med eget kapital. En hög soliditet innebär generellt en hög finansiell risk, medan en låg soliditet kan innebära en låg finansiell risk (Greve, 2016).
- Fritt kassaflöde i relation till antalet aktier = Fritt kassaflöde/Antalet utestående aktier. Det fria kassaflödet visar kassaflödet från den löpande verksamheten minus kassaflödet från investeringsverksamheten. Således visar det fria kassaflödet hur mycket pengar som finns kvar för att exempelvis finansiera lån, öka företagets kassa för framtida investeringar eller använda till utdelning. Det fria kassaflödet ställs i relation till antalet aktier för att rättvist kunna jämföra mot andra företag (Greve, 2016). Nyckeltalet har logaritmerats för att det skiljde sig mycket mellan olika företag.
- Avkastning på totalt kapital = Resultatet före skatt + räntekostnader/Totalt kapital. Avkastningen på totalt kapital är ett mått på företagets lönsamhet. Nyckeltalet visar verksamhetens effektivitet oberoende hur kapitalet har finansierats (Greve, 2016).
- Vinst per aktie = Nettovinst/Antal utestående aktier. Nyckeltalet visar hur stor vinst företaget gör per aktie (Greve, 2016).

Den *beroende variabeln* som testades var den abnormala avkastningen vid dagen T_0 i eventfönstret för respektive företagsförvärv. Vid beräkning av abnormal avkastning subtraherades den förväntade avkastningen med den faktiska avkastningen för respektive företagsförvärv. Syftet med studien är att beskriva hur marknaden reagerar vid tillkännagivande av ett företagsförvärv, samt om det finns något samband mellan marknadens reaktion, konjunktur och förvärvsstrategi. Eftersom studien har ett beskrivande syfte söktes det efter

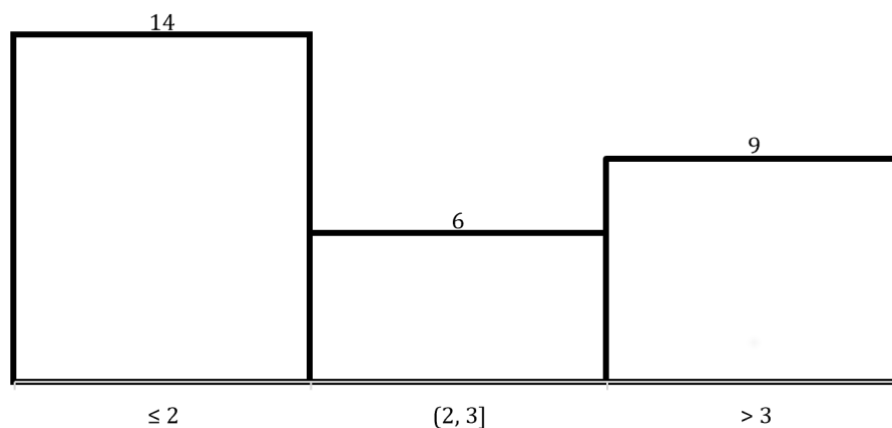
kausala samband mellan variabler där den oberoende variabeln påverkar den beroende variabeln (Denscombe, 2016).

De *oberoende variablerna* baserades på tidigare forskning, syfte och problemformulering vilka i studien är konjunktur och förvärvsstrategi. I studien används förvärvsstrategi för att undersöka hur marknaden reagerar vid förvärvstillkännagivande beroende på om det köpande bolaget har en uttalad förvärvsstrategi eller inte. Eftersom vi inte vet frekvensen i förvärvsstrategi har vi empiriskt mätt vad som kan vara en förvärvsstrategi och en icke-uttalad förvärvsstrategi. Fortsättningsvis i uppsatsen kommer vi att använda begreppen *uttalad förvärvsstrategi* och *icke-uttalad förvärvsstrategi* för att avse framräknad frekvens.

För att empiriskt mäta huruvida en uttalad förvärvsstrategi fanns eller inte tillämpades ett histogram baserat på ett urval av 28 bolag med olika antal genomförda företagsförvärv under perioden 2010-01-02 till 2020-01-04. Bolagen sorterades utifrån genomförda företagsförvärv och fördelades i tre olika intervall, varav mittintervallet togs bort. Således definierades ett bolag som hade utfört två, eller mindre än två företagsförvärv som ett företag med en icke-uttalad förvärvsstrategi. Företag som hade genomfört fler än tre företagsförvärv definierades som ett företag med en uttalad förvärvsstrategi. Sammantaget visar histogrammet att studien baseras på 9 bolag med en uttalad förvärvsstrategi och 14 bolag med en icke-uttalad förvärvsstrategi. Därmed undersöktes totalt 23 bolag som tillsammans hade genomfört 122 företagsförvärv under perioden 2010-01-02 till 2020-01-04.

Figur 3

Definition av förvärvsstrategi

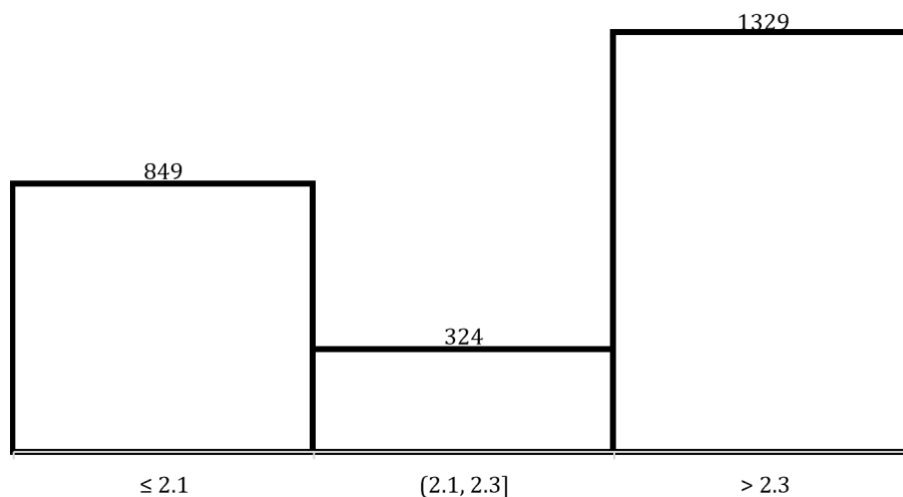


I studien användes den 10-åriga amerikanska statsobligationen som definition på räntan. Varför den 10-åriga amerikanska statsobligationen användes motiverades genom att räntan påverkar den globala ekonomin i stort och såväl tillgångsslaget aktier. Räntan tillämpades för att bestämma om marknaden befann sig i en hög- respektive lågkonjunktur. Metodvalet att använda räntan för att definiera konjunkturläget motiverades genom att räntan är en av flera variabler som har en direkt koppling till konjunkturen (Fregert & Jonung, 2018). Konjunkturen beskriver det rådande ekonomiska tillståndet där högkonjunktur refererar till goda ekonomiska tider och lågkonjunktur betyder sämre ekonomiska förhållanden. Vid en lågkonjunktur justeras räntan nedåt för att få igång ekonomin. En låg ränta innebär att det är billigt för företag att låna pengar och investera, exempelvis utföra fler företagsförvärv. Vid en hög ränta blir det istället dyrare för företag att få tillgång till kapital och utföra företagsförvärv (Fregert & Jonung, 2018).

Vi hämtade tidsserier för räntan från USA:s centralbank, Federal Reserve (FED). Observationerna matades in i ett histogram med tre intervall, således definieras lågkonjunktur som mindre eller lika med 2,1 procent och högkonjunktur som större än 2,3 procent. Intervallet i mitten, dvs. 2,1 – 2,3 procent togs bort från undersökningen.

Figur 4

Definition av konjunktur



4.4 Multipel linjär regressionsanalys

För att ingående undersöka vad det är som kan förklara variationen i abnormal avkastning genomfördes en multipel linjär regressionsanalys i IBM SPSS Statistics. Den beroende variabeln som testades var den abnormal avkastningen vid dagen T_0 . De oberoende variablerna

baserades på tidigare forskning, syfte och problemformulering vilka i studien är konjunktur och förvärvsstrategi. Både konjunktur och förvärvsstrategi delades in i dummyvariabler. Vid en icke-uttalad förvärvsstrategi fick dummyvariabeln värdet 1 och vid en uttalad förvärvsstrategi fick dummyvariabeln värdet 0. Likaså för konjunktur, vid lågkonjunktur fick dummyvariabeln värdet 1 och vid högkonjunktur fick dummyvariabeln värdet 0. Vidare ingår det också flera kontrollvariabler, vilka i studien är logaritmerat börsvärde, logaritmerat fritt kassaflöde per aktie, soliditet, vinst per aktie och avkastning på totalt kapital. Kontrollvariablerna är variabler som kan påverka undersökningens egentliga samband och som därför behövs kontrolleras bort. Syftet med regressionsanalysen var att påvisa ett samband mellan beroende variabel och oberoende förklaringsvariabler, vilket motiverade en regressionsanalys (Körner & Wahlgren, 2015). Genom att endast välja ett fåtal förklaringsvariabler ökar precisionen i varje enskild variabel (Ramanathan, 2002).

I regressionsanalysen var det två delar som var av mest betydelse, beta-koefficienten och p-värdet. Följande parametrar var av mest betydelse eftersom studien testar hypoteserna genom att kolla på beta-koefficienten och p-värdet. Beta-koefficienten visar vilken effekt en enhetsförändring på den förklarande variabeln påverkar den beroende variabeln. Det är således intressant att undersöka huruvida effekten är positiv eller negativ. Med andra ord om en ökning i den oberoende variabeln leder till en ökning eller minskning i abnormal avkastning. För att sedan testa om hypoteserna är signifikanta måste koefficienterna vara signifikant skild från noll. Det går att fastställa genom att kolla på koefficientens p-värde. Studien testar på signifikansnivåerna 90, 95 och 99 procentsnivåerna, där p-värdet ska vara lägre än 0.1, 0.05 respektive 0.01 om koefficienten är signifikant (Körner & Wahlgren, 2015). Studiens hypoteser testas på 95 procentsnivån.

Determinationskoefficienten (R^2) i regressionen förklarade hur stor del av variansen i den abnormal avkastningen som förklarades av regressionens samtliga x-variabler. Signifikansnivån för hela regressionen mäts med ett F-test och den enskilda signifikansnivån för förvärvsstrategi och konjunktur mäts med ett T-test. Vid ett signifikant F-test har minst en av de oberoende variablerna, konjunktur och/eller förvärvsstrategi, ett linjärt samband med abnormal avkastning. Om varken konjunktur eller förvärvsstrategi uppfyller T-testet kan det förekomma korrelation mellan förklaringsvariablerna, vilket innebär att de överlappar varandra. För att fastställa om det förekommer en hög korrelation mellan variablerna undersöks korrelationsmatrisen i SPSS. Perfekt korrelation uppstår när två eller fler förklarande variabler

har ett identiskt korrelationsmönster, vilket indikerar att det finns ett starkt linjärt samband mellan variablerna. En korrelation med värdet -1 indikerar en perfekt negativ korrelation och +1 indikerar en perfekt positiv korrelation (Körner & Wahlgren, 2015). För att undersöka om variablerna i regressionsmodellen är korrelerade med varandra i hög utsträckning undersöks multikollinearitet. Multikollinearitet kan detekteras genom att undersöka *Variance Inflation Factor* (VIF) och *Tolerance Level* i SPSS - *Collinearity Statistics*. Både VIF och toleransnivån uppskattar mängden multikollinearitet i en multipel linjär regressionsanalys. Toleransnivån måste vara större än 0.1 ($Tolerance > 0.1$) och VIF ska vara mindre än 10 ($VIF < 10$). Följaktligen, om VIF är över 10 och toleransnivån är nära noll, finns det kollinearitet problem i modellen (Hashim, Osman, & Alhabshi, 2015). Studien prövade för kollinearitet problem för samtliga förklarande variabler innan regressionen genomfördes. Samtliga förklaringsvariabler hade VIF-värde som var mindre än 10 samt en toleransnivå som var större än 0.1 (se bilaga 1).

4.5 Kvalitetsaspekter

Följande avsnitt berör olika vetenskapliga kvalitetsaspekter för eventstudien. Kvalitetskriterierna som studien svarar mot bygger på Bryman och Bells (2017) fyra huvudsakliga aspekter för kvantitativ forskning: kausalitet, generaliserbarhet, mätning och replikerbarhet.

Kvantitativa studier fokuserar på att objektivt beakta ett fenomen, i studiens fall abnormal avkastning, och kvantifiera dess effekter. Således är kvalitetsaspektens mätning av yttersta vikt i en eventstudie (Bryman & Bell, 2017). För att förklara olika följder kopplade till abnormal avkastning tillämpas kausalitet. Enligt Bryman och Bell (2017) förklaras kausalitet genom att forskare söker förklaringar kopplade till fenomenet. Både mätning och kausalitet kan länkas till kvalitetskraven reliabilitet och validitet, vilka berör hur forskaren har definierat ett begrepp för att göra det mätbart. Nedan följer en vidare diskussion kring reliabilitet, validitet och de fyra huvudsakliga kvalitetsaspekterna.

Reliabilitet definieras som mätningarnas pålitlighet och följdriktighet (Bryman & Bell, 2017). Studien utgår från väletablerade teorier inom finansiell ekonomi, vilka kan uppvisa hög reliabilitet. Genom att tillämpa etablerade mätinstrument från tidigare forskning som har visat på hög tillförlitlighet, kan den egna studien uppnå hög reliabilitet (Bryman & Bell, 2017). För att mätningarna ska anses reliabla utgår studien från vad metodlitteraturen förespråkar avseende eventstudier och mätningar av abnormal avkastningar. Studien utgick från MacKinlays (1997)

beskrivning av eventstudiers uppbyggnad. Data i form av information om företagstransaktioner har samlats från Refinitiv Eikon samt har data kompletterats från Nasdaq och Federal Reserve i form av historiska räntor, aktie- och indexkurser. Således är data hämtat från flera välkända databaser inom finansvärlden, vilka har avsikten att lagra verklig information. Genom att tillämpa data från tillförlitliga källor ökar urvalets pålitlighet samt minskar risken för att dra slutsatser utifrån felaktiga data. Däremot föreligger fortfarande en osäkerhet kring urvalets reliabilitet till följd av den mänskliga faktorn. För att minska osäkerheten och säkerhetsställa ett reliabelt urval har stickprovskontroller i urvalet utförts av både författarna samt utomstående personer.

Validitet avser enligt Bryman och Bell (2017) att mäta det som är relevant för sammanhanget och handlar om att använda rätt mått vid rätt tillfälle. För att uppnå validitet i studien har begrepp och mätinstrument tillämpats som är beprövade i tidigare studier. Följaktligen beskriver Bryman och Bell (2017) att den externa validiteten är betydande för kvantitativa studier. Extern validitet omnämns som generaliserbarheten i undersökningen, vilket studien eftersträvar. Resultatets generaliserbarhet, hur tillämbart resultatet är i andra forskningssammanhang, är ett återkommande problem inom forskning (Saunders et al., 2019). Genom att undersöka 122 företagsförvärv uppnås ett tillräckligt stort stickprov vilket således innebär att det inte finns några problem för generalisering såvida inte forskarna uttryckligen påstår att resultatet inte är generaliserbart (Saunders et al., 2019).

Replikerbarhet handlar enligt Bryman och Bell (2017) om att en annan forskare ska kunna uppnå samma resultat genom att utgå från samma material. För att öka studiens replikerbarhet har vi försökt att vara så transparenta som möjligt främst avseende beräkning av abnormal avkastning och hur den ska analyseras. Metodkapitlet behandlar därför ingående förklaringar på tillvägagångssättet för studien. I studiens sista del finner även läsaren bilagor på studiens underlag för regressionsanalysen, i förhoppning om att öka studiens replikerbarhet.

4.6 Litteratursökning och källkritik

Litteratursökningen genomfördes genom de tillgängliga sökmotorerna från Högskolan i Kristianstad som huvudsakligen använder databaserna ScienceDirect, SAGE Journals och Emeralds. Vidare användes Google Scholar som forskningsmotor för att hitta kända artiklar med välkända teorier inom forskningsämnet. Forskningskriteriet i respektive litteraturundersökning var att selektera vetenskapligt granskade artiklar (peer-reviewed), för att

upprätthålla en hög autenticitet och akademisk standard (Saunders et al., 2019). Majoriteten av artiklarna är skrivna av erfarna forskare inom respektive forskningsområde.

För att begränsa antalet artiklar användes nyckelordssökning såsom ”Behavioral Finance” OR ”Acquisition Strategy” OR ”Efficient Market Hypothesis” AND ”Merger & Acquisition”. Sökorden användes i olika kombinationer i syfte att få en tillfredställande litteraturbas. För att begränsa listan över artiklar som resulterade till följd av nyckelordssökningen, selekterades ett antal artiklar utifrån vetenskapligt granskade artiklar och analys av artiklarnas sammanfattning. Följaktligen lästes de valda artiklarna övergripande för att avgöra om artiklarna kunde relateras till studiens forskning. Vi undvek sekundära referenser och använde istället ursprungskällorna för att undvika att förvrida innehållet, vilket hade kunnat inträffa på grund av olika personliga tolkningar av olika författare. Således lyckades vi upprätthålla en hög akademisk standard i litteratursökningen (Saunders et al., 2019).

5. Resultat och Analys

I kapitlet kommer studiens resultat att behandlas med hjälp av tabeller i form av deskriptiv statistik. Resultaten presenteras och analyseras utifrån skillnader och likheter med tidigare forskning inom ämnet. Avslutningsvis testas hypoteserna under avsnittet multipel linjär regressionsanalys.

5.1 Resultat och analys av samtliga förvärv

Tabell 2 presenterar samtliga förvärv och huruvida den abnormala avkastningen är signifikant eller inte under respektive dag av eventfönstret. Totalt genomfördes en analys av 122 köpande företag där den abnormala avkastningen har studerats för respektive företagsförvärv. Den abnormala avkastningen har sedan testats i ett T-test för att avgöra om det fanns en signifikant skillnad eller inte. Eftersom studien åsyftar till att undersöka hur marknaden reagerar vid tillkännagivandet av förvärv, är eventdagen (T_0) av främsta betydelse.

Tabell 2

Översikt över resultat för samtliga förvärv

	T_{-2}	T_{-1}	T_0	T_1	T_2
Antal förvärv	122	122	122	122	122
Antal signifikanta förvärv	31	29	32	31	24
Antal Icke-signifikanta förvärv	91	93	90	91	98
Antal förvärv med positiv avkastning	59	72	60	58	59
Antal förvärv med negativ avkastning	63	50	62	64	63
AAR – Average Abnormal Return	0,012%	0,293%	0,305%	0,298%	0,023%

Resultaten i Tabell 2 visar att den genomsnittliga abnormala avkastningen på eventdagen var något positiv, 0.305 procent, vilket även var den högsta avkastningen av alla dagar i eventfönstret. Det kan indikera på att marknaden har reagerat kraftigare på grund av att ny information har tillkommit marknaden, det vill säga nyheten om ett företagsförvärv. Enligt Fama (1970) kommer marknaden att justera priset på tillgången när ny information tillkommer

marknaden. Eftersom marknadsreaktionen är större på eventdagen jämfört med resterande dagar i eventfönstret kan det indikera på att marknaden har prisat in informationen. Vidare visar tabellen att 90 förvärvstillkännagivanden inte är signifikanta och 32 förvärvstillkännagivanden visar en signifikant skillnad. Således går det inte att påvisa en signifikant skillnad i abnormal avkastning för majoriteten av företagsförvärven. Däremot uppstår en del signifikanta skillnader i abnormal avkastning under enskilda dagar.

En stor del av tidigare studier har inte heller kunnat påvisa någon signifikant skillnad i abnormal avkastning. Jarrell och Poulsen (1989) kom fram till att den kumulativa abnormal avkastningen för samtliga undersökta bolag på den amerikanska marknaden fluktuerade runt noll procent, vilket inte uppvisade någon signifikant skillnad. Även Holmén (1998) undersökning på den svenska marknaden, visade att den abnormal avkastningen var genomsnittligt nära noll och ingen signifikant skillnad kunde uppvisas. Däremot fann Holmén (1998), likt i denna studie, att det förekom signifikanta skillnader i abnormal avkastning på enskilda dagar under eventfönstret. Eftersom studien kom fram till att majoriteten av förvärven inte uppvisar någon signifikant skillnad i abnormal avkastning, likt tidigare ovannämnda studier, indikerar det att varken tidsperiod eller vilken marknad som studerats utgör någon skillnad i resultatet.

Eftersom studien åsyftar till att undersöka hur marknaden reagerar vid tillkännagivandet av förvärv är dagen T_0 av främsta intresse. Däremot kan dagarna innan och dagarna efter eventfönstret förklara marknadseffektiviteten. Arnold (2019) visade i sin studie att det förekom en del signifikanta skillnader i abnormal avkastning dagarna efter förvärvstillkännagivandet. Det överensstämmer med studiens resultat eftersom det framkommer i Tabell 2 att 31 förvärv respektive 24 förvärv har en signifikant skillnad i abnormal avkastning dagen efter respektive två dagar efter eventdagen. I en stark effektiv marknad menade Fama (1970) på att all tillgänglig information redan är prisat i aktiekursen, vilket betyder att det inte heller bör uppstå en signifikant skillnad i abnormal avkastning dagarna innan förvärvstillkännagivandet. Famas hypotes om en stark effektiv marknad överensstämmer inte med studiens resultat eftersom det förekommer 29 respektive 31 signifikanta skillnader i abnormal avkastning dagen innan samt två dagar innan förvärvstillkännagivandet.

Ett ytterligare noterbart resultat är att antalet företagsförvärv med positiv abnormal avkastning är nära jämnt med antalet företagsförvärv med negativ abnormal avkastning. Malkiel (2003)

menade att de positiva respektive negativa avkastningarna tar ut varandra. Om investerare agerar slumpmässigt på marknaden kommer deras handlande att spela ut varandra. Antagandet stöds i Tabell 2, där det framgår att antalet förvärvstillkännagivanden som resulterade i positiv avkastning respektive negativ avkastning var relativt jämnt.

5.2 Resultat och analys för förvärvsstrategi

Tabell 3 presenterar resultatet för företagsförvärv med uttalad förvärvsstrategi respektive icke-uttalad förvärvsstrategi på eventdagen. Resultatet i tabell 3 åskådliggör förvärven med signifikanta resultat beroende på om det köpande företaget haft en uttalad förvärvsstrategi eller inte. Det första noterbara resultatet är att andelen signifikanta resultat för företag med en uttalad förvärvsstrategi var nästan jämnt med andelen signifikanta resultat för företag med en icke-uttalad förvärvsstrategi. Däremot skiljde sig den genomsnittliga abnormala avkastningen något, där bolag som inte har en uttalad förvärvsstrategi erhöll en högre avkastning på eventdagen. För majoriteten av resultaten kunde studien inte påvisa att det fanns en signifikant skillnad i abnormal avkastning, beroende på om bolaget hade en uttalad förvärvsstrategi eller inte.

Tabell 3

Resultat för indelning av förvärvsstrategi

Uttalad Förvärvsstrategi	Antalet förvärv	Antalet icke- signifikanta resultat	Antalet signifikanta resultat	AAR – Average Abnormal Return
Eventdagen	99	73	26	0.20%
I procent (%)		73.74%	26.26%	
Icke-uttalad Förvärvsstrategi	Antalet förvärv	Antalet icke- signifikanta resultat	Antalet signifikanta resultat	AAR – Average Abnormal Return
Eventdagen	23	17	6	0.48%
I procent (%)		73.90%	26.10%	

Fama (1998) visade i sin studie att företag med en uttalad förvärvsstrategi genererar lägre avkastning jämfört med bolag utan en uttalad förvärvsstrategi. Det överensstämmer med resultatet i denna studie då företag med en icke-uttalad förvärvsstrategi hade en avkastning på 0.48 procent på eventdagen jämfört med 0.20 procent för företag med en uttalad förvärvsstrategi. Jarrell och Poulsen (1989) undersökte också hur marknaden reagerade vid tillkännagivande av förvärv, beroende på om bolaget hade en uttalad förvärvsstrategi eller inte. Studien kom fram till att marknads medvetenhet om bolagens tillväxtstrategi resulterade i att

framtida förvärv redan var diskonterade i det aktuella aktiepriset, således borde det inte uppstå någon signifikant skillnad i abnormal avkastning för företag med en uttalad förvärvsstrategi. Det är i likhet med Jensen och Rubacks (1983) antagande att marknadsreaktionen för företag med en icke-uttalad förvärvsstrategi borde vara större jämfört med företag med en uttalad förvärvsstrategi. Jarrell och Poulsens (1989) samt Jensen och Rubacks (1983) antaganden överensstämmer inte fullt ut med resultatet i studien, då cirka 26 procent av förvärven utförda av bolag med en uttalad förvärvsstrategi visar en signifikant skillnad i abnormal avkastning. En tänkbar anledning till varför studien får ett annat resultat än Jarrell och Poulsen (1989) samt Jensen och Ruback (1983) kan vara att studien har empiriskt definierat förvärvsstrategi på ett annat sätt än vad tidigare studier har gjort.

5.3 Resultat och analys för konjunktur

Tabell 4 presenterar resultatet för huruvida abnormal avkastning är signifikant beroende på om företaget har genomfört förvärvet i en låg- respektive högkonjunktur. Det generella resultatet visar att det inte går att påvisa en signifikant abnormal avkastning beroende på om företaget har genomfört förvärvet under en hög- eller lågkonjunktur. Däremot finns det en del signifikanta abnormala avkastningar under både hög- och lågkonjunktur. Ett noterbart resultat är att andelen signifikanta abnormala avkastningar under högkonjunktur (36.15%) är större än andelen signifikanta abnormala avkastningar under lågkonjunktur (5.13%). Däremot var den genomsnittliga abnormala avkastningen på eventdagen något högre för företag som genomförde förvärv under en högkonjunktur jämfört med lågkonjunktur.

Tabell 4

Resultat för indelning av konjunktur

Högkonjunktur	Antalet förvärv	Antalet icke-signifikanta resultat	Antalet signifikanta resultat	AAR – Average Abnormal Return
Eventdagen	83	53	30	0.34%
I procent (%)		63.85%	36.15%	
Lågkonjunktur	Antalet förvärv	Antalet icke-signifikanta resultat	Antalet signifikanta resultat	AAR – Average Abnormal Return
Eventdagen	39	37	2	0.28%
I procent (%)		94.87%	5.13%	

Tidigare studier har inte kommit fram till något enhälligt resultat i hur konjunkturen har påverkat den abnormala avkastningen. Pangarkar och Lie (2004) undersökte hur marknaden

reagerade på offentliggörandet av ett företagsförvärv under låg- respektive högkonjunktur. Studien kom fram till att under högkonjunktur var avkastningen på annonseringsdagen lägre än under lågkonjunktur. Pangarkar och Lies (2004) resultat överensstämmer inte med studiens resultat då förvärvstillkännagivanden som gjordes under högkonjunktur bidrog till högre avkastning på eventdagen jämfört med förvärvstillkännagivanden i lågkonjunktur. Veronesi (1999) menade att marknaden överreagerade på nyheter i högkonjunktur och underreagerade på nyheter under lågkonjunktur. Det överensstämmer med studiens resultat då reaktionen från marknaden i samband med förvärvstillkännagivande var större under högkonjunktur jämfört med marknadsreaktionen i en lågkonjunktur. Studiens resultat överensstämmer också med Rosens (2006) studie. Studien visade att företag som genomförde förvärv under högkonjunktur skapade mer positiv marknadsreaktion jämfört med företag som genomförde förvärv under lågkonjunktur. Även Bouwman, Fuller och Nain (2009) undersökte hur den amerikanska aktiemarknaden reagerade på företagsförvärv genomförda i en högkonjunktur jämfört med företagsförvärv som var genomförda i en lågkonjunktur. Resultatet visade, likt denna studie, att marknaden reagerade mer positivt vid tillkännagivandet av ett förvärv i en högkonjunktur jämfört med förvärv i en lågkonjunktur.

5.4 Multipel linjär regressionsanalys

För att undersöka om det förekommer ett statistiskt samband mellan abnormal avkastning och de oberoende variablerna, konjunktur och förvärvsstrategi, upprättades en multipel linjär regressionsanalys. Nedan presenteras Tabell 5, vilken beskriver regressionen för samtliga förvärv. Sedan presenterar Tabell 6, vilken beskriver regressionen med konjunktur och förvärvsstrategi som *Selected Variable*. Vidare följer en analys av resultatet. Slutsatser om hypoteserna utförs på fem procent signifikansnivå.

Tabell 5*Multipel linjär regressionsanalys för samliga företagsförvärv*

	Modell 1	Modell 2	Modell 3	Modell 4
Konjunktur			-0.151 (0.440)	-0.148 (0.446)
Förvävsstrategi		-0.093 (0.841)		-0.057 (0.852)
Soliditet	-0.019 (0.018)	-0.019 (0.019)	-0.020 (0.018)	-0.019 (0.019)
Avkastning på totalt kapital	0.043 (0.040)	0.042 (0.041)	0.042 (0.041)	0.041 (0.042)
Vinst per aktie	-0.015 (0.025)	-0.014 (0.025)	-0.013 (0.025)	-0.013 (0.025)
Börsvärde	0.009 (0.180)	0.008 (0.238)	0.005 (0.181)	-0.006 (0.239)
Fritt kassaflöde per aktie	0.426*** (0.234)	0.429*** (0.237)	0.422*** (0.235)	0.424*** (0.239)
Antal observationer	91	91	91	91
R Square (%)	7.9%	7.9%	8%	8%
Adjusted R Square (%)	2.5%	1.3%	1.5%	0.3%
Std. Error of the estimate	0.020	0.020	0.020	0.020
F-värde	1.459	1.204	1.223	1.037
P-värde (sig.)	0.212	0.312	0.303	0.412

Beroende variabel = Abnormal avkastning

Kommentar: Värdet ovanför parenteserna representerar icke-standardiserad beta, där *, **, *** visar 1%, 5% respektive 10% signifikansnivå. Värdet i parenteserna presenterar Std. Error (en uppskattning av variabiliteten hos en koefficient).

Den första regressionstabellen visade fyra olika modeller med huvudfokus på de oberoende variablerna: konjunktur och förvävsstrategi. Konjunktur och förvävsstrategi är dummyvariabler vilket innebär att regressionen mäter om dummyvariabeln går från högkonjunktur till lågkonjunktur, samt om dummyvariabeln går från en uttalad förvävsstrategi till en icke-uttalad förvävsstrategi. Under dummyvariablerna presenteras fem olika kontrollvariabler, soliditet, avkastning på totalt kapital, vinst per aktie, börsvärde och fritt kassaflöde per aktie.

Hypotes 1: Marknaden reagerar mer positivt för företag som har en icke uttalad förvävsstrategi än företag som har en uttalad förvävsstrategi

Tabell 5, modell 2, visade hur marknaden reagerade om dummyvariabeln gick från en uttalad förvärvsstrategi till icke-uttalad förvärvsstrategi. Resultatet visade att den abnormal avkastningen minskade med 0,093 procentenheter om dummyvariabeln gick från en uttalad till en icke-uttalad förvärvsstrategi. Således innebar det att skillnaden i abnormal avkastning minskade, vilket betyder att marknaden reagerade mer positivt vid en uttalad förvärvsstrategi jämfört med en icke-uttalad förvärvsstrategi. Däremot var p-värdet i koefficienten större än 0.05, vilket betyder att koefficienten förvärvsstrategi inte var signifikant (se bilaga 1). Därmed kan vi inte påvisa att det finns ett statistiskt säkerställt samband mellan förvärvsstrategi och abnormal avkastning, hypotes 1 förkastas. Studien finner stöd i Holmén's (1998) undersökning som inte heller kunde påvisa ett signifikant samband mellan förvärvsstrategi och abnormal avkastning på den svenska marknaden.

Hypotes 2: Förvärv som görs under lågkonjunktur leder till mer positiv marknadsreaktion än förvärv under högkonjunktur

Tabell 5, modell 3, visade hur marknaden reagerade om dummyvariabeln gick från en högkonjunktur till en lågkonjunktur. Resultatet visade att den abnormal avkastningen minskade med -0,151 procentenheter från en högkonjunktur till en lågkonjunktur. Således innebar det att skillnaden i abnormal avkastning minskade, vilket betyder att marknaden reagerar mer positivt vid förvärv som genomförs i högkonjunktur jämfört med i lågkonjunktur. Däremot var p-värdet i koefficienten större än 0.05, vilket betyder att koefficienten konjunktur inte är signifikant (se bilaga 2). Därmed kan vi inte påvisa att det finns ett statistiskt säkerställt samband mellan konjunktur och abnormal avkastning, hypotes 2 förkastas. Tidigare studier om konjunkturrens påverkan på abnormal avkastning har visat på olika resultat. Studien finner inget stöd i Pangarkar och lies (2004) resultat som kom fram till att avkastningen vid offentliggörandet av ett förvärv under högkonjunktur var lägre än om förvärvet tillkännagivits under lågkonjunktur. Istället finner studien likheter med Veronesi (1999) som kom fram till att marknaden reagerade mer positivt på nyheter i högkonjunktur jämfört med nyheter som annonserades under lågkonjunktur. Däremot kunde studien inte påvisa att sambandet var signifikant.

Regressionen i tabell 5, modell 4, visade sambandet mellan abnormal avkastning och samtliga förklaringsvariabler. Enbart fritt kassaflöde per aktie gav ett signifikant resultat vid test på tio

procent signifikansnivå under samtliga modeller i tabell 5. Det gick däremot inte att påvisa ett signifikant samband mellan abnormal avkastning och någon av de andra förklarande variablerna. Både konjunktur och förvärvsstrategi hade en negativ effekt på abnormal avkastning även när regressionen tog hänsyn till samtliga förklaringsvariabler. För samtliga regressioner påträffades en förklaringsgrad runt åtta procent. Förklaringsgraden beskriver hur stor del av variationen i den beroende variabeln som kan förklaras av förklaringsvariablerna. Således kan variationen i abnormal avkastning till följd av ett företagsförvärv förklaras till runt åtta procent av konjunktur, förvärvsstrategi och kontrollvariablerna. En förklaringsgrad runt åtta procent anses inte vara av betydande grad vilket indikerar på att det kan finnas ytterligare förklaringsvariabler som inte använts i modellen.

Tabell 6

Multipel linjär regressionsanalys med olika konjunkturer och förvärvsstrategier

	Högonkonjunktur	Lågonkonjunktur	Uttalad förvärvsstrategi	Icke-uttalad förvärvsstrategi
Konjunktur			0.082 (0.473)	-0.852 (0.427)
Förvärvsstrategi	1.311 (1.078)	-1.809 (1.392)		
Soliditet	-0.021 (0.023)	-0.035 (0.033)	0.004 (0.022)	-0.106 (0.067)
Avkastning på totalt kapital	0.024 (0.043)	0.149 (0.113)	0.043 (0.046)	0.086 (0.177)
Vinst per aktie	-0.006 (0.032)	-0.026 (0.045)	-0.027 (0.027)	0.398 (0.522)
Börsvärde	0.241 (0.279)	-0.307 (0.442)	-0.272 (0.330)	-0.087 (0.777)
Fritt kassaflöde per aktie	0.107 (0.317)	0.751*** (0.368)	0.550** (0.243)	-0.781 (1.117)
Antal observationer	53	38	78	13
R Square (%)	6%	26.3%	10%	38.6%
Adjusted R Square (%)	-6.3%	12%	2.4%	-22.8%
Std. Error of the estimate	0.190	0.0217	0.0198	0.026
F-värde	0.489	1.843	1.310	0.629
P-värde (sig.)	0.813	0.123	0.264	0.706

Beroende variabel = Abnormal avkastning.

Selected variable = Högonkonjunktur, Lågonkonjunktur, Uttalad förvärvsstrategi och Icke-uttalad förvärvsstrategi.

Kommentar: Modellen högkonjunktur visar resultaten när vi befinner oss i en högkonjunktur och vice versa för lågkonjunktur. Uttalad förvärvsstrategi visar resultaten för de bolag som har en uttalad förvärvsstrategi och vice versa för icke-uttalad förvärvsstrategi. Värdet ovanför parenteserna representerar icke-standardiserad beta, där *, **, *** visar 1%, 5% respektive 10% signifikansnivå. Värdet i parenteserna presenterar Std. Error (en uppskattning av variabiliteten hos en koefficient).

I Tabell 6 har regressionen testat högkonjunktur, lågkonjunktur, uttalad förvärvsstrategi och icke-uttalad förvärvsstrategi som *Selected Variable*, i varje modell. Det innebär att regressionen testade för det specifika läget och inte från ett läge till ett annat. Modellen för högkonjunktur testade om vi kunde påvisa ett samband mellan abnormal avkastning, förvärvsstrategi och någon av kontrollvariablerna givet att vi befann oss i en högkonjunktur. Beta-koefficienten för förvärvsstrategi var positiv (1,311) i högkonjunktur och negativ (-1,809) om vi befann oss i lågkonjunktur. Således var reaktionen i absolutvärden större under lågkonjunktur än i högkonjunktur. I tabell 5, modell 2, visade resultatet negativt (-0,093) när dummyvariabeln gick från en uttalad förvärvsstrategi till en icke-uttalad förvärvsstrategi, vilket kan bero på att testet i tabell 5 inte tog hänsyn till rådande konjunktur. Vi kunde däremot inte påvisa något samband mellan förvärvsstrategi och abnormal avkastning då p-värdet var större än 0,05 (se bilaga 2). Ett noterbart resultat var förändringen av förvärvsstrategins påverkan på den abnormal avkastningen från tabell 5 till tabell 6. I tabell 5 minskade den abnormal avkastningen med 0,093 procentenheter när dummyvariabeln gick från en uttalad förvärvsstrategi till en icke-uttalad förvärvsstrategi. Resultatet i tabell 6 visade istället att den abnormal avkastningen ökade med 1,311 procentenheter när dummyvariabeln gick från en uttalad förvärvsstrategi till en icke-uttalad förvärvsstrategi, givet att vi befann oss i en högkonjunktur.

I tabell 6 har antalet observationer minskat samtidigt som förklaringsgraden (*R Square*) har ökat. Ett noterbart resultat för tabell 6 är ett signifikant samband på tio procent signifikansnivå mellan fritt kassaflöde per aktie och abnormal avkastning under lågkonjunktur. Vidare visar tabellen att fritt kassaflöde per aktie visar ett signifikant samband med abnormal avkastning under en uttalad förvärvsstrategi testat på fem procentnivån. Koefficienten visar att om den abnormal avkastningen ökar kommer även fritt kassaflöde per aktie att öka med 0,55 procentenheter. Regressionen i sin helhet är däremot inte signifikant och därmed kan det vara missvisande att tolka den enskilda koefficienten. Sammantaget finner denna studie signifikanta abnormal avkastningar under enskilda dagar även om de signifikanta resultaten inte utgjorde majoritet av resultatet. Studien visar också på att antalet signifikanta resultat var fler under

högkonjunktur än under lågkonjunktur. Resultatet kunde däremot inte förklaras genom ett samband med förvärvsstrategi, konjunktur eller någon av kontrollvariablerna.

6. Slutsats och förslag på vidare forskning

Det sista kapitlet behandlar de huvudsakliga slutsatserna baserat på resultaten och analysen i tidigare kapitel, tillsammans med ett svar på forskningsfrågan. Vidare följer en diskussion kring analysen av resultaten. Avslutningsvis presenterar kapitlet implikationer, begränsningar och förslag på vidare forskning kring företagsförvärv.

Sammanfattningsvis har studien analyserat hur marknaden reagerar när ett företag tillkännager ett företagsförvärv, samt om konjunktur och förvärvsstrategi har någon inverkan på marknadsreaktion. För att utreda detta fenomen genomfördes en eventstudie följt av en multipel linjär regressionsanalys, där tidsperioden varade från 2010 till 2020. Perioden inkluderade totalt 122 förvärvstillkännagivanden. Vidare har olika kontrollvariabler som har en potentiell påverkan på den abnormala avkastningen testats i regressionsanalysen.

6.1 Slutsatser och svar på forskningsfråga

Det kan dras flera slutsatser utifrån resultaten och analysen i tidigare kapitel. Inledningsvis finner vi att det inte förekommer någon signifikant skillnad i abnormal avkastning under perioden 2010 till 2020 i majoriteten av de undersökta företagsförvärven. Trots att majoriteten av förvärven inte uppvisade någon signifikant skillnad i abnormal avkastning kvarstår resultatet att en del av dagarna under perioden visade en signifikant skillnad. Däremot kunde vi inte genom regressionsanalysen påvisa vad som förklarade den signifikanta abnormala avkastningen, då varken förvärvsstrategi eller konjunktur kunde visa på något samband med abnormal avkastning. Den sista slutsatsen blev, baserat på de deskriptiva resultaten, att den genomsnittliga abnormala avkastningen var nära noll under eventdagen.

Studien åsyftar till att beskriva hur marknaden reagerade vid tillkännagivande av ett företagsförvärv, samt om det finns något samband mellan marknadsreaktion, konjunktur och förvärvsstrategi. Syftet mynnade sedan ut till följande forskningsfråga: Hur reagerar marknaden vid annonsering av företagsförvärv om hänsyn tas till det köpande företags förvärvsstrategi och konjunkturläge?

För att mäta marknadsreaktion vid förvärvstillkännagivande studerades den abnormala avkastningen på eventdagen, då förvärvet annonserades. Eftersom den abnormala avkastningen mäter skillnaden mellan förväntad avkastning och faktisk avkastning, visade den abnormala

avkastningen om marknaden reagerade starkare än vad som var förväntat. Utifrån slutsatserna fann vi således att marknaden inte reagerade kraftigare än vad som var förväntat. Vidare visade regressionsanalysen att varken konjunktur eller förvärvsstrategi hade någon signifikant påverkan på abnormal avkastning. Det betyder således att marknadsreaktion inte påverkades av varken rådande konjunktur eller vilken förvärvsstrategi bolaget hade. Sammanfattningsvis blev svaret på forskningsfrågan att vi inte kunde påvisa någon abnormal marknadsreaktion när det köpande företaget tillkännager ett förvärv, när vi kontrollerar för konjunktur och förvärvsstrategi.

6.2 Diskussion

Trots att vi inte kunde påvisa någon abnormal marknadsreaktion vid tillkännagivandet för majoriteten av förvärven så fanns det en kraftigare reaktion under enskilda dagar, både dagarna innan eventdagen och dagarna efter. Förekomsten av signifikanta skillnader i abnormal avkastning på enskilda dagar kan bero på att marknaden inte är starkt effektiv. Däremot kan det råda semi-stark marknadseffektivitet, vilket betyder att tillgång till insiderinformation kan vara förklaringen till varför det uppstår abnormal avkastning dagarna innan förvärvstillkännagivandet. Varför det uppkommer signifikanta abnormal avkastningar under enskilda dagar kan också bero på motsatsen till Famas (1970) antagande om rationella investerare. Det vill säga att investerare på marknaden har agerat irrationellt. Irrationella investerare är på något sätt partiska i bedömningen av ny information och därmed värderar informationen felaktigt. Således kan det uppkomma signifikanta skillnader i abnormal avkastning till följd av att marknaden har agerat irrationellt och värderat företagsförvärvet bortom dess fundamentala värde.

Givet att marknaden istället skulle vara helt effektiv och att investerare är rationella, kan signaleringsteorin bidra med förklaringar till varför det uppstår en del signifikanta skillnader under eventfönstret. Företagsledningarna sänder ut information till marknaden vilket mynnar ut i att marknaden skapar förväntningar på företaget. När det har uppstått signifikanta skillnader i abnormal avkastning kan företagsförvärvet antingen överträffat marknadsförväntningar, vilket har skapat en positiv marknadsreaktion eller har företagsförvärvet signalerat en negativ framtidstro vilket inte har nått upp till marknadsförväntningar. Således kan det indikera på en kraftigare reaktion än vad som har varit förväntat, vilket kan skapa signifikanta skillnader i abnormal avkastning.

6.3 Studiens implikationer

Efter studiens genomförande kan uppsatsen bidra med nytta till samhället, vilket kallas för utomvetenskapliga implikationer. Resultatets betydelse för samhället kan delas in i implikationer för företagsledningar och investerare. Studiens resultat visade att marknadsreaktionen var större på eventdagen jämfört med resterande dagar i eventfönstret, samt att den genomsnittliga abnormala avkastningen var högst på eventdagen. Trots att den genomsnittliga abnormala avkastningen generellt sett var nära noll på eventdagen kan det indikera att företagets kommunikation och agerande påverkade marknaden. För att förhindra starka marknadsreaktioner är det därför lämpligt för företagsledningar att vara konsekventa i kommunikationen mot marknaden i förhållande till de förväntningarna kommunikationen tidigare har skapat. Vidare har resultatet också visat att det förekommer signifikanta skillnader i abnormal avkastning under enskilda dagar, både dagarna innan och dagarna efter eventdagen. Således är det viktigt att företagsledningar kommunicerar ut nyheter om förvärv under en tidpunkt för att det inte ska uppstå insiderinformation. Studien har inte kunnat påvisa att det utgör någon stor skillnad i genomsnittlig abnormal avkastning beroende på om företagsförvärvet genomfördes under en låg- eller högkonjunktur. Således borde inte konjunktur påverka när företagsledningar väljer att genomföra ett företagsförvärv.

Resultatet från studien visade, i enlighet med Malkiel (2003), att de positiva respektive negativa avkastningarna tar ut varandra. Det betyder att effekterna av förvärvsnyheter kan ta ut varandra över tiden om en investerare äger en diversifierad aktieportfölj. Skulle däremot en investerare äga någon enstaka aktie kan det uppstå en större effekt i aktieportföljen, vid ett förvärvstillkännagivande.

6.4 Begräsningar och förslag på vidare forskning

Studiens resultat och slutsatser skapar nya frågor om bakomliggande orsaker till resultatet. Studiens resultat kunde inte påvisa någon signifikant skillnad i abnormal avkastning för majoriteten av företagsförvärven. Däremot fanns det signifikanta skillnader i abnormal avkastning på enskilda dagar under eventfönstret. Studien kunde inte påvisa att konjunktur eller förvärvsstrategi hade en påverkan på abnormal avkastning. Således uppstod begräsningen att konjunktur eller förvärvsstrategi inte kunde förklara varför det uppstod signifikanta skillnader i abnormal avkastning på enskilda dagar. Ett förslag på vidare forskning är att empiriskt mäta konjunktur och förvärvsstrategi på ett annorlunda sett än vad som har gjorts i studien. Det kan

vara intressant att undersöka för att se om resultatet blir det samma eller om det har påverkat resultatet i denna studien. Möjligtvis kan vidare studier ge ett annorlunda resultat om konjunktur och förvärvsstrategi mäts på ett annat sätt.

Källförteckning

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120. DOI: 10.1257/jep.15.2.103
- Arnold, G. (2019). *Corporate Financial Management* (6 uppl.). Pearson Education Limited.
- Banerjee, A. (1992). Simple Model of Herd Behaviour. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817. <https://doi.org/10.2307/2118364>
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). The Internet and the Investor. *Journal of Economic Perspectives*, 15(1), 41-54. DOI: 10.1257/jep.15.1.41
- Barney, J. (1986). Strategic Factor Markets: Expectations, Luck and Business Strategy. *Management Science*, 32(10), 1231-1241. DOI:10.1057/978-1-349-94848-2_519-1
- Benninga, S. (2008). *Financial Modeling* (3 uppl.). The MIT Press.
- Binder, J. (1998). The event study methodology since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11(2), 111-137. DOI:10.1023/A:1008295500105
- Black, F. (1976). The pricing of commodity contracts. *Journal of Financial Economics*, 3(1-2), 167-179. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90024-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90024-6)
- Boston Consulting Group. (5 september 2019). *The 2019 M&A Report: Dealmakers Do Well in Downturns*. <https://www.bcg.com/publications/2019/mergers-and-acquisitions-report-dealmakers-do-well-in-downturns>
- Bouwman, C. H., Fuller, K., & Nain, A. S. (2009). Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 633-679. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm073>
- Bryman, A., & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (3 uppl.). Liber.
- Campbell, D., Shrivess, P., & Bohmbach-Saager, H. (2001). Voluntary Disclosure of Mission Statements in Corporate Annual Reports: Signaling What and To Whom? *Business & Society Review*, 106(1), 65-87. DOI:10.1111/0045-3609.00102
- Campbell, J. Y., Lo, A., & Mackinlay, C. (1997). *The Econometrics of Financial Markets* (1 uppl.). Princeton University Press.

- Chrestensen, L., Haglund, L., Grääs, C., & Engdahl, N. (2016). *Marknadsundersökning* (4 uppl.). Studentlitteratur AB.
- Connelly, B. L., Certo, T. S., Ireland, D. R., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Daniel, K., & Hirshleifer, D. (2015). Overconfident Investors, Predictable Returns, and Excessive Trading. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 61-68. DOI: 10.1257/jep.29.4.61
- Denscombe, M. (2016). *Forskningshandboken: för småskaliga forskningsprojekt inom samhällsvetenskaperna* (3 uppl.). Studentlitteratur AB.
- Devenow, A., & Welch, I. (1996). Rational herding in financial economics. *European Economic Review*, 40(3-5), 603-615. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00073-9](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00073-9)
- Dyer, J. H., Kale, P., & Singh, H. (2003). When to ally & when to acquire. *Harvard business review*, 82(7-8), 108-188.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00026-9)
- Fregert, K., & Jonung, L. (2018). *Makroekonomi: teori, politik och institutioner* (5 uppl.). Studentlitteratur AB.
- Gaughan, P. A. (2010). *Merger, acquisitions, and corporate restructuring* (5 uppl.). John Wiley & Sons, Inc.
- Greve, J. (2016). *Modeller för finansiell planering och analys* (2 uppl.). Studentlitteratur AB.
- Hashim, M., Osman, I., & Alhabshi, S. (2015). Effect of Intellectual Capital on Organizational Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211(1), 2017-214. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.085>
- Holmén, M. (1998). Corporate focus and the gains from takeovers, an empirical study of Swedish acquisitions 1980-1995. *Essays on corporate acquisitions and stock market introductions*, 1(1), 18-54.

- Jarrell, G. A., & Poulsen, A. B. (1989). The returns to acquiring firms in tender offers: Evidence from three decades. *Financial Management*, 18(3), 12-19. <https://doi.org/10.2307/3665645>
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jones, G. R. (2012). *Organizational theory, design, and change* (7 uppl.). Pearson Education.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *The Econometric Society*, 47(2), 263-292. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kothari, S. P., & Warner, J. B. (2007). Chapter 1 - Econometrics of Event Studies. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 1(1), 3-36. <https://doi.org/10.1016/B978-0-444-53265-7.50015-9>
- Körner, S., & Wahlgren, L. (2015). *Statistisk dataanalys* (4 uppl.). Studentlitteratur AB.
- MacKinlay, C. A. (1997). Event studies in economic and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypotheses and its critics. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82. DOI: 10.1257/089533003321164958
- Maringer, D. G. (2004). Finding the relevant risk factors for asset pricing. *Department of Econometrics*, 47(2), 339-352. <https://doi.org/10.1016/j.csda.2003.11.007>
- Morgan Stanley. (8 februari 2021). *M&A in 2021: An Accelerating Rebound?*. <https://www.morganstanley.com/ideas/mergers-and-acquisitions-outlook-2021-rebound-acceleration>
- Pangarkar, N., & Lie, J. R. (2004). The impact of market cycle on the performance of Singapore acquirers. *Strategic Management Journal*, 25(12), 1209-1216. <https://doi-org.ezproxy.hkr.se/10.1002/smj.434>
- Prechter, R. R. (2001). Unconscious Herding Behavior as the Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(3), 120-125. DOI:10.1207/S15327760JPFM0203_1
- Ramanathan, R. (2002). *Introductory Econometrics with Applications* (5 uppl.). South-Western/Thomson learning.

- Rosen, R. J. (2006). Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements. *The Journal of Business*, 79(2), 987-1017. <https://doi-org.ezproxy.hkr.se/10.1086/499146>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2019). *Research Methods for Business Students* (8 uppl.). Pearson Education.
- Sevenius, R. (2011). *Företagsförvärv* (2 uppl.). Studentlitteratur AB.
- The Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances. (2021). *M&A Statistics*. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Thurén, T. (2007). *Vetenskapsteori för nybörjare* (2 uppl.). Liber AB.
- Timmerman, A., & Granger, C. W. (2004). Efficient market hypothesis and forecasting. *International Journal of Forecasting*, 20(1), 15-27. [https://doi.org/10.1016/S0169-2070\(03\)00012-8](https://doi.org/10.1016/S0169-2070(03)00012-8)
- Veronesi, P. (1999). Stock Market Overreactions to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model. *Review of Financial Studies*, 12(5), 975-1007. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.5.975>
- Walker, M. M. (2000). Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth. *Financial Management*, 29(1), 53-66. <https://doi.org/10.2307/3666361>
- Weston, F. J., Mitchell, M. L., Mulherin, H. J., Siu, J. A., & Johnson, B. A. (2003). *Takeovers, restructuring, and corporate governance* (4 uppl.). Pearson Prentice Hall.
- Wilson, E. J., & Marashdeh, H. A. (2007). Are co-integrated stock prices consistent with the efficient market hypothesis? *The Economic Record*, 83(1), 87-93. DOI:10.1111/j.1475-4932.2007.00409.x

Bilaga 1 – Regressionsanalys för tabell 5, modell 2

Coefficients ^a										
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta	t		Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	.508	2.206		.230	.818				
	Soliditet	-.019	.019	-.203	-1.012	.315	-.056	.018	.273	3.656
	ROA	.042	.041	.128	1.013	.314	-.040	.124	.683	1.465
	VPA	-.014	.025	-.138	-.583	.561	-.064	.035	.195	5.121
	LogBorsvärde	-.008	.238	-.008	-.035	.972	-.481	.464	.236	4.239
	LogFCFAktier	.429	.237	.272	1.814	.073	-.041	.900	.487	2.052
	Uttaladförvävsstrategi	-.093	.841	-.016	-.111	.912	-1.765	1.578	.525	1.903

a. Dependent Variable: T0

Bilaga 2 – Regressionsanalys för tabell 5, modell 3

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
1	(Constant)	.459	1.669		.275	.784	-2.860	3.778		
	Soliditet	-.020	.018	-.211	-1.083	.282	-.055	.016	.288	3.472
	ROA	.042	.041	.127	1.022	.310	-.039	.123	.707	1.414
	VPA	-.013	.025	-.126	-.528	.599	-.063	.037	.191	5.238
	LogBorsvärde	.005	.181	.004	.025	.980	-.355	.365	.406	2.463
	LogFCFAktier	.422	.235	.267	1.792	.077	-.046	.890	.492	2.032
	HögKonjunktur	-.151	.440	-.037	-.344	.731	-1.026	.723	.965	1.036

a. Dependent Variable: T0

Bilaga 3 – Regressionsanalys för tabell 5, modell 4

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	t		Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
1	(Constant)	.557	2.223		.251	.803	-3.864	4.978		
	Soliditet	-.019	.019	-.208	-1.030	.306	-.056	.018	.272	3.680
	ROA	.041	.042	.125	.983	.329	-.042	.124	.679	1.472
	VPA	-.013	.025	-.126	-.521	.604	-.063	.037	.190	5.251
	LogBorsvärde	-.006	.239	-.005	-.024	.981	-.481	.470	.236	4.243
	LogFCFAktier	.424	.239	.269	1.776	.079	-.051	.898	.485	2.063
	HögKonjunktur	-.148	.446	-.036	-.331	.742	-1.035	.740	.949	1.053
	Uttaladförvärvsstrategi	-.057	.852	-.010	-.067	.947	-1.752	1.637	.517	1.935

a. Dependent Variable: T0