



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 hp

HT 2022

Faktorer som påverkar förvärvarens värdeutveckling av förvärv

En eventstudie på svenska noterade bolag 2011-2019

Författare:

Carl Kilström

Daniel Carlstoft Söderström

Hugo Lundholm

Handledare

Maria Gårdängen

Sammanfattning

Titel:	Faktorer som påverkar förvärvarens värdeutveckling av förvärv - En eventstudie på svenska noterade bolag 2011-2019
Seminariedatum:	2023-01-13
Ämne/kurs:	FEKH89 - Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng
Författare:	Daniel Carlstoft Söderström, Carl Kilström och Hugo Lundholm
Handledare:	Maria Gårdängen
Fem nyckelord:	Förvärv; Värdeutveckling; Eventstudie; Aktieägare; Multiple Regression
Forskningsfrågor:	<ol style="list-style-type: none">1. Hur påverkar förvärv den kortsiktiga värdeutvecklingen för förvärvande företag?2. Vad är sambandet mellan förvärvarens värdeutveckling och variablerna (1) betalningsmetod, (2) inrikes- eller internationella förvärv, (3) publikt- alternativt privat målföretag (4) förvärvarens marknadsvärde samt (5) relativ storlek på det förvärvade bolaget?
Syfte:	Syftet med studien är att tillföra ny forskning på svenska förvärvare genom att undersöka hur förvärv påverkar den kortsiktiga värdeutvecklingen för det förvärvande företaget samt vilka variabler som har påverkan på värdeutvecklingen.
Metod:	<i>Studien gör en eventstudie på förvärv som sedan används för att framställa en multipel regressionsanalys på de undersökta variablerna.</i>
Teoretiska perspektiv:	<i>Studien utgår från hypotesen om den effektiva marknaden, beteende bakom förvärv samt tidigare forskning om de utvalda variablernas påverkan på värdeutvecklingen.</i>
Resultat:	<i>Förvärv har en positiv påverkan med 5% på värdeutvecklingen av det förvärvande företaget. Signifikanta samband fås på värdeutveckling på det förvärvande företaget samt variablerna relativ storlek och publikt målföretag.</i>
Slutsats:	<i>Slutsatsen är att förvärv har en positiv påverkan på svenska förvärvares värdeutveckling samt att variablerna relativ storlek och publikt målföretag har störst påverkan.</i>

Abstract

Title:	Factors for the acquirer's value development of acquisitions - An event study of Swedish listed companies 2011-2019
Seminar date:	2023-01-13
Course:	FEKH89 - Degree project in finance at bachelor's level, 15 credit
Authors:	Daniel Carlstoft Söderström, Carl Kilström och Hugo Lundholm
Advisor:	Maria Gårdängen
Key Words:	Acquisitions; Value development; Event study; Shareholders; Multiple Regression
Research Question:	<ol style="list-style-type: none">1. How does an M&A deal affect the short-term value development of the acquiring company?2. What is the relationship between the acquirer's value development and the variables (1) payment method, (2) domestic or international acquisitions, (3) public or private target company (4) acquirer's market value or (5) relative size of the acquired company?
Purpose:	The purpose of the study is to add new research on Swedish acquirers by investigating how M&A deals affect the short-term value development for the acquiring company and which variables have the greatest impact on the value development.
Methodology:	The study does an event study on acquisitions which is used to produce a multiple regression analysis on the investigated variables.
Theoretical perspectives:	The study is based on the hypothesis of the efficient market, behavior behind acquisitions and previous research on the influence of the selected variables on value development.
Result:	<i>Acquisitions have a positive impact of 5% on the value development of the acquiring company. Significant relationships are found on value development of the acquiring company and the variables relative size and public target.</i>
Conclusions:	<i>The conclusion is that acquisitions have a positive impact on Swedish acquirers' value development and the variables relative size and public target have the greatest impact.</i>

Förord

Vi vill först tacka vår handledare Maria Gårdängen vid Företagsekonomiska institutionen på Lunds universitet som har varit till stor hjälp under studiens gång. Vi vill även tacka Anamaria Cociorva vid Företagsekonomiska institutionen på Lunds universitet för hjälp med statistiken.

Innehållsförteckning

1. Inledning	6
1.1. Bakgrund	6
1.2. Problemdiskussion	7
1.3. Syfte	10
1.4. Frågeställning	10
1.5. Översättningar och definitioner	11
1.6. Avgränsningar	11
1.7. Disposition	12
2. Teoretisk referensram	13
2.1. Den effektiva marknadshypotesen	13
2.2. Kortsiktig värdeutveckling	14
2.3. Beteendeteori bakom förvärv	15
2.4. Tidigare forskning	17
2.4.1. Förvärvarens värdeutveckling	17
2.4.2. Betalningsmetod	20
2.4.3. Inrikes eller internationella förvärv	21
2.4.4. Marknadsvärde på förvärvaren	23
2.4.5. Relativ storlek på det förvärvade bolaget.	24
2.4.6. Publika eller privata målföretag.	26
3. Metod	28
3.1. Forskningsstrategi	28
3.2. Datainsamling och urval	28
3.2.1. Databaser	28
3.2.2. Urvalskriterium	29
3.2.3. Datainsamlings- och urvalsprocess	30
3.3. Eventstudie	31
3.3.1. Normal avkastning	32
3.3.2. Uppskattningsfönster	33
3.3.3. Onormal avkastning (AR)	34
3.3.4. Kumulativ onormal avkastning (CAR)	34
3.3.5. Eventfönster	35
3.4. Regression	36
3.4.1. Antaganden för OLS	37
3.4.2. Oberoende variabler	38
3.5. Metoddiskussion	40
3.5.1. Reliabilitet	40
3.5.2. Validitet	40
3.5.3. Databortfall	40

4. Resultat	42
4.1. Beskrivande statistik	42
4.2. Regressionsanalys	44
4.2.1. Resultat	44
4.2.2. Diagnostik och tester	46
5. Analys och diskussion	48
5.1 CAR	48
5.2 Statistiskt signifikanta variabler	49
5.3 Ej statistiskt signifikanta variabler	52
6. Slutsats	56
6.1. Förslag på framtida forskning	57
7. Källförteckning	58
8. Bilagor	66
8.1. Bilaga 1	66
8.2. Bilaga 2	67

1. Inledning

1.1. Bakgrund

Den 22 november 2021 tillkännagavs det svenska telekomföretaget Ericssons största förvärv någonsin av det molnbaserade tjänsteföretaget Vonage. Värdet på transaktionen var 6,2 miljarder amerikanska dollar. Börsdagen före tillkännagivandet låg stängningskursen för Ericssons B-aktie på 98,21 kronor medan värdet dagen efter tillkännagivandet var 92,2 kronor (Factset, 2022).

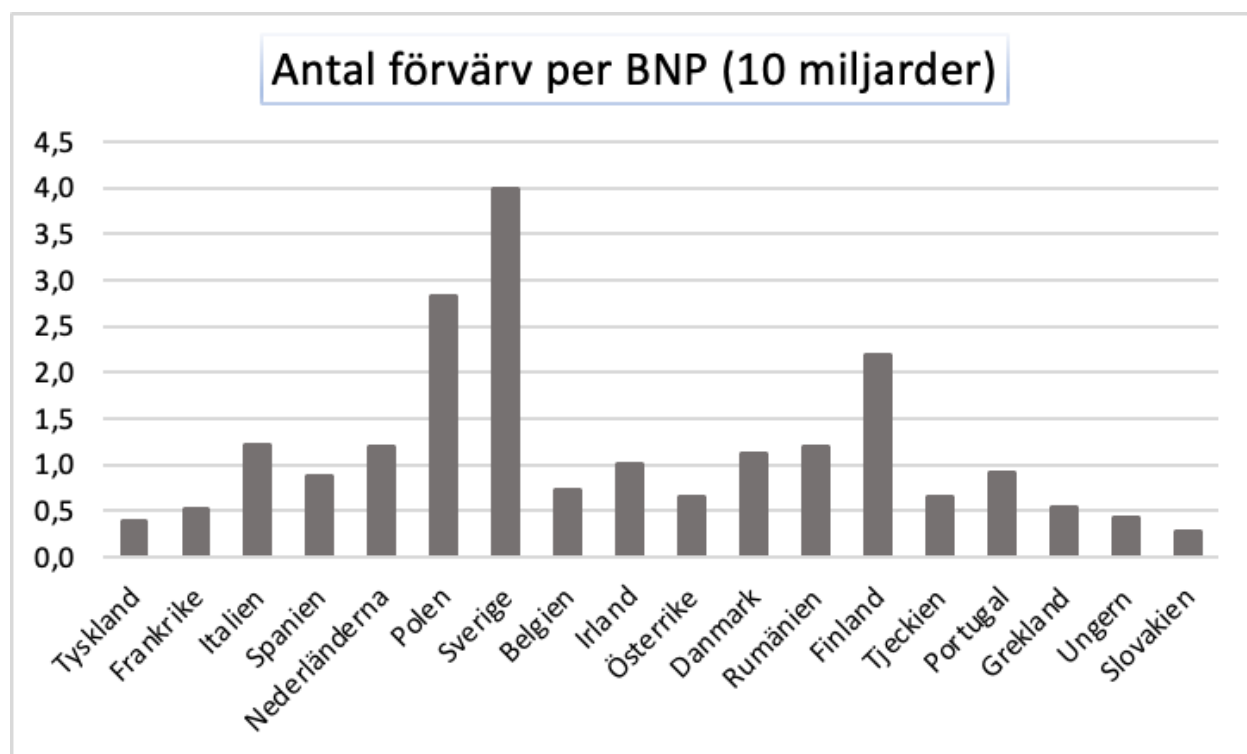
Därmed resulterade förvärvet i en minskning med ungefär 6,1 procent under tillkännagivandet. Det trots att förvärvet vid tiden stödde Ericssons strategi att expandera och stärka sin position inom trådlösa företagslösningar samt att företagets EPS förväntades att öka i framtiden (Ericsson, 2021).

När ovanstående exempel betraktas väcks frågan varför marknaden reagerar negativt på en affär som rimligtvis borde kunna leda till stora synergier och därmed skapa framtida värde för aktieägare. Hur kan det finnas en sådan motsättning mellan en företagslednings ambitiösa expansionsplaner i förhållande till marknads reaktion och är det representativt eller bara ett unikt skräckexempel för aktieägare till ett förvärvande företag?

Genomförandet av förvärv anses vara bland de viktigaste investeringsbesluten som tas för beslutsfattare inom företag (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Syftet för företag att genomföra förvärv är att det ska skapa synergieffekter. Det innebär att förvärvaren och målföretaget tillsammans skapar mer värde än vad de skulle kunna göra enskilt (Damodaran, 2005). Däremot finns det andra faktorer som kan motivera förvärv som att företagsledningen har överdrivet självförtroende, en personlig ambition att expandera och bygga imperium eller andra egoistiska drivkrafter (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001; Roll, 1986). Faktorerna är svåra att kvantifiera och urskilja men är användbara för att kunna föra resonemang om alternativa förklaringar till förvärv.

Historisk data visar att i USA har mängden förvärv följt cykliska mönster vilket har skapat så kallade förvärvsvågor. Det var inte förrän den femte vågen på 1990-talet som förvärv började bli aktuellt i Europa. Innan dess förekom nästan alla förvärv i USA och förvärvsvågorna hade enbart

observerats i USA (Cho & Chung, 2022). Det senaste decenniet har företagsförvärv i Sverige blivit allt mer förekommande och i förhållande till nominellt BNP hade landet flest förvärvstransaktioner bland EU-länderna år 2018, se figur 1. Trots att det görs många förvärvstransaktioner i Sverige finns det ingen omfattande forskning på hur aktieägarna påverkas när svenska förvärvare gör förvärv. Istället har den största delen av forskningen gjorts på den amerikanska marknaden.



Figur 1. Diagram över antalet kända förvärv som har gjorts i ett EU-land i förhållande till dess nominella BNP under 2018. Länder med ett BNP som understiger 100 miljarder USD har inte räknats med eftersom ländernas BNP är för lite i förhållande till de andra EU-länderna (Bortsedda länder: Luxemburg, Bulgarien, Kroatien, Litauen, Slovenien, Lettland, Estland, Cypern och Malta). Källor: Zephyr (2022); Statista (2022)

1.2. Problemdiskussion

Exemplet med Ericsson visar att det inte är säkert att marknaden ser lika positivt på förvärvet som företagsledningen gör vid tillkännagivandet. Åtminstone inte ur den förvärvande partens perspektiv. Oavsett om det rör sig om ett förvärv eller en sammanslagning av två företag är det

alltid en part som juridiskt sett köper den andra. Med hjälp av den effektiva marknadshypotesen kan ett publikt företags kortsiktiga aktiekurs användas för att undersöka affärens grad av värdeskapande.

En stor mängd äldre forskning på de amerikanska och europeiska marknaderna visar att det inte med säkerhet skapas värde till aktieägarna vid förvärv. Vid tillkännagivande av förvärv stiger i regel inte aktiekursen för det förvärvande företaget utan den följer som bäst en neutral alternativt en svagt positiv utveckling (Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Martynova & Renneboog, 2008). Det råder ingen konsensus i tidigare forskning varför förvärv inte lyckas skapa värde för aktieägarna men en återkommande teori är att företagsledningen kan agera utifrån personliga ambitioner istället för att enbart maximera aktieägarvärdet (Martynova & Renneboog, 2008). Därmed formuleras problemet som att risken är stor för att aktieägarna inte får tillräcklig avkastning för sina investeringar om företagsledningen fortsätter att genomföra förvärv.

Det övergripande resultatet av tidigare studier är att tillkännagivande av förvärv är värdeskapande för målföretagets aktieägare (Cho & Chung, 2022; Martynova och Renneboog, 2008; Bruner, 2004; Betton, Eckbo & Thorburn 2008). En möjlig förklaring är att marknaden många gånger förväntar sig att priset är för högt i relation till värdet på förvärvet och därmed att målföretaget gör en bra affär på bekostnad av förvärvaren. Därför kommer den här uppsatsen endast att undersöka värdeutvecklingen för det förvärvande företaget och inte för målföretaget.

På forskningsfronten har det synts en positiv trend för aktieägare till förvärvare på den amerikanska marknaden då Alexandridis, Antypas och Travlos, (2017) visar att förvärvande företag efter 2009 skapar mer positivt värde till sina aktieägare än vad som gjordes före 2009. En möjlig förklaring till den positiva trenden efter 2009 beskrivs av Alexandridis, Antypas och Travlos, (2017) som att det blivit ett större fokus på företagsstyrning efter finanskrisen. Det leder till sundare investeringsbeslut och därmed mer värdeutveckling för aktieägarna. Hu et al (2020) styrker Alexandridis, Antypas och Travlos, (2017) resultat om en positiv trend i värdeutveckling efter 2009 men menar att den avtar efter år 2015. Eftersom förvärv inte är tillräckligt värdeskapande för förvärvaren måste det finnas anledningar och orsaker som förklarar den bristande värdeutvecklingen. Tidigare forskning visar att det finns olika faktorer som kan ha

signifikant påverkan på värdeutvecklingen för förvärvaren vid tillkännagivandet (Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Wang, 2018). I Myers & Majluf, (1984) artikel beskrivs det hur betalningsmetoden kan påverka förvärvarens kortsiktiga värdeutveckling. Det finns en skillnad beroende på om förvärvet betalas i kontanter eller aktier eftersom det kan signalera hur förvärvaren är värderad.

Vidare visar Markides och Ittner (1994) att förvärvarens kortsiktiga värdeutveckling även påverkas olika beroende på om förvärvet är inhemskt eller internationellt. Internationella förvärv kan leda till större vinster, men det innebär även större risker. En annan faktor som spelar roll vid tillkännagivande är förvärvarens marknadsvärde. Marknaden värderar förvärv olika beroende på om förvärvaren är stor eller liten eftersom risken att personliga incitament ligger bakom förvärvet anses vara större i stora företag (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2004) Av samma anledning har bland annat Fuller, Netter och Stegemoller (2002) visat att faktorn relativ storlek mellan förvärvspris och förvärvarens marknadsvärde påverkar förvärvarens kortsiktiga värdeutveckling. Fortsättningsvis visar Alexandridis, Antypas och Travlos, (2017) att om målföretaget är publikt eller privat påverkas aktieutvecklingen olika vid tillkännagivande för förvärvaren då privata företags tillgångar värderas lägre.

Trots att forskningen har visat att det finns flera olika faktorer som kan ha en påverkan på värdeutvecklingen för förvärvaren finns det inte ett samlat övergripande resultat som förklarar exakt vad förvärvarens värdeutveckling beror på (Renneboog & Vansteenkiste, 2019; Cho & Chung, 2022). Resultaten i de olika undersökningarna skiljer sig och en stor del av den tidigare forskningen pekar ut flera variabler som kan vara av vikt för värdeutvecklingen, men det finns ingen gemensam överenskommelse om vilka som är viktigast. Vidare har förvärv varit ett fenomen i Sverige under en betydligt kortare tid än vad det har varit i USA. Samtidigt som Sverige har genomgått en ökande trend i antal förvärv likt USA, har inte förvärvsvågorna i Sverige sammanfallit med vågorna i USA. Det finns därför anledning att tro att det är skillnad mellan länderna. En stor del av den tidigare forskningen kan också anses vara föråldrad eftersom majoriteten av den inte har undersökt förvärv efter finanskrisen 2008. Därmed går det inte att säga om resultatet från den forskning som har gjorts på förvärv i USA och Europa kommer att överensstämma med det aktuella läget för förvärv i Sverige. Sverige utmärker sig även genom att

vara ett EU-land med flest förvärv i förhållande till BNP vilket väcker frågan om den senaste utvecklingen för förvärv även gäller Sverige eller endast USA. Vidare har aktieägare till noterade bolag som genomför förvärv ett intresse av att veta om de bör vara oroliga för företagsledningarna som är benägna att förvärva företag.

Därmed avser studien att undersöka flertalet faktorer som tidigare forskning har visat ha en påverkan på värdeutvecklingen för förvärvaren. Metoden som används inkluderar flera variabler som kommer att ge en mer övergripande bild över vad som påverkar förvärvarens värdeutveckling. Uppsatsen kommer att undersöka hur fenomenet ser ut i Sverige mellan åren 2011 och 2019 där forskningen är begränsad. Tidsperioden krockar inte heller med finansiella kriser som exempelvis finanskrisen 2008 och Covid19-pandemin som har haft en stor påverkan på antalet förvärv som genomförs.

1.3. Syfte

Syftet med studien är att tillföra ny forskning på svenska förvärvare genom att undersöka hur förvärv påverkar den kortsiktiga värdeutvecklingen för det förvärvande företaget samt vilka variabler som har påverkan på värdeutvecklingen.

1.4. Frågeställning

1. Hur påverkar förvärv den kortsiktiga värdeutvecklingen för förvärvande företag?
2. Vad är sambandet mellan förvärvarens värdeutveckling och variablerna (1) betalningsmetod, (2) inrikes- eller internationella förvärv, (3) publikt- alternativt privat målföretag (4) förvärvarens marknadsvärde samt (5) relativ storlek på det förvärvade bolaget?

1.5. Översättningar och definitioner

Översättningar

Kumulativ Onormal Cumulative Abnormal Return (CAR)

Avkastning

Normal avkastning Normal return

Hybris Overconfidence

Definitioner

Positiv värdeutveckling: Positiv CAR för ett företag vid tillkännagivandet av M&As.

Negativ värdeutveckling: Negativ CAR för ett företag vid tillkännagivandet av M&As

Förvärv: Innefattas både av förvärv och sammanslagning eftersom det alltid är att ett företag som förvärvar ett annat.

Empire building Från engelskans: empire building

1.6. Avgränsningar

Rapporten avgränsas till svenska börsnoterade bolag som har gjort kända förvärv mellan åren 2011 till 2019. Vidare kommer uppsatsen endast att undersöka värdeutvecklingen hos den förvärvande parten och inte hos målföretaget. Det eftersom det råder närmast konsensus i tidigare forskning gällande en positiv värdeutveckling hos målföretag vid förvärv. För att beräkna värdeutvecklingen kommer enbart aktieutvecklingen användas istället för att undersöka

operativa resultat samt finansiella nyckeltal med hänvisning till den effektiva marknadshypotesen eftersom det är utifrån aktieägarens kortsiktiga perspektiv.

1.7. Disposition

Följande del av rapporten består av kapitel 2 som presenterar den teoretiska referensramen med tidigare forskning som hypoteserna baseras på. Nästkommande kapitel 3 består av studiens metodval. Vidare presenteras resultaten i kapitel 4 som analyseras i kapitel 5. Slutligen avslutas rapporten med slutsatser och förslag på framtida forskning i kapitel 6.

2. Teoretisk referensram

Den andra delen av rapporten presenterar och definierar centrala begrepp med den aktuella forskningen där vald teori kommer att användas som grund för analysen. Inledningsvis presenteras den effektiva marknadshypotesen och värdeutveckling definieras. Vidare presenteras motiv för att genomföra förvärv och därefter studeras liknande undersökningar som har gjorts på ämnet. Slutligen utreds variablerna som skall mätas.

2.1. Den effektiva marknadshypotesen

Uppsatsen undersöker sambandet mellan förvärv och förvärvarens värdeutveckling, vilket betyder att det måste finnas ett sätt som förklarar och beräknar värdeutvecklingen. Därmed måste det kunna visas hur förvärv påverkar förvärvarens värdeutveckling, men först måste det göras en definiering av hur värdet på förvärvaren mäts. För att mäta värdet på ett företag kommer den effektiva marknadshypotesen att nyttjas.

Hypotesen om den effektiva marknaden utvecklades under 1960- och 1970-talet av Eugene Fama (Fama et al 1969). Fama et al (1969) visade i en studie om företag som annonserar utdelningar och aktiesplittar att marknaden direkt anpassas efter tillkännagivandet. Vidare menade Fama et al (1969) att samma slutsats kan dras utifrån andra typer av nyheter som exempelvis tillkännagivandet av förvärv. Därmed kommer marknaden direkt ge en reaktion på tillkännagivande av förvärv vilket visas i förvärvarens aktieutveckling. Hypotesen om den effektiva marknaden innebär därmed att priserna på finansiella marknader korrekt reflekterar den information om tillgångarna som finns tillgänglig (Fama, 1970). Det innebär att information om förväntad framtida avkastning för ett företag direkt justerar aktiepriset och därmed görs marknaden effektiv.

Vidare beskriver Fama (1970) hur marknadens effektivitet kan delas in i tre skalar: Helt effektiv, halvt effektiv och svagt effektiv. En helt effektiv marknad innebär att all information inklusive insynsinformation om exempelvis framtida förvärv eller andra händelser direkt återges i aktiepriset. Vidare innebär en halvt effektiv marknad att framtida prognoser och annan allmän

tillgänglig information återges i priset. Slutligen innebär en svag effektivitet att ingen historisk information eller framtida prognoser om avkastning speglas i priset.

Däremot förklarar Malkiel (2003) att teorin är omdiskuterad och det har riktats kritik mot att marknadshypotesen inte har stämt under perioder då aktiemarknaden har följt icke effektiva mönster som exempelvis under börskrascher. På senare tid har det även lyfts fram psykologiska faktorer som kan påverka besluten bakom förvärv som i sin tur kan göra priserna mer förutsägbara (Malkiel, 2003). Samtidigt konstaterar Martnova och Renneboog (2008) att den effektiva marknadshypotesen fortfarande antas i eventstudier. I ytterligare forskning menar Tuch och O'Sullivan (2007) att antagandet om en halvt effektiv marknad är fundamental i eventstudier som är den mest använda typen av studie vid förvärvsanalyser.

Antagandet om den effektiva marknaden är omdiskuterad och myntades för över 50 år sedan. Trots det används den fortfarande i de senaste undersökningarna och därför är antagandet om att marknaden är halvt effektiv vid företagsförvärv en rimlig utgångspunkt för den här uppsatsen.

2.2. Kortsiktig värdeutveckling

Avgörandet hur en aktie påverkas av information kan både göras utifrån ett kortsiktigt och ett långsiktigt perspektiv. Många empiriska studier undersöker den kortsiktiga värdeutvecklingen vid tillkännagivande av förvärv. Samtidigt görs det också undersökningar kring aktieutvecklingen i ett långsiktigt perspektiv.

Tidshorizonten för ett långsiktigt perspektiv varierar mellan olika studier men vanligtvis brukar det ligga mellan ett och fem år efter att förvärvet gjordes (Agrawal, Jaffe & Mandelker, 1992). Fama (1998) menar att fördelen med att undersöka värdeutvecklingen ur ett långsiktigt perspektiv är att det ger en mer fullständig bild av aktieutvecklingen för ett företag eftersom aktiepriser anpassar sig långsamt till information. Samtidigt förklarar Fama (1998) att långsiktiga avkastnings-avvikelse är känsliga för metodiken. Avvikelse tenderar att minska eller helt enkelt försvinna när de beräknas i statistiska modeller eller modeller där normal avkastning används för att mäta avvikelse. Vidare menar Fama (1998) att långsiktiga avvikelse kan hänföras till slumpen.

Andrade, Mitchell och Stafford (2001) konstaterar fortsättningsvis att den mest tillförlitliga metoden för att undersöka huruvida förvärv är värdeskapande eller värdeförstörande, är att undersöka den kortsiktiga aktieutvecklingen. Konstaterandet om att metodiken kring en kortsiktig aktieutveckling är mer tillförlitlig än ett långsiktigt understryks av Tuch och O'Sullivan (2007) som menar att det finns många brister i metodiken kring en långsiktig aktieutveckling.

Forskning talar för att värdeutvecklingen ur ett kortsiktigt perspektiv kommer att kunna avgöra om ett förvärv är värdeförstörande eller värdeskapande för det förvärvande företaget. På grund av att forskningen visar att det långsiktiga perspektivet är svårt att beräkna samt att den effektiva marknadshypotesen antas, kommer inte det långsiktiga perspektivet att undersökas. Istället kommer det kortsiktiga perspektivet att skapa en god bild över företagets utveckling och därmed ämnar studiens endast att undersöka den kortsiktiga utvecklingen.

2.3. Beteendeteori bakom förvärv

Den vanligaste förklaringen till varför företag väljer att göra förvärv är för att skapa värde för företaget. Värde skapas för förvärvaren genom att målföretagets resurser tas vara på och skapar stordriftsfördelar, eller används resurserna för att komma in på nya marknader. Målen av förvärven i dessa fall är att förbättra företagets resultat antingen genom att öka intäkter eller att sänka kostnader. Den neoklassiska teorin gör två antaganden kring hur ekonomiska aktörer beter sig rationellt. De två antaganden är att chefer maximerar aktieägarnas värde samt att marknaden är effektiv (Cho & Chung, 2022).

Om de två antaganden stämmer och beslutet att förvärva grundar sig i att maximera aktieägarnas värde kommer syftet med förvärvet att vara värdeskapande för aktieägarna. Eftersom forskning har visat att förvärv många gånger inte leder till en kortsiktig värdeutveckling för förvärvaren kan det finnas ytterligare beteenden till förvärven som påverkar aktieutvecklingen negativt. Följande teorier undersöker den bakomliggande psykologin för personer som beslutar om att förvärva bolag och det kan ha en stor betydelse för värdeutvecklingen av förvärvaren. Om det bakomliggande motivet för att förvärva ett bolag inte är att maximera aktieägarnas värde

kommer inte den här undersökningen att ge en rationell förklaring till vilka delar som påverkar värdeutvecklingen för förvärvaren.

Jensen och Meckling (1976) utvecklade begreppet agent-principal-problematiken, som är ett sätt att studera företagsstyrning genom insikten att intressen för en agent kan skilja sig från principalen. Förklaringen ligger i ett antagande om att både agenten och principalen i helhet drivs av att maximera sitt egenvärde. Agenten, som i fallet med förvärv kan antas vara en företagsledning har därmed en mängd tänkbara motiv som kan ligga till grund för att genomföra förvärv som inte nödvändigtvis ligger i aktieägarnas intressen. Vidare visar agent-principal-problematiken på en mängd olika fenomen som kan förklara bland annat varför företag tar beslut gällande förvärv som inte alltid skapar värde till aktieägarna.

Det finns två väl citerade beteendemässiga fenomen som båda leder till värdeförstörande och påverkar aktieägarna negativt. Dessa två kallas *hybris* och *empire building*. *Hybris* innebär att VD:n tenderar att tro för mycket på sin förmåga och tror sig kunna driva målföretaget bättre än vad den nuvarande ledningen gör (Roll, 1986). *Empire building* i ett förvärsperspektiv rör hela ledningen med deras incitament att vilja leda ett större företag (Chatterjee et al., 2021). Därav väljer de att genomföra förvärv som innebär att företaget växer men inte skapar något värde för aktieägare. Incitamenten för *empire building* är ofta att leda ett större företag och det kan medföra personliga fördelar som exempelvis högre lön och större prestige.

Agent-principal-problematik är relaterat med en svag företagsstyrning. Vidare kan misslyckade förvärv kännetecknas av både *hybris*, *empire building* samt en saknad av aktieägares möjlighet till påverkan (Renneboog & Vansteenkiste, 2019).

Ovanstående teorier grundar sig främst i beteende bakom företagsförvärv där den beslutfattande personen står i centrum mer än vad själva företaget gör. Forskningen presenterar och förklarar fenomenen bakom beteenden till förvärv och det är rimligt att anta att det spelar en roll för förvärvarens värdeutvecklingen. Däremot är det svårt att mäta och därför ännu svårare att kvantifiera resultatet. Vidare ska det poängteras att fenomen som exempelvis *hybris* inom en företagsledning inte behöver sammanfalla med agent-principal-problematiken. Det beror på att

en VD med *hybris* fortfarande kan tro att hen agerar helt i enlighet med aktieägarnas intresse (Renneboog & Vansteenkiste, 2019). Det är däremot utfallet av företagsledningens icke värdemaximerande beslut som kan missgynna aktieägarna vilket gör fenomenen intressanta för den här uppsatsen.

2.4. Tidigare forskning

2.4.1. Förvärvarens värdeutveckling

Även om det finns en mängd olika faktorer som kan påverka värdeutvecklingen vid förvärv är det viktigaste för aktieägarna att det leder till en faktisk värdeutveckling. Det har genom åren gjorts en mängd olika eventstudier på värdeutveckling vid förvärv som får varierande resultat. I tabell 1 presenteras den tidigare forskning som Tuch och O'Sullivan (2007) har valt ut och de har gjort sammanställning av de mest relevanta undersökningarna. Listan innehåller både undersökningar av korta och långa eventfönster men i tabell 1 har endast studierna på den kortsiktiga värdeutveckling för förvärv tagits med. Vidare har studier som inte har kunnat påvisa ett signifikant resultat också tagits bort.

Tabell 1. Tabellen sammanställer tidigare forsknings resultat på förvärvarens genomsnittliga kumulativa onormala avkastning. Samtliga studier påvisar ett signifikant resultat.

Författare	Period (År)	Land	Antal undersökta förvärv	Eventfönster	CAR (%)
Mitchell och Lehn (1990)	1980–1988	US	468	[-1,1]	-1,66
Smith och Kim (1994)	1980–1986	US	177	[-5,5]	-0,23 för [-1,0]
Walker (2000)	1980–1996	US	508	[-2,2]	-0,84
Sudarsanam och Mahate (2003)	1983–1995	UK	519	[-1,1]	Mellan -1.39 och -1.47
Gupta och Misra (2004)	1980–1998	US	285	[-10,10]	Ej signifikant för [-10,10] men -1,57 för [-1,0]
Ben-Amar och Andre (2006)	1998–2000	CA	238	[-1,1]	+1,6

Tabellen visar att avkastningen för den presenterade forskningen överlag har en negativ utveckling för det förvärvande företaget. Forskningen av Mitchell och Lehn (1990), Smith och Kim (1994), Walker (2000), Sudarsanam och Mahate (2003) och Gupta and Misra (2004) visar en negativ aktieutveckling. Vidare visar enbart forskningen av Ben-Amar och Andre (2006) att aktieutvecklingen för förvärvaren är positiv.

Resultatet av den tidigare forskningen visar framförallt att det genomsnittliga förvärvet sällan innebär en signifikant positiv värdeutveckling för aktieägare. Undersökningarna har gjorts för olika tidsperioder, urval samt olika långa eventfönster vilket kan ha en påverkan på resultaten. Vidare har den största delen av undersökningarna gjorts i Nordamerika och en liten del har gjorts i Storbritannien. Renneboog och Vansteenkiste (2019) förklarar däremot att det ännu inte råder

en gemensam slutsats till varför värdeutvecklingen inte är mer positiv i förhållande till hur populärt det tycks vara att genomföra förvärv. Oavsett anledning tycks aktieägare till förvärvare i genomsnitt erhålla en icke signifikant värdeutveckling vilket med tanke på dess höga popularitet borde vara mer positiv.

Det är viktigt att poängtera att forskningen som presenteras av Tuch och O'Sullivan (2007) är gammal och enbart från Nordamerika och Storbritannien. Av studierna gjordes den senaste undersökningen på perioden fram till år 2000. Det beror delvis på att perioden som undersöks ofta är mycket tidigare än året som undersökningarna ges ut. Exempelvis gav studien av Walker (2000) ut år 2000 och den undersöker perioden 1980–1996 vilket betyder att delar av undersökningen baseras på nästan 20 år gammal data. Det kan innebära att studier på dagens förvärvsmarknad inte går att göra idag utan det går enbart att göra längre fram i tiden. Därmed bör resultaten från Tuchs och O'Sullivans (2007) sammanställning kompletteras med nyare forskning. Vidare bör det också kompletteras med europeisk forskning för att resultaten ska bli mer representativa och kan tillämpas på svenska förvärv.

Den nyare forskningen innefattar Netter, Stegemoller och Wintoki (2011) studie som undersöker 3 100 förvärv i USA mellan åren 1992-2009. Resultatet visade på en genomsnittlig värdeutveckling för förvärvaren på 1.1%. Ytterligare forskning under ungefär samma period genomfördes på den europeiska marknaden mellan åren 2002-2010 av Mateev (2017). Deras studie undersökte 2 769 förvärv och resultatet visade istället på en positiv värdeutveckling för förvärvaren med 1,05%. Ännu nyare forskning gjordes av Alexandridis, Antypas och Travlos (2017), vars studie genomförde en undersökning på perioden efter finanskrisen 2008. Det urvalet bestod av 3 538 förvärv på den amerikanska marknaden och undersökningen visade en positiv värdeutveckling för förvärvaren på 1,42% . Vidare visar en studie av Hu et al. (2020) som också undersöker ett stort urval av 2970 förvärv ett resultat på -0,005%. Hu et al. (2020) förklarar i sin studie att påverkan på värdeutvecklingen fick ett uppsving efter finanskrisen men att den minskat något efter 2015. Det är intressant eftersom studien i den här rapporten också undersöker perioden efter finanskrisen 2008.

Tidigare forskning på kortsiktig värdeutveckling har använt skilda modeller och forskningsmetoder vilket kan vara en förklaring till att de genomsnittliga resultaten för värdeutveckling varierar. Även om nyare forskning kan illustrera ett uppsving för förvärvarens värdeutveckling visar all forskning att förvärv inte skapar ett signifikant värde för aktieägarna till den förvärvande parten. Det har inte heller någon betydelse hur gammal forskningen är eller vilken marknad som undersöks. Därmed blir hypotesen följande:

H1: Förvärv kommer inte att ha en värdeskapande påverkan på förvärvarens värdeutveckling.

2.4.2. Betalningsmetod

Renneboog och Vansteenkiste (2019) förklarar att en del av informationen som marknaden tolkar vid tillkännagivandet av ett förvärv är vilken betalningsmetod som förvärvaren betalar med. Vanligtvis sker betalningen med kontanter, aktier eller en blandning. En betalningsmetod med aktier innebär att ett företag säljer sina aktier för att finansiera förvärvet, medan en betalningsmetod med kontanter betyder att företaget finansierar med likvida medel. Informationen kring betalningsmetoden vägs sedan in i marknads värdering av förvärvet som i sin tur kan påverka värdeutvecklingen för det förvärvande företaget vid tillkännagivandet.

Anledningen till varför betalningsmetoden kan påverka värdeutvecklingen vid förvärv är att en företagsledning som vill betala med aktier signalerar negativ information till marknaden (Myers & Majluf, 1984). Förklaringen är att företag som tillkännager förvärv med aktier som betalningsmetod kan anse se sig själva som övervärderade. Ett förvärv med aktier som betalningsmetod leder därmed till en risk för negativ värdeutveckling då marknaden väger in betalningsmetoden i värderingen.

Vidare stöds Renneboog och Vansteenkistes (2019) resultat både av Bruners (2004) undersökning av tidigare studier och Travlos (1987) undersökning på den amerikanska marknaden mellan åren 1972-1981. Båda undersökningarna visar hur förvärvare som betalar med kontanter har en mer positiv värdeutveckling än vad förvärvare som betalar med aktier har. Bruner (2004) och Travlos (1987) förklarar ytterligare att förvärv som betalas med aktier har en

negativ värdeutveckling och förvärv som betalas med kontanter leder till en mer neutral eller positiv värdeutveckling för förvärvaren.

Ovanstående forskning visar hur betalningsmetoden har en påverkan på värdeutveckling för det förvärvande företaget och det visar på en stor och tydlig skillnad mellan betalningsmetoderna med aktier och kontanter. Den presenterade forskningen är både gammal och ny och den är överens om att betalningsmetod med kontanter har en mer positiv påverkan på värdeutvecklingen än vad en betalningsmetod med aktier har. Däremot har studierna inte behandlat och visat någon tydlig gränsdragning för hur en blandning av kontanter och aktier kommer att påverka värdeutveckling vid tillkännagivandet av förvärv. Det är något som vidare bör undersökas för det är vanligt förekommande att betalningsmetoden för ett förvärv sker med både aktier och med kontanter. Därmed är hypoteserna följande:

H2: Betalning med kontanter har en signifikant större positiv påverkan på värdeutveckling för det förvärvande företaget än vad betalning med aktier har.

H3: Ingen hypotes för blandad betalning

2.4.3. Inrikes eller internationella förvärv

Renneboog och Vansteenkiste (2019) förklarar att genomförandet av internationella förvärv låter företag få tillgång till nya marknader och det skapar möjligheter till bland annat ekonomiska stordriftsfördelar. Samtidigt kan det även innebära flera utmaningar kopplade till utländska regelverk och eventuella kulturskillnader. Vidare visar Renneboog och Vansteenkiste (2019) att mellan åren 1986 och 2000 stod internationella förvärv för 26 procent av det totala värdet av alla globala förvärv. Motsvarande siffra var över 50 procent år 2016 vilket innebär att gränsöverskridande förvärv har blivit allt vanligare i världen.

Förvärv som sker i utlandet är en faktor som behöver tas hänsyn till även om det inte är självklart att det borde påverka värdeskapandet då företag rimligtvis borde kunna göra lika bra beslut utrikes som inrikes. Samtidigt är utrikes förvärv intressant som en variabel i en undersökning

med Sverige som utgångsland för förvärvare då eventuella kulturskillnader och andra fenomen kan granskas utifrån resultatet.

Datta och Puia (1995) studerar 112 internationella förvärv gjorda av amerikanska företag mellan 1978 till 1990. Resultatet visar att internationella förvärv var populärt under perioden men att aktieägarna till företag som förvärvade internationella företag såg en negativ kortsiktig värdeutveckling. Det förklarades med kulturella skillnader eftersom det fanns en bristande förståelse för den utländska marknaden vilket ledde till att det förvärvande företaget betalade ett för högt pris.

Vidare visar även Moeller och Schlingemanns (2005) resultat att internationella förvärv leder till sämre värdeutveckling än vad inrikes förvärv gör. I deras studie undersöktes 4 430 förvärv av amerikanska företag mellan åren 1985 och 1995. Resultat visar att internationella förvärvare erhåller cirka en procent lägre aktieutveckling vid tillkännagivandet än vad inhemska förvärvare gör. Resultatet visade även att förvärvare med målföretag i Storbritannien erhöll ännu lägre värdeutveckling eftersom det långa avståndet mellan USA och Storbritannien medför högre kostnader. Ytterligare förklaring till varför internationella förvärv leder till sämre värdeutveckling är för att det potentiellt kan vara svårare att kontrollera företagsledningen. Det beror på skillnader i länders lagstiftning eller aktieägarrättigheter vilket enligt Moeller och Schlingemann (2005) överensstämmer med agent-principal-problematiken.

Däremot visar Markides och Iitners (1994) studie att internationella förvärv istället skapar en positiv värdeutveckling för det förvärvande företaget. Det resultatet skiljer sig från tidigare forskning. Studien undersöker 276 internationella förvärv gjorda av amerikanska företag mellan åren 1975 och 1988. Undersökning förklarar att värdeskapandet från internationella förvärv är beroende av faktorer som exempelvis ledningens tidigare erfarenhet av internationella förvärv.

Tidigare forskning visar varierande resultat på internationella förvärvs värdeutveckling. Den tidigare forskningen är främst baserad på amerikanska företag vilket är viktigt att ta hänsyn till. Det förvärvande företags kultur kan ha en stor påverkan på hur framgångsrika de internationella förvärven blir som beror på hur integrationen av utländska företag görs. Vidare är

en del av den tidigare forskningen oerhört gammal och eftersom det har skett en stor ökning av internationella förvärv den senaste tiden är det svårt att veta om den gamla forskningen stämmer på dagens marknad.

Trots att forskningen inte är ense om vad för påverkan internationella förvärv har på värdeutvecklingen tyder mer på att det finns ett negativt samband. Markides och Ittners (1994) studie, vars resultat visade på en positiv påverkan, är en äldre studie från 1994 med en förklaring som inte väger tyngre än bland annat Dattas och Puias (1995) och Moellers och Schlingemanns (2005) studier. Skillnaderna i kultur och lagar har troligen också en stor påverkan i Sverige eftersom landet rent geografiskt har relativt korta distanser till många europeiska länder som inte USA har. Samtidigt finns det länder som är lika Sverige både kulturellt och lagmässigt som kan underlätta svårigheterna med internationella förvärv. Exempelvis underlättas förvärv mellan EU-länder på grund av den öppna marknaden som möjliggör lättare handel. Eftersom det finns många kulturella skillnader mellan svenska företag och amerikanska företag är det en intressant faktor att undersöka. Därmed är hypotesen följande:

H4: Internationella förvärv kommer att ha en signifikant negativ påverkan på värdeutveckling.

2.4.4. Marknadsvärde på förvärvaren

Marknadsvärdet för ett förvärvande företag kan ha en betydelse för hur företaget styrs. Det eftersom teorier som agent-principen kan förklara hur företag med stora marknadsvärden löper naturligt större risk att inneha en företagsledning med mer personliga motiv till förvärvsbeslut som *empire building* och *hybris*. Vidare har företag med ett stort marknadsvärde en större påverkan på andra intressenter. Det är av vikt ur ett aktieägar- och spekulantperspektiv om stora företag av någon anledning tar sämre förvärvsbeslut än vad mindre företag gör.

Moeller, Schlingemann och Stulz (2004) gör en omfattande studie på förvärv mellan 1980-2001 och undersöker hur storleken på företagen påverkar värdeutvecklingen vid förvärv. Företagen delas in i kategorierna *stora* eller *små* beroende på om de hamnar under eller över den tjugofemte percentilen av marknadsvärdet på New York Stock Exchange (NYSE). Undersökningen visar att

storleken spelar roll då mindre företag har en starkare värdeutveckling vid tillkännagivande av förvärv än vad större företag har.

I nuläget har det inte gjorts många undersökningar på marknadsvärdets påverkan på den kortsiktiga värdeutvecklingen. Vidare kan variabeln anses vara bristfällig att undersöka eftersom det inte finns någon undersökning som varken håller med eller säger emot den tidigare utförda studien. Därmed kan det vara svårt att skapa en bra hypotes. Samtidigt finns det en oerhört stor skillnad i marknadsvärde på de svenska publika företagen vilket betyder att det finns anledning att tro att det kommer att ha en påverkan på det förvärvande företags värdeutveckling. I enlighet med den tidigare presenterade undersökningen är hypotesen följande:

H5: Marknadsvärde kommer att ha en signifikant negativ påverkan på värdeutvecklingen.

2.4.5. Relativ storlek på det förvärvade bolaget.

Den relativa storleken beräknas genom att förvärvspriset sätts i relation till förvärvarens marknadsvärde före tillkännagivandet av förvärvet (Jansen, Sanning & Stuart, 2012). Följande del presenterar den tidigare forskningen på ämnet.

Forskningen av Jansen, Sanning och Stuart (2012), Humphery-Jenner och Powell (2014) och Craninckx och Huyghebaert (2011) visar att det finns ett samband mellan den relativa storleken på målföretaget och den kortsiktiga värdeutvecklingen för det förvärvande företaget. Vidare visar resultatet från alla tre studierna att den relativa storleken har ett signifikant positivt samband med värdeutvecklingen för förvärvaren. Det betyder att ju större den relativa storleken är, desto större blir värdeutvecklingen för aktieägarna. Jansen, Sanning och Stuarts (2012) studie undersökte över 18 000 inhemska förvärv under perioden 1980-2008 på den amerikanska marknaden. Med ett tre dagars eventfönster under tillkännagivandet kunde resultatet påvisas att den relativa storleken har en positiv påverkan på värdet förändringen.

I Humphery-Jenner och Powells (2014) studie undersöktes bland annat storlekseffekter på förvärv genom en granskning av över 17 000 globala förvärv som tillkännagavs i 45 olika länder mellan åren 1996 och 2008. Genom en undersökning av den onormala avkastningen under ett

11-dagars eventfönster vid tillkännagivandet visade deras resultat bland annat att variabeln relativ storlek är signifikant positiv. Det är en indikation på att värdeutvecklingen för den genomsnittliga förvärvsaffären ökar ju större målföretaget är relativt förvärvaren.

Vidare undersökte Craninckx och Huyghebaert (2011) den kortsiktiga värdeutvecklingen för förvärvare som har utfört förvärv på den europeiska marknaden. En uppdelning gjordes av den relativa storleken där först ett medelvärde räknades ut för den genomsnittliga relativa storleken på alla förvärv. Därefter delades förvärven upp i stora och små beroende på om den relativa storleken översteg medelvärdet. Resultatet visade också att det finns ett positivt samband mellan relativ storlek och den kortsiktiga värdeutvecklingen för det förvärvande företaget.

Däremot visar forskningen av Fuller, Netter och Stegemoller (2002) att det finns ett negativt samband mellan den relativa storleken och den kortsiktiga värdeutvecklingen när målföretaget är publikt. Vidare visar samma studie att det finns ett positivt samband när målföretaget är privat. Studien gjordes på den amerikanska marknaden med serieförvärvare som förvärvade mer än fem företag mellan åren 1999 och 2000 och det resultatet skiljer sig från den tidigare presenterade forskningen.

Kopplat till agent-principal-synsättet bör det finnas en skillnad mellan företag som förvärvar ett relativt stort företag och företag som förvärvar ett relativt litet företag. Det eftersom storleken kan spela roll vid integration och effektivisering av en ny verksamheten i syfte att erhålla synergieffekter. Om företag som gör förvärv på betydligt mindre bolag erhåller annorlunda värdeutveckling kan det tolkas med agent-principal-teorin. Fenomen som *hybris* inom företagsledningen eller personliga ambitioner som att erhålla prestige kan vara den egentliga motivationen till att förvärva stora målföretag. Inom ett agent-principal-synsätt kan det leda till en mer negativ värdeutveckling än vad förvärv av relativt mindre företag gör eftersom motivet bakom förvärvet inte i grunden är att skapa värde för aktieägarna. När det är personliga motiv som ligger bakom förvärven är risken större att det blir ett värdeförstörande för aktieägarna. Däremot visar den större delen av forskningen att det inte finns ett negativt samband med värdeutvecklingen. Det är svårt att avgöra varför resultatet blir som det blir och vad

anledningarna är. Om resultatet är positivt kan det betyda att det inte finns lika mycket personliga motiv i Sverige som ligger bakom besluten att förvärva som i andra länder.

Den presenterade forskningen är inte ens om relativ storlek har en positiv eller negativ påverkan på den kortsiktiga värdeutvecklingen för förvärvaren. Samtidigt tyder den större delen av forskningen på att det finns ett positivt samband. Den enda forskningen som visar raka motsatsen är en studie på enbart den amerikanska marknaden. Den andra delen av forskning har utförts både globalt och på den europeiska marknaden samt är den forskningen nyare än forskningen som gjordes mellan 1999 och 2000 av Fuller, Netter och Stegemoller (2002). Därmed är hypotesen följande:

H6: Den relativa storleken har en signifikant positiv påverkan på värdeutvecklingen.

2.4.6. Publika eller privata målföretag.

Det finns flera skillnader mellan privata och publika företag men en av skillnaderna är att publika företag verkar på en mer likvid marknad. Tidigare forskning har undersökt om det finns ett samband mellan publika eller privata målföretag och värdeutvecklingen för det förvärvande företaget.

Fuller, Netter, and Stegemoller (2002) visar hur förvärv av publika målföretag resulterar i större förluster än vad privata målföretag gör i deras undersökning av amerikanska serieförvärvare mellan åren 1990 till 2000. En möjlig förklaring till det beskrivs som att privata företag verkar på en marknad med mindre likviditet än vad publika företag gör som har mer tillgång till likvida medel. Bristen på likvida medel leder till att privata målföretags tillgångar värderas lägre än vad motsvarande publika företag gör. Det leder till att publika målföretag säljs till högre priser än vad de privata målföretagen gör och det har en negativ påverkan på värdeutvecklingen för det förvärvande företaget eftersom de betalar ett högre pris. Kopplat till *empire building* och *hybris* går det att argumentera för att det är mer prestigefyllt för företagsledningen att förvärva publika målföretag eftersom publika företag vanligtvis är mer välkända på marknaden. Enligt teorin hade det också påverkat värdeutvecklingen negativt om företagsledningen tog beslut utifrån egen vinning.

Vidare visar Draper och Paudyals (2006) undersökning på förvärv i Storbritannien mellan åren 1981 och 2001 att förvärvare av publika målföretag inte ser någon signifikant ändring i aktiepris vid tillkännagivandet av förvärv. Jämförelsevis ser förvärvare av privata målföretag under samma tidsperiod en tydlig uppgång i aktiepris. Draper och Paudyal (2006) menar att deras resultat stödjer hypotesen om större risk för *hybris* vid förvärv av publika målföretag som är kopplat till agent-principal-synsättet som har en negativ påverkan på aktieägarnas värdeutveckling. Ytterligare förklarar Draper och Paudyals (2006) att det även har med att privata företag inte verkar på lika likvida marknader som publika företag gör.

Slutligen visar studien av Alexandridis, Antypas och Travlos, (2017) som studerar den amerikanska marknaden från 1990 till 2015, att förvärvare av publika målföretag efter år 2009 ser en mer positiv värdeutveckling än vad de gjorde tidigare. Mellan åren 1990-2009 resulterade ett tillkännagivande av ett publikt målföretag i genomsnitt med en kortsiktig värdeminskning. Jämförelsevis resulterar det efter år 2009 i genomsnitt med en kortsiktig värdeökning.

Forskning kring sambandet mellan publika eller privata målföretag och värdeutvecklingen för ett förvärvande företag är inte helt entydig. En del av forskningen menar att publika företag har en negativ påverkan på värdeutvecklingen medan en annan del av forskningen menar att det inte finns ett signifikant samband. Vidare förklarar annan forskning att under den senaste tiden har publika företag haft en positiv påverkan på aktieutvecklingen. Eftersom forskningen inte är ense om sambandet mellan publika målföretag och förvärvarens kortsiktiga värdeutvecklingen är hypotesen för variabeln följande:

H7. Publikt målföretag kommer inte att ha ett signifikant samband med värdeutvecklingen.

3. Metod

3.1. Forskningsstrategi

Studien är utformad med en deduktiv ansats och använder en kvantitativ forskningsmetod för att besvara frågeställningarna. För den här undersökning innebär det att studien baseras på tidigare forskning och teori som är relevant för förvärv och att sekundärdata hämtas från databaser (Bryman & Bell, 2017). Metoden består av en eventstudie och en regressionsmodell för att besvara frågeställningen. Eventstudien grundas huvudsakligen i MacKinlays (1997) studie om eventstudier även om den gjordes för 25 år sedan. Anledningen till att den ändå används är eftersom nyligen utgiven forskning fortsätter att referera till den. Exempelvis används MacKinlays (1997) studie som referens i en stor del av tidigare forskning som exempelvis i både Konchitchki och O’Learys (2011) och Betton, Eckbo och Thorburns (2008) studier. För att komplettera MacKinlays (1997) tillvägagångssätt används forskning från bland annat Craninckx och Huyghebaert (2011) och Moeller, Schlingemann och Stulz (2004) för att säkerställa en trovärdig metod.

3.2. Datainsamling och urval

3.2.1. Databaser

För att besvara frågeställningen samlas finansiell sekundärdata in från databasen Zephyr och Factset. Zephyr är en databas från Bureau van Dijk som framförallt är inriktad på förvärv där kriterium kan läggas till för att få ett önskat urval. Därför kommer Zephyr att användas för att samla in information om förvärven. Däremot innehåller den inte tillräckligt med data på aktiepriser och kommer därför att kompletteras med Factset. Tabell 2 visar vilken databas som används för att hämta respektive data.

Tabell 2. Databaser med data som hämtas.

Databas	Data
Factset	Aktiepriser, Stockholmsbörsens MSCI
Zephyr	Datum, förvärvspris, antal utestående aktier, publikt eller privat, målföretagets ursprung, betalningsmetod

3.2.2. Urvalskriterium

För att uppnå ett trovärdigt och representativt resultat används flera kriterium.

- Förvärvaren ska vara ett publikt bolag som är börsnoterat på stockholmsbörsen.
- Förvärvet ska innebära ett uppköp av minst 51% av målföretagets aktier.
- Förvärvet måste slutligen ha genomförts.
- Förvärvet ska ha varit tillkännagivet under tidsperioden 01/01/2011 - 31/12/2019.
- Förvärvaren ska inte ha gjort fler än ett förvärv under uppskattningsfönstret.
- Förvärvets relativa storlek mellan marknadsvärdet på förvärvaren och affärens värde överstiger 1%.
- Förvärvets betalningsmetod ska innehålla antingen kontanter och/eller aktier.

Kriterierna baseras på tidigare forskning och målet att uppnå ett så rättvist resultat som möjligt. Först begränsas studien till förvärvare som är börsnoterade på stockholmsbörsen eftersom studien behandlar förvärv i Sverige. Däremot kan målföretaget vara börsnoterat på en annan marknad eftersom det är förvärvaren som rapporten fokuserar på. Det andra kriteriet som är att förvärvet ska innebära minst 51% grundas i att det måste ha en effekt på förvärvaren samt att förvärvaren ska äga majoriteten av målföretaget efter förvärvet. Minst 51% är en rimlig gräns eftersom det betyder att förvärvaren inte har haft majoritet av målföretaget före förvärvet. Vidare kan förvärvsbud tillkännages flera gånger innan det slutliga tillkännagivandet accepteras och därför måste även förvärvet slutligen ha genomförts. Förvärvet ska fortsättningsvis tillkännages

under den undersökta tidsperioden och dessutom ska inte samma förvärvare ha gjort flera förvärv under uppskattningsförnstret (se avsnitt 3.4.5) för att undvika andra påverkansfaktorer. För att säkerställa att ett förvärv kan ha en påverkan på förvärvaren används kriteriet att förvärvets relativa storlek ska överstiga 1%. Varför kriteriet hamnar på 1% baseras på tidigare forskning där Moeller, Schlingemann och Stulz (2004) använder samma procentsats för att exkludera relativt små förvärv. Fortsättnings används betalningsmetod som ett kriterium eftersom det endast är förvärv som betalas i kontanter, aktier eller en blandning som studien undersöker.

3.2.3. Databasinsamlings- och urvalsprocess

För att genomföra databasinsamlingen med önskade kriterier utfördes urvalet inledningsvis i Zephyr. Genom att använda funktionen *Zephyr Advanced* sorterades affärer enligt följande sju punkter:

- Affärstyp: mergers och acquisitions
- Land: Sverige (enbart för förvärvaren)
- Procent av förvärvad andel: minimum 51%
- Nuvarande affärstatus: genomförd
- Tidsperiod: 01/01/2011 - 31/12/2019
- Affärsvärde: alla affärer med känt värde
- Betalningsmetod: kontanter eller aktier

I nästa steg adderas valda kolumner till datan i Zephyr för att få tillgång till all relevant information. Kolumnerna som adderas var förvärvarens antal utestående aktier, förvärvarens aktiepris tre månader före tillkännagivande, förvärvspris, betalningsmetod samt nationalitet på målföretaget. Därefter exporteras datan i Zephyr till excel där även kolumnerna *marknadsvärde* och *relativ storlek* skapas. *Marknadsvärde* skapas genom att ta antal utestående aktier multiplicerat med aktiepriset tre månader före tillkännagivandet för att få marknadsvärdet innan tillkännagivandet av förvärvet. Därefter skapas *relativ storlek* genom att ta kolumnen *förvärvspris* dividerat med *marknadsvärde*. Om den relativa storleken understiger 1% exkluderas förvärvet från metoden. Förvärv som inte betalas i varken kontanter, aktier eller en blandning exkluderas också.

För att få data över aktiekursutveckling på de relevanta förvärvarna runt tillkännagivandet av affärerna används Factset funktionen *company/securities*. I funktionen väljs perioden 2010-09-01 till 2019-12-31 för att säkerställa att samtliga förvärv under den undersökta tidsperioden fångas upp av studien. Därefter exporteras förvärvarnas dagliga avkastning samt marknadsindexet MSCI Sweden (se 3.3.1) under hela perioden till excel.

3.3. Eventstudie

Datan på förvärvarnas aktiekursutveckling används sedan för att avgöra vilken påverkan ett tillkännagivande av förvärv har på förvärvaren. För att avgöra det framställs en eventstudie med syfte att avgöra den kortsiktiga påverkan vid tillkännagivande av förvärv. Eventstudier används frekvent i forskning inom finansiering och inte minst inom företagsförvärv. Händelsen som forskning ofta undersöker är nyheter om företag eller företags offentliggörande av information som är utgångspunkten. Påverkan av händelsen mäts i aktieutvecklingen runt händelsen. Vid företagsförvärv undersöks ofta sambandet mellan tillkännagivande av företagsförvärv och kortsiktig aktieutveckling. (MacKinlay, 1997) Med tanke på att det är studiens utgångspunkt kommer även den här studien innehålla en eventstudie. I eventstudien jämförs den faktiska kursutvecklingen med den förväntade kursutvecklingen vid tillkännagivandet och utifrån det kan eventets påverkan på aktiekursen avgöras.

Programmet som används för att genomföra eventstudien är Stata. Stata används ofta för att utföra statistiska analyser och lämpas därför även för den här studien. Excel-datan som exporteras till Stata är förvärvarnas dagliga avkastning samt marknadsindex med datum, datum för tillkännagivande och de oberoende variablerna *marknadsvärde*, *relativ storlek*, *internationell/inrikes*, *publikt/privat* och *betalningsmetod* (se 3.4.2).

I eventstudien används normal avkastning som beräknar den förväntade avkastningen för ett värdepapper i förhållande till marknadsindex. För att kunna genomföra det definieras först uppskattningsfönstret som är perioden där den förväntade avkastningen beräknas. Vidare beräknas onormal avkastning som är skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den normala avkastningen. Genom onormal avkastning kan därmed eventets påverkan på aktiekursen avgöras. Hur respektive modell och fönster definieras och beräknas beskrivs i 3.3.1 - 3.3.5.

3.3.1. Normal avkastning

Normal avkastning definieras som den förväntade avkastningen utan vetskapen att förvärvet kommer att äga rum och för att uppskatta normal avkastning kan två modeller användas, enligt MacKinlay (1997). Dessa två statistiska modeller är *constant mean return model* och marknadsmodellen. Marknadsmodellen är en enfaktorsmodell som sätter avkastningen för ett värdepapper i relation till avkastningen på en marknadsportfölj. Den här modellen anses vara mer tillförlitlig än *constant mean return model* eftersom den upptäcker onormal avkastning mer precist, på grund av att den tar bort en del av avkastningen som ingår i marknadsavkastningen. (MacKinlay 1997). Samtidigt beskrivs *constant mean return model* som en enkel modell men den anses vara sämre än marknadsmodellen eftersom den inte passar lika bra till eventstudier där en viss dag undersöks (Brown & Warner, 1985). Fortsättningsvis använder majoriteten av tidigare forskning marknadsmodellen varför även andra modeller som flerfaktormodeller utesluts (Martynova & Renneboog, 2008). Därför används marknadsmodellen i den här eventstudien. Följande formel (ekvation 1) visar uppskattningen av värdepapper i :s normal avkastning på dagen t , enligt marknadsmodellen:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$
$$E(\varepsilon_{it} = 0), \text{ var}(\varepsilon_{it} = \sigma_{\varepsilon_{it}}^2)$$

Där:

R_{it} = Avkastning för värdepapper i under period t vid stängningskurs.

α_i = Alpha för värdepapper i

β_i = Beta för värdepapper i

R_{mt} = Avkastning för marknad m under period t vid stängningskurs.

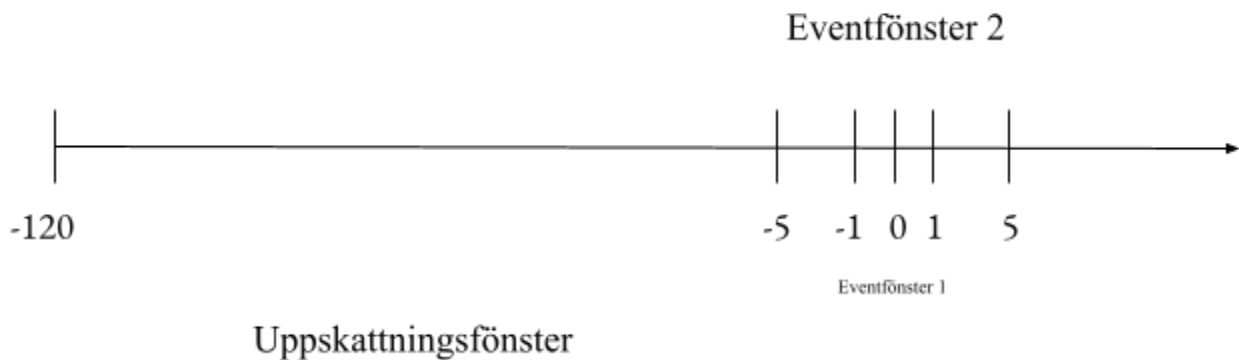
ε_{it} = *Zero mean disturbance term* från marknadsmodellen

$\sigma_{\varepsilon_{it}}^2$ = *Sample variance* från marknadsmodellen

Eftersom eventstudien görs i Sverige används ett svenskt marknadsindex för marknadsportföljen. Marknadsindexet väljs till MSCI Sweden Index eftersom det mäter utvecklingen både för stora och medelstora bolag i Sverige som ingår i den här undersökningen.

3.3.2. Uppskattningsfönster

Vid beräkning av onormal avkastning uppskattas normal avkastning under en viss period. Perioden kallas uppskattningsfönster och vanligtvis väljs en period ut som är före eventfönstret. I eventstudier där daglig data och marknadsmodellen används brukar uppskattningsfönstret uppskattas under 120 dagar före eventfönstret (MacKinlay, 1997). Eftersom studien innehåller både daglig data och marknadsmodellen kommer 120 dagar före eventfönstret även att användas i den här studien. Eventfönstret ingår inte i de 120 dagarna eftersom om eventfönstret inkluderas i uppskattningsfönstret kan avkastningen runt tillkännagivandet ha en stor påverkan på den normala avkastningen. Det skulle bli problematiskt eftersom eventstudien är uppbyggd på antagandet att eventet fångas upp av onormal avkastning och därmed är det viktigt att skilja på perioden när normal avkastning uppskattas från perioder som kan påverka uppskattningsfönstret (MacKinlay, 1997). Därmed kommer uppskattningsfönstret vara 120 till 5 dagar före tillkännagivandet vilket täcker ungefär fyra månader för att uppskatta normal avkastning, se figur 2.



Figur 2. Tidslinje över uppskattningsfönstret och eventfönsterna.

3.3.3. Onormal avkastning (AR)

Onormal avkastning beräknas genom att normal avkastning jämförs med den faktiska avkastningen runt tillkännagivandet av förvärven. Det innebär att onormal avkastning är den faktiska avkastningen under eventfönstret subtraherat med den förväntade avkastningen under uppskattningsfönstret. Onormal avkastning är således måttet på avkastningen som beror på förvärvet.

Följande formel (ekvation 2) visar uppskattningen av onormal avkastning för företaget i på dagen t , enligt marknadsmodellen (MacKinlay, 1997).

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it} | X_t) \quad (2)$$

Där:

AR_{it} = Onormal avkastning för företag i och tid t .

R_{it} = Faktisk avkastning för företag i och tid t vid stängningskurs.

$E(R_{it} | X_t)$ = Normal avkastning för företag i och tiden t .

3.3.4. Kumulativ onormal avkastning (CAR)

I studien används kumulativ onormal avkastning (CAR) för att avgöra om ett företag har en positiv eller negativ aktieutveckling. CAR används för att summera onormal avkastning för dagarna under eventfönstret. Följande formel (ekvation 3) visar kumulativ onormal avkastning för företaget i vid tiden t .

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (3)$$

CAR används som beroende variabel i regressionsanalysen som beskrivs i 3.4. Eftersom det är en kontinuerlig variabel som inte logaritmeras finns risken att datan innehåller uteliggare. Därför används funktionen *winsorizing* i Stata som är ett effektivt sätt att hantera uteliggare som inte misstänks vara felaktiga. *Winsorizing* nivån som används är 5-95% vilket är samma nivå som Craninckx och Huyghebaert (2011) använder på variabeln. Det som funktionen gör är att

förflytta extrema värden till det närmaste värde som inte klassas som uteliggare. På det sättet tas inga mätvärden bort men risken att resultatet blir snedvriden minskas.

3.3.5. Eventfönster

Eventet sker när förvärvet tillkännages vilket medför att aktiekursens värde beräknas både före och efter tillkännagivandet för att beräkna hur aktiekursen reagerar på nyheten. Eftersom det är vanligast att undersöka den kortsiktiga aktieutvecklingen för att avgöra om förvärv är värdeskapande eller värdeförstörande används eventfönster i eventstudier (Martynova & Renneboog, 2008). Eventfönstret anger antalet dagar före och efter tillkännagivandet som avkastningen beräknas på. Det betecknas som $[-x, y]$, där x anger antalet dagar före tillkännagivandet och y anger antalet dagar efter tillkännagivandet. Slutligen anges dagen då tillkännagivandet skedde som 0 (Konchitchki & O'Learys, 2011).

Ett vanligt eventfönster är att granska de tre dagarna omkring tillkännagivandet där dagen före, dagen tillkännagivandet sker och dagen efter undersöks (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001). Ytterligare forskning som har använt samma eventfönster i sin metod är Sudarsanam, Mahate och Freeman (2001) som också undersöker aktieutvecklingen vid förvärv. Vidare menar MacKinlay (1997) att ett ytterligare kortsiktigt eventfönster kan undersökas för att få ett mer utvecklat resultat från aktiepriset. Därmed används även ett ytterligare eventfönster i den här studien. I Lang, Stultz och Walkings (1991) artikel undersöks aktieutvecklingen under ett 11-dagars fönster. Det innebär att eventet undersöks fem dagar före till och med fem dagar efter tillkännagivandet. Eventstudien i den här rapporten använder därför två stycken eventfönster. I det första eventfönstret undersöks tre dagars utvecklingen av avkastningen dagen före till och med dagen efter ($[-1, 1]$) tillkännagivandet. Det eventfönstret är till för att fånga den kortsiktiga aktieutvecklingen. Det andra eventfönstret undersöker avkastningen under ett 11-dagars eventfönster, 5 dagar före till och med 5 dagar efter ($[-5, 5]$) tillkännagivandet, se figur 2. Det andra eventfönstret är till som kontroll av resultatet från det kortsiktiga eventfönstret och antagandet om en halvstark effektiv marknad som nämndes i avsnitt 2.1. Om resultatet från det längre eventfönstret skulle avvika nämnvärt från det korta kan det misstänkas att marknaden inte är effektiv. Ett sådant avvikande resultat skulle minska trovärdigheten i resultatet eftersom antagandet som studien baseras på då inte stämmer.

3.4. Regression

En multipel regressionsanalys genomförs sedan i Stata för att undersöka vilka faktorer som påverkar förvärvarens aktieutveckling under tillkännagivandet av förvärv. Sambandet mellan oberoende och beroende variabler undersöks. Fördelen med att använda multipel regression istället för enkel regression är att metoden uppfyller ceteris paribus som innebär att vikten av de oberoende variablerna isoleras och blir därför mer korrekt (Wooldrige, 2012). Med metoden kan vikten av varje oberoende variabel beräknas och det blir tydligare vilka faktorer som har en stor påverkan på aktieutvecklingen.

Metoden innehåller följande två regressionsmodeller där CAR är den beroende variabeln med olika eventfönster i modellerna. De oberoende variablerna är utformade efter de fem hypoteserna i avsnitt 2.4.

$$CAR[-1, +1] = \alpha + \beta_1 BM + \beta_2 II + \beta_3 MV + \beta_4 RS + \beta_5 PP + \varepsilon_i \quad (4)$$

$$CAR[-5, +5] = \alpha + \beta_1 BM + \beta_2 II + \beta_3 MV + \beta_4 RS + \beta_5 PP + \varepsilon_i \quad (5)$$

α = Intercept

β_{1-5} = Koefficient för respektive oberoende variabel

BM = Betalningsmetod

II = Inrikes/Internationell

MV = Marknadsvärde på förvärvaren

RS = Relativ storlek

PP = Publikt/privat målföretag

ε = Residualterm

i = Observationsnummer

Hur stor påverkan respektive variabel har på aktieutvecklingen uttrycks i koefficienterna β . För att verifiera resultaten och estimerade variablerna används OLS-metoden. Den används för att minimera felet i regressionen som anpassas efter observerade värden. Estimeringsmetoden är frekvent använd i tidigare forskning och appliceras därför i metoden (Craninckx och Huyghebaert, 2011).

Fortsättningsvis kommer koefficienterna β anta värden som antingen är negativa eller positiva beroende på vilken påverkan respektive variabel har. Om koefficienten har ett värde nära noll innebär det att variabeln har en liten påverkan på företagets aktieutveckling och om den skiljer sig mycket från noll har den antingen stor positiv eller negativ påverkan. För att sedan statistiskt säkerställa eller förkasta hypoteserna används signifikansnivån 5%. Då undersöks om p-värdet för koefficienten är lägre eller högre än signifikansnivån. Om den är lägre än signifikansnivån är hypotesen statistiskt säkerställd och om den är högre är den inte statistiskt säkerställd. Valet av 5% signifikansnivå baseras på att det är den vanligaste signifikansnivån (Wooldridge, 2012).

För att slutligen undersöka hur väl modellen förklarar variationen hos den beroende variabeln CAR kommer justerad förklaringsgrad tas fram.

3.4.1. Antaganden för OLS

För att använda OLS-metoden krävs det att flera antaganden är uppfyllda för residualerna samt variablerna (Brooks, 2019). Därför kommer metoden att sträva efter att följa dessa följande antaganden:

- (1) $E(\varepsilon_i) = 0$ Väntevärdet av residualerna är lika med 0.
- (2) $\text{var}(\varepsilon_i) = \sigma^2$ Ingen heteroskedasticitet (residualerna har konstant varians).
- (3) $\text{covar}(\varepsilon_{t-1}, \varepsilon_t) = 0$ Ingen autokorrelation (ingen korrelation hos residualer).
- (4) $\text{covar}(\varepsilon_i, x_i) = 0$ Residualer korrelerar inte med oberoende variabler.
- (5) $\varepsilon_i \sim N(0, \sigma^2)$ Residualerna ska vara normalfördelade.
- (6) $\text{corr}(x_i, x_j) < 80\%$ Ingen hög korrelation mellan oberoende variabler.
- (7) Linjärt samband mellan variabler.

(8) Alla relevanta variabler tas med.

(9) Inga överflödiga variabler.

(10) Variablernas påverkan över tid ändras inte.

För att säkerställa att metoden följer dessa genomfördes diverse tester. (1) uppfylls genom att regressionen använder intercept. (2) och (3) gäller standardfelen där det antogs att det finns heteroskedasticitet som togs hänsyn till genom att använda robusta standardfel i regressionen. Antagande (5) kontrollerades genom ett Skewness och Kurtosis test. (6) undersöktes genom att ta fram en korrelationsmatris där korrelationen mellan variablerna ska vara mindre än 0,8. För att säkerställa antagandet (6) ytterligare kompletteras korrelationsmatrisen med ett VIF test där värdena ska understiga 10 för att ingen hög korrelation ska finnas. (7) ett linjärt samband mellan variablerna säkerställdes med ett Ramsey test. Antagandena (8-10) tas hänsyn till genom att alla variabler som anses relevanta i tidigare forskning tas med samt kontrolleras det att inga överflödiga variabler tas med.

3.4.2. Oberoende variabler

Baserat på vilka variabler som har haft stor betydelse på förvärvarens aktieutveckling i tidigare forskning väljs fem variabler ut för att undersöka sambandet mellan de och förvärvarens aktieutveckling. De är *betalningsmetod*, *inrikes/internationell*, *marknadsvärde och relativ storlek* och *publikt/privat*. Variablerna väljs till oberoende variabler för att kunna avgöra vilken påverkan de har samt vilka som har störst påverkan på förvärvarens aktieutveckling vid ett förvärv.

Betalningsmetod

Betalning av ett förvärv sker huvudsakligen i enbart kontanter, enbart aktier eller en blandning. Faktorn betalningsmetod modifieras därför till tre olika dummyvariabler (*kontanter-dummy*, *aktier-dummy* och *mix-dummy*) i enlighet med Craninckx och Huyghebaert (2011). *Kontanter-dummy* och *aktie-dummy* antar värde ett om hela förvärvet betalas i enbart kontanter respektive enbart aktier och annars antar de värde noll. Dummy-variabeln *mix* används som

referens men modifieras på samma sätt och antar värdet ett om förvärvet betalas i blandning av kontanter och aktier och annars noll.

Inrikes/internationell

Företagsförvärv kan vara inom sveriges gränser eller vara internationell. Variabeln modifieras till en dummyvariabel som antar värde 1 om förvärvet är internationellt och 0 om det sker inrikes i enlighet med Craninckx och Huyghebaert (2011). Variabeln *Internationell* används som en oberoende variabel i studien för att avgöra vilken påverkan det har på förvärvarens aktieutveckling i samband med förvärv.

Publikt målföretag

Företagen som förvärvas kan vara antingen publika eller privata. Tidigare forskning har visat att faktorn kan spela stor roll för förvärvarens aktieutveckling och används därför som oberoende variabel i studien. Variabeln modifieras till en dummyvariabel som antar värde 1 om målföretaget är publikt och 0 om det är privat.

Marknadsvärde

Marknadsvärdet på förvärvaren är en kontinuerlig variabel som antar absoluta värden. För att få färre residualer och lägre varians logaritmeras variabeln med den naturliga logaritmen i enlighet med Moeller, Schlingemann och Stulz (2004). Det bidrar därför även till att residualerna får en mer konstant varians och därmed ökad homoskedacitet som är ett av OLS-antagandena som ska vara uppfyllt. Vidare används inte funktionen *winsorizing* eftersom variabeln anses normalfördelad efter den logaritmeras samt för att kunna jämföra med tidigare forskningen som gör på samma sätt (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2004). Variabeln *marknadsvärde* används som en oberoende variabel i studien för att avgöra vilken påverkan faktorn har på förvärvarens aktieutveckling i samband med förvärv.

Relativ storlek

Relativ storlek är en kontinuerlig variabel som beräknas som ett relativt mått med transaktionsvärdet på affären i täljaren och förvärvarens marknadsvärde i nämnaren i enlighet med Jansen, Sanning och Stuart (2012). Eftersom variabeln är en kontinuerlig variabel som inte

logaritmeras finns risken att data på variabeln innehåller uteliggare. Därför används funktionen *winsorizing* på samma sätt som på CAR med nivån 5-95% som beskrivs i 3.3.4. Craninckx och Huyghebaert (2011) hanterar även *Relativ storlek* på det viset.

3.5. Metoddiskussion

3.5.1. Reliabilitet

För att säkerställa en hög reliabilitet och att metoden genomförs på ett korrekt sätt samlas data in från frekvent använda databaser likt tidigare forskning (Craninckx och Huyghebaert, 2011).

Även fast den kvantitativa datan är sekundärdata kan därför reliabilitetsmålet till stor del tillgodoses. Däremot har inte datan kunnat samlas in från endast en källa utan datan har samlats in från både Factset och Zephyr eftersom ingen av de har kunnat ge fullständig information. Samtidigt har datan noggrant kontrollerats mellan databaserna och därmed anses det att reliabilitetsmålet är uppfyllt för den här studien.

3.5.2. Validitet

Genom avgränsningar och kriterier har datan kunnat begränsas till ett representativt urval med den mest relevanta datan för studien. Datan speglar även förvärvsaktivitet i nutid eftersom val av tidsperiod är omfattande och relevant i tiden. Samtidigt följer metoden tidigare forsknings tillvägagångssätt som stärker validiteten ytterligare. Däremot är det möjligt att kritisera valet av aktiekurs eftersom stängningskursen inte ger en komplett bild av aktiens värde. Det sanna värdet ligger egentligen mellan köp- och säljpriset. Trots det valdes stängningskursen för att kunna jämföra resultatet med tidigare forskning som gjort på samma sätt (Craninckx och Huyghebaert, 2011). Vidare går det att motivera för ett ännu större val av oberoende variabler för att fånga samtliga potentiella faktorer. Här gjordes en avvägning för att begränsa studien och endast ta med de faktorer som visats vara möjliga och relevanta att mäta i tidigare forskning.

3.5.3. Databortfall

Ett fåtal företag vars aktiekurs inte gick att få fram på Factset uteslöts ur datan. Anledningen till att alternativa databaser inte användes för att komplettera aktiekurserna var för att det hade lett till ett användande av flera olika databaser. Eftersom datan skulle hämtas från Zephyr och Factset

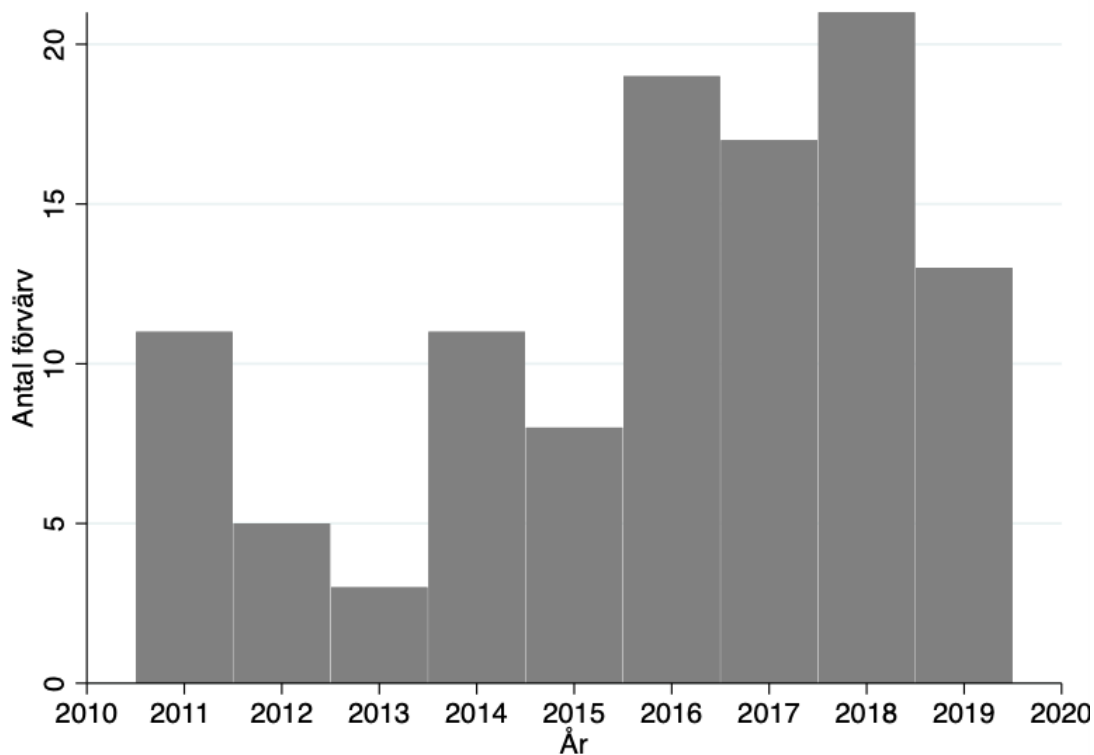
för säkerställning av säker data, valdes därmed företag som inte ingick i databaserna bort från undersökningen.

Förutom datan som uteslöts hittades datan på urvalet för samtliga förvärv. Samtidigt misstänktes inga mätvärden vara felaktiga varför funktionen *winsorizing* kunde användas för att hantera extremvärden hos de kontinuerliga variablerna *CAR* och *relativ storlek*. Det finns mätvärden som sticker ut vilket är naturligt i undersökningen eftersom förvärv har visat kunna ha en extrem påverkan på aktiekursen hos förvärvaren och samtidigt kan den relativa storleken variera mycket. Därför anses det rimligt att använda funktionen *winsorizing* eftersom exkludering av korrekta mätvärden skulle ge en missvisande bild av resultatet. *Winsorizing* förflyttar endast extremvärden till närmaste värde som inte är en uteliggare.

4. Resultat

4.1. Beskrivande statistik

Urvalskriterierna som beskrivs i 3.2.2 resulterade i totalt 108 observationer av förvärv som kan ses i bilaga 2. Hur de är utspridda under den undersökta perioden kan ses i figur 3.



Figur 3. Antal förvärv genomförda per år under perioden 2011-2019.

Figur 3 visar att antalet förvärv gjorda av svenska förvärvare var lägst under 2013 och högst under 2018. Samtidigt ökade antalet kraftigt mellan 2015 och 2016 för att sedan minska något under 2019.

Tabell 3. Deskriptivstatistik för dummyvariabler.

Variabler	Antal	Andel (%)
Internationell	59	55%
Kontanter	62	57%
Aktier	18	17%
Mix	28	26%
Publikt målföretag	10	9%

Statistik för studiens dummyvariabler i tabell 3 visar att en knapp majoritet av förvärven som gjordes var internationella och även förvärv som enbart betalades i kontanter utgör en knapp majoritet. Det var få förvärv som var riktade till publika målföretag. Förvärv som enbart betalades i aktier är även få och de förvärv som betalades av en blandning av aktier och kontanter var något fler.

Tabell 4. Deskriptivstatistik för kontinuerliga variabler.

Variabler	Medel	Median	Min	Max	Standardavvikelse
CAR[-1, 1] (%)	5.05	3.53	-13.03	32.95	8.41
CAR[-5, 5] (%)	4.22	3.89	-22.96	34.24	10.41
Marknadsvärde (Msek)	10274.6	1296.1	39.2	235652.7	26123.5
Relativ storlek (%)	17.26	8.01	1.02	268.68	31.40

Statistik för kontinuerliga variabler i tabell 4 visar ett positivt samband mellan förvärvarens aktieutveckling och tillkännagivande av förvärv. Det gäller för båda eventfönsterna där CARs medelvärden ligger på ungefär 4-5% och medianer på 3,5-4%. Medelvärdena och medianerna ligger relativt nära varandra vilket ökar tillförlitligheten för resultatet. Spridningen på CAR är däremot stor och något större för CAR[-5, 5] vilket är rimligt eftersom den innehåller fler börsdagar i eventfönstret som kan resultera i större kursutveckling. Standardavvikelsen är även större för CAR[-5, 5] av samma anledning.

Tabell 4 visar även att förvärvarens marknadsvärde är drygt 10 miljarder kronor i både medelvärde och median. Den relativa storleken mellan transaktionsvärdet och förvärvaren har

däremot större skillnad mellan medelvärde och median. Samtidigt är standardavvikelsen stor och även spridningen mellan max- och minsta värde för båda variablerna.

4.2. Regressionsanalys

4.2.1. Resultat

Tabell 5. Regressionsanalys på de beroende variablerna CAR[-1, 1] och CAR[-5, 5] utan oberoende variabler. Robusta standardfel och signifikansnivå är markerad.

Variabler	CAR[-1, 1]	CAR[-5, 5]
Konstant	0.05048*** (0.00809)	0.04216*** (0.01002)
Observationer	108	108

Robusta standardfel inom parentes

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Eftersom regressionsanalysen i tabell 5 inte innehåller några oberoende variabler motsvarar konstanten medelvärdet för den beroende variabeln. Därmed visar resultatet att företagsförvärv i genomsnitt har en signifikant positiv påverkan på förvärvarens aktiekurs för båda eventfönsterna.

Tabell 6. Linjär multipel regressionsanalys med robusta standardfel och signifikansnivå markerad. Variablerna CAR[-1, 1], CAR[-5, 5] och relativ storlek är alla winsorized (5 95). Variabeln marknadsvärde är logaritmerad med den naturliga logaritmen.

Variabler	CAR[-1, 1]	CAR[-5, 5]
Internationell	0.02161 (0.01877)	0.00862 (0.02302)
Kontanter	0.00659 (0.01910)	0.02814 (0.02390)
Aktier	0.03425 (0.02541)	0.03244 (0.03512)
Publikt målföretag	-0.05060** (0.02392)	-0.03080 (0.02612)
Marknadsvärde	-0.00767* (0.00425)	-0.00766 (0.00552)
Relativ storlek	0.18178*** (0.04737)	0.12134* (0.06502)
Konstant	0.06585* (0.03399)	0.05894 (0.04465)
Observationer	108	108
Justerad förklaringsgrad (R ²)	0.18793	0.02811

Robusta standardfel inom parentes

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabell 6 visar att regressionsanalysen skiljer sig något för de två beroende variablerna CAR[-1, 1] och CAR[-5, 5] där den justerade förklaringsgraden är ungefär 19% respektive 3%. Det betyder att CAR[-1, 1] förklaras bättre av de oberoende variablerna än vad CAR[-5, 5] görs. Därför kommer CAR[-1, 1] huvudsakligen att analyseras och istället endast jämföras med

CAR[-5, 5]. Även om koefficienterna för CAR[-5, 5] inte är signifikanta liknar medelvärdet och koefficienterna de för CAR[-1, 1]. Därmed styrks eventstudien och resultatet blir mer trovärdigt.

De oberoende variablerna som är signifikanta för CAR[-1, 1] och den valda signifikansnivån 5% är *relativ storlek* och *publikt målföretag*. *Relativ storlek* är till och med signifikant för signifikansnivån 1% och hade även varit signifikant för även CAR[-5, 5] om signifikansnivån var 10%. Variabeln marknadsvärde hade också varit signifikant med signifikansnivån 10% för CAR[-1, 1]. CAR[-5, 5] förklaras med inga signifikanta variabler.

Den enskilda variabeln som förklarar den positiva aktieutvecklingen hos CAR[-1, 1] bäst är *relativ storlek* med koefficienten 0,18. Det betyder att det är bättre för förvärvaren att genomföra stora förvärv än små. De två betalningsmetoderna kontanter och aktier har båda positiva koefficienter men aktier har den högsta koefficienten och betyder att den har ett större samband med aktieutvecklingen. Eftersom båda koefficienterna är positiva betyder det att en blandad betalningsmetod av kontanter och aktier är den sämsta betalningsmetoden att välja av de tre. Variabeln internationell har också ett positivt samband med CAR[-1, 1] där koefficienten är 0,02 vilket innebär att det är bättre för förvärvaren att förvärva ett företag utrikes än inrikes. Slutligen har de två variablerna marknadsvärde och publikt målföretag negativa koefficienter. Därför är det mer gynnsamt för små än stora företag att genomföra förvärv och dessutom är det bättre att förvärva privata företag.

4.2.2. Diagnostik och tester

Testerna som gjordes för att undersöka hur väl regressionsanalysen uppfyller antagandena för OLS-metoden kan ses i bilaga 8.1 (tabell 7-10). Antagandet om normalfördelade residualer kan anses vara uppfyllt eftersom Skewness och Kurtosis testet i tabell 7 visar p-värden som överstiger signifikansnivån 5% för båda beroende variabler (0.7826 och 0.1832). Vidare uppfylls även antagandet att korrelationen mellan oberoende variabler inte är hög med hjälp av korrelationsmatrisen i tabell 8 och VIF-testet i tabell 9. De högsta korrelationerna som kan observeras i korrelationsmatrisen är -0,52 mellan kontanter och aktier samt 0,49 mellan internationell och aktier. Samtidigt är medelvärdet på VIF 1,48 och det högsta värdet är 1,96 för kontanter. Därmed är det säkerställt att ingen hög korrelation mellan de oberoende variablerna

existerar eftersom båda testerna tydligt understiger gränsvärdena (0,80 respektive 10). Slutligen kan även ett linjärt samband antas utifrån resultatet från Ramsey-testet i tabell 10. P-värdena för båda beroende variablerna överstiger signifikansnivån på 5% (CAR[-1, 1] 9% och CAR[-5, 5] 35%) och därmed finns det inget uppenbart icke linjärt samband.

5. Analys och diskussion

5.1 CAR

H1: Förvärv kommer inte att ha en värdeskapande påverkan på förvärvarens värdeutveckling.

Resultatet från studien visar att förvärv har en stor positiv påverkan på svenska förvärvares värdeutveckling. CAR visar signifikans med ungefär 5% vid båda eventfönstrena vilket skiljer sig från H1. Därför skiljer sig även en mängd av den tidigare forskning som visar att den kortsiktiga värdeutvecklingen för förvärvaren är svagt negativ eller närmast neutral. Därmed stämmer inte H1.

Resultatet med 5% visar motsatsen till sammanställningen av tidigare forskning från Tuch och O'Sullivan (2007). Den sammanlagda värdeutvecklingen från deras studie blir istället negativ som hypotesen. De undersökningar från Tuch och O'Sullivans lista som visar en negativ värdeutveckling är Mitchell and Lehn (1990), Smith and Kim (1994), Walker (2000), Sudarsanam and Mahate (2003) och Gupta and Misra (2004). Däremot är flera av studierna gamla och använder ett litet urval. Vidare stämmer den här studiens resultatet delvis överens med Ben-Amar och Andre (2006) studie som visade på en positiv värdeutveckling. Det är den senaste och även den enda studien som visar en positiv värdeutveckling av studierna från Tuch och O'Sullivan (2007) sammanställning. Studiens resultat var även mer positivt än undersökningarna som gjordes på 90- och 00-talet av Netter, Stegemoller och Wintoki (2011) och Mateev (2017). Deras resultat visade också på en positiv värdeutveckling men deras var betydligt svagare med 1,1% respektive 1,5%.

Fortsättningsvis visar mer modern forskning som gjorts efter finanskrisen ett svagt uppsving för förvärvarens värdeutveckling vid förvärv (Alexandridis, Antypas & Travlos, 2017; Hu et al., 2020). Till skillnad från flera av studierna som visade en negativ värdeutveckling använder Alexandridis, Antypas och Travlos (2017) ett betydligt större urval. Dessutom är det Alexandridis, Antypas och Travlos (2017) omfattande studie efter finanskrisen som även visar

högst positivt resultat av samtliga studier. En anledning till att den här studiens resultatet inte stämmer överens med hypotesen kan därför vara avsaknaden av fler studier som undersöker perioden efter finanskrisen.

Vidare skiljer sig den här studien från tidigare forskning när det gäller förvärvarens ursprungsland. Majoriteten av den tidigare forskning behandlar nordamerikanska förvärvare och endast Sudarsanam och Mahate (2003) behandlar förvärvare från ett dåvarande EU-land (Storbritannien). Eftersom resultatet visar en stor skillnad på svenska förvärvare verkar den svenska marknaden tolka förvärv mer positivt. Det skulle kunna tyda på att Sverige har en annorlunda företagskultur och inte har lika stora inslag av *empire building* och *hybris*. Svenska aktieägare verkar utifrån den här studiens resultat lita på att ledning fattar värdeskapande beslut. Det ska samtidigt noteras att urvalet i den här studien inkluderar förvärvsaffärer som skett efter 2016 vilket författarna till uppsatsen inte har funnit några tidigare studier på. Det är därmed möjligt att värdeutvecklingen ligger mer i linje med utvecklingen på den amerikanska marknaden än vad den stora mängd tidigare forskning ger sken av.

5.2 Statistiskt signifikanta variabler

H6: Den relativa storleken har en signifikant positiv påverkan på värdeutvecklingen.

Variabeln med det största signifikanta sambandet utifrån regressionsanalysen är *relativ storlek*. Resultatet av den här studien visar ett positivt samband mellan relativ storlek och den onormala avkastningen. Variabeln har även den största påverkan med 18,1% på värdeutvecklingen för förvärvaren. Det innebär att den relativa storleken mellan förvärvaren och målföretaget har en positiv påverkan på värdeutvecklingen för det förvärvande företaget. Vidare betyder det att ett förvärv med en stor relativ storlek kommer att skapa mer värde för aktieägarna än om den relativa storleken hade varit mindre. Därmed uppfylls H6:

Resultatet från den här studien stämmer överens med resultatet från Craninckx och Huyghebaert (2011), Humphery-Jenner och Powell (2014) och Jansen, Sanning och Stuart (2012). Vidare stämmer resultatet delvis överens med studien av Fuller, Netter och Stegemoller (2002). I studierna av Craninckx och Huyghebaert (2011) och Humphery-Jenner och Powell (2014) och

Jansen, Sanning och Stuart (2012) beskriver det hur det är ett positivt samband mellan den relativa storleken på målföretaget för förvärvaren och dess värdeutveckling. I studien av Craninckx och Huyghebaert (2011) görs en uppdelning av stora och små förvärv där de stora förvärven har ett mer positivt samband med förvärvarens värdeutvecklingen än vad de små förvärven har. Därmed har deras studie beräknat sambandet på ett lite annorlunda sätt, men deras slutsats är densamma som i den här studien. Vidare beskrivs det i studien av Fuller, Netter och Stegemoller (2002) att det finns både ett positivt och ett negativt samband mellan den relativa storleken och förvärvarens värdeutveckling. Det positiva sambandet erhålls när målföretaget är privat och det negativa sambandet erhålls när målföretaget är publikt. Eftersom de flesta målföretagen är privata i den här studien stämmer resultaten överens med tidigare forskning. Däremot är det en liten del av målföretagen som är publika vilket kan ge ett mer negativt samband mellan den relativa storleken och värdeutvecklingen för förvärvaren.

Resultatet visar att den relativa storleken ska vara så stor som möjligt för att värdeutvecklingen för förvärvaren ska bli positiv, vilket även stöds av tidigare forskning. Därmed innebär det att ur ett aktieägars perspektiv ska företag satsa på stora förvärv för att skapa så mycket värde åt aktieägarna genom att aktiekursen ökas. Ytterligare bör företag inte satsa på flera mindre förvärv eftersom då ökar risken att det resulterar i negativ avkastning.

Eftersom resultatet för variabeln relativ storlek är positivt för aktieägarna, blir applicering av tidigare nämnda teorier som förklarar motivation till förvärv problematisk. Nämnda fenomen som kan uppstå inom ett agent-principal-synsätt är exempelvis *empire building* som kan förklara motivation till förvärv, står i kontrast till resultatet i den här studien gällande relativ storlek. Det eftersom fenomenen och teoretiska begrepp främst används för att förklara en företagslednings motivation till att genomföra förvärv som sedan visar sig vara värd förstörande för aktieägare. Faktumet är att relativ storlek har en positiv påverkan för aktieägarna vilket gör det svårt att argumentera för att ledningen skulle ta beslut med personliga ambitioner eller att de övervärderar sin egna förmåga. Variabeln relativ storlek talar därmed för att agent-principal-problematiken inte är relevant för det förvärvande företaget.

H7. Publikt målföretag kommer inte att ha ett signifikant samband med värdeutvecklingen.

Nästa variabel som också har ett signifikant samband utifrån regressionsanalysen är *publikt målföretag*. Den här variabeln har en negativ påverkan med 5% på värdeutvecklingen vilket innebär att vid ett förvärv kommer det finnas en negativ påverkan om målföretaget är publikt. Därmed går det att argumentera för att förvärv av privata målföretag har större chans att leda till positiv värdeutveckling för förvärvaren och därmed stämmer inte H7.

Den här studiens resultat är främst förenlig med resultaten från Fuller, Netter, and Stegemollers (2002) studie. Deras resultat visar även hur det är större risk för förluster vid förvärv av publika företag. Vidare är resultaten av Draper och Paudyal (2006) lite mer neutrala för de menar att publika förvärv inte ser en signifikant förändring i värdeutvecklingen för det förvärvande företaget. Samtidigt visar deras studie att förvärv av privata målföretag leder till en positiv värdeutveckling. Därmed skiljer sig deras resultat lite från resultatet från den här studien eftersom det finns ett signifikant samband mellan publika företag och värdeutveckling. Däremot går inte studien från Alexandridis, Antypas och Travlos, (2017) i linje med resultaten från den här studien. Deras studie visar ett uppsving av värdeutvecklingen för förvärvande företag vid förvärv av publika företag. Före 2009 hade publika företag en negativ påverkan på värdeutvecklingen för det förvärvande företaget men resultatet visade att efter 2009 hade publika företag en positiv påverkan på värdeutvecklingen för det förvärvande företaget. Det resultatet är inte förenligt med resultatet från den här studien.

Det finns flera anledningar till varför resultatet kan variera från den tidigare forskningen. En förklaring till varför resultatet visar att publika målföretag har en negativ påverkan på värdeutvecklingen är för att publika och privata företag värderas på olika sätt. Det kan leda till att privata företag värderas lägre än de publika på grund av bland annat skillnaden i likviditet och hur etablerade företagen är på marknaden. Vanligtvis är publika företag både mer etablerade på marknaden och har mer likviditet. De två faktorerna gör att företagen får en högre värdering. Därmed kan det förvärvande företaget få ett privat målföretag till ett lägre pris som i sin tur kan leda till en mer positiv värdeutveckling.

Såväl fenomenen som *empire building* och *hybris* är intressanta teorier att applicera på ett resultat där publika målföretag har en signifikant negativ påverkan på förvärvaren. Det eftersom förvärvning av publika målföretag kan anses som mer prestigefyllt. Om genomförandet av publika förvärv leder till mer prestige kan det ha betydelse för hur en företagsledning agerar. Inom ett *empire building* perspektiv kan därmed förvärv av publika bolag ses som en möjlighet för en eventuell VD eller företagsledning att tillförskaffa sig makt och status vilket inte nödvändigtvis är värdemaximerande för aktieägarna då marknaden i så fall straffar dem.

Även beslutsfattare inom företag med en överdriven tro på sin egna förmåga kan lockas till beslut som inte är värdemaximerande för aktieägarna. Företagsledare med *hybris* behöver inte nödvändigtvis medvetet sätta sin egna intressen framför aktieägares men deras beslut kan ändå leda till det. En beslutsfattare med *hybris* kommer därmed rimligtvis inte att se publika målföretag som en utmaning och det kan motivera till ett mer riskfyllt beteende.

Variabeln publika målföretag ligger därmed i linje med en mängd tidigare forskning som har visat att det har en negativ effekt för värdeutvecklingen. Resultatet skiljer sig från den forskning som visat på en mer neutral och positiv värdeutveckling.

5.3 Ej statistiskt signifikanta variabler

H2: Betalning med kontanter har en signifikant större positiv påverkan på värdeutveckling för det förvärvande företaget än vad betalning med aktier har.

H3: Ingen hypotes för blandad betalning.

Utifrån resultatet kunde inget statistiskt säkerställt samband påvisas mellan betalningsmetod och förvärvarens CAR och därför förkastas H2 och H3. Däremot indikerar resultatet att betalning i enbart aktier är att föredra eftersom koefficienten är 0,034 jämfört med enbart kontanter som är endast 0,007. Samtidigt är båda positiva vilket innebär att referensvariabeln som var blandad betalning har en negativ påverkan på värdeutvecklingen. Resultatet ger därför en indikation på att H2 är fel och att aktiebetalning är bättre för förvärvaren än vad kontantbetalning är. Samtidigt verkar en blandad betalning var den sämsta betalningsmetoden.

Däremot är resultatet svårt att bedöma eftersom det inte är signifikant och även eftersom den större delen av den tidigare forskningen har visat på motsatsen. Samtidigt är blandad betalningsmetod ännu svårare att bedöma eftersom ingen tidigare forskning finns att jämföra med. När förvärvare väljer att betala i aktier kan det anses rimligt för aktieägare att tolka det som att aktierna är övervärderade och väljer därför att sälja vilket leder till att aktiekursen sjunker. Tidigare forskning som visar på ett sådant samband är Renneboog och Vansteenkiste (2019), Bruner (2004) och Travlos (1987) men den här studiens resultatet indikerar motsatsen. Dessutom är det bara 18 av förvärven i undersökningen som har betalats med enbart aktier vilket minskar resultatets trovärdighet.

H4: Internationella förvärv kommer att ha en signifikant negativ påverkan på värdeutveckling.

Vidare har internationella förvärv en påverkan med 2%, men eftersom det inte är signifikant förkastas H4. Trots att resultatet inte fick ett förväntat utfall är det inte särskilt konstigt eftersom tidigare forskning var delad kring internationella förvärvs påverkan på förvärvarens aktiekurs. Det blivna resultatet går i linje med Markides och Iitners (1994) undersökning där internationella förvärv också visade en positiv påverkan. En förklaring till resultatet kan vara att internationella förvärv ger förvärvaren möjlighet till expansion till nya marknader och andra strategiska fördelar som aktieägare ser som positivt och väljer att köpa fler aktier hos förvärvaren. Det som främst talar emot att resultatet skulle stämma är Moeller och Schlingemann (2005) stora studie på 4 430 förvärv som visar motsatt resultat att inhemska förvärv skulle vara att föredra. Eftersom studien är över 10 gånger mer omfattande än övriga studier grundas rapportens hypotes huvudsakligen på den. Samtidigt stöds deras resultat av Datta och Puia (1995) som visar samma slutsats. En möjlig anledning till varför hypotesen skulle kunna vara korrekt är att internationella förvärv innebär utmaningar för förvärvaren som kostnader för geografisk diversifiering, andra regelverk och kulturella skillnader. Med tanke på det kan det anses fördelaktigt för företag att rikta förvärv till länder med liknande regelverk och kultur som förvärvarens ursprungsland.

En rimlig anledning till varför resultatet skiljer sig från hypotesen kan vara att den tidigare forskningen huvudsakligen fokuserar på amerikanska förvärvare och inte europeiska. I linje med

Renneboog och Vansteenkiste, (2019) är det även vanligt med internationella förvärv i Sverige. Majoriteten av de svenska förvärvarna i datamaterialet väljer att förvärva företag i nordiska länder och andra EU-länder. Reglerna mellan medlemsländerna är inte lika restriktiva som exempelvis mellan Sverige och ett icke EU-land som USA. Därför kan det vara mer fördelaktigt för Sverige och andra EU-länder att genomföra internationella förvärv inom EU än vad det är för USA. Slutligen kan det då anses vara rimligt att studiens resultat stämmer trots utebliven signifikans och uteblivet förväntat resultat. Däremot visar resultatet ingen signifikans och därmed förkastas H4.

H5: Marknadsvärde kommer att ha en signifikant negativ påverkan på värdeutvecklingen.

Slutligen går det inte heller att urskilja ett statistiskt signifikant samband mellan det förvärvande företagets marknadsvärde och dess värdeutvecklingen. Dessutom är koefficienten $-0,008$ vilket kan anses vara lika med noll. Därmed innebär resultatet att en större storlek på det förvärvande företaget inte har en signifikant negativ påverkan på dess värdeutveckling och H5 förkastas.

Moeller, Schlingemann och Stulz (2004) delar upp de undersökta företagen i två kategorier med stora respektive små företag. Trots att det inte görs på samma sätt i den här studien kommer undersökningarna ändå visa samma sak. Nämligen om marknadsvärdet på det förvärvande företaget har en påverkan på dess värdeutveckling. Vidare går den här studiens resultat inte i linje med studien av Moeller, Schlingemann och Stulz (2004). Deras resultat visar att större förvärvande företaget har en mer negativ värdeutveckling än vad mindre företag har. Eftersom variabeln inte kan påvisas i den här studien är det svårt att avgöra om personliga motiv ligger bakom förvärv.

En förklaring till varför resultaten skiljer sig kan vara att studien som gjordes av Moeller, Schlingemann och Stulz (2004) gjordes på NYSE som är en betydligt större börsmarknad än den svenska börsen. Därmed kommer marknadsvärdet för företagen på NYSE vara mycket mer än de svenska företagen. Det innebär att beslutfattarna bakom de amerikanska bolagens förvärv behandlar betydligt större affärer än vad beslutfattarna på de svenska bolagens gör. Det kan i sin tur betyda att teorin kring beteende bakom förvärv är mer förekommande där personer styr över

större företag och de svenska företagen är små jämförelse med företagen på NYSE. Exempelvis kan ett litet företag på NYSE vara större än ett större företag på den svenska marknaden. Därmed kan en företagsledning med personliga motiv som *empire building* och *hybris* inte var lika vanligt förekommande i Sverige där företagen är mindre i jämförelse med företag på NYSE.

6. Slutsats

Syftet med studien var att tillföra ny forskning på svenska förvärvare genom att undersöka sambandet med deras värdeutveckling vid tillkännagivande av förvärv samt vilken påverkan olika faktorer har. Det ansågs viktigt eftersom en stor del av den tidigare forskning visade sig vara föråldrad samt att det inte finns omfattande forskning på förvärv i Sverige.

Studiens resultat visar att förvärv har en signifikant positiv påverkan på förvärvarens kortsiktiga värdeutveckling. Båda eventfönsterna visar en positiv påverkan på ungefär 5%. Det är en betydligt mer positiv påverkan än vad tidigare forskning har visat. Den tidigare forskningen är delad kring ämnet och visar att förvärv inte leder till värdeskapande för förvärvaren, En påverkan på 5% kan därför anses vara osannolik men samtidigt är resultatet signifikant på 1% vilket gör resultatet trovärdigt. Det kan bero på att förvärvare både har blivit bättre på att genomföra förvärv men även att marknaden har fått en mer positiv syn på förvärv.

Variablerna relativ storlek och publikt målföretag visar ett signifikant samband. Den relativa storleken visar det starkaste sambandet och bekräftar tidigare forsknings positiva samband. Studien visar även att förvärv av publika målföretag har ett signifikant negativt samband. Resultatet visar ett tillräckligt tydligt samband för att kunna dra slutsatsen att förvärv med relativt större samt privata målföretag är att föredra för svenska förvärvare. Resterande variabler går däremot inte att dra några slutsatser om eftersom resultaten inte uppfyller signifikansnivån. Det beror även på regressionens låga förklaringsgrad på endast 19% vilket innebär att variablerna inte förklarar sambandet mellan förvärv och förvärvarens kortsiktiga värdeutveckling tillräckligt väl. Samtidigt var en låg förklaringsgrad förväntad eftersom komplexiteten bakom sambandet är stort och flera faktorer ligger troligen bakom sambandet.

Eftersom studiens genomsnittliga värdeutveckling är signifikant positiv kan det betyda att problematiken kring agent-principal-teorin och hybris inte spelar någon större roll för förvärvare i Sverige. Därmed är det en hoppfull önskan att förvärv görs av rätt anledning i Sverige men det är såklart inte ett konstaterande då teorierna inte har kvantifierats och undersökts. Det övergripande resultatet pekar mot antagandet att den genomsnittliga svenska förvärvaren

motiveras av förvärv för att skapa synergieffekter och skapar därmed värde åt aktieägarna. Det är kanske trots allt inte en grund till oro för aktieägarna att företagsledningarna är benägna till förvärv.

Vidare kan det positiva resultatet vara ett bevis på att den svenska bolagsstyrningen har kommit långt i utvecklingen vid jämförelse med andra länder. Det indikerar att svenska bolag inte omfattas av en agent-principal problematik eller hybris när de förverkligar strategier och skapar värde för aktieägarna genom att verksamheterna sköts effektivt, hållbart och ansvarsfullt. En viktig beståndsdel av den positiva utvecklingen är troligen den svenska koden för bolagsstyrning. Till följd av koden har förmodligen bolagsstyrningen i studiens alla undersökta företag blivit mer värdeskapande vilket visas i studiens resultat. Med det är författarna försiktigt optimistiska om framtiden av värdeskapande förvärv i Sverige.

6.1. Förslag på framtida forskning

För att undersöka faktorers påverkan ytterligare kan fler variabler användas. En variabel som då kan undersökas är huruvida förvärvet sker mellan EU-länder eller ej. Den variabeln skulle eventuellt kunna förklara varför förvärv har en betydligt mer positiv påverkan på svenska förvärvares värdeutveckling än de amerikanska. Geografins påverkan som undersöktes i den här studien var enbart om förvärvet var internationellt eller inrikes. Fortsättningsvis skulle det vara intressant att undersöka om det finns skillnader mellan studiens resultat på svenska förvärvare och förvärvare inom andra liknande EU-länder. Samtidigt visar regressionsanalysen en förklaringsgrad på 19% vilket indikerar på att fler variabler skulle förklara sambandet tydligare. Därför är det rimligt att undersöka om det går att lägga till fler variabler i framtida forskning för att bättre kunna beskriva vad som påverkar förvärvarens värdeutveckling.

Slutligen är det svårt att dra en övergripande slutsats om förvärv har blivit mer värdeskapande i Sverige än vad det har varit tidigare. Det beror på att den här studien inte har gjort en undersökning på den svenska marknaden före finanskrisen 2008. Därmed hade en framtida studie kunnat innefattas av att undersöka svenska förvärv under olika tidsperioder. I det fallet hade slutsatsen kunnat dras angående hur förvärv påverkar värdeutvecklingen i Sverige över tid. Den informationen kan ge ytterligare kunskap om när det är värdeskapande eller värdeförstörande för svenska företag att förvärva andra företag.

7. Källförteckning

Agrawal, A., Jaffe, J. & Mandelker, N. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *The Journal of Finance*, Tillgänglig online: https://www.jstor.org/stable/pdf/2328956.pdf?refreqid=excelsior%3A2a430667f8577ad054464d33c4982da5&ab_segments=&origin= [Hämtad 17 november 2022]

Alexandridis, G., Antypas, N. & Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, Tillgänglig online: <https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/S0929119916302887?token=D5CE71300D055B2DA159FA9D240546B051D8687F7E8BA11793F88CACBD42660D628BA2A99D40E39790D6D83C41A5AA79&originRegion=eu-west-1&originCreation=20230104001343> [Hämtad 17 november 2022]

Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives*, Tillgänglig online: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.103> [Hämtad 26 november 2022]

Ben-Amar, W. and Andre, P. (2006). Separation of ownership from control and acquiring firm performance: the case of family ownership in Canada. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, 517–543

Betton, S., Eckbo, B.E., & Thorburn, K.S. (2008). Chapter 15 - Corporate Takeovers, *Handbook of Empirical Corporate Finance*: Elsevier

Brooks, C. (2019). *Introductory econometrics for finance*, Fourth edition: Cambridge University Press

Brown, S., & Warner, J. (1985). Using daily stock returns The case of event studies. *Journal of finance economics*, Tillgänglig online:

<https://reader.elsevier.com/reader/sd/pii/0304405X8590042X?token=B7A289BEE344A822144AE65AD35788E2239F0CB3AE518725FF1A37F3956F23FE181254C1DC1CE4D63F067FB572565153&originRegion=eu-west-1&originCreation=20221129162148> [Hämtad 26 november 2022]

Bruner, R. (2004). Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research. *Journal of Applied Corporate Finance*, Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=15601294&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 26 november 2022]

Bryman, A & Bell, E. (2017). Företagsekonomiska forskningsmetoder, Tredje upplagan, Stockholm: Liber

Chatterjee, S., Hasan, I., John, K., & Yan, A. (2021). Stock liquidity, empire building and valuation, *Journal of Corporate Finance*, 70. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0929119921001735&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 18 november 2022]

Cho, S & Chung, C. (2022). Review of the literature on Merger Waves, *Journal of Risk and Financial Management*, Tillgänglig online: <https://www.mdpi.com/1911-8074/15/10/432> [Hämtad 17 november 2022]

Craninckx, K., & Huyghebaert, N. (2011). Can stock markets predict M&A failure? A study of European transactions in the fifth takeover wave, *European Financial Management*, Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edb&AN=56599465&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 11 november 2022]

Datta, D., & Puia, G. (1995). Cross-Border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms,

Management International Review, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edsjrs&AN=edsjrs.40228285&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 29 november 2022]

Damodaran, A. (2005). The Value of Synergy: *SSRN Electronic Journal*

Tillgänglig online: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.841486> [Hämtad 2 december 2022]

Draper, P. & Paudyal, K. (2006). Acquisitions: Private versus Public. *European Financial Management*, Tillgänglig online:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1354-7798.2006.00310.x> [Hämtad 2 december 2022]

Ericsson. (2021). Ericsson förvärvar Vonage för USD 6,2 miljarder för att bygga en global nätverks- och kommunikationsplattform för öppen innovation, Tillgänglig online:

<https://www.ericsson.com/sv/press-releases/2021/11/ericsson-to-acquire-vonage-for-usd-6.2-billion-to-spearhead-the-creation-of-a-global-network-and-communication-platform-for-open-innovation> [Hämtad 5 december 2022]

Factset. (2022). Business Data & Analytics, Tillgänglig online: <https://www.factset.com/>

[Hämtad 28 november 2022]

Fama, E., Fisher, L. Jensen, M., Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, Tillgänglig online:

https://www.jstor.org/stable/2525569#metadata_info_tab_contents [Hämtad 17 november 2022]

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25:2, ss. 383–417, Tillgänglig online:

https://www.jstor.org/stable/2325486#metadata_info_tab_contents [Hämtad 17 november 2022]

Fama, E. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance, *Journal of Financial Economics*, Tillgänglig online: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X98000269> [Hämtad 19 november 2022]

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *Journal of Finance*, Tillgänglig online: https://www.jstor.org/stable/3094523#metadata_info_tab_contents [Hämtad 4 december 2022]

Gupta, A. and Misra, L. (2004). Deal size, premium paid and the gains in financial mergers: the impact of managerial motivation. *Working Paper, Bentley College of Business*

Hu, N., Li, L., Li, H., Wang, X. (2020). Do mega-mergers create value? The acquisition experience and mega-deal outcomes, *Journal of Empirical Finance*, Tillgänglig online: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927539819300921> [Hämtad 18 november 2022]

Jansen, I., Sanning, L., & Stuart, N. (2012). On the relation between the relative size of acquisitions and the wealth of acquiring firms. *Applied Economics Letters*, Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=bth&AN=80736378&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 6 december 2022]

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Tillgänglig online: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>

Konchitchki, Y., & O'Learys, D. (2011). Event study methodologies in information systems research. *International Journal of Accounting Information Systems*, Tillgänglig online: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1467089511000030#s0060> [Hämtad 17 november 2022]

Lang, L. H. P., Stulz, R.M. and Walking, R.A. (1991). A test of the free cash flow hypothesis: the case of bidder returns, *Journal Financial Economics*, Tillgänglig online:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X91900055> [Hämtad 26 november 2022]

MacKinlay, A. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, Tillgänglig online:

https://www-jstor-org.ludwig.lub.lu.se/stable/2729691#metadata_info_tab_contents [Hämtad 26 november 2022]

Malkiel, B. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, Tillgänglig online:

<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/089533003321164958> [Hämtad 17 november 2022]

Markides, C.C., & Ittner, C.D. (1994). Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from U.S. international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, Tillgänglig online:

https://www.researchgate.net/publication/5222653_Shareholder_Benefits_from_Corporate_International_Diversification_Evidence_from_US_International_Acquisitions [Hämtad 23 november 2022]

Martynova, M. & Renneboog, L (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0378426608000241&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 23 november 2022]

Mark Humphery-Jenner, Ronan Powell, (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect, *Journal of Corporate Finance*, Tillgänglig online: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119914000200> [Hämtad 6 december 2022]

Mateev, M. (2017). Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK, *Research in International Business and Finance*,

Tillgänglig online:

https://econpapers.repec.org/article/eeeriibaf/v_3a40_3ay_3a2017_3ai_3ac_3ap_3a190-216.htm

[Hämtad 17 november 2022]

Mitchell, M.L. and Lehn, K. (1990). Do bad bidders become good targets. *Journal of Political Economy*, 98, 372–398

Myers, S.C. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Tillgänglig online:

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0) [Hämtad 26 november 2022]

Moeller, S., Schlingemann, F., & Stulzc, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Tillgänglig online:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X04000327> [Hämtad 16 november 2022]

Moeller, S. B., & Schlingemann, F. P. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*,

Tillgänglig online:

<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0378426604000470&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 20

december 2022]

Netter, J., Stegemoller, M., & Wintoki, M.B. (2011). Implications of Data Screens on Merger and Acquisition Analysis: A Large Sample Study of Mergers and Acquisitions from 1992-2009. *The Review of Financial Studies*, Tillgänglig online:

<https://doi.org/10.1093/rfs/hhr010> [Hämtad 17 november 2022]

Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019). Failure and Success in Mergers and Acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip.uid&db=edselp&AN=S0929119918303298&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 18 november 2022]

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*, Tillgänglig online: <http://www.jstor.org/stable/2353017> [Hämtad 18 november 2022]

Smith, A. and Kim, J. (1994). The combined effects of free cash flow and financial slack on bidder and target stock returns. *Journal of Business*, 67, 281–310

Statista. (2022). Empowering people with data, Tillgänglig online: <https://www.statista.com/> [Hämtad 28 november 2022]

Sudarsanam, S. and Mahate, A.A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 299–341

Sudarsanam, P., Mahate, A.A., & Freeman, A. (2001). Glamour Acquirers, Method of Payment and Post-Acquisition Performance: The UK Evidence, *European Finance eJournal* Tillgänglig online https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=277479 [Hämtad 26 november 2022]

Tuch, C., & O'Sullivan, N. (2007). The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*, Tillgänglig online: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=988807 [Hämtad 28 november 2022]

Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*, Tillgänglig online: <https://www.jstor.org/stable/2328300> [Hämtad 22 november 2022]

Walker, M. (2000). Corporate takeovers, strategic objectives and acquiring firm shareholder wealth. *Financial Management*, 20, 53–66

Wang, W. (2018). Bid anticipation, information revelation, and merger gains. *Journal of Financial Economics*, Tillgänglig online:
<https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edselp&AN=S0304405X18300497&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 22 november 2022]

Wooldridge, J. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach*, Fifth edition, Cengage Learning

Zephyr. (2022). Zephyr advanced, Tillgänglig online:
<https://zephyr-bvdinfo-com.ludwig.lub.lu.se/version-202299/home.serv?product=ZephyrNeo&>
[Hämtad 29 november 2022]

8. Bilagor

8.1. Bilaga 1

Tabell 7. Skewness och Kurtosis test för normalfördelade residualer. Resid[-1, 1] och resid[-5, 5] motsvarar residualerna för respektive CAR.

Variabler	Observationer	Pr(skewness)	Pr(kurtosis)	Adj chi2(2)	Prob>chi2
resid[-1, 1]	108	0.6130	0.6330	0.49	0.7826
resid[-5, 5]	108	0.1010	0.4308	3.39	0.1832

Tabell 8. Korrelationsmatrix med de oberoende variabler.

Variabler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Internationell	1.000					
(2) Kontanter	0.494	1.000				
(3) Aktier	-0.141	-0.519	1.000			
(4) Publikt målföretag	-0.094	-0.112	0.029	1.000		
(5) Marknadsvärde	0.482	0.294	-0.161	0.267	1.000	
(6) Relativ storlek	-0.027	-0.273	0.162	0.095	-0.018	1.000

Tabell 9. VIF test.

Variabler	VIF	1/VIF
Kontanter	1.96	0.511
Internationell	1.72	0.581
Marknadsvärde	1.52	0.658
Aktier	1.41	0.708
Publikt målföretag	1.18	0.849
Relativ storlek	1.11	0.905
Medel VIF	1.48	

Tabell 10. Ramsey test.

	CAR[-1, 1]	CAR[-5, 5]
F(3, 98) =	2.25	1.12
Prob > F =	0.0877	0.3466

8.2. Bilaga 2

Tabell 10. Data på förvärv.

Förvärvare	Målföretag	Målföretgets landskod	Transaktionsvärde m SEK	Betalningsmetod	Datum vid tillkännagivande	Förvärvarens antal utestående aktier	Förvärvarens aktiepris tre månader före tillkännagivandet (kr)	Market cap (SEK)	Relativ storlek
203 WEB GROUP AB / Specta	BILWEB AB	SE	4,50	Cash	20-06-2012	6 591 773	14,00	92,28	4,876%
AAC MICROTEC AB	CLYDE SPACE LTD	GB	293,32	Cash Shares	21-12-2017	123 204 310	8,70	1 071,88	27,365%
ADDVISE LAB SOLUTIONS AB	STILLE AB'S SONESTA BUSINESS	SE	21,00	Shares Cash	11-06-2013	7 619 439	5,45	41,53	50,571%
AF POYRY AB	POYRY OYJ	FI	6 464,83	Cash	10-12-2018	108 961 405	204,40	22 271,71	29,027%
AGES INDUSTRI AB	HORLE AUTOMATIC GRUPPEN AB	SE	150,00	Cash Shares	03-05-2017	5 206 774	95,50	497,25	30,166%
ALFA LAVAL AB	FRANK MOHN AS	NO	14 366,30	Cash	07-04-2014	413 876 823	162,30	67 172,21	21,387%
ALM EQUITY AB	SMAA AB	SE	870,00	Cash Shares	08-02-2017	10 629 900	250,00	2 657,48	32,738%
ARISE WINDPOWER AB	JÄDRAÅS VINDKRAFT AB	SE	3100	Cash Shares	06-10-2011	44 494 235	46,80	2 082,33	148,872%
AWARDIT AB	MOTIVATION SERVICE LANDGREN AB	SE	14,00	Shares	24-04-2018	8 335 518	40,70	339,26	4,127%
AXFOOD AB	MATSE HOLDING AB	SE	554,00	Cash	15-12-2016	216 843 240	151,10	32 765,01	1,691%
BERGS TIMBER AB	SETRA TRAVAROR AB'S SAWMILLS IN VIMMERBY	SE	57,50	Shares Cash	14-12-2016	34 672 828	20,50	710,79	8,090%
BETSSON AB	NETPLAY TV PLC	GB	293,47	Cash	02-02-2017	121 571 405	86,00	10 455,14	2,807%
BEYOND FRAMES ENTERTAINMENT AB	VITEJ SWEDEN AB	SE	2,80	Cash Shares	24-05-2019	17 159 709	8,18	140,37	1,995%
CASTELLUM AB	FASTIGHETSAKTIE BOLAGET NORRPORTEN AB	SE	13 512,20	Cash Shares	13-04-2016	345 731 968	117,80	40 727,23	33,177%

CATENA AB	UNDISCLOSED COMMERCIAL LOGISTICS PROPERTY COMPANY	SE		77 Cash Shares		02-07-2018	45 349 440	164,80		7 473,59	1,030%
CATENA AB	TRIBONA AB	SE		1 542,59 Cash Shares		20-10-2015	45 349 440	130,00		5 895,43	26,166%
CEFOUR WINE & BEVERAGE PARTHANDEL AB /UMIDA Group AB	LO SMITH HOLDINGS AB	SE		14,75 Shares Cash		04-02-2016	22 899 230	4,30		98,47	14,980%
CELLAVISION AB	RAL DIAGNOSTICS SAS	FR		268 Cash		16-09-2019	23 851 547	296,00		7 060,06	3,796%
CLAVISTER HOLDING AB	PHENIXID AB	SE		64,00 Shares		26-08-2016	56 530 354	49,00		2 769,99	2,310%
CLOETTA AB	LOCAWO BV	NL		295,00 Cash		17-07-2015	282 884 050	27,00		7 637,87	3,862%
CLOETTA AB	ARAN CANDY LTD	IE		140,00 Cash		28-05-2014	282 884 050	23,00		6 506,33	2,152%
COGNOSEC AB / Cyber security	ITWAY TURKYE LTD	TR		104,01 Cash Shares		20-06-2018	1 021 313 480	3,53		3 601,35	2,888%
COMBIGENE AB	PANION ANIMAL HEALTH AB	SE		14,71 Shares		18-04-2019	19 801 198	28,10		556,41	2,644%
CONSILIUM AB / Concejo Ab	MICROPACK (ENGINEERING) LTD	GB		222 Cash		22-04-2016	10 794 713	79,25		855,48	25,950%
COOR SERVICE MANAGEMENT HOLDING AB	WEST FACILITY MANAGEMENT AS	NO		104,31 Cash		25-05-2018	95 812 022	69,00		6 611,03	1,578%
COOR SERVICE MANAGEMENT HOLDING AB	ELITE MILJO A/S	DK		295,68 Cash		10-01-2018	95 812 022	58,25		5 581,05	5,298%
DEVPORT AB	ADIGA AB	SE		17,5 Cash Shares		21-11-2018	9 837 462	46,00		452,52	3,867%
DISTIT AB	SEPTON ELECTRONIC AB	SE		55 Cash		20-12-2016	12 281 961	45,50		558,83	9,842%
DOMETIC GROUP AB	MARINE ACQUISITION CORPORATION	US		7 389,64 Cash		22-11-2017	319 499 993	63,65		20 336,18	36,337%
DORO AB	INVICTA TELECARE LTD	GB		60,00 Cash		02-09-2019	24 204 568	35,20		852,00	7,042%
DORO AB	PRYLOSS SAS	FR		12,29 Cash		11-07-2011	24 204 568	31,70		767,28	1,602%
DUSTIN AB	VINCERE GROUP BV	NL		669,55 Cash		04-07-2018	113 118 776	72,40		8 189,80	8,175%
ELECTROLUX AB	CTI COMPAÑIA TECNO INDUSTRIAL SA	CL		3299,96 Cash		22-08-2011	274 885 045	165,20		45 411,01	7,267%
ELEKTA AB	NUCLETRON BV	NL		3 362,73 Cash		21-06-2011	368 587 640	59,15		21 801,96	15,424%
ENEA AB	OPENWAVE MOBILITY INC.	US		736,30 Cash		27-02-2018	21 615 231	79,25		1 713,01	42,983%
ENZYMATICA AB	ZYMTECH EHF.	IS		76 Shares		28-01-2016	164 256 840	4,57		750,65	10,125%
EUROCON CONSULTING AB	KLT KONSULT AB	SE		37,13 Cash Shares		05-10-2017	43 627 279	5,85		255,22	14,548%
FORMPIPE SOFTWARE AB	TRAEIN HOLDING A/S	DK		300,00 Cash		07-05-2012	54 217 825	16,80		910,86	32,936%
GULLBERG & JANSSON AB	POOLVARLDEN AB	SE		6,73 Shares		29-02-2016	8 715 844	4,50		39,22	17,159%

GWS PRODUCTION AB / Safeture AB	TRAVELOGIX LTD	GB		337,28 Cash Shares		22-12-2015	39 147 043	15,80		618,52	54,530%
HEDERA GROUP AB	ADDUS CARE AB	SE		10,00 Cash Shares		02-05-2018	14 900 867	14,20		211,59	4,726%
HEDERA GROUP AB	SVENSK LAKARTJANST LIL AB	SE		15,00 Cash		11-05-2016	14 900 867	13,70		204,14	7,348%
HEXAGON AB	VERIPOS INC.	KY		951,49 Cash		20-12-2013	2 595 227 888	28,57		74 149,37	1,283%
HEXATRONIC SCANDINAVIA AB / Hexatronica group AB	PROXIMION AB	SE		55,00 Shares Cash		14-08-2014	202 331 879	3,40		687,93	7,995%
HEXPOL AB	PREFERRED COMPOUNDING CORPORATION	US		2154,35 Cash		01-07-2019	329 671 226	81,44		26 848,43	8,024%
HEXPOL AB	MESGO SPA	IT		1 733,02 Cash		28-09-2018	329 671 226	95,70		31 549,54	5,493%
HEXPOL AB	TRELLEBORG MATERIAL & MIXING LESINA SRO	CZ		619,59 Cash		31-03-2017	329 671 226	84,35		27 807,77	2,228%
HEXPOL AB	BERWIN GROUP LTD	GB		300,05 Cash		03-06-2016	329 671 226	84,25		27 774,80	1,080%
HEXPOL AB	RHETECH THERMOPLASTIC COMPOUNDING	US		906,31 Cash		22-12-2014	329 671 226	60,50		19 945,11	4,544%
HEXPOL AB	KARDOES RUBBER COMPANY	US		219,39 Cash		01-08-2014	329 671 226	61,40		20 241,81	1,084%
HEXPOL AB	HORST MÜLLER KUNSTSTOFFE GMBH & CO. KG	DE		346,97 Cash		22-12-2011	329 671 226	13,50		4 450,56	7,796%
HYBRICON BUS SYSTEMS AB / Hybricon AB	SEAVEA SERVICE AFS OPERATIONS	SE		3,8 Cash		08-11-2018	4 967 238	48,70		241,90	1,571%
INFREA AB	TALJE MARK AB	SE		51,00 Cash		23-10-2018	20 093 878	15,70		315,47	16,166%
INMISSION AB	SWECO ELEKTRONIK AB	SE		19,50 Cash		30-04-2019	15 705 723	16,67		261,76	7,450%
INMISSION AB	SIMPRO HOLDING AS	NO		44,45 Cash		01-11-2018	15 705 723	15,00		235,59	18,868%
INMISSION AB	ONROX GROUP AB	SE		40,00 Cash		14-06-2016	15 705 723	11,85		186,18	21,485%
INVESTMENT AB LATOUR	SÄKI AB	SE		3536,85 Shares		17-03-2011	592 210 152	30,35		17 973,58	19,678%
INWIDO AB	CWG CHOICES LTD	GB		131,21 Cash		15-07-2016	57 967 528	103,25		5 985,15	2,192%
KLARIA PHARMA HOLDING AB	WBC DRUG DELIVERY TECHNOLOGIES GMBH	DE		10,25 Shares		19-09-2019	58 341 957	9,68		564,75	1,815%
LATVIAN FOREST COMPANY AB	ZAVERIA SIA	LV		12,35 Cash Shares		09-05-2014	36 663 521	8,30		304,31	4,058%
LOOMIS AB	EFEKTIVOX SA	ES		179,98 Cash		21-12-2011	75 279 829	82,75		6 229,41	2,889%
MAVSHACK AB	RECAPTURE IT AB	SE		6,50 Shares		08-04-2019	1 109 736 418	0,17		193,54	3,359%
MAVSHACK AB	IP MOVERS AB	SE		8,6 Shares		28-11-2017	1 109 736 418	0,08		83,23	10,333%
MEDIRATT AB / iZafe Group	SENSEC PERSONLIG SAKERHET AB	SE		8,00 Cash		26-06-2018	70 871 348	5,95		421,68	1,897%
MEDIVIR AB	BIOPHAUSIA AB	SE		565,22 Cash Shares		11-04-2011	55 735 651	143,25		7 984,13	7,079%
MEKONOMEN AB / MEKO AB	MECA SCANDINAVIA AB	SE		1915,85 Cash Shares		12-10-2011	56 416 622	204,00		11 508,99	16,647%

MIDSONA AB	BRINGWELL AB	SE		274,93 Shares Cash		15-05-2017	72 415 720	49,90		3 613,54	7,608%
MOBERG PHARMA AB	DERMOPLAST	US		431,36 Cash		07-12-2016	100 859 335	44,10		4 447,90	9,698%
MYTASTE AB / Spectra AB	GRUNDBULTEN 22555 AB	SE		16,00 Shares Cash		18-01-2019	6 591 773	24,80		163,48	9,787%
NEDERMAN HOLDING AB	LUWA AIR ENGINEERING AG	CH		205,12 Cash		17-10-2018	35 146 020	99,00		3 479,46	5,895%
NEDERMAN HOLDING AB	NEO MONITORS AS	NO		414,92 Cash		25-10-2017	35 146 020	76,33		2 682,81	15,466%
NEXAM CHEMICAL HOLDING AB	PLASTICOLOR SWEDEN AB	SE		116,00 Shares Cash		08-12-2017	67 519 019	8,65		584,04	19,862%
NIBE INDUSTRIER AB	CLIMATE CONTROL GROUP INC., THE	US		3 077,41 Cash		12-05-2016	1 782 936 128	14,19		25 306,55	12,161%
NIBE INDUSTRIER AB	WATERFURNACE RENEWABLE ENERGY INC.	CA		2382 Cash		23-06-2014	1 782 936 128	10,03		17 885,08	13,318%
ONIVA ONLINE GROUP EUROPE AB / Binero	SERVAGE AB	SE		31,31 Shares		27-12-2012	31 514 269	20,00		630,29	4,968%
ORGANOCLICK AB	BIOKLEEN MILJOKEMI AB	SE		16,00 Shares Cash		11-11-2016	97 950 000	6,75		661,16	2,420%
PANDOX AB	HRG HOTELS GMBH'S UNNAMED HOTEL PROPERTY HOLDING COMPANIES	DE		3054,41 Cash		22-11-2019	108 849 999	191,00		20 790,35	14,691%
PANDOX AB	HRG HOTELS GMBH'S UNDISCLOSED SUBSIDIARY	DE		1087,31 Cash		18-06-2019	108 849 999	163,80		17 829,63	6,098%
POOLIA AB	UNIFLEX AB	SE		351 Shares		04-06-2018	36 275 160	13,00		471,58	74,431%
PROACT IT GROUP AB	TEAMIX GMBH	DE		85,88 Cash Shares		03-01-2017	28 001 658	47,50		1 330,08	6,457%
REJLERS AB	EMBRIQ AS	NO		79,79 Cash		21-10-2015	18 632 599	101,75		1 895,87	4,209%
SAAB AB	HITT NV	NL		143,85 Cash		27-08-2012	133 461 944	106,20		14 173,66	1,015%
SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS AB	ESERVGLOBAL LTD'S OPERATING BUSINESS AND ASSOCIATED ASSETS	AU		21,06 Cash		04-06-2019	8 908 970	25,20		224,51	9,381%
SENZIME AB	ACACIA DESIGNS BV	NL		94,85 Shares		03-05-2016	69 883 985	5,45		380,87	24,904%
SSAB AB	RAUTARUUKKI OYJ	FI		10 100,0 Cash Shares		22-01-2014	304 183 270	44,91		13 660,87	73,934%
STILLFRONT GROUP AB	ALTIGI GMBH	DE		2 649,76 Cash Shares		06-12-2017	513 165 362	8,73		4 477,37	59,181%
STOCKWIK FORVALTNING AB	BERGFAST AB	SE		17,25 Cash Shares		01-10-2014	6 156 334	13,50		83,11	20,755%
SVEDBERGS 1 DALSTORP AB	MACRO INTERNATIONAL AB'S BUSINESS OPERATIONS	SE		185,00 Cash		07-11-2016	35 333 333	37,30		1 317,93	14,037%
SWECO AB	GRONTMIJ NV	NL		3 292,21 Shares Cash		01-06-2015	31 086 598	39,42		1 225,33	268,679%
TAGMASTER AB	CA TRAFFIC LTD	GB		33,77 Cash		27-04-2017	14 647 526	33,75		494,35	6,831%

TELE2 AB	COM HEM HOLDING AB	SE	27000	Cash Shares	10-01-2018	670 269 715	93,05	62 368,60	43,291%
TELEFONAKTIEBO LAGET LM ERICSSON AB	TELCORDIA TECHNOLOGIES INC.	US	7 979,37	Cash	14-06-2011	3 072 395 752	76,70	235 652,74	3,386%
TIME PEOPLE GROUP AB	WAYMARK SOLUTIONS AB	SE	16,20	Cash	15-03-2019	7 250 000	14,15	102,59	15,791%
TRANSIRO INT AB	SINDAS INFORMATIONSSY STEM AB	SE	7,40	Cash	20-12-2018	761 262 057	0,44	332,67	2,224%
TRANSTEMA GROUP AB	THEBPLAN AS	NO	23,21	Cash Shares	02-11-2017	38 905 329	54,00	2 100,89	1,105%
TRELLEBORG AB	CGS HOLDING AS	CZ	10900	Cash	09-11-2015	242 571 783	154,10	37 380,31	29,160%
UMIDA GROUP AB	BRANDS FOR FANS SWEDEN AB	SE	3,00	Shares	21-12-2017	22 899 230	5,25	120,22	2,495%
VICORE PHARMA HOLDING AB	INIM PHARMA AB	SE	101,79	Shares	03-07-2018	71 847 979	16,50	1 185,49	8,586%
VITEC SOFTWARE GROUP AB	DATAMANN A/S	DK	55,01	Cash	01-07-2015	32 096 163	39,70	1 274,22	4,317%
VITEC SOFTWARE GROUP AB	AUTODATA NORGE AS	NO	36,63	Cash	24-04-2014	32 096 163	15,45	495,89	7,387%
VITEC SOFTWARE GROUP AB	ACUTE FDS OY	FI	105,99	Cash	20-12-2013	32 096 163	15,45	495,89	21,374%
WISE GROUP AB	FABI KOMPETANSE AB	SE	3,80	Cash	09-06-2014	7 390 861	25,00	184,77	2,057%
WISE GROUP AB	NETSURVEY BOLINDER AB	SE	23,50	Cash	15-06-2011	7 390 861	16,80	124,17	18,926%
XANO INDUSTRI AB	POLYKETTING HOLDING BV	NL	27,70	Cash	14-05-2018	43 916 614	35,50	1 559,04	1,777%
XANO INDUSTRI AB	BLOWTECH GROUP AB	SE	238	Cash Shares	18-12-2017	43 916 614	35,50	1 559,04	15,266%
XANO INDUSTRI AB	JORGENSEN ENGINEERING A/S	DK	322,49	Cash	14-11-2016	43 916 614	26,94	1 183,00	27,260%
XANO INDUSTRI AB	CANLINE HOLDING BV	NL	61,00	Cash	25-03-2015	43 916 614	12,75	559,94	10,894%
XANO INDUSTRI AB	KUNGSORS MEKANISKA VERKSTAD AB	SE	115,00	Cash	29-02-2012	43 916 614	10,88	477,59	24,079%