



# EKONOMI- HÖGSKOLAN

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

HT2025

## När marknaden får beskedet

*En eventstudie av marknadsreaktion, betalningsmedel och institutionellt ägande  
vid företagsförvärv*

**Författare:**

Nils Arvidsson

André Mellqvist

Emilian Rehnström

**Handledare:**

Elias Bengtsson

## Sammanfattning

---

**Examensarbetets titel:** När marknaden får beskedet - *En eventstudie av marknadsreaktion, betalningsmedel och institutionellt ägande vid företagsförvärv*

**Seminariedatum:** 15 januari 2026

**Ämne/kurs:** FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng

**Författare:** Nils Arvidsson, André Mellqvist & Emilian Rehnström

**Handledare:** Elias Bengtsson

**Fem nyckelord:** Abnormal avkastning, kortsiktig marknadsreaktion, företagsförvärv (M&A), betalningsmedel, institutionellt ägande.

**Forskningsfrågor:** Påverkar annonsering av ett företagsförvärv budgivarens abnormal avkastning på kort sikt? Skiljer sig den kortsiktiga marknadsreaktionen åt beroende på om förvärvet finansieras med kontanter eller aktier? Påverkar graden av institutionellt ägande budgivarens abnormal avkastning på kort sikt vid förvärv?

**Syfte:** Att undersöka budgivares kortsiktiga marknadsreaktion vid M&A-annonseringar, samt analysera betalningsmedel och institutionellt ägandes påverkan på CAR på kort sikt.

**Metod:** Studien tar sin utgångspunkt i en eventstudie för att beräkna CAR för budgivare i ett eventfönster runt annonseringsdatumet. T-tester genomförs i syfte att säkerställa eventuella samband. Vidare utförs en multipel linjär regressionsanalys (OLS) där CAR förklaras av betalningsmedel, institutionellt ägande och kontrollvariabler.

**Teoretiska perspektiv:** Studien bygger på den effektiva marknadshypotesen, signaleringsteorin, agentteorin och riskteorin, samt tidigare empirisk forskning om marknadsreaktioner vid företagsförvärv kopplat till betalningsmedel och institutionellt ägande.

**Resultat:** Studien indikerar en positiv marknadsreaktion kring annonsering av förvärv. Betalningsmedel uppvisar ingen signifikant effekt på CAR i regressionsmodellen. Institutionellt ägande påvisar ett negativt samband med CAR.

**Slutsats:** Studien påvisar att marknaden reagerar på M&A-annonseringar på kort sikt och att ägarstruktur samvarierar med variation i CAR, medan betalningsmedlets betydelse är mindre tydlig i beaktning av övriga faktorer.

## Abstract

---

**Title:** When the Market Receives the News – *An Event Study of Market Reaction, Payment Method and Institutional Ownership in Mergers and Acquisitions*

**Seminar date:** 15 January 2026

**Course:** FEKH89, Bachelor Thesis in Corporate Finance, Undergraduate Level, 15 credits

**Authors:** Nils Arvidsson, André Mellqvist & Emilian Rehnström

**Advisor:** Elias Bengtsson

**Key words:** Abnormal return, short-term market reaction, corporate acquisitions (M&A), method of payment, institutional ownership.

**Research questions:** Does the announcement of M&A affect the bidder's abnormal return in the short run? Does the short-term market reaction differ depending on whether the acquisition is financed with cash or shares? Does the level of institutional ownership affect the bidder's abnormal return in the short run in connection with an acquisition?

**Purpose:** To examine bidder's short-term market reaction to M&A announcements and to analyse how the method of payment and institutional ownership influence short-term CAR.

**Methodology:** The study is based on an event study to calculate CAR for bidders within an event window around the announcement date. T-tests are conducted in to ensure any potential relationships. A multiple linear regression analysis (OLS) is then conducted in which CAR is explained by the method of payment, institutional ownership, and control variables.

**Theoretical perspectives:** The study builds on the efficient market hypothesis, signalling theory, agency theory and risk theory, as well as prior empirical research on the market reactions to corporate acquisitions linked to the method of payment and institutional ownership.

**Result:** The study indicates a positive market reaction around acquisition announcements. Payment method shows no significant effect on CAR in the regression model. Institutional ownerships show a negative relationship with CAR.

**Conclusions:** The study shows that the market reacts to M&A announcements in the short run and that ownership structure is associated with variation in CAR, while the importance of the method of payment is less clear when other factors are considered.

## Definitioner och Begrepp

---

**Företagsförvärv (M&A):** En transaktion där ett företag förvärvar kontroll över ett annat företag, helt eller delvis.

**Institutionellt ägandeskap:** Andelen av ett bolags aktier som ägs av institutionella investerare, exempelvis fonder, försäkringsbolag och pensionsbolag.

**Kumulativ abnormal avkastning (CAR):** Summan av den abnormala avkastningen (AR), över ett valt eventfönster.

**Abnormal avkastning (AR):** Avkastning som avviker från den förväntade avkastningen.

**Relativ storlek:** Målbolagets storlek i relation till budgivarens storlek, beräknat som transaktionsvärde dividerat med budgivarens marknadsvärde.

**Målbolag:** Det företag som blir föremål för förvärvet av budgivare.

**Aktieförvärv:** Ett förvärv där betalningen enbart finansieras med budgivarens aktier.

**Kontantförvärv:** Ett förvärv där betalningen enbart finansieras med kontanter.

**Budgivare:** Den förvärvande parten i ett företagsförvärv.

**Annonseringsdag:** Tidpunkten för offentliggörande av förvärv.

**Eventfönster:** Tidsperioden runt annonseringsdagen som analyseras.

**Informationsasymmetri:** Skillnaden i informationsmängd och informationskvalitet mellan insiders och outsiders.

**Passivt institutionellt ägande:** Ägande kopplat till indexnära eller regelbaserade strategier där portföljvikter i huvudsak följer ett index.

## Förord

---

Denna uppsats har varit både utmanande och lärorik samt har gett oss möjlighet att fördjupa vår förståelse för företagsförvärv och aktiemarknadens reaktion på ny information. Genom arbetets gång har vi utvecklat våra kunskaper inom corporate finance och stärkt vår analytiska förmåga, med förhoppningen att studien kan bidra med relevanta insikter till det akademiska samtalet inom området. Vi vill avslutningsvis rikta ett stort tack till vår handledare Elias Bengtsson för värdefull vägledning, konstruktiv feedback och stöd under uppsatsens genomförande, samt till Anamaria Cociorva för stöd i Stata och värdefull ekonomisk rådgivning.

*Nils Arvidsson*

*André Mellqvist*

*Emilian Rehnström*

# Innehållsförteckning

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Inledning</b> .....  | <b>8</b>  |
| <b>1.1 Bakgrund</b> .....  | <b>8</b>  |
| <b>1.2 Problemdiskussion</b> .....   | <b>9</b>  |
| <b>1.3 Syfte och problemformulering</b> .....  | <b>10</b> |
| <b>1.4 Avgränsningar</b> .....   | <b>11</b> |
| <b>2. Teoretisk referensram och hypotesformulering</b> .....                                     | <b>11</b> |
| <b>2.1 Teoretiskt ramverk</b> .....  | <b>11</b> |
| 2.1.1 Effektiva marknadshypotesen .....  | 11        |
| 2.1.2 Signaleringsteorin .....   | 12        |
| 2.1.3 Agentteorin .....  | 12        |
| 2.1.4 Riskdelningshypotesen .....  | 13        |
| <b>2.2 Tidigare empirisk forskning</b> .....   | <b>13</b> |
| 2.2.1 M&A och kortsiktig abnormal avkastning .....   | 13        |
| 2.2.2 Betalningsmedel och dess kortsiktiga påverkan på aktiekursen.....                          | 14        |
| 2.2.3 Institutionellt ägande och dess påverkan på kortsiktig marknadsreaktion .....              | 14        |
| <b>2.3 Sammanställning av teorier och tidigare forskning</b> .....                               | <b>16</b> |
| 2.3.1 Kritisk reflektion av tidigare forskning .....   | 18        |
| <b>2.4 Hypotesformulering</b> .....  | <b>19</b> |
| 2.4.1 H1: Annonseringseffekt på budgivarens aktieägarvärde vid förvärv .....                     | 19        |
| 2.4.2 H2: Betalningsformens effekt på budgivarens aktieägarvärde vid förvärv .....               | 19        |
| 2.4.3 H3: Andelen institutionellt ägandes effekt på budgivarens aktieägarvärde vid förvärv ..... | 20        |
| <b>3. Metod och data</b> .....   | <b>21</b> |
| <b>3.1 Forskningsmetod</b> .....   | <b>21</b> |
| <b>3.2 Datainsamling och urval</b> .....   | <b>21</b> |
| 3.2.1 Urvalskriterier.....   | 22        |
| <b>3.3 Eventstudie</b> .....   | <b>24</b> |
| 3.3.1 Estimeringsmodell .....  | 24        |
| 3.3.2 Marknadsindex .....  | 25        |
| 3.3.3 Eventfönster.....  | 26        |
| 3.3.4 Estimeringsfönster .....   | 26        |
| 3.3.5 Uppskattning av marknadsmodell och normal avkastning.....                                  | 27        |
| 3.3.6 Abnormal avkastning.....   | 28        |
| <b>3.4 Statistiska tester: t-test och multipel regressionsanalys</b> .....                       | <b>29</b> |
| 3.4.1 Övergripande statistiska tester.....   | 29        |
| 3.4.2 T-test.....  | 29        |
| 3.4.3 Multipel regressionsanalys .....   | 30        |
| 3.4.4 Intressevariabler .....  | 31        |
| 3.4.5 Kontrollvariabler .....  | 32        |
| <b>3.5 Statistiska robusthetstester och modellkontroller</b> .....                               | <b>33</b> |
| 3.5.1 Potentiella dataproblem .....  | 33        |
| 3.5.2 Test för normalitet .....  | 33        |
| 3.5.3 Test för multikollinearitet .....  | 33        |
| 3.5.4 Test för linjäritet .....  | 34        |
| 3.5.5 Test för heteroskedasticitet.....  | 34        |
| <b>3.6 Metodreflektion och begränsningar</b> .....   | <b>34</b> |
| 3.6.1 Endogenitet.....   | 34        |

|  |           |
|--|-----------|
| 3.6.2 Utelämnade variabler.....  | 35        |
| 3.6.3 Clustering .....   | 35        |
| 3.6.4 Reliabilitet och validitet .....   | 35        |
| <b>3.7 AI och GDPR.....</b>  | <b>36</b> |
| <b>4. Empiriska resultat och analys .....</b>  | <b>36</b> |
| <b>4.1 Datamaterial och beskrivande statistik.....</b>   | <b>37</b> |
| 4.1.1 Urval och tidsperiod .....   | 37        |
| 4.1.2 Deskriptiv statistik för urvalet .....   | 37        |
| <b>4.2 Hypotes 1: Marknadsreaktion vid annonsering av förvärv .....</b>                          | <b>39</b> |
| 4.2.1 Empiriskt utfall: AR/CAR kring annonseringsdatum .....                                     | 39        |
| 4.2.2 Analys av empiriskt utfall: AR/CAR kring annonseringsdatum .....                           | 41        |
| <b>4.3 T-test: Betalningsmedel och institutionellt ägande .....</b>                              | <b>42</b> |
| 4.3.1 Betalningsmedel och kortsiktig avkastning vid annonsering av förvärv.....                  | 42        |
| 4.3.2 Institutionellt ägande och kortsiktig avkastning vid annonsering av förvärv.....           | 44        |
| <b>4.4 Sammanställning av eventstudieresultat.....</b>   | <b>46</b> |
| <b>4.5 Regressionsresultat: huvudmodell och kontrollvariabler .....</b>                          | <b>46</b> |
| 4.5.1 Regressionsmodell.....   | 46        |
| <b>4.6 Resultat och analys av statistiska robusthetstester och modellkontroller .....</b>        | <b>47</b> |
| 4.6.1 Test för normalitet .....  | 47        |
| 4.6.2 Test för multikollinearitet.....   | 48        |
| 4.6.3 Test för linjäritet .....  | 49        |
| 4.6.4 Test för heteroskedasticitet.....  | 49        |
| <b>4.7 Analys av eventstudie och regressionsmodell, samt besvarande av hypotes 2 och 3 .....</b> | <b>50</b> |
| 4.7.1 Analys av eventstudie och regressionsmodell: Betalningsmetod.....                          | 50        |
| 4.7.2 Analys av eventstudie och regressionsmodell: Institutionellt ägandeskap.....               | 51        |
| 4.7.3 Analys av eventstudie och regressionsmodell: Kontrollvariabler .....                       | 52        |
| <b>5. Slutsats.....</b>  | <b>53</b> |
| 5.1 Sammanfattning .....   | 53        |
| 5.2 Diskussion.....  | 53        |
| 5.3 Förslag till vidare forskning .....  | 56        |
| <b>Referenslista:.....</b>   | <b>57</b> |
| <b>Appendix: .....</b>   | <b>64</b> |
| <b>Bilaga 1: Förklaring av variabler i ekvationer .....</b>                                      | <b>64</b> |
| <b>Bilaga 2: Lista över använda AI-prompts i ChatGPT.....</b>                                    | <b>65</b> |
| <b>Bilaga 3: Förteckning över observerade bolag .....</b>  | <b>66</b> |

# 1. Inledning

*Kapitlet introducerar studiens ämnesområde genom ett övergripande bakgrundsperspektiv och leder via en problemformulering fram till studiens syfte och forskningsfrågor.*

## 1.1 Bakgrund

Förvärv och fusioner är en viktig del i många företags strategiska tillväxt, omstrukturering och värdeskapande. Det används som ett verktyg för att vinna nya marknadsandelar och få tillgång till nya resurser, som annars skulle kräva organisk tillväxt (Trautwein, 1990). Jensen & Ruback (1983) uttrycker fenomenet som en arena där företagsledningar tävlar om rätten att förvalta marknads resurser. Förvärv används i syfte att skapa skalfördelar, vilket kan leda till kostnadsbesparingar och intäktssynergier genom att kombinera resurser mellan köpare och målbolag (Trautwein, 1990).

När ett bolag annonserar ett förvärv skapas en marknadsreaktion, eftersom individuella investerare försöker bedöma budgivarens nya framtida kassaflöden, risk och kapitalstruktur (Berk & DeMarzo, 2021). Genom att analysera kursreaktionen kan det byggas en förståelse kring hur marknadsvärdet påverkas av transaktionen (Mackinlay, 1997), givet att ny information snabbt inprisas (Berk & DeMarzo, 2021). På en informationseffektiv marknad reflekteras ny information i priser med omedelbar verkan (Fama, 1991; Mackinlay, 1997).

Grossman & Stiglitz (1980) argumenterar för att information kan reflekteras i priser tidigare när fler informerade aktörer är involverade i handeln. Tidigare forskning har visat att institutionellt ägande minskar informationsineffektivitet (Piotroski & Roulstone, 2004; Boehmer & Kelley, 2009), vilket implicerar att budgivare med olika grad av institutionellt ägande kan ha en påverkan på marknadsreaktionen vid annonsering av förvärv. Institutionella investerare utgörs av professionella aktörer, som exempelvis pensionsfonder och försäkringsbolag som förvaltar stora volymer och har en större kapacitet för analys (Berk & DeMarzo, 2021).

En annan faktor som kan påverka marknadsreaktionen vid annonsering av förvärv är huruvida förvärvet är finansierat med kontanter eller aktier. Betalningsmedlet kan tolkas som en signal av investerare, till viss del förklarad av informationsasymmetri mellan investerare och ledning.

Att använda aktier som betalningsmedel vid förvärv kan tolkas som låga förväntningar på målbolaget då ledningen ofta har mer information än marknaden, medan betalning med kontant då ofta uppfattas starkare (Myers & Majluf, 1984). Förvärvare som väljer att använda kontant som betalningsmedel i ett bud kan avskräcka andra budgivare genom att signalera en högre betalningsvilja och högre förväntningar på målbolag (Fishman, 1989). Köpare kan utnyttja övervärdering av den egna aktien för att sälja eller byta aktier mot reala tillgångar och på så sätt skapa tillväxt (Shleifer and Vishny, 2003).

## 1.2 Problemdiskussion

Företagsförvärv är en stor värdepåverkande händelse för ett börsnoterat bolag, vilket ofta leder till en omedelbar marknadsreaktion kring annonseringsdatumet. Den kortsiktiga marknadsreaktionen varierar kraftigt mellan transaktioner och indikerar att investerare inte endast reagerar på att ett förvärv annonseras, utan även på hur förvärvet utformas och vilka aktörer som står bakom transaktionen. En central utmaning är därför att förstå vilka faktorer som kan förklara denna variation i marknadsreaktion (Fuller, Netter, Stegemoller, 2002).

Tidigare forskning som belyser kortsiktig marknadsreaktion vid annonsering av förvärv är inte entydig kring huruvida förvärv är värdeskapande eller inte på kort sikt för budgivarens aktieägare. Jensen & Ruback (1983) visar att det finns tecken på att förvärv påverkar aktieägarvärdet positivt på kort sikt. Forskning från Eckbo & Thorburn (2000) antyder på geografisk påverkan där, inhemska köpare i Kanada uppvisar signifikant positiv abnormal avkastning i genomsnitt vid annonsering av förvärv, medan amerikanska budgivares avkastning inte går att skilja från neutralt. I en studie publicerad av (Goergen & Renneboog, 2004) visas att brittiska bolag hade högre aktieägarvärde efter annonsering än övriga europa vilket fortsatt tyder på att geografin spelar roll (Goergen & Renneboog, 2004).

Forskningsfronten antyder att valet av betalningsmedel vid förvärv kan ha en betydande påverkan på abnormal avkastning på kort sikt. Tidig forskning från Travlos (1987) på den amerikanska marknaden redovisar att förvärv med aktier som betalningsmedel ger upphov till en positiv avkastning för aktieägare, medan förvärv med kontanter som betalningsmedel genererar en neutral avkastning. Studier av Eckbo & Thorburn (2000) visar att geografiska marknader skiljer sig där amerikanska aktieförvärv ger upphov till negativ eller neutral abnormal avkastning medan kanadensiska köpare upplevde en positiv uppgång i abnormal

avkastning vid aktieförvärv. Forskning som också visar på att geografisk marknad påverkar resultat har senare publicerats som visar att både aktieförvärv och kontantförvärv ger upphov till positiv abnormal avkastning från Goergen & Renneboog (2004) på den europeiska marknaden.

Tidigare studier gällande institutionella investerares påverkan på marknadsreaktioner vid annonsering av förvärv är relativt sällsynta. Andriosopoulos & Yang (2015) föreslår i sin studie att institutionellt ägandeskap har en positiv korrelation med kumulativ abnormal avkastning, samtidigt finner andra studier inget samband alls (Duggal & Millar, 1999; Lou Lu & Shiu, 2020). Tidigare empiri tyder på att institutionella investerare minskar informationsasymmetrin på marknaden genom att deras handel ökar informationseffektiviteten i priserna (Boehmer & Kelley, 2009; Bushee & Goodman, 2007; Piotroski & Roulstone, 2004). Desto fler informerade aktörer som existerar på marknaden desto mer bör ny information reflekteras i priser (Grossman & Stiglitz, 1980).

Svenska aktiemarknaden har unika drag som särskiljer den från övriga globala och större marknadsplatser. På Stockholmsbörsen är andelen bolag utan en tydlig kontrollägare låg, andelen bolag med avsaknad av en ägare med minst 10% av röster eller kapital är liten (Henrekson & Jakobsson, 2012). Därtill visar Henrekson & Jakobsson (2012) även att institutionellt ägande dominerar hushållens finansiella sparande, men att de ofta inte agerar som kontrollägare, där de uppvisar detta via ett konkret exempel där AP-fonderna (AP1-4) inte får överskrida 10% av rösterna i ett bolag. Detta tyder på att en stor andel av institutionella ägare kan agera passiva investerare.

Den begränsade och föråldrade forskningen om institutionellt ägandeskaps påverkan på marknadsreaktioner, i kombination med den svenska marknadens särställning, de geografiska skillnader som observerats i tidigare studier om kortsiktigt värdeskapande samt betalningsmedlets varierande effekt mellan marknader, motiverar vidare analys i en svensk kontext.

### 1.3 Syfte och problemformulering

Studiens syfte är att undersöka budgivarens kortsiktiga marknadsreaktion vid annonsering av företagsförvärv, mätt som abnormal avkastning kring annonseringsdatumet. Vidare syftar

studien till att analysera huruvida marknadsreaktionen skiljer sig åt beroende på transaktionens betalningsmedel; kontant, respektive aktier, samt om graden av institutionellt ägande i budgivaren har ett samband med budgivarens kortsiktiga abnormala avkastning.

- Påverkar annonsering av M&A budgivarens aktieägarvärde på kort sikt?
- Påverkas budgivarens aktieägarvärde på kort sikt om förvärvet finansieras med kontanter eller aktier?
- Påverkar graden av institutionellt ägande budgivarens aktieägarvärde på kort sikt vid annonsering av förvärv?

## 1.4 Avgränsningar

Denna studie fokuserar på förvärv genomförda av svenska köpbolag, som är finansierade med enbart kontanter eller enbart aktier. Studien är limiterad till de transaktioner som finns dokumenterade i Capital IQ under perioden 2023-01-01 till 2025-10-31 och som har ett publikt transaktionsvärde.

## 2. Teoretisk referensram och hypotesformulering

*Följande kapitel syftar till att redogöra den teoretiska referensram som ligger till grund för studien och tidigare forskning. Det teoretiska ramverket, samt litteraturgenomgången som redovisas kommer att utgöra grunden för uppsatsens hypoteser.*

### 2.1 Teoretiskt ramverk

#### 2.1.1 Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen förutsätter att priserna på aktiemarknaden reflekterar all tillgänglig information på en effektiv marknad (Fama, 1970). Därtill finns det olika tillstånd som marknaden kan befinna sig i, vilket definieras utifrån stark, semi-stark eller svag beroende på hur stor del av tillgänglig information som reflekteras i aktiepriserna (Fama, 1970). I en starkt effektiv marknad existerar ingen informationsasymmetri vilket därmed gör det omöjligt att förutse framtida aktiepriser med någon existerande information, eftersom all information redan reflekteras i priserna (Fama, 1970). I denna marknad bör ett företagsförvärv, som i detta fall tolkas som ny information, inte påverka aktiekursen då information redan reflekteras i

priset innan annonsering. I en semi-stark effektiv marknad kan aktiekurser inte förutspås med publik information då detta direkt återspeglas i marknadspriser (Fama, 1970). Annonsering av ett förvärv utgör därmed ny information, vars omedelbara effekt kan fångas i aktiekursen. Däremot i en svagt effektiv marknad kan framtida aktiekurser förutspås med privat samt publik information men inte av historiska priser (Fama, 1970).

### 2.1.2 Signalerings teorin

Fundamentalt sett handlar signalerings teorin om två parter som ingår i ett transaktionsutbyte där den ena parten, sändaren, har mer information kring transaktionen än den andra parten, mottagaren (Kreps & Sobel, 1994). Eftersom det råder informationsasymmetri kan inte mottagaren känna till transaktionens verkliga förhållande och måste därför tolka de observerbara val som sändaren gör (Kreps & Sobel, 1994). Valen som sändaren gör kan potentiellt signalera information om transaktionen och därefter kan mottagaren välja att agera (Kreps & Sobel, 1994). Vid ett förvärv kan valet av betalningsmetod fungera som en signal till marknaden. Hur informativ signalen är beror på mottagarens förväntningar utifrån situationen och förutsättningar, och har inte en given innebörd i sig (Kreps & Sobel, 1994). Givet omständigheterna kring förvärvet kan valet av betalningsmetod påverka marknadsreaktionen. Sammanfattat beskriver signalerings teorin hur handlingar och beslut från en aktör förvandlas till signaler för resterande aktörer när det råder informationsasymmetri på en marknad (Kreps & Sobel, 1994).

### 2.1.3 Agentteorin

Denna teori introducerades av Jensen (1986) och fokuserar på agentproblemet inom organisationer. Det kan finnas en diskrepans mellan företagsledningen och ägarnas målsättningar och visioner. Jensen (1986) menar att bolag med stora fria kassaflöden tenderar att överinvestera i projekt. Enligt teorin finns det två huvudsakliga sätt agentkonflikter uppstår, den första benämns Typ I och beskriver situationen som uppstår när aktieägare och företagsledningen är separerade (Jensen & Meckling, 1976). Typ II, implicerar konflikten mellan majoritets- respektive minoritetsägare (Villalonga & Amit, 2006). När gapet mellan företagsledningen och aktieägarna är stort börjar ledningen i mindre mån ta hänsyn till aktieägarnas intressen i sitt beslutsfattande (Jensen, 1986). En oreglerad ledning kan därmed genomföra värd förstörande förvärv, vilket i sin tur kan påverka marknadsreaktionen.

## 2.1.4 Riskdelningshypotesen

Teorin om riskdelning vid osäker värdering togs fram av Hansen (1987) och belyser logiken om riskdelning vid aktieförvärv. När målbolaget är felvärderat vid ett kontantförvärv bär förvärvaren hela risken för felvärdering (Hansen, 1987). Vid aktieförvärv av målbolag med osäker värdering fördelas istället risken mellan båda parter (Hansen, 1987). Detta kan påverka marknadens uppfattning om osäkerheten kring förvärvets framtida utfall och därmed den kortsiktiga aktiekursreaktionen.

## 2.2 Tidigare empirisk forskning

### 2.2.1 M&A och kortsiktig abnormal avkastning

Vid varje transaktion och beslut skickas en signal till marknaden enligt signaleringsteorin (Ross, 1977). Förvärvet i sig signalerar att bolaget expanderar och försöker skapa nya förutsättningar för framtida inkomster. Detta bör signalera framtida potential för bolaget vilket bör påverka aktieägarvärdet. Det finns till viss del stöd för detta i tidigare empiri. Jensen & Ruback (1983) antydde i sin studie att det finns tecken på att förvärv påverkar aktieägarvärdet positivt på kort sikt. Den tidigare forskningen kring värdeskapande vid annonsering av M&A är dock inte entydig i sina resultat. Campa & Hernando (2004) visade i sin studie att 55% av förvärvande bolag påverkades negativt efter annonsering och resterande transaktioner ledde till en neutral marknadsreaktion. Däremot visade Martynova och Renneboog (2008) att köpbolag fick en svagt positiv abnormal avkastning vid förvärv på +0,53%. Därtill är köpbolagets tidigare historik ett avseende som bör tas hänsyn till. Om bolaget haft en historia av frekventa förvärv kan marknaden redan förutse potentiella bud, vilket gör att informationen redan har indexerats i priset (Eckbo & Thorburn, 2000).

Goergen & Renneboog (2004) ger i sin studie en lite mer nyanserad bild av marknadsreaktion vid förvärv. Vid fientligt förvärv där företagsledningen motsatte sig transaktionen orsakade detta negativ påverkan på aktieägarvärdet medan vänliga förvärv ger upphov till motsatsen (Goergen & Renneboog, 2004). Vidare fann studien att brittiska bolag har högre aktieägarvärde efter annonsering än övriga Europa vilket tyder på att geografien spelar roll (Goergen & Renneboog, 2004). Den geografiska aspekten illustreras ytterligare av Eckbo & Thorburn (2000) som i sin studie visar att kanadensiska bolag får en signifikant positiv abnormal avkastning vid förvärv jämfört med en neutral effekt för amerikanska bolag.

### 2.2.2 Betalningsmedel och dess kortsiktiga påverkan på aktiekursen

Huruvida aktier eller kontanter som betalningsmedel vid förvärv påverkar aktieägarvärdet är ett väletablerat globalt forskningsområde. Travlos (1987) forskade inom ämnet redan på 80-talet och redovisade att aktieförvärv, på den amerikanska marknaden, gav upphov till signifikanta förluster för aktieägarna medan kontantförvärv resulterade i neutral avkastning. Aktieägarvärdet påverkades även negativt vid misslyckade förvärv vilket tyder på att aktier som betalningsmetod tolkas som en signal om övervärdering (Travlos, 1987). Samtliga bolag i Travlos studie var börsnoterade på New York Stock Exchange (NYSE) och vidare har studier utförts för att fylla gapet på andra marknader. Betalningsmetodens påverkan på abnormal avkastning för budgivare i Europa är något som studeras av Goergen & Renneboog (2004) som visar att marknaden reagerar mer positivt, +1% för budgivare som använder aktiebetalning respektive endast +0,4% för kontantförvärv. Detta implicerar att valet av betalningsmetod inte bär samma signalvärde om övervärdering på den europeiska marknaden som den amerikanska marknaden. (Goergen & Renneboog, 2004; Travlos, 1987). Ytterligare studier som jämför andra marknader är Eckbo & Thorburn (2000) som visar att amerikanska aktieförvärv ger upphov till negativ eller neutral abnormal avkastning medan kanadensiska köpare upplevde en positiv uppgång i abnormal avkastning vid aktieförvärv. Resultaten tyder ytterligare på att den amerikanska marknaden, i högre grad, tolkar finansiering med aktier som en signal.

Mateev (2017) analyserar skillnader mellan den europeiska och den brittiska marknaden vid förvärv. Studien visar att förvärv med aktier som betalningsmedel gav upphov till en högre abnormal avkastning vid förvärv av onoterade bolag i förhållande till kontantförvärv (Mateev, 2017). Däremot gällde det omvända förhållandet vid förvärv av noterade bolag där betalning med aktier ger upphov till negativ abnormal avkastning (Mateev, 2017). När urvalet inkluderar både noterade och onoterade målbolag visar Mateev (2017) att aktieförvärv ger upphov till högre abnormal avkastning än kontantförvärv (Mateev, 2017) vilket stämmer överens med Goergen & Renneboog (2004) om att aktieförvärv ger högre abnormal avkastning än kontant.

### 2.2.3 Institutionellt ägande och dess påverkan på kortsiktig marknadsreaktion

Utöver transaktionsspecifika faktorer som betalningsmedel kan även budgivarens ägarstruktur påverka hur marknaden tolkar och värderar ett förvärv vid annonsering. Institutionella investerare utgör en central del av ägarskapet inom det svenska näringslivet och tidigare empiri tyder på att det finns en korrelation mellan institutionellt ägandeskap och kumulativ abnormal

avkastning. Andriosopoulos & Yang (2015) visar ett positivt samband mellan kumulativ abnormal avkastning vid annonsering i sin studie från den brittiska marknaden. Vidare finner Ferreira, Massa & Matos (2010) att utländsk institutionell ägarandel, i både köp- och målbolag, ger upphov till positiv abnormal avkastning, specifikt vid utrikesförvärv.

Geografi är vidare en aspekt som har en inverkan på institutionellt ägandes påverkan på kortsiktig abnormal avkastning. I en studie över den östasiatiska marknaden visade resultaten att institutionellt ägande saknade påverkan på kortsiktig abnormal avkastning (Lou, Lu & Shiu, 2020). Däremot fann Duggal & Millar (1999), i sin studie över den amerikanska marknaden, positiv korrelation mellan andel institutionella investerare och abnormal avkastning vid annonsering. Studien betonar dock endogenitet mellan institutionellt ägande och bolagets storlek (Duggal & Millar, 1999).

Därutöver bör även de institutionella investerarnas aktivitet i bolaget tas i beaktning för kortsiktig abnormal avkastning. Schmidt & Fahlenbrach (2017) finner stark evidens att passivt institutionellt ägandeskap korrelerar negativt med kumulativ abnormal avkastning vid förvärv. Detta kopplas till lägre monitoringaktiviteter vilket ger ledningen mindre press för kvalitativa förvärv (Schmidt & Fahlenbrach, 2017). Liknande resultat redovisas av Croci, Mazur & Salganik-Shoshan (2024) som visar ett positivt samband mellan institutionella övervakningsaktiviteter och abnormal avkastning vid förvärv. Utsträckningen av övervakning från de institutionella investerarna beror, enligt Fich, Harford & Tran (2015), på bolagets relativa relevans i portföljen. Enligt Henrekson & Jakobsson (2012) utgör institutionella investerare den dominerande kapitalbasen på den svenska marknaden men de flesta institutionella investerare agerar inte som kontrollägare. Henrekson & Jakobsson (2012) menar att svenska marknaden präglas av passivt kapital och att institutionella investerare saknar kontrollambition på grund av legala begränsningar samt kostnader för aktivt engagemang. Därtill bör investeringshorisonten för aktieägarna tas i beaktning. Institutionella ägare kan klassificeras som kortsiktig- respektive långsiktig om bolaget har hög omsättning av förvärv (Yan & Zhang, 2009). I Gaspar, Massa & Matos (2005) redovisas att kortsiktiga investerare ger upphov till en betydligt lägre abnormal avkastning vid annonsering av förvärv i jämförelse med långsiktiga investerare, vilket förklaras med att kortsiktiga investerare ger företagsledningen mer utrymme att begå värdeförstörande förvärv.

Tidigare empiri redovisar att en högre andel institutionella investerare korrelerar med mer informationseffektiva priser och minskad informationsasymmetri (Boehmer & Kelley, 2009; Bushee & Goodman, 2007; Piotroski & Roulstone, 2004). I linje med detta visar studier att en större närvaro av välinformerade marknadsaktörer att ny information i högre utsträckning bör inkorporeras i prisbildningen (Grossman & Stiglitz, 1980).

## 2.3 Sammanställning av teorier och tidigare forskning

Tabell 1

Sammanställning av teorier och empirisk forskning.

| Artiklar                                | Ämnesområde                     | Resultat   |
|---|---------------------------------|--|
| Fama (1970)                             | Effektiva marknadshypotesen     | Aktiepriser uppdateras snabbt till ny information. Stöd för svag- och semistark marknadseffektiviteten. Svagt stöd för stark marknadseffektivitet. |
| Kreps & Sobel (1994)                    | Signalering                     | Signalering fastställs som ett instrument för att förklara informationsasymmetri   |
| Jensen & Meckling (1976); Jensen (1986) | Agentteori och fria kassaflöden | Intressekonflikter mellan ägare och ledning kan leda till värdeförstörande förvärv.  |
| Jensen & Ruback (1983)                  | Marknaden för företagskontroll  | Företagsförvärv bidrar till vinster för målbolag samt neutral påverkan på budgivare.   |
| Travlos (1987); Hansen (1987)           | Betalningsmetod vid förvärv     | Valet mellan kontant och aktiebetalning signalerar information om värdering och påverkar aktiemarknadens reaktion på förvärvsannonseringar.        |

|   |  |  |
|---|--|--|
| Andrade, Mitchell & Stafford (2001); Martynova & Renneboog (2008)   | Övergripande förvärvsevidens                   | Empirisk forskning visar blandade resultat för förvärvande bolag, medan målbolag uppvisar positiva abnormalavkastningar.   |
| Eckbo & Thorburn (2000); Goergen & Renneboog (2004); Campa & Hernando (2004); Mateev (2017); Conn et al. (2005) | Förvärv och aktieägarvärde i Europa            | Europeiska studier visar att förvärv ofta skapar värde för målbolag men att effekterna för förvärvare varierar beroende på marknad, betalningsform och typ av transaktion. |
| Moeller, Schlingemann & Stulz (2004); Fuller, Netter & Stegemoller (2002)                                       | Förvärvaravkastning och företagsstorlek        | Stora förvärvande företag tenderar att uppvisa lägre eller negativa abnormalavkastningar.  |
| Bushee & Goodman (2007)   | Informationsasymmetri och informerad handel    | Visar att institutionella investerare är olika och att vissa grupper handlar mer utifrån privat information om vinster   |
| Villalonga & Amit (2006);   | Familjeäggande och bolagsstyrning              | Familjeäggande kan påverka företagsvärde positivt eller negativt beroende på kontrollstruktur, ledningens roll och minoritetsskydd.  |
| Boehmer & Kelley (2009); Piotroski & Roulstone (2004)   | Informationsspridning och marknadseffektivitet | Institutionella investerare och analytiker bidrar till snabbare och mer korrekt prisjustering  |
| Duggal & Millar (1999)  | Institutionellt ägande och prestation          | Hög institutionell ägarandel minskar informationsasymmetrier och kan förbättra företags prestation och marknadsreaktioner.   |
| Ferreira, Massa & Matos (2007); Andriosopoulos & Yang (2015)  | Institutionella investerare i M&A              | Institutionella investerare spelar en övervakande roll och påverkar sannolikheten för värdeskapande förvärv.   |

|  |  |  |
|--|--|--|
| Fich, Harford & Tran (2015); Lou, Lu & Shiu (2020); Croci, Mazur & Salganik-Shoshan (2024) | Aktivt ägande och övervakning            | Aktiv och koordinerad övervakning från institutionella investerare förbättrar ledningens incitament och förvärvsprestationer                               |
| Grossman & Stiglitz (1980)   | Marknadseffektivitet                     | Perfekt marknadseffektivitet är omöjlig eftersom information kostar, vilket gör att priser inte alltid fullt ut speglar all information.                   |
| Henrekson & Jakobsson (2012)   | Svensk ägarstyrning och företagskontroll | Beskriver den svenska ägarstyrningsmodellen som präglad av kontrollägare   |
| Gaspar, Massa & Matos (2005)   | Investerarhorisont och företagsbeslut    | Visar att kortsiktiga ägarhorisonter kan driva företagsbeslut som återköp och att marknadsreaktionen kan vara svagare när ägarbasen är mer kortsiktig.     |
| Yan & Zhang (2009)   | Kortsiktiga vs långsiktiga institutioner | Indikerar att kortsiktiga institutioner ofta är mer informationsfördelaktiga än långsiktiga och att deras handel i högre grad förutser framtida avkastning |

### 2.3.1 Kritisk reflektion av tidigare forskning

Forskningsområdet kring marknadsreaktioner vid annonsering av förvärv är väletablerat och är en klassisk gren inom M&A-forskning. Samtliga studier som undersökningen lutar sig mot är publicerade i vedertagna tidskrifter indexerade i kanalregistret hos det norska direktoratet för högre utbildning och kompetens. En stor del av tidigare studier togs fram mellan år 1980-2000 och utgör idag stommen av forskningen, som representerar ämnesområdet inom välrenommerade tidskrifter. Därav kan en stor del av tidigare empiri anses vara föråldrad, vilket bör tas i beaktning vid närmare analys av fenomenet. I många studier används abnormal avkastning vid annonsering av som ett mått på värdeskapande, detta antagande kräver distans

då abnormal avkastning endast mäter marknadsreaktion och inte synergier eller samt långsiktigt värdeskapande.

Sambandet mellan högre institutionellt ägande och högre abnormal avkastning (Ferreira, et al., 2010), kan bero på att institutionella investerare, i högre grad, söker sig till mer kvalitativa bolag vilket orsakar bättre kortsiktig avkastning vid förvärv. Kopplingen bör därmed inte tolkas som ren kausalitet. På liknande sätt kan institutionella investerare inte antas ge upphov till god företagsledning, som antyds i Andriosopoulos & Yang (2015). I Duggal & Millar (1999) mäts institutionellt ägarskap kvartalsvis vilket därmed inte säkerställer hur ägarstrukturen ser ut vid annonsering. Detta kan ge upphov till mätfel vilket kan sänka validiteten i undersökningen.

## 2.4 Hypotesformulering

### 2.4.1 H1: Annonseringseffekt på budgivarens aktieägarvärde vid förvärv

Tidigare forskning indikerar att annonsering av företagsförvärv kan påverka abnormal avkastning på kort sikt. Baserat på signaleringsteorin innebär företagsbeslut och transaktioner att ny information når marknaden, vilket kan påverka investerarens förväntningar om framtida kassaflöden (Ross, 1977). Tidigare studier visar däremot att marknads reaktion vid annonsering skiljer sig avsevärt mellan olika studier. Vissa empiriska studier påvisar en positiv abnormal avkastning vid annonsering av förvärv (Jensen & Ruback, 1983; Eckbo & Thorburn, 2000), medan andra studier visar på negativa eller neutrala effekter (Campa & Hernando, 2004; Martynova & Renneboog, 2008). Denna brist på enighet motiverar en övergripande prövning av huruvida annonsering av förvärv påverkar kortsiktig abnormal avkastning för köpbolag i Sverige och testas enligt:

**H<sub>01</sub>:** *Annonsering av förvärv påverkar inte budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

**H<sub>11</sub>:** *Annonsering av förvärv påverkar budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

### 2.4.2 H2: Betalningsformens effekt på budgivarens aktieägarvärde vid förvärv

Valet av betalningsmedel vid förvärv har i tidigare forskning identifierats som en central faktor som påverkar marknadsreaktion vid transaktionen. Enligt teorier om informationsasymmetri och signalering kan betalningsmetoden fungera som en signal till marknaden om bolagets

värdering (Ross, 1977). Aktieförvärv kan dessutom minska risken för överbetalning vid osäker värdering (Hansen, 1987), eftersom värderingsrisken delas mellan budgivaren och målbolagets aktieägare, vilket kan påverka marknadsreaktionen. Enligt tidigare studier från den amerikanska marknaden visar studierna att aktieförvärv förknippas med negativ eller neutral abnormal avkastning, medan kontantförvärv ger upphov till mer positiva eller neutrala reaktioner (Travlos, 1987; Eckbo & Thorburn, 2000). Empiri på den europeiska marknaden indikerar däremot att denna relation inte är entydig, där vissa resultat tyder på att aktieförvärv inte nödvändigtvis signalerar övervärdering i paritet med amerikanska marknaden (Goergen & Renneboog, 2004; Mateev, 2017). Motstridigheterna mellan studiernas resultat och marknader motiverar en prövning av huruvida valet av betalningsmedel påverkar kortsiktig abnormal avkastning i svensk kontext och testas enligt:

**H<sub>02</sub> :** *Valet av betalningsmedel vid annonsering av förvärv påverkar inte budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

**H<sub>12</sub> :** *Valet av betalningsmedel vid annonsering av förvärv påverkar budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

### 2.4.3 H3: Andelen institutionellt ägandes effekt på budgivarens aktieägarvärde vid förvärv

Förutom transaktionsspecifika faktorer kan även köpbolagets ägarstruktur påverka hur marknaden reagerar på ett förvärv vid annonsering. Empiriska studier visar att institutionella ägare kan bidra till minskad informationsasymmetri och bättre informationsjusterade priser, vilket kan påverka marknadsreaktionen vid annonsering av förvärv (Piotroski & Roulstone, 2004; Boehmer & Kelley, 2009). Enligt agentteorin kan ett lågt engagemang från ägarna leda till minskat incitament för ledningen att agera i ägarnas intressen (Jensen, 1986), vilket därmed kan sänka kvaliteten på förvärven och påverka marknadsreaktionen. Tidigare forskning har därtill funnit att en högre andel institutionella investerare kan vara förknippat med en signifikant påverkan på abnormal avkastning vid annonsering, vilket kan bero på att information inkorporeras i priset snabbare (Andriosopoulos & Yang, 2015; Ferreira et al., 2010).

Institutionella ägares påverkan på övervakning (Schmidt & Fahlenbrach, 2017), vilket i sin tur påverkar kumulativ abnormal avkastning (Crocì et al., 2024) visar även vidare på behov av en djupare analys av sambandet. Detta motiveras vidare av den svenska marknadens struktur av passiva investerare (Henrekson & Jakobsson, 2012). Därtill indikerar förhållandet mellan informationseffektivitet och institutionell investering på potentiell korrelation (Boehmer & Kelley, 2009; Bushee & Goodman, 2007; Piotroski & Roulstone, 2004) vilket ytterligare motiverar prövning i en svensk kontext:

**H<sub>03</sub>** : *Andel institutionellt ägande vid annonsering av förvärv påverkar inte budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

**H<sub>13</sub>** : *Andel institutionellt ägande vid annonsering av förvärv påverkar budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

### 3. Metod och data

*Nedan avsnitt syftar till att förklara den applicerade metodologin. Forskningsansatsen, datainsamlingen och modellerna förklaras i genomgående detalj med syftet att ge en förståelse för varför vissa modeller har använts, samt diskutera reliabilitet och validitet i arbetet.*

#### 3.1 Forskningsmetod

Den deduktiva ansatsen har sin utgångspunkt i befintliga teorier och modeller, som sedan lägger grunden till hypotesformulering och data (Bell, Bryman & Harley, 2019). Denna studie utgår från relevant tidigare forskning, som har legat till grund för hypotesformuleringen och har därmed en deduktiv ansats.

Kvantitativa studier kan bidra med mätbarhet och replikerbarhet till empiriska resultat, vilket medför att det går att dra så objektiva slutsatser som möjligt (Bell, Bryman & Harley, 2019). Eftersom denna studie syftar till att undersöka huruvida det finns ett statistiskt signifikant samband mellan annonseringen av ett förvärv och abnormal aktieavkastning kring annonseringsdagen, är en kvantitativ ansats mer lämplig än en kvalitativ.

#### 3.2 Datainsamling och urval

### 3.2.1 Urvalskriterier

Tillgången till information om historiska förvärv har varit avgörande för studien. Capital IQ har tillhandahållit ingående information om transaktionerna och deras egenskaper, och har därmed använts som databas för studien.

Tabell 2

Stegvis filtrering av urvalet i databasen Capital IQ och manuella filtreringar av data.

| Steg | Metod      | Kriterier                 | Beskrivning  | Antal transaktioner |
|------|------------|---------------------------|--|---------------------|
| 1    | Capital IQ | Publika bolag             | Bolaget är börsnoterat   | >250 000            |
| 2    | Capital IQ | M&A                       | M&A av hela företaget (>50%)   | 149 146             |
| 3    | Capital IQ | 2023-2025                 | Transaktioner mellan 2023-01-01 till 2025-10-31  | 16 930              |
| 4    | Capital IQ | Transaktionstyp           | Finansierat med enbart kontanter eller aktier  | 7 458               |
| 5    | Capital IQ | Region                    | Köpare baserad i Sverige   | 344                 |
| 6    | Capital IQ | Transaktionsvärde         | Enbart transaktioner med ett dokumenterat transaktionsvärde                                    | 247                 |
| 7    | Manuellt   | Komplett prisdata         | Transaktioner måste inneha fullständiga prisdata för estimering av marknadsmodell              | 224                 |
| 8    | Manuellt   | Överlappande eventfönster | Endast transaktioner utan förvärv med överlappande eventfönster                                | 199                 |
| 9    | Manuellt   | Ren transaktion           | Enbart explicita mergers and acquisitions, transaktionen ska inte vara av typen reverse merger | 188                 |
| 10   | Manuellt   | Volatilitet               | Volatilitet i abnormal avkastning över eventfönstret får inte överstiga 3 standardavvikelser   | 183                 |

Nedan följer en stegvis grundlig beskrivning av den filtrering och selektion som har genomgått i tabell 2:

1. Datasamlingen inleddes i Capital IQ där en filtrering gjorts för publika bolag, en grundläggande förutsättning för att kunna analysera kursreaktionen i det budgivande bolaget.

Målbolaget å andra sidan behöver inte vara publikt vilket tillåter förvärv av noterade och onoterade bolag.

2. Ett urvalskriterie för M&A som kräver att förvärvet avser en majoritetspost i målbolaget har applicerats. Syftet är att avgränsa till transaktioner som innebär ett kontrollskifte och konsolidering av målbolaget.
3. En tidsperiod på upp mot tre år, mellan 2023-01-01 till och med 2025-10-31 har applicerats med syftet att erhålla så aktuella data som möjligt.
4. Ett kriterie för betalningsmedel appliceras, vilket filtrerar bort transaktioner genomförda med en blandad finansiering, bestående av både aktier och kontanter. Detta görs för att undvika gränsdragningsproblem och renodla grupper.
5. Enbart förvärvande bolag i Sverige kommer att studeras för att isolera potentiellt unika egenskaper för den svenska kapitalmarknaden.
6. Endast transaktioner med en annonserad köpeskilling accepteras, av anledning att relativ storlek kommer att vara en kontrollvariabel och transaktionsvärde är en nödvändig variabel för att kunna beräkna relativ storlek.
7. Efter att filtreringen i Capital IQ genomförts och data har extraherats, har en manuell filtrering genomförts vilket innebär ett bortfall. Det första steget har varit att bolag som saknar tillräckliga prisdata för att estimeras en marknadsmodell har exkluderats.
8. Det har förekommit budgivande bolag som har annonserat förvärv med överlappande eventfönster. Dessa transaktioner har manuellt uteslutits för att inte skapa ett beroende mellan olika observationer.
9. I transaktionsdata har det förekommit "reverse mergers", det vill säga att ett bolag börsnoteras genom att köpa upp ett annat. Det här är en transaktionssort med andra motiv än de som önskas undersökas och snedvrider data, av den anledningen har den här typen av transaktioner exkluderats.
10. Slutligen har bolag med en volatilitet i abnormal avkastning, som varit större än tre standardavvikelser under eventfönstret (-10, 10) exkluderats, detta i syfte att data inte ska bli snedvriden av extrema outliers. Det som karaktäriserar majoriteten av bolagen, som uteslutits i det här steget är att de har relativt låga marknadsvärden och låg likviditet i aktien, något som resulterat i extrema rörelser sett till marknadsindex. Efter filtrering och selektion uppgår det totala urvalet på 183 individuella transaktioner.

Det bortfall som uppstår i urvalsprocessen i form av att bolag som saknar fullständiga prisdata faller bort, skulle kunna medföra att bolag som är nyintroducerade på börsen försvinner ur

urvalet. Studien ser inte det här som tillräckligt signifikant för att ge några betydande snedvridningar av resultatet.

### 3.3 Eventstudie

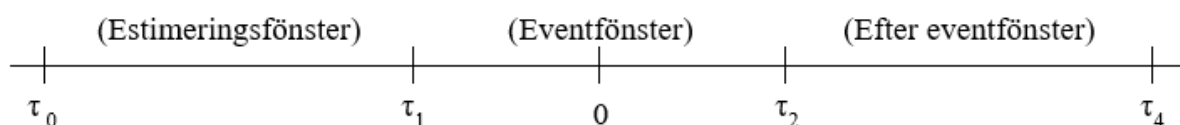
Den empiriska datainsamlingen bygger på en eventstudie, vilket är en etablerad företagsekonomisk forskningsmodell som använts i över 50 år av bland annat Fama et. al (1969) och mer nyligen Charles (2025), och bygger på att undersöka hur en händelse påverkar bolagsvärde på kort sikt. Denna studie antar i huvudsak MacKinlays (1997) utformning av modellen men kan komma att använda kompletterande studier för att nyansera när det behövs. MacKinlays (1997) modell antar att marknadsplatser är rationella och att ny information reflekteras i tillgångspriser med direkt verkan. Det här är ett grundläggande antagande för att kunna tolka de empiriska resultaten. Tidigare studier på den svenska marknaden visar att offentlig information prisas in på ett sätt som gör att ett antagande om att den svenska marknaden skulle anses vara effektiv inte ses som osannolikt (Liljeblom, 1989).

Som första steg i eventstudien fastställs intressehändelsen som studien avser att undersöka. Den här studien fokuserar på transaktionsannonseringen, vilket inom finansiell forskning är en vanligt förekommande intressehändelse. Därefter fastställs eventfönstret, vilket är den period som studien avser undersöka den abnormala avkastningen för. Slutligen fastställs ett estimeringsfönster, som används för att uppskatta vad som är en normal avkastning för den underliggande tillgången (MacKinlay, 1997). För abnormal avkastning jämförs differensen mellan faktisk avkastning och den normala avkastningen, den avkastning som förväntas och är estimerad utifrån hur marknaden har rört sig. För att undersöka längre perioder är det praxis att differensen för flera dagar summeras till "Cumulative Abnormal Return" (CAR) vilket kommer vara den variabel studien lägger högst vikt vid.

---

Figur 1

Illustration över eventstudiens tidslinje



#### 3.3.1 Estimeringsmodell

För att estimeras den normala avkastningen appliceras i huvudsak två modeller, antingen konstanta genomsnittsmodellen eller marknadsmodellen (MacKinlay, 1997). Konstanta genomsnittsmodellen baseras på det historiska aritmetiska genomsnittet för bolagets avkastning medan marknadsmodellen tar en mer sofistikerad ansats. Marknadsmodellens normala avkastning relaterar det individuella bolagets avkastning till avkastningen för den bredare marknaden. Det finns för- och nackdelar med båda, det som främst talar för konstanta genomsnittsmodellen är dess enkelhet. Marknadsmodellens fördel är främst att exogena effekter, som påverkar hela marknaden minimeras, vilket gör det enklare att undersöka avkastning som faktiskt är hänförlig till intressehändelsen.

Vidare undersöker Brown och Warner (1980) olika eventmetodologier och däribland modeller för att estimeras normal avkastning och finner att mer avancerade modeller än ovan nämnda, inte ger någon nämnbar fördel utan till och med skulle kunna försämra studien. Därav finns ingen anledning att tillämpa den typen av metodologi för att estimeras den normala avkastningen i studien. Studien har istället valt att använda marknadsmodellen för att estimeras den normala avkastningen då Dyckman, Philbrick & Stephan (1984) uppvisat på 5% signifikansnivå att marknadsmodellen överträffar både konstanta genomsnittsmodellen och mer avancerade modeller. Definitionen av marknadsmodellen betecknas nedan i *Ekvation 1*.

*Ekvation 1: Marknadsmodell*

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

*Se appendix för definition av variabler*

### 3.3.2 Marknadsindex

För att estimeras normal avkastning i marknadsmodellen används ett index som anses vara representativt för marknaden (MacKinlay, 1997). Studien är genomförd på den svenska marknaden och inkluderar observationer av bolag från sju olika marknadsplatser: OMX Stockholm Large Cap, OMX Stockholm Mid Cap, OMX Stockholm Small Cap, First North, Nordic Growth Market, Spotlight Stock Market och Nordic SME Sweden. Bestämmandet av marknadsindex utgår från att marknadsindex är matchat till vilken marknadsplats, som bolaget är noterat på. Vid bolag noterade på OMX Stockholm Large Cap används alltså ett index kopplat till OMX Stockholm Large Cap som marknadsindex. För de marknadsplatser som saknat ett direkt matchande index (Nordic Growth Market, Spotlight Stock Market och Nordic

SME Sweden) har OMX Stockholm Small Cap använts som marknadsindex då bolagen bedöms vara av liknande karaktär och storlek. Beslutet att matcha bolagets marknadsplats till index med samma underliggande marknadsplats är gjort utifrån studiens ambition att isolera exogena marknadseffekter, som kan orsaka olika grad av effekt beroende på bolagets storlek och karaktär. Vilken marknadsplats som bolaget är noterat på anses därav vara den bästa proxy för bolagens storlek och karaktär.

### 3.3.3 Eventfönster

För att undersöka intressehändelsens effekt på värdeskapande i bolaget är det av vikt att perioden som undersöks tar upp samtliga effekter som kan uppstå. Här spelar effektiviteten i marknaden stor roll, eftersom det i en fullständigt effektiv marknad skulle räcka att enbart analysera eventdagen. Sveriges marknad prisar offentlig information på ett effektivt manér enligt Liljebloom (1989), men det kan fortfarande förekomma informationsasymmetri och insiderhandel som bidrar till abnormal avkastning innan eventdagen. Meulbroek (1992) visar att kursuppgång innan annonseringen av ett förvärv ofta sker som en konsekvens av insiderhandel och informationsläckage vilket ytterligare ökar behovet av att observera flera olika evenfönster. Även MacKinlay (1997) lyfter vikten av att studera olika fönster för att fånga upp effekter som kan uppstå utanför eventdagen.

Studien har därför valt att analysera fyra eventfönster. Det första eventfönstret (-1, 1), mäter CAR över tre dagar och sträcker sig från en dag innan eventdagen till en dag efter och ämnar täcka ifall det sker någon form av läckage av information dagen innan. Det andra eventfönstret (0, 2), sträcker sig från eventdagen till två dagar efter och syftar täcka om det finns en fördröjd effekt från att informationen tillkännages, till att marknaden har prisat in det. De tredje och fjärde eventfönstrena (-3, 3), (-5, 5), sträcker sig över två längre perioder, från tre och fem dagar innan eventdagen till tre och fem dagar efter. Syftet med dessa eventfönster är att undersöka huruvida det finns någon onormal handel i aktien dagarna innan, samt om det kan finnas en mer utdragen effekt.

### 3.3.4 Estimeringsfönster

Det är estimeringsfönstret som lägger grunden till uppskattningen av normal avkastning där alpha ( $\alpha$ ) och beta ( $\beta$ ) beräknas i marknadsmodeller för samtliga observationer i urvalet. När längden på estimeringsfönstret tas i beaktning är det enligt MacKinlay (1997) av vikt att

estimeringsfönstret är av tillräcklig längd. Med anledning av att urvalsfelet och feltermen i ekvationen för varians i abnormal avkastning ska kunna antas vara icke korrelerade, samt noll. I MacKinlays (1997) studie är de data som presenteras baserade på ett estimeringsfönster om 250 dagar, men tidigare studier använder sig av estimeringsfönster som sträcker sig från 120 dagar till 240 dagar (Travlos, 1987; Brown & Warner, 1985). I den här studien har ett estimeringsfönster på 120 dagar använts för att samla in den senaste data i uppoffring mot att precisionen i marknadsmodellen kan försämrans marginellt. Estimeringsfönstret sträcker sig från -136 till -16 dagar och ska motsvara en normal period, som inte överlappar med eventfönstret.

### 3.3.5 Uppskattning av marknadsmodell och normal avkastning

Marknadsmodellen i *ekvation 1* uppskattas genom en OLS-regression där alpha ( $\alpha$ ) är interceptet och beta ( $\beta$ ) är koefficienten i den linjära modellen. OLS-regressionen genomförs på alla individuella observationer i urvalet där daglig avkastning under estimeringsfönstret för det individuella bolaget är den beroende variabeln och daglig avkastning under estimeringsfönstret för det valda marknadsindexet är den oberoende variabeln. Daglig avkastning för det individuella bolaget och marknaden har beräknats genom *ekvation 2* och *ekvation 3*.

*Ekvation 2: Daglig aktieavkastning*

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$$

$R_{it}$  = Aktieavkastning<sub>i</sub> för period<sub>t</sub>

$P_{it}$  = Pris för aktie<sub>i</sub> för period<sub>t</sub>

*Ekvation 3: Daglig marknadsavkastning*

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{m(t-1)}}{P_{m(t-1)}}$$

$R_{mt}$  = Marknadsavkastning<sub>m</sub> för period<sub>t</sub>

$P_{mt}$  = Pris för marknad<sub>m</sub> för period<sub>t</sub>

Efter att marknadsmodeller skattats för samtliga observationer kan den normala eller förväntade avkastningen uppskattas genom den skattade linjära modellen i *ekvation 1* vilken kan uttryckas som *ekvation 4*.

*Ekvation 4: Uppskattning av förväntad avkastning*

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$$

*Se appendix för definition av variabler*

Den normala avkastningen kan beskrivas som bolagets avkastning om eventet inte skulle inträffa och agerar som en baslinje för vilken avkastning ett bolag med en viss beta borde generera. Beta är i det här fallet en representation av det individuella bolagets systematiska risk i relation till marknaden, där ett högre beta innebär högre systematisk risk och högre förväntad avkastning. Sammanfattningsvis beräknas den normala avkastningen för de individuella bolagen under eventfönstret genom att multiplicera den faktiska marknadsavkastningen med beta och addera alpha, för varje dag under eventfönstret.

### 3.3.6 Abnormal avkastning

Variabeln som undersöks i studien är abnormal avkastning vilket kan uttryckas som *ekvation 5* (MacKinlay, 1997). I praktiken är abnormal avkastning differensen mellan den faktiska avkastningen under eventfönstret och den uppskattade normala avkastningen för varje enskild dag under eventfönstret. I empirin är det den genomsnittliga abnormala avkastningen per dag för det valda urvalet som undersöks, vilket har beräknats enligt *ekvation 6*. För att undersöka den abnormala avkastningen under ett tidsfönster används CAR, vilket är abnormal avkastning summerad för det tidsfönster som undersöks. CAR är beräknat enligt *ekvation 7*, även här används genomsnittlig CAR för det valda urvalet, som har analyserats i empirin, vilken är beräknad enligt *ekvation 8*. I empirin är det enbart den genomsnittliga abnormala- och kumulativa abnormala avkastningen, som har analyserats. Dessa betecknas som AR och CAR, samt syftar då på genomsnittet för det valda urvalet.

*Ekvation 5: Abnormal avkastning*

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Ekvation 6: Genomsnittlig abnormal avkastning

$$AAR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

Ekvation 7: Kumulativ abnormal avkastning

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

Ekvation 8: Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning

$$CAAR = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n CAR_i(\tau_1, \tau_2)$$

Se appendix för definition av variabler

## 3.4 Statistiska tester: t-test och multipel regressionsanalys

### 3.4.1 Övergripande statistiska tester

För att statistiskt undersöka och analysera resultaten från datainsamlingen genomförs i huvudsak två statistiska tester: t-test och en multipel linjär regressionsanalys. T-test genomförs med huvudsyftet att säkerställa att det finns en statistisk signifikant abnormal avkastning vid förvärv, vilket är av vikt att studera innan regressionsanalysen genomförs, i syfte att undvika att de oberoende variablerna försöker förklara ett obefintligt samband. Två regressionsmodeller med CAR (-1, 1) och CAR (0, 2) som beroende variabler utformas utifrån resultaten i t-testerna. De oberoende variablerna bestäms till: betalningsmetod, inhemsk/utrikes, relativ storlek, marknadsvärde, institutionellt ägandeskap och noterat/onoterat.

### 3.4.2 T-test

Grundläggande antaganden för att resultaten från t-testerna ska kunna anses vara tillförlitliga är enligt Brown och Warner (1985) i huvudsak att observationerna är oberoende och normalfördelade. Brown och Warner (1985) lyfter även att vid större urval blir medelvärdet av abnormal avkastning ungefär normalfördelat, som en följd av centrala gränsvärdessatsen, vilket

minskar relevansen av perfekt normalfördelning. Vidare diskussion kring datas lämplighet för statistiska tester och hur dataproblem har hanterats diskuteras i senare delar. T-tester genomförs på genomsnittlig abnormal avkastning för samtliga individuella dagar under eventfönstret (-5, 5) i syfte att undersöka huruvida den abnormala avkastning är statistiskt signifikant skild från noll på enskilda dagar. Utöver genomsnittlig abnormal avkastning analyseras även genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för fönstrena: (-1, +1), (0, +2), (-3, +3) och (-5, +5). T-testerna genomförs på fem olika grupper för att bilda en uppfattning om hypoteserna och vad som bör undersökas vidare i en multipel linjär regression. Grupperna som analyseras är: samtliga transaktioner, transaktioner med kontanter som betalningsmedel, transaktioner med aktier som betalningsmedel, transaktioner som understiger 40% institutionellt ägande i det budgivande bolaget och transaktioner som överstiger 40% institutionellt ägande i det budgivande bolaget. Gränsen vid 40% valdes eftersom den motsvarade urvalets median, avrundad till närmaste tiotal, vilket resulterade i två jämförbara grupper.

### 3.4.3 Multipel regressionsanalys

För att undersöka de bakomliggande faktorerna till den abnormala avkastningen används en multipel linjär regressionsanalys (MacKinlay, 1997). Den multipla regressionsmodellen betecknas i *ekvation 9*. Som beroende variabel kommer de eventfönster som eventuellt uppvisar ett statistiskt signifikant samband att analyseras, i syfte att säkerställa att det finns ett faktiskt samband att analysera. Den multipla regressionsmodellen består av den beroende variabeln betecknad med  $y$ , i det här fallet CAR och beskriver vilken kumulativ abnormal avkastning modellen uppskattar utifrån värdena på de oberoende variablerna. De oberoende variablerna, i modellen betecknade med  $x$ , är värdet på i det här fallet: betalningsmetod, inhemsk/utrikes, relativ storlek, marknadsvärde, institutionellt ägandeskap och noterat/onoterat. För dummyvariablerna bland de oberoende antas värdet 0 eller 1. Koefficienter kopplade till de oberoende variablerna betecknade med  $\beta$ , beskriver hur mycket den beroende variabeln  $y$  skiftar vid en skiftning i  $x$ . Slutligen fångar en felterm betecknad  $e$  upp den del av den beroende variabeln som misslyckas att förklaras av de oberoende variablerna. *Ekvation 10* beskriver den specificerade modellen som studien använt sig av. Efterföljande avsnitt beskriver och motiverar de inkluderade variablerna.

*Ekvation 9: Multipel linjär regressionsmodell*

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \dots + \beta_k x_{ki} + e_i$$

*Ekvation 10: Specifikation av multipel linjär regressionsmodell*

$$\begin{aligned} CAR(\tau_1, \tau_2) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Betaltalningsmedel Dummy}_i + \beta_2 \text{Institutionellt ägandeskap}_i \\ & + \beta_3 \text{Log Marknadsvärde}_i + \beta_4 \text{Relativ storlek}_i \\ & + \beta_5 \text{Noterat/Onoterat Dummy}_i + \beta_6 \text{Inrikes/Utrikes Dummy}_i + e_i \end{aligned}$$

*Se appendix för definition av variabler*

För att en multipel linjär regressionsmodell ska kunna tillämpas, krävs det att vissa antaganden är uppfyllda. Enligt Dougherty (2016) krävs följande: (1) modellen är linjär i parametrar och korrekt specificerad. (2) det finns variation i de oberoende variablerna i urvalet. (3) feltermens väntevärde är noll. (4) feltermen är homoskedastisk. (5) feltermerna är okorrelerade. (6) feltermen är normalfördelad. Hur pass väl modellen uppfyller nämnda kriterier och hantering av eventuella problem diskuteras vidare i nästa avsnitt, där statistiska tester används i syfte att testa modellens- och datas robusthet. Vissa av de här antagandena går att förbise genom statistiska metoder för linjär regressionsanalys. I studien har robusta standardfel och clustering för samma förvärvande bolag i flera transaktioner applicerats. Detta för att justera data när följande inte kan säkerställas: (4) feltermen är homoskedastisk och (5) feltermerna är okorrelerade.

### 3.4.4 Intressevariabler

I den multipla regressionsmodellen undersöks flera oberoende variablers effekt på den abnormala avkastningen. Studiens intressevariabler utgörs av valet av betalningsmedel och institutionellt ägande, vilka motiveras av resultat från tidigare studier. Andriosopoulos & Yang (2015) visar i sin studie att institutionellt ägande ger en positiv påverkan på abnormal avkastning. Därtill tyder empirin på att kontantförvärv, generellt sett, bidrar till högre abnormal avkastning jämfört med aktieförvärv (Mateev, 2017; Travlos, 1987), däremot kan effekten variera beroende på geografi och noteringsstatus (Goergen & Renneboog, 2004). För intressevariabeln betalningsmetod appliceras en dummyvariabel i regressionsmodellen. Variabeln antar ett värde av ett och noll baserat på val av betalningsmedel, medan institutionellt ägandeskap antar ett värde mellan noll och ett beroende på hur stor andel av företagets utestående aktier, som ägs av institutionella investerare vid annonseringstillfället.

### 3.4.5 Kontrollvariabler

Utöver studiens intressevariabler visar tidigare forskning att flertalet transaktions- och företagskaraktäristika kan påverka budgivarens kortsiktiga marknadsreaktion vid förvärv. I detta avsnitt introduceras de kontrollvariabler som används i analysen; budgivarens storlek, relativ transaktionsstorlek, målbolagets placering och huruvida målbolaget är noterat eller onoterat.

Om transaktionen är inhemsk, kategoriseras denna utifrån en dummy variabel som antar värdet ett för utrikes transaktioner och noll för inrikes. Detta motiveras genom att målbolagets placering kan ha en inverkan på köpbolagets kortsiktiga avkastning vid förvärv. I en studie av Eckbo & Thorburn (2000) visar resultaten att inhemska transaktioner resulterade i betydligt högre abnormal avkastning, jämfört med utländska målbolag. Uppfattningen om att inhemska transaktioner är mer gynnsamt runt annonsering delas även av annan tidigare forskning. I en studie av Conn et al. (2005) visade resultaten att utländska målbolag generellt sett ger upphov till lägre aktieavkastning än inhemska målbolag.

Föregående forskning har dessutom visat att målbolagets noteringsstatus kan få effekt på det förvärvande bolagets kortsiktiga värdeskapande. Fuller, Netter & Stegemoller (2002) visar i sin studie att onoterade bolag ger upphov till högre abnormal avkastning i förhållande till noterade förvärv. I modellen har en dummyvariabel för målbolagets status implementerats, där noterade bolag antagit värdet ett och onoterade värdet noll.

Vidare är budgivarens marknadsvärde en väsentlig aspekt inom M&A-litteraturen. Variabeln mäter hur storleken på budgivarens marknadsvärde påverkar marknadsreaktionen vid förvärv. Marknadsvärdet för annonseringsdatumet har extraherats från Capital IQ och representerar värdet på bolagets utestående aktier. De extraherade värdena har sedan logaritmerats eftersom de saknar ett övre tak vilket gör att urvalet tenderar att ha stor spridning och bli skevt. Därav är de logaritmerade värdena bättre anpassade för regressionsmodellens krav. Tidigare forskning har dessutom visat att marknadsvärde kan korrelera negativt med kumulativ abnormal avkastning (Moeller, Schlingemann & Stulz, 2004). Däremot kan effekten variera beroende på målbolagets noteringsstatus (Schneider & Spalt, 2021).

En annan aspekt om storlek som bör tas i beaktning är köpbolagets relativa storlek jämfört med målbolaget. Variabeln definieras utifrån transaktionsvärdet dividerat med budgivarens marknadsvärde vid annonsering och antar ett värde mellan ett och noll. I det fall köpbolaget är signifikant större än målbolaget kan den abnormala avkastningen underestimeras till följd av den relativt marginella vinsten i procentandel (Eckbo & Thorburn, 2000). Tidigare empiri gällande relativ storlek visar blandade resultat där vissa finner positivt samband och vissa ett icke-signifikant eller svagt samband (Custódio et al., 2013; Delis et al., 2022; Masulis, Wang & Xie, 2007).

## 3.5 Statistiska robusthetstester och modellkontroller

### 3.5.1 Potentiella dataproblem

Tidigare lyfts ett flertal kriterier som är betydande för att t-tester och multipel regressionsanalys ska kunna tolkas på ett korrekt sätt. Ett vanligt förekommande problem för eventstudier är att det uppstår clustering, icke-normalitet och heteroskedasticitet (MacKinlay, 1997). För att undersöka om så är fallet i denna studie och därmed kunna vidta åtgärder så att data ska passa de statistiska testerna, har en samling robusthetstester och modellkontroller genomförts.

### 3.5.2 Test för normalitet

Först och främst har ett Shapiro-Wilk test utformats för att testa huruvida residualerna följer en normalfördelning i de två regressionsmodellerna. Testet utformar en nollhypotes för att residualerna är normalfördelade och testar sedan hur väl observerade residualer liknar de värden som förväntas från en normalfördelning (Shapiro & Wilk, 1965). Om p-värdet är under 5% kan nollhypotesen förkastas och urvalet anses avvika från normalfördelning på 5% signifikansnivå.

### 3.5.3 Test för multikollinearitet

Multikollinearitet uppstår när två eller flera oberoende variabler är korrelerade eller har ett linjärt samband med varandra (Dougherty, 2016). Vid multikollinearitet påverkas koefficienterna till de oberoende variablerna, där de kan komma att bli oprecisa eller insignifikanta. Detta leder till att modellen blir känslig för förändringar i oberoende variabler, vilket kan resultera i att felaktiga slutsatser konstateras från signifikanstester (Brooks, 2019). Ett Variance Inflation Factor-test (VIF-test) upprättas, vilket testar för hur väl en

oberoende variabel kan förklaras av de övriga. I tillägg till VIF-testet har även en korrelationsmatris konstruerats för att ge en bättre överblick över de oberoende variablerna korreleration sinsemellan.

### 3.5.4 Test för linjäritet

Regressionsmodellen förutsätter att funktionen är korrekt specificerad och att sambandet mellan den beroende variabeln och de oberoende kan uttryckas som en funktion, vilken är linjär i parametrarna (Dougherty, 2016). För att undersöka att modellerna inte innehåller några variabler av icke-linjär karaktär genomförs ett Ramsey RESET test. Testet genomförs på 5% signifikansnivå där nollhypotesen, att modellen är korrekt specificerad, kan förkastas ifall p-värdet understiger 5%

### 3.5.5 Test för heteroskedasticitet

Homoskedasticitet i residualerna är ett grundläggande antagande som krävs för precisa regressionsmodeller. Om residualerna är heteroskedastiska kan de vanliga standardfelen bli felaktigt uppskattade, vilket i sin tur orsakar att p-värden och konfidensintervall blir missvisande (Dougherty, 2016). För att testa residualernas spridning och kunna fastställa huruvida det finns homoskedasticitet eller heteroskedasticitet har White's test genomförts. I det fall heteroskedasticitet skulle upptäckas går det fortfarande att använda OLS-skattning, men robusta standardfel bör användas för att limitera de problem som uppstår vid heteroskedasticitet (Dougherty, 2016).

## 3.6 Metodreflektion och begränsningar

### 3.6.1 Endogenitet

Ett vanligt förekommande problem med regressionsmodeller är att endogenitet kan uppstå. Endogenitet uppstår när en eller flera av de oberoende variablerna är korrelerade med feltermen (Dougherty, 2016). Detta medför problem som kan vara betydande för regressionsmodellens OLS-skattning och tolkningen av modellen. Det största problemet är att modellens koefficienter ( $\beta$ ) kan bli felaktigt uppskattade angående riktning eller magnitud, eftersom variablerna i modellen bär med sig information hänförlig till feltermen (Dougherty, 2016). Denna korrelation mellan variablerna och feltermen leder i sin tur till att OLS-skattningen blandar ihop effekten av variablerna, med effekten av feltermen. Bakomliggande faktor till att

endogenitet kan uppstå beror i många fall på att det finns utelämnade variabler (Dougherty, 2016). Ett exempel på potentiell endogenitet i studien är att betalningsmetod kan vara korrelerad till huruvida ledningen ser företagets aktie som övervärderad eller inte. Att lyckas undvika endogenitet i studien är svårt att utesluta fullt ut, eftersom feltermen för den här typen av studier blir stor. Detta som en följd av att många av de variabler som driver CAR ofta är privat information enbart tillgänglig till ledning, eller variabler som är svåra att mäta, exempelvis synergieffekter. Läsaren bör vara medveten om endogenitet och vad det medför för modellen vid läsning och tolkning av empirin.

### 3.6.2 Utelämnade variabler

Som tidigare nämnt kan utelämnade variabler leda till endogenitet, det här sker genom att en variabel som påverkar den beroende variabeln och är korrelerad med någon av övriga oberoende variabler, utelämnas från modellen och hamnar i feltermen. I det fallet leder det till samma problem som nämndes tidigare. Det andra utfallet vid utelämnandet av relevanta oberoende variabler är att modellens precision blir sämre och residualvariansen ökar, men koefficienterna påverkas inte ifall de inte är korrelerade med övriga oberoende variabler. (Dougherty, 2016). Möjliga utelämnade variabler för studien identifieras till: budpremie, synergipotential och multipelvärdering för budet på målbolag i relation till förvärvande bolag. Studien hade gärna undersökt dessa variabler men på grund av svårigheter att mäta, samt brist på publik information är det inte möjligt att genomföra. Därav går det inte att utesluta att det kan finnas utelämnade variabler, som läsaren bör ha i åtanke vid läsning och tolkning av empirin.

### 3.6.3 Clustering

Clustering är ett problem kopplat till oberoende variabler där observationer i grupper kan vara korrelerade (Dougherty, 2016). I studiens data är det största clusteringproblemet att det genomförs flera förvärv av samma bolag, något som kan innebära att transaktionerna är korrelerade. Även förvärv gjorda på samma eller närliggande datum skulle kunna falla inom clustering, däremot ses inte detta som ett lika stort problem, som problemet med samma förvärvande bolag. För att justera för clustering kan godtycklig korrelation inom cluster tillåtas, vilket ger mer tillförlitliga p-värden och konfidensintervall (Cameron & Miller, 2015).

### 3.6.4 Reliabilitet och validitet

För att kunna hävda att studien är reliabel krävs det att den är repeterbar, vilket definieras som egenskapen att återskapa samma studie och erhålla samma resultat (Bell, Bryman & Harley, 2019). De genomförda stegen i studien är tydligt förklarade och avgränsade, vilket möjliggör för andra forskare att återskapa studien. Reliabilitet är en förutsättning för att validitet ska existera, där validitet definieras som huruvida studien faktiskt mäter det den är avsedd att mäta (Bell, Bryman & Harley, 2019).

För att diskutera validitet görs en indelning i intern- och extern validitet. För intern validitet gäller att sambandet som observeras anses vara kausalt och för extern validitet gäller att resultatet som erhålls betraktas som generaliserbart (Bell, Bryman & Harley, 2019). Studien har konstruerats för att uppnå så hög intern validitet som möjligt genom konkreta avgränsningar, specifika undersökningsvariabler och statistiska robusthetstester. Däremot när det kommer till intern validitet ska det tas i beaktning att studien inte helt kan utesluta endogenitet eller uteslutna variabler. Därav bör empiriska resultat av regressionsanalysen analyseras med försiktighet, och i större utsträckning tolkas som samband snarare än kausala effekter på grund av den möjliga förekomsten av endogenitet och uteslutna variabler.

För extern validitet har studien tydligt avgränsats för att förbättra intern validitet genom minskat brus i data, vilket i sin tur har minskat generaliserbarheten i studien. De urvalskriterier som är applicerade medför därför att generaliserbarheten utanför studiens specifika dataurval, är diskutabelt. Eftersom studien dessutom är genomförd på den svenska marknaden med rena kontant- och aktietransaktioner, bör generaliseringar till andra geografiska marknader och transaktioner gjorda med blandad finansiering, göras med tillförsikt.

### 3.7 AI och GDPR

Användning av AI i den här studien är begränsad till utforskning av tidigare forskning och idégenerering. Den använda AI sökmotorn är ChatGPT där de prompts som använts finns i appendix. Personlig information är inte förekommande i den här studien, därav är den inte utsatt för GDPR-lagstiftning.

## 4. Empiriska resultat och analys

I detta kapitel redovisas studiens empiriska resultat och tillhörande analys. Inledningsvis presenteras deskriptiv statistik för urvalet och de centrala variablerna. Därefter presenteras resultaten, samt relevanta diagnostiska tester och robusthetskontroller.

## 4.1 Datamaterial och beskrivande statistik

### 4.1.1 Urval och tidsperiod

Tabell 3

Årlig fördelning av förvärv (N=183) uppdelat efter betalningsmetod, samt transaktionsvärde. För transaktioner under 2025 är urvalet begränsat till de som har annonserats fram till 2025-10-31. Belopp redovisas i SEKm.

| År    | Antal transaktioner | Antal kontanttransaktioner | Antal aktietransaktioner | Totalt transaktionsvärde | Genomsnittligt transaktionsvärde |
|-------|---------------------|----------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------------------|
| 2025  | 50                  | 39                         | 11                       | 93 675                   | 1 874                            |
| 2024  | 67                  | 52                         | 15                       | 78 602                   | 1 173                            |
| 2023  | 66                  | 59                         | 7                        | 77 838                   | 1 179                            |
| Total | 183                 | 150                        | 33                       | 250 115                  | 1 367                            |

Tabell 3 visar att urvalet omfattar totalt 183 förvärv under åren 2023-2025, där 2025 avser data fram till 2025-10-31. Betalningsformen är tydligt dominerad av kontant i hela urvalet, vilket uppgår sammantaget till 150 förvärv jämfört med 33 förvärv med aktier som betalningsmedel. Det totala transaktionsvärdet uppgår till 250 115 SEKm och år 2025 har det högsta genomsnittliga transaktionsvärdet om 1 874 SEKm.

### 4.1.2 Deskriptiv statistik för urvalet

Tabell 4

Deskriptiv statistik över transaktionsspecifika egenskaper hos budgivande företag. Urvalet omfattar 183 transaktioner genomförda av börsnoterade svenska bolag under perioden 2023-01-01 till 2025-10-31. Belopp redovisas i SEKm. "Betalningsmedel" klassificerar huruvida transaktionerna finansieras uteslutande med kontanter eller uteslutande med aktier. "Inhemsk/Utrikes" anger huruvida målbolaget är inom Sveriges gränser eller utanför. "Relativ storlek" definieras som transaktionsvärdet i relation till budgivarens marknadsvärde. "Marknadsvärde" avser det totala värdet på budgivarens utestående aktier vid annonseringstillfället. "Institutionellt ägande" mäter andelen i institutionella ägare i det budgivande bolaget vid annonseringstillfället. "Noterat/Onoterat" anger målbolagets noteringsstatus.

|                            |                     | Antal | Procent |
|----------------------------|---------------------|-------|---------|
| Transaktionsvärde          | Mindre än 10m       | 29    | 16%     |
|                            | 10m till 100m       | 72    | 39%     |
|                            | 100m till 500m      | 43    | 23%     |
|                            | Mer än 500m         | 39    | 21%     |
| Betalningsmetod            | Kontant             | 150   | 82%     |
|                            | Aktie               | 33    | 18%     |
| Inhemsk/Utrikes            | Inhemsk             | 68    | 37%     |
|                            | Utrikes             | 115   | 63%     |
| Relativ storlek            | Mindre än 5%        | 108   | 59%     |
|                            | 5% till 25%         | 47    | 26%     |
|                            | Större än 25%       | 28    | 15%     |
| Marknadsvärde              | Mindre än 100m      | 20    | 11%     |
|                            | 100m till 500m      | 22    | 12%     |
|                            | 500m till 1 000m    | 15    | 8%      |
|                            | 1 000m till 5 000m  | 41    | 22%     |
| Institutionellt ägandeskap | 5 000m till 10 000m | 29    | 16%     |
|                            | Större än 10 000m   | 56    | 31%     |
|                            | Mindre än 25%       | 45    | 25%     |
|                            | 25% till 50%        | 83    | 45%     |
| Noterat/Onoterat           | 50% till 75%        | 45    | 25%     |
|                            | Större än 75%       | 10    | 5%      |
|                            | Noterat             | 16    | 9%      |
|                            | Onoterat            | 167   | 91%     |

Tabell 4 ger en översikt av urvalets sammansättning om 183 förvärv. Fördelningen av transaktionsvärde visar att urvalet främst består av mindre och medelstora affärer, där den största kategorin är 10-100 SEKm (39%), följt av 100-500 SEKm (23%), medan 21% överstiger 500 SEKm. Betalningsformen är i huvudsak kontant (82%), och aktiebetalning förekommer i 18% av fallen. Vidare utgör utrikes förvärv en större andel (63%) än inhemska (37%). De flesta affärer är relativt små i relation till budgivaren: 59% har en relativ storlek under 5%, medan endast 15% överstiger 25%. Budgivarens marknadsvärde är spritt men lutar mot större bolag, där den största kategorin är >10 000 SEKm (31%) följt av 1 000-5 000 SEKm (22%). Institutionellt ägande är vanligast i intervallet 25-50% (45%), medan mycket högt institutionellt ägande (>75%) är relativt ovanligt i urvalet.

Tabell 5

Deskriptiv statistik över kontinuerliga variabler som inkluderas i regressionsmodeller. Icke-kontinuerliga variabelers fördelning presenteras i tabell 4.

| Beroende variabler     | Genomsnitt | Median | Max       | Min     |
|------------------------|------------|--------|-----------|---------|
| CAR (-1, +1)           | 1,49%      | 1,57%  | 28,81%    | -37,52% |
| CAR (0, +2)            | 1,45%      | 0,92%  | 27,75%    | -33,54% |
| Oberoende variabler    |            |        |           |         |
| Institutionellt ägande | 40,2%      | 39,4%  | 86,2%     | 0,0%    |
| Relativ storlek        | 18,4%      | 3,7%   | 302,1%    | 0,0%    |
| Marknadsvärde          | 3 4648     | 4 356  | 2 104 580 | 2,43    |

Tabell 5 redovisar de kontinuerliga variabler som ingår i regressionsmodellerna. Kumulativ abnormal avkastning är i båda eventfönster i genomsnitt cirka 1,5%, men innehåller positiva och negativa extremvärden. Institutionellt ägande uppgår i genomsnitt till cirka 40%, med stora variationer. Relativ storlek uppvisar även hög spridning med ett genomsnitt på cirka 18%, medan median är runt 4%, vilket indikerar att ett fåtal transaktioner påverkar medelvärdet. Marknadsvärde visar även stor variation i urvalet, vilket speglar en blandning av mindre och större budgivare.

## 4.2 Hypotes 1: Marknadsreaktion vid annonsering av förvärv

### 4.2.1 Empiriskt utfall: AR/CAR kring annonseringsdatum

Tabell 6

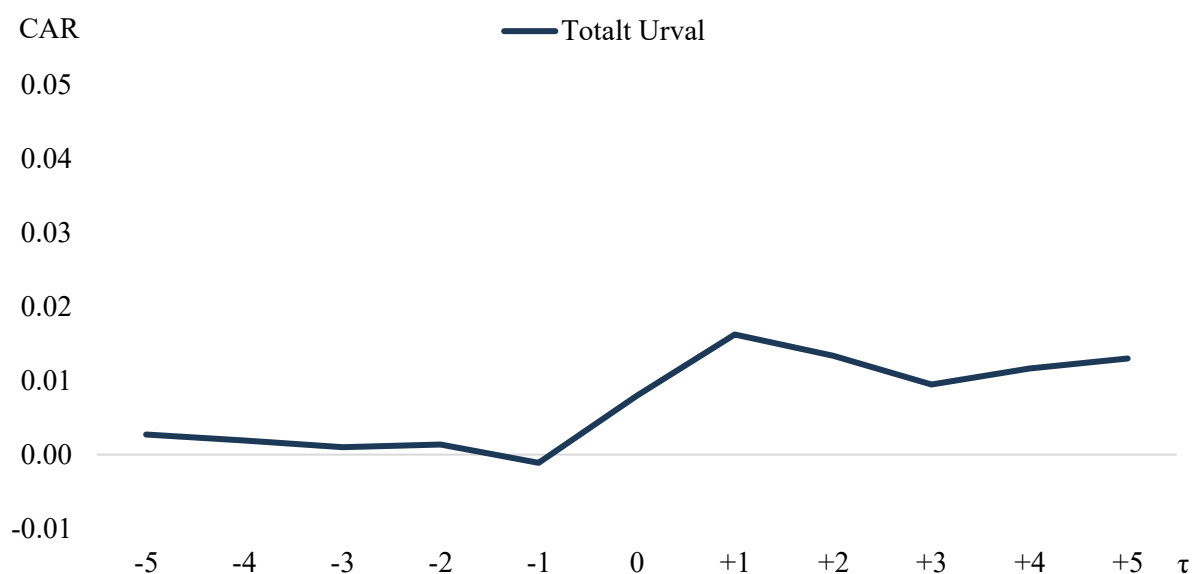
Genomsnittlig abnormal avkastning för varje enskild dag inom eventfönstret (-5, 5) för alla transaktioner. Abnormal avkastning analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Alla transaktioner |        |         |         |        |         |           |          |         |         |        |        |  |
|--------------------|--------|---------|---------|--------|---------|-----------|----------|---------|---------|--------|--------|--|
| Eventdag           | -5     | -4      | -3      | -2     | -1      | 0         | +1       | +2      | +3      | +4     | +5     |  |
| AR                 | 0,0027 | -0,0008 | -0,0010 | 0,0003 | -0,0024 | 0,0090*** | 0,0082** | -0,0029 | -0,0039 | 0,0022 | 0,0014 |  |
| t-värde            | 1,19   | -0,29   | -0,39   | 0,14   | -1,09   | 2,77      | 1,95     | -1,12   | -1,13   | 0,52   | 0,52   |  |

Tabell 6 visar att den genomsnittliga abnormala avkastningen är nära noll eventdagarna före annonseringen (-5 till -1), medan vi ser en tydlig positiv och statistiskt signifikant reaktion på dag 0 i direkt anslutning till offentliggörandet av förvärvet, samt en fortsatt positiv signifikant reaktion på dag +1.

Figur 2

Utveckling i genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning under eventfönstrets gång för hela urvalet (N=183), data representerar perioden  $\tau_{-5}$  till  $\tau_{+5}$  där eventdagen är  $\tau_0$ .



I figur 2 presenteras utvecklingen i genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning (CAR) under perioden -5 till +5 handelsdagar kring annonseringsdatumet. Utvecklingen under eventdagarna innan dag 0 ligger CAR nära noll och uppvisar en kumulativ svag nedgång fram till eventdag -1. I samband med annonseringen av förvärvet sker en tydlig uppgång, där CAR markant stiger både under eventdag 0 och +1. Efter dag 1 avtar uppgången och kursen stabiliseras.

Tabell 7

Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för hela urvalet (N=183) observerad över fyra olika fönster där x i (x, y) ger utgångspunkten och y ger slutpunkten. Fönsterna analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Beroende variabler     | Genomsnitt | Median | Max       | Min     |
|------------------------|------------|--------|-----------|---------|
| CAR (-1, 1)            | 1,49%      | 1,57%  | 28,81%    | -37,52% |
| CAR (0, 2)             | 1,45%      | 0,92%  | 27,75%    | -33,54% |
| Oberoende variabler    |            |        |           |         |
| Institutionellt ägande | 40,2%      | 39,4%  | 86,2%     | 0,0%    |
| Relativ storlek        | 18,4%      | 3,7%   | 302,1%    | 0,0%    |
| Marknadsvärde          | 3 4648     | 4 356  | 2 104 580 | 2,43    |

I tabell 7 presenteras den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för flera olika eventfönster kring annonseringsdatumet. I huvudfönstret (-1, +1) uppgår genomsnittlig abnormal avkastning till cirka 1,5% och är statistiskt signifikant. Även fönster (0, +2) uppvisar en positiv och signifikant abnormal avkastning medan de längre eventfönstrena (-3, +3) och (-5, +5) inte visar signifikanta effekter. Sammanfattningsvis visar resultaten att effekten är störst i nära anslutning till annonseringsdatum.

#### 4.2.2 Analys av empiriskt utfall: AR/CAR kring annonseringsdatum

Eftersom prisreaktionen i samband med förvärv är signifikant runt annonseringsdatumet och dagen efter, indikerar detta att mönstret är förenligt med den semi-starka formen av den effektiva marknadshypotesen. Detta innebär att när ny information blir publik tenderar den att snabbt reflekteras i aktiepriset (Fama, 1970), vilket reaktionen som är koncentrerad till dag 0 och +1 visar. Avsaknad av signifikans på eventddagar före dag 0 kan också tolkas som att det finns ett begränsat informationsläckage i genomsnitt, alternativt att eventuella rykten får för svag spridning och effekt.

Resultatet kan även analyseras utifrån signaleringsteorin, som handlar om hur finansiella val används som kommunikationsverktyg av företagsledningen mot marknaden (Kreps & Sobel, 1994). Förvärv kan signalera ledningens förväntningar om synergier och strategisk tillväxt. Den positiva abnormala avkastningen vid annonsering indikerar att marknaden i genomsnitt tolkar affärerna som ”goda nyheter” för budgivaren. Att reaktionen även är positiv på eventdag +1 kan bero på att informationen analyseras succesivt och fler detaljer kring förvärvets påverkan, som exempelvis pris, finansiering, synergieffekter blir tydligare efter en viss tid.

Utfallet går i linje med Eckbo & Thorburns (2000) studie som visar positiv signifikant abnormal avkastning vid förvärv, medan det motsäger Campa & Hernando (2004) som visade att majoriteten av förvärv ger upphov till negativ avkastning. Därtill visade dessutom Campa & Hernando (2004) att 45% av förvärven gav en abnormal avkastning nära 0, vilket också motsägs av föreliggande resultat med statistiskt signifikant positiv avkastning på 5%-nivån. Däremot stämmer resultatet överens med Martynova & Renneboog (2008) som visar att förvärv, generellt sett, genererar positiv avkastning på +0,53% vilket är märkvärt lägre än studiens utfall. Det förhållandevis genomgående resultatet för båda fönstren (-1, +1) och (0, +2) samt den stabila signifikansnivån indikerar att utfallet är konsekvent. Tidigare forsknings olika resultat under olika förutsättningar och kontexter understryker betydelsen av vidare analys av beståndsdelarna bakom kumulativ abnormal avkastning.

Vid besvarande av första hypotesen kan det konstateras att resultaten visar att annonseringen av förvärv ger upphov till statistiskt signifikant positiv abnormal avkastning i de kortsiktiga eventfönstrena (-1, +1) och (0, +2) på 5%-nivån. Därtill är signifikansnivån samt den

kumulativa abnormala avkastningen konsekvent över båda eventfönstren. Därav förkastar vi nollhypotesen:

**H<sub>11</sub>:** *Annonsering av förvärv påverkar budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

## 4.3 T-test: Betalningsmedel och institutionellt ägande

### 4.3.1 Betalningsmedel och kortsiktig avkastning vid annonsering av förvärv

Tabell 8

Genomsnittlig abnormal avkastning för varje enskild dag inom eventfönstret (-5, +5) uppdelad i kontant- och aktietransaktioner. Abnormal avkastning analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Kontanttransaktioner |        |         |         |         |         |           |          |         |         |         |         |
|----------------------|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Eventdag             | -5     | -4      | -3      | -2      | -1      | 0         | +1       | +2      | +3      | +4      | +5      |
| AR%                  | 0,0011 | -0,0019 | -0,0022 | -0,0007 | -0,0002 | 0,0090*** | 0,0077** | -0,0020 | -0,0020 | -0,0001 | -0,0015 |
| t-värde              | 0,56   | -0,81   | -0,96   | -0,33   | -0,07   | 3,03      | 1,90     | -0,79   | -0,62   | -0,03   | -0,65   |

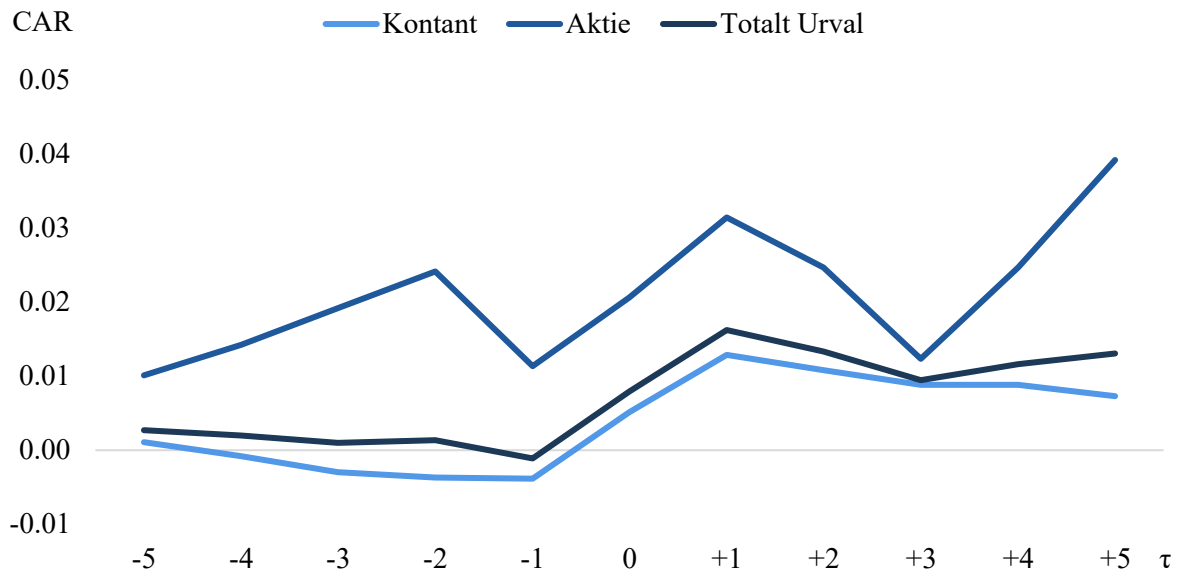
  

| Aktietransaktioner |       |       |       |       |           |       |       |        |        |       |       |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Eventdag           | -5    | -4    | -3    | -2    | -1        | 0     | +1    | +2     | +3     | +4    | +5    |
| AR%                | 0,010 | 0,004 | 0,005 | 0,005 | -0,0127** | 0,009 | 0,011 | -0,007 | -0,012 | 0,012 | 0,015 |
| t-värde            | 1,12  | 0,43  | 0,69  | 0,56  | -2,06     | 0,75  | 0,74  | -0,79  | -1,06  | 0,61  | 1,44  |

Tabell 8 visar att den genomsnittliga abnormala avkastningen (AR) för kontant- och aktiebaserade förvärv under eventfönstret -5 till +5. För kontanttransaktioner är den genomsnittliga abnormala avkastningen positiv på eventdag 0 och dag +1, där båda dagarna är statistiskt signifikanta. Utanför dessa eventdagar är den genomsnittliga abnormala avkastningen nära noll och inte statistiskt signifikant. Vid förvärv med aktier som betalningsmedel är den genomsnittliga abnormala avkastningen mer varierande, med statistisk signifikans endast på eventdag -1.

Figur 3

Utveckling i kumulativ abnormal avkastning under eventfönstrets gång för alla observationer (N=183), observationer där det valda betalningsmedlet har varit kontant (N=150) och observationer där det valda betalningsmedlet har varit aktier (N=33). Data sträcker sig från  $\tau_5$  till  $\tau_5$  handelsdagar där eventdagen är lika med  $\tau_0$ .



Före annonseringen ligger CAR nära noll för både kontantförvärv och det totala förvärvurvalet, medan aktieförvärv är mer volatil och visar en positiv abnormal avkastning innan annonseringsdatumet för förvärv. Vid annonsering noteras en tydlig positiv rörelse för samtliga serier. Därefter är abnormal avkastning för serierna kontantförvärv och det totala urvalet svagt avtagande, medan aktieförvärvande bolag har en fortsatt volatil abnormal avkastning.

Tabell 9

Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för hela urvalet indelat i två undervariabler kopplade till betalningsmedel: kontant och aktie, observerad över fyra olika fönster där  $x$  ( $x, y$ ) ger utgångspunkten och  $y$  ( $x, y$ ) ger slutpunkten. Fönsterna analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Eventfönster           | (-1, +1) | (0, +2)  | (-3, +3) | (-5, +5) |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>Kontant (N=150)</b> |          |          |          |          |
| Genomsnittlig CAR%     | 0,0165*  | 0,0147** | 0,0096   | 0,0073   |
| t-värde                | 1,90     | 2,28     | 1,18     | 0,80     |
| p-värde                | 0,0599   | 0,0250   | 0,2427   | 0,4270   |
| <b>Aktie (N=33)</b>    |          |          |          |          |
| Genomsnittlig CAR%     | 0,0074   | 0,0134   | -0,0019  | 0,0643   |
| t-värde                | 0,32     | 0,55     | -0,05    | 0,81     |
| p-värde                | 0,7497   | 0,5833   | 0,9591   | 0,4241   |

Tabell 9 redovisar genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning (CAR) för kontant- respektive aktieförvärv för fyra olika eventfönster, tillsammans med t-tester och p-värden. Kontantförvärv (N=150) uppvisar en positiv genomsnittlig CAR i samtliga eventfönster och är statistiskt signifikant i de kortare eventfönsterna (-1, +1) och (0, +2), vilket tyder på en positiv

kortsiktig marknadsreaktion vid kontantfinansierade förvärv. Vid längre eventfönster (-3, +3) och (-5, +5) kvarstår en positiv abnormal avkastning, men resultaten är inte statistiskt signifikanta. För aktietransaktioner är genomsnittlig abnormal avkastning inte statistiskt signifikant i något eventfönster och uppvisar även en större variation, där CAR är svagt negativ i eventfönster (-3, +3). Sammantaget indikerar tabellen att den statistiskt säkerställda kortsiktiga marknadsreaktionen i urvalet främst återfinns för kontantfinansierade förvärv.

#### 4.3.2 Institutionellt ägande och kortsiktig avkastning vid annonsering av förvärv

Tabell 10

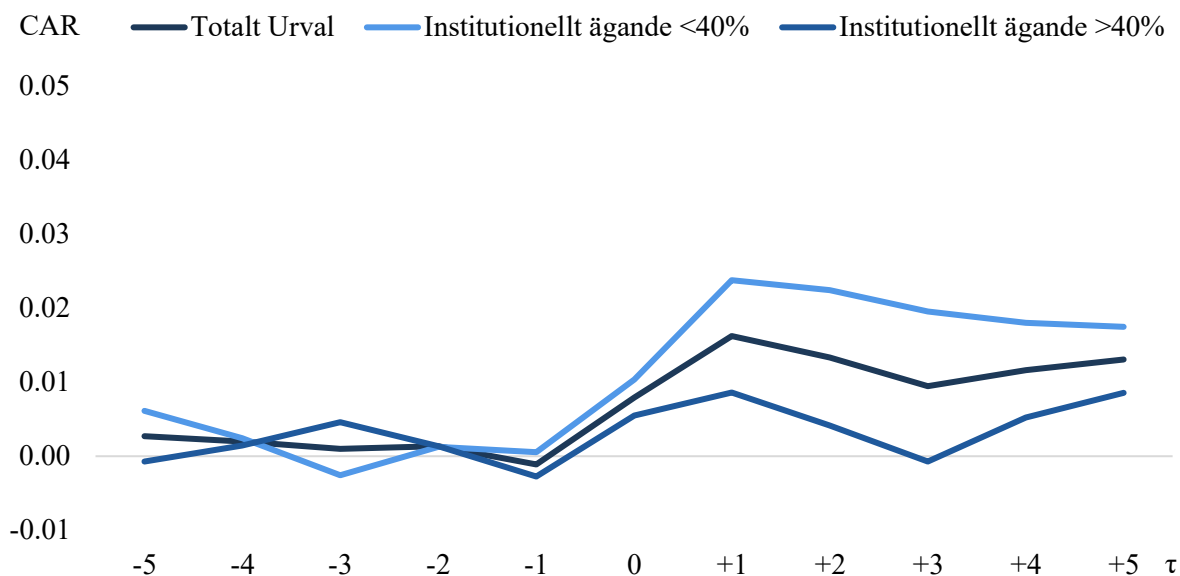
Genomsnittlig abnormal avkastning för varje enskild dag inom eventfönstret (-5, +5) uppdelad i andel institutionellt ägande. Abnormal avkastning analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Institutionellt ägande < 40% |        |        |        |         |         |          |         |         |         |        |        |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|--------|--------|
| Eventdag                     | -5     | -4     | -3     | -2      | -1      | 0        | +1      | +2      | +3      | +4     | +5     |
| AR%                          | 0,006  | -0,004 | -0,005 | 0,004   | -0,001  | 0,0098** | 0,0134* | -0,001  | -0,003  | -0,002 | -0,001 |
| t-värde                      | 1,63   | -1,02  | -1,52  | 0,98    | -0,24   | 1,99     | 1,86    | -0,33   | -0,49   | -0,25  | -0,18  |
| Institutionellt ägande > 40% |        |        |        |         |         |          |         |         |         |        |        |
| Eventdag                     | -5     | -4     | -3     | -2      | -1      | 0        | +1      | +2      | +3      | +4     | +5     |
| AR%                          | 0,0007 | 0,0022 | 0,0032 | -0,0032 | -0,0041 | 0,0082*  | 0,0031  | -0,0045 | -0,0049 | 0,0060 | 0,0033 |
| t-värde                      | -0,43  | 0,65   | 1,08   | -1,29   | -1,41   | 1,87     | 0,77    | -1,36   | -1,49   | 1,02   | 0,87   |

Tabell 10 presenterar genomsnittlig abnormal avkastning (AR) uppdelat på transaktioner med institutionellt ägande under respektive över 40 procent, under perioden eventdag -5 till 5. Vid annonseringsdatumet (dag 0) uppvisar båda grupper en positiv genomsnittlig abnormal avkastning som är statistiskt signifikant, där gruppen med institutionellt ägande över 40 procent har en högre abnormal avkastning. Dagen efter annonsering kvarstår en positiv och signifikant abnormal avkastning för gruppen med lägre institutionellt ägande, medan gruppen med högre institutionellt ägande uppvisar fortsatt positiv AR, men inte statistisk signifikans. Sammantaget visar tabellen att den kortsiktiga prisreaktionen kring annonseringsdatum är tydlig i båda grupper på eventdag 0 medan reaktionen på eventdag +1 är tydligare när institutionellt ägande är lägre.

Figur 4

Utveckling i kumulativ abnormal avkastning under eventfönstrets gång för samtliga observationer (N=183), observationer där institutionellt ägande har varit under 40% (N=93) och observationer där institutionellt ägande har varit över 40% (N=90). Data sträcker sig från  $\tau_{-5}$  till  $\tau_{+5}$  handelsdagar där eventdagen är lika med  $\tau_0$ .



Figuren visar utvecklingen i kumulativ abnormal avkastning (CAR) från eventdag -5 till +5 kring annonseringsdatumet av förvärvet i tre olika serier: transaktioner där budgivare har ett institutionellt ägande under respektive över 40 procent, samt totalurvalet. Före annonseringsdatumet ligger kumulativ abnormal avkastning (CAR) nära noll för samtliga serier och de rör sig inte i något tydligt mönster. Vid annonsering av förvärv sker en tydlig uppgång i CAR för samtliga grupper, där gruppen med institutionellt ägande under 40% visar den starkaste uppgången. Totalurvalet följer ett jämnare mönster och placerar sig mellan de två grupperna genom en större del av perioden. Resultaten tyder på att den abnormala avkastningen avtar desto större institutionell ägarandel det budgivande bolaget har.

Tabell 11

Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för hela urvalet indelat i två undervariabler kopplade till institutionellt ägande: < 40% och > 40%, observerad över fyra olika fönster där x (x, y) ger utgångspunkten och y (x, y) ger slutpunkten. Fönsterna analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Eventfönster                                     | (-1, 1)  | (0, 2)  | (-3, 3) | (-5, 5) |
|--|----------|---------|---------|---------|
| <b>Institutionellt ägandeskap &lt;40% (N=93)</b> |          |         |         |         |
| Genomsnittlig CAR%                               | 0,0225** | 0,0219* | 0,0172  | 0,0175  |
| t-värde  | 2,33     | 1,97    | 1,00    | 0,85    |
| p-värde  | 0,0286   | 0,5240  | 0,3213  | 0,3994  |
| <b>Institutionellt ägandeskap &gt;40% (N=90)</b> |          |         |         |         |
| Genomsnittlig CAR%                               | 0,0072   | 0,0069  | -0,0022 | 0,0086  |
| t-värde  | 1,00     | 0,95    | -0,20   | 0,81    |

p-värde 0,3201 0,3474 0,8457 0,4184

Tabell 11 redovisar att budgivare med institutionellt ägande <40% har högre genomsnittlig CAR än budgivare med >40% i samtliga eventfönster. Gruppen med lägre institutionellt ägande visar inte signifikanta resultat i något eventfönster, medan institutionellt ägande <40% visar statistisk signifikans i eventfönster (-1, +1) och (0, +2).

## 4.4 Sammanställning av eventstudieresultat

Tabell 12

Genomsnittlig abnormal avkastning för varje enskild dag inom eventfönstret (-5, +5) uppdelad i två underkategorier: val av betalningsmedel och andel institutionellt ägande. Abnormal avkastning analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Eventdag | Alla transaktioner |         | Kontant-transaktioner |         | Aktie-transaktioner |         | Institutionellt ägande <40% |         | Institutionellt ägande >40% |         |
|----------|--------------------|---------|-----------------------|---------|---------------------|---------|-----------------------------|---------|-----------------------------|---------|
|          | AR%                | t-värde | AR%                   | t-värde | AR%                 | t-värde | AR%                         | t-värde | AR%                         | t-värde |
| -5       | 0,0027             | 1,19    | 0,0011                | 0,56    | 0,010               | 1,12    | 0,006                       | 1,63    | -0,0007                     | -0,43   |
| -4       | -0,0008            | -0,29   | -0,0019               | -0,81   | 0,004               | 0,43    | -0,004                      | -1,02   | 0,0022                      | 0,65    |
| -3       | -0,0010            | -0,39   | -0,0022               | -0,96   | 0,005               | 0,69    | -0,005                      | -1,52   | 0,0032                      | 1,08    |
| -2       | 0,0003             | 0,14    | -0,0007               | -0,33   | 0,005               | 0,56    | 0,004                       | 0,98    | -0,0032                     | -1,29   |
| -1       | -0,0024            | -1,09   | -0,0002               | -0,07   | -0,0127**           | -2,06   | -0,001                      | -0,24   | -0,0041                     | -1,41   |
| 0        | 0,0090***          | 2,77    | 0,0090***             | 3,03    | 0,009               | 0,75    | 0,0098**                    | 1,99    | 0,0082*                     | 1,87    |
| 1        | 0,0082**           | 1,95    | 0,0077**              | 1,90    | 0,011               | 0,74    | 0,0134*                     | 1,86    | 0,0031                      | 0,77    |
| 2        | -0,0029            | -1,12   | -0,0020               | -0,79   | -0,007              | -0,79   | -0,001                      | -0,33   | -0,0045                     | -1,36   |
| 3        | -0,0039            | -1,13   | -0,0020               | -0,62   | -0,012              | -1,06   | -0,003                      | -0,49   | -0,0049                     | -1,49   |
| 4        | 0,0022             | 0,52    | -0,0001               | -0,03   | 0,012               | 0,61    | -0,002                      | -0,25   | 0,0060                      | 1,02    |
| 5        | 0,0014             | 0,52    | -0,0015               | -0,65   | 0,015               | 1,44    | -0,001                      | -0,18   | 0,0033                      | 0,87    |

## 4.5 Regressionsresultat: huvudmodell och kontrollvariabler

### 4.5.1 Regressionsmodell

Tabell 13

Multipel linjär regressionsmodell där två eventfönster undersöks som beroende variabel: CAR (-1, +1) och CAR (0, +2). Intressevariablerna: "Kontant" och "Institutionellt ägande", undersöks i kombination med fyra kontrollvariabler. "Kontant" är en dummyvariabel som antar värdet 1 om transaktionen är genomförd med kontanter. "Utrikes" är en dummyvariabel som antar värdet 1 om målbolaget är beläget utanför Sveriges gränser. "Institutionellt ägande" anger andelen institutionella ägare i det budgivande bolaget. "Relativ storlek" uttrycker transaktionsvärdet i relation till det budgivande bolagets marknadsvärde. "Marknadsvärde" är det logaritmiska värdet på det budgivande bolagets utestående aktier. "Listat målbolag" är en dummy som antar värdet 1 om målbolag är ett publikt bolag listat på en marknadsplats. Koefficienternas signifikans analyseras med t-tester, statistisk signifikans på 10%-, 5%- och 1%-nivå är noterat med \*, \*\* och \*\*\*.

| Beroende variabel:       | CAR (-1, +1) |         | CAR (0, +2) |         |
|--------------------------|--------------|---------|-------------|---------|
|                          | $\beta$      | t-värde | $\beta$     | t-värde |
| Intercept                | 0,00157      | 0,05    | 0,02422     | 0,71    |
| Kontant                  | -0,01510     | -0,66   | -0,02017    | 0,81    |
| Utrikes                  | 0,02544*     | 1,79    | 0,02496     | 1,62    |
| Institutionell ägarandel | -0,07747**   | -2,34   | -0,08849**  | -2,56   |
| Relativ storlek          | 0,02100      | 0,94    | 0,00566     | 0,22    |
| Marknadsvärde            | 0,01547      | 1,45    | 0,01051     | 0,92    |
| Listat målbolag          | -0,08972     | -1,01   | -0,00850    | -0,37   |
| N                        | 183          |         | 183         |         |
| F                        | 1,46         |         | 1,66        |         |
| R <sup>2</sup>           | 0,0498       |         | 0,0337      |         |

Ur tabell 13 kan det utläsas att sambandet mellan institutionella ägarandel och kumulativ abnormal avkastning är statistiskt säkerställt på 5%-nivån för båda fönstren. Resultaten indikerar en negativ korrelation mellan institutionell ägarandel och abnormal avkastning runt annonsering. Koefficienterna för institutionellt ägande, -7,747% (-1, +1) respektive -8,849% (0, +2) visar att när andelen institutionellt ägande ökar med 1%, minskar den kumulativa abnormal avkastningen med -0,07747% respektive -0,08849%. Därutöver visar utrikesförvärv på svag signifikans på 10%-nivån för (-1,+1) fönstret. Övriga variabler, inklusive betalningsmetod, uppvisar inget statistiskt signifikant samband med kumulativ abnormal avkastning. R<sup>2</sup> uppvisar låga värden nära 0 vilket innebär att modellen förklarar en begränsad del av variationen. Detta tyder på att kumulativ abnormal avkastning påverkas av olika faktorer som sträcker sig bortom studiens omfattning.

## 4.6 Resultat och analys av statistiska robusthetstester och modellkontroller

### 4.6.1 Test för normalitet

Tabell 14

Tabellen visar resultat av Shapiro–Wilk-test av normalitet för residualerna (chat) för regressionsmodeller av två eventfönster: CAR (-1, +1) respektive CAR (0, +2) som beroende variabel. För varje modell rapporteras antalet observationer (N = 183), testsmåtten w och V, z-värde samt p-värdet.

| CAR (-1, 1) |     |         |       |       |        |
|-------------|-----|---------|-------|-------|--------|
| Variable    | N   | w       | V     | z     | Prob>z |
| Residual    | 183 | 0,95023 | 6,874 | 4,416 | 0,0000 |

| CAR (0, 2) |     |         |       |       |        |
|------------|-----|---------|-------|-------|--------|
| Variable   | N   | w       | V     | z     | Prob>z |
| Residual   | 183 | 0,94556 | 7,519 | 4,621 | 0,0000 |

Shapiro-Wilk-testet visar att båda modeller har p-värden under 1%, därav kan nollhypotesen, att residualerna är normalfördelade, förkastas på 1% signifikansnivå. Det går därmed inte konstatera att de är normalfördelade. Givet urvalets storlek och att modellerna är baserade på clustrade och robusta standardfel bedöms dock inte exakt normalitet vara avgörande för resultaten, men tolkningen görs med en viss försiktighet.

#### 4.6.2 Test för multikollinearitet

Tabell 15

Korrelationsmatris över inbördes korrelation mellan oberoende variabler inom regressionsmodellen. Varje cell visar den inbördes korrelationen där värden mellan -1 och 1 kan antas.

| Variabel                   | Kontant/<br>Aktie | Log<br>Marknadsvärde | Relativ<br>storlek | Institutionellt<br>ägande | Inhemsk/<br>Utrikes | Listat/Olistat<br>målbolag |
|----------------------------|-------------------|----------------------|--------------------|---------------------------|---------------------|----------------------------|
| Kontant/<br>Aktie          | 1,0000            |                      |                    |                           |                     |                            |
| Log<br>Marknadsvärde       | 0,4900            | 1,0000               |                    |                           |                     |                            |
| Relativ<br>storlek         | -0,3243           | -0,4067              | 1,0000             |                           |                     |                            |
| Institutionellt<br>ägande  | 0,0296            | 0,4337               | -0,1314            | 1,0000                    |                     |                            |
| Inhemsk/<br>Utrikes        | 0,3158            | 0,4033               | -0,2429            | 0,3841                    | 1,0000              |                            |
| Listat/Olistat<br>målbolag | -0,2070           | 0,1063               | 0,1839             | -0,0378                   | -0,1623             | 1,0000                     |

Korrelationsmatrisen påvisar att ingen av de oberoende variablerna i modellen har en inbördes korrelation som överstiger 0,8. Korrelationsnivåerna i matrisen höjer därmed inga varningsflaggor gällande multikollinearitet.

Tabell 16

Sammanställning av resultat för Variance Inflation Factor (VIF) test. VIF beskriver hur mycket variansen inflateras som en följd av multikollinearitet med övriga variabler. 1/VIF förklarar hur stor andel av förklaringsvariabelns variation som inte kan förklaras av de övriga oberoende variablerna.

| Variabel                      | VIF  | 1/VIF    |
|-------------------------------|------|----------|
| Log Marknadsvärde             | 2,15 | 0,464937 |
| Dummy Kontant/Aktie           | 1,61 | 0,620399 |
| Institutionellt ägande        | 1,46 | 0,68426  |
| Dummy Inhemsk/Utrikes         | 1,38 | 0,727091 |
| Relativ storlek               | 1,30 | 0,771519 |
| Dummy Listat/Olistat målbolag | 1,23 | 0,814485 |
| Mean VIF                      | 1,52 |          |

Resultaten från VIF-testet påvisar likt tidigare tester att ingen av de använda variablerna i modellen uppvisar en betydande nivå av multikollinearitet, eftersom det högsta VIF-värdet i modellen ligger strax över två.

#### 4.6.3 Test för linjäritet

Tabell 17

Ramsey RESET test över eventperioderna CAR (-1, 1) och CAR (0, 2), där F(3, 173) mäter om testets icke-linjära tilläggstermer förbättrar förklaringsgraden som helhet i modellen. Prob > F mäter p-värdet för testet.

| CAR (-1, +1) |        | CAR (0, +2) |        |
|--------------|--------|-------------|--------|
| F(3, 173)    | 1,37   | F(3, 173)   | 2,35   |
| Prob > F     | 0,2527 | Prob > F    | 0,0740 |

I Ramsey RESET-testet finner studien ingen statistisk signifikans på 5%-nivå, att icke-linjära termer skulle förbättra förklaringsgraden i modellen. Däremot uppvisar eventfönstret CAR (0, +2) ett p-värde som är signifikant på 10% nivå, men detta bedöms dock inte av studien som något som skulle snedvrída modellen. Därav har ingen justering av modellform för detta genomförts.

#### 4.6.4 Test för heteroskedasticitet

Tabell 18

White's test för eventperioderna CAR (-1, +1) och CAR (0, +2). Testet redogör för chi2, vilket är teststatistiken, df, som är antalet frihetsgrader och p-värdet. Heteroskedasticitet mäter om feltermens varians är konstant fördelad eller varierar. Skewness mäter om residualernas fördelning uppvisar snedhet. Kurtosis mäter om residualernas fördelning har tjocka svansar som avviker från normalfördelning.

| CAR (-1, +1)       | chi2  | df | p      |
|--------------------|-------|----|--------|
| Heteroskedasticity | 59,29 | 24 | 0,0001 |
| Skewness           | 14,43 | 6  | 0,0251 |
| Kurtosis           | 3,52  | 1  | 0,0606 |
| Total              | 77,24 | 31 | 0,0000 |

| CAR (-1, +1)       | chi2  | df | p      |
|--------------------|-------|----|--------|
| Heteroskedasticity | 59,29 | 24 | 0,0001 |
| Skewness           | 14,43 | 6  | 0,0251 |
| Kurtosis           | 3,52  | 1  | 0,0606 |
| Total              | 77,24 | 31 | 0,0000 |

I White's test framgår det tydligt att p-värdena är tydligt signifikanta vilket innebär att residualerna för båda modeller inte följer homoskedasticitet. Detta är inget ovanligt för den här typen av eventstudie. Om detta lämnas obehandlat kan det ge konsekvenser som att p-värden och konfidensintervall blir missvisande då modellen förutsätter homoskedasticitet. Det här kan leda till risk för typ 1 fel, det vill säga att nollhypotesen felaktigt förkastas. För att motverka detta har studien använt sig av robusta standardfel vilket gör p-värden och konfidensintervall mer pålitliga trots att det råder heteroskedasticitet.

## 4.7 Analys av eventstudie och regressionsmodell, samt besvarande av hypotes 2 och 3

### 4.7.1 Analys av eventstudie och regressionsmodell: Betalningsmetod

T-testet som utförts med betalningsmedel indikerar att kontantförvärv genererar positiv abnormal avkastning, medan aktieförvärv visar signifikant negativ avkastning dagen innan förvärvet. Detta indikerar att information om förvärvet kan läcka ut innan annonsering och leda till en negativ marknadsreaktion. Eftersom kursen minskar dagen innan annonseringen tyder detta på att marknaden förväntar sig en negativ reaktion vid offentliggörande av aktieförvärv. Detta resonemang går i linje med signaleringsteorin (Kreps & Sobel, 1994) om att finansiella val fungerar som signaler. Däremot begränsar det lilla urvalet av aktietransaktioner generaliserbarheten av resultatet i t-testerna.

När kontrollvariablerna inkluderas i regressionsanalysen försvinner dock denna effekt. I denna studie kan därmed ingen statistiskt signifikant påverkan på kortsiktig abnormal avkastning kopplad till betalningsmedel identifieras vid annonsering av svenska företagsförvärv. Resultatet avviker från tidigare studier, främst från USA, Storbritannien, Kanada och flertalet europeiska länder, som rapporterar signifikanta marknadsreaktioner relaterade till huruvida transaktionen finansieras med kontanter eller aktier (Goergen & Renneboog, 2004; Travlos, 1987; Eckbo & Thorburn, 2000; Mateev, 2017). Dessa studier uppvisar dock inte helt enhetliga effekter, utan skiljer sig åt avseende påverkan på abnormal avkastning, vilket indikerar att

sambandet kan påverkas av marknadsspecifika faktorer. Därmed kan Sveriges institutionella miljö, investeringsstruktur och förvärvsmarknad påverka hur betalningsmedel tolkas, och detta kan bidra till att sambandet inte blir statistiskt signifikant i vår analys.

Eftersom signifikansen för kontant- och aktiebetaltning försvinner när modellen justeras för kontrollvariabler tyder detta på att marknaden inte reagerar systematiskt annorlunda mellan aktie- respektive kontantförvärv när övriga variabler tas i beaktning. Detta föreslår att för bolagen i urvalet fungerar inte betalningsmetod som en marknadssignal (Kreps & Sobel, 1994) men det lilla urvalet begränsar generaliserbarheten. T-testet kan indikera att marknaden initialt tolkar kontant som en positiv signal, men regressionsresultatet antyder att den signal inte är separerbar från andra egenskaper som ofta kännetecknar kontanta affärer. I och med att statistiskt signifikant resultat inte kan påvisas kan detta indikera att riskdelning (Hansen, 1987) inte är en avgörande faktor för marknadsreaktionen.

T-testerna uppvisade ett signifikant positivt samband mellan kontantbetaltning och kumulativ abnormal avkastning. Detta samband försvann när kontrollvariabler inkluderades i regressionsmodellen. Aktiebetaltning visade heller inga tecken på signifikant samband vare sig i t-testet eller regressionen. Mot bakgrund av detta kan inga säkra slutsatser dras om valet av betalningsmedels relation till kumulativ abnormal avkastning. Därmed behåller vi nollhypotesen:

**H<sub>02</sub> :** *Valet av betalningsmedel vid annonsering av förvärv påverkar inte budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

#### 4.7.2 Analys av eventstudie och regressionsmodell: Institutionellt ägandeskap

Resultaten från regressionsmodellen indikerar på negativ korrelation mellan institutionellt ägandeskap och kumulativ abnormal avkastning, vilket motsäger tidigare studier som visar ett statistiskt signifikant positivt samband (Andriosopoulos & Yang, 2015; Ferreira et al., 2010). Därtill motsäger utfallet t-testerna som visade signifikant positiv abnormal avkastning för urvalet >40% institutionellt ägande, vilket indikerar att en låg institutionell ägarandel gynnas av marknadsreaktionen.

Att ökat institutionellt ägande som redovisas i vårt resultat påverkar abnormal avkastning negativt kan analyseras med tidigare studier som visar effekterna av passivt institutionellt ägande på kortsiktig marknadsreaktion. Schmidt & Fahlenbrach (2017) visar i sin undersökning att passivt institutionellt ägandeskap korrelerar negativt med kumulativ abnormal avkastning vid annonsering av förvärv. Utifrån detta perspektiv kan resultatet tyda på passivitet hos de institutionella ägarna i urvalet. Detta synsätt är kompatibelt med Henrekson & Jakobssons (2012) studie som visar att svenska institutionella investerare, i hög grad, präglas av passivitet. Eftersom passiviteten kan leda till en ökad klyfta mellan företagsledningen och aktieägarna kan detta analyseras utifrån agentteorin (Jensen, 1986). Lågt engagemang från investerarna kan minska ledningens incitament att agera utifrån investerarnas intressen (Jensen, 1986), vilket således kan påverka beslutsfattandets kvalitet vid förvärv.

Fortsättningsvis kan resultaten analyseras med studier genomförda av Boehmer & Kelley (2009) och Piotroski & Roulstone, (2004) som visar att institutionellt ägande är kopplat till en mer informationseffektiv prissättning. Givet att institutionella investerare är mer välinformerade kan detta leda till mindre överraskning vid annonsering av förvärvet, enligt synsättet om att information reflekteras snabbare i priser när fler informerande aktörer är involverade (Grossman & Stiglitz, 1980).

I syfte att besvara hypotes 3 gällande institutionellt ägandes påverkan på kortsiktig kumulativ abnormal avkastning finns det stöd för mothypotesen. Båda eventfönstren uppvisade ett statistiskt signifikant negativt samband mellan kumulativ abnormal avkastning och institutionell ägarandel på 5%-nivån, vilket dessutom indikerats i t-testerna. Därtill uppvisar båda eventfönster någorlunda lika resultat, samt konsekvent signifikansnivå vilket förbättrar reliabiliteten. Mot bakgrund av detta förkastar vi nollhypotesen:

**H<sub>13</sub>:** *Andel institutionellt ägande vid annonsering av förvärv påverkar budgivarens aktieägarvärde på kort sikt*

#### 4.7.3 Analys av eventstudie och regressionsmodell: Kontrollvariabler

Vidare indikerar resultaten att utrikestransaktioner tenderar att generera 2,5% högre kortsiktig abnormal avkastning än inrikesförvärv när kontrollvariablerna tas i beaktning. Sambandet är dock endast svagt statistiskt signifikant säkerställt på 10%-nivån och bör tolkas med

försiktighet. Detta går emot Eckbo & Thorburn (2000) som visade att inhemska transaktioner genererade markant högre abnormal avkastning, ett synsätt som delas av Conn et al. (2005). Däremot visade samma studie att förvärv av noterade utländska bolag gav upphov till högre kumulativ abnormal avkastning än inhemska. Övriga kontrollvariabler uppvisar inga statistiskt signifikanta samband med CAR i vår specifikation, vilket indikerar att deras förklaringskraft för den kortsiktiga marknadsreaktionen är begränsad i detta urval.

## 5. Slutsats

*I kapitlet presenteras en sammanfattning av de övergripande resultaten. Vidare förs en diskussion kring resultatens betydelse och begränsningar, följt av förslag till vidare forskning.*

### 5.1 Sammanfattning

Föreliggande undersökning har studerat annonsering av förvärv och dess påverkan på kortsiktig marknadsreaktion, samt effekten av valet av betalningsmetod och institutionell ägarandel i en svensk kontext. Resultaten visar att annonsering av ett förvärv är förknippat med en statistiskt signifikant positiv abnormal avkastning. Därutöver visar utfallet att högre grad av institutionell ägarandel påverkar aktieägarvärdet negativt vid annonsering av förvärv. Vidare föreslår resultaten att valet av betalningsmedel inte har någon påverkan på kortsiktigt aktieägarvärde på den svenska marknaden. Detta tyder på att den svenska marknaden inte ser betalningsmedel som en indikativ signal och att institutionellt ägandeskap har en stark prägel på den svenska kapitalmarknaden. Studien bidrar till litteraturen genom att belysa hur dessa två faktorer påverkar marknadsresponsen vid förvärvsannonseringar på den svenska kapitalmarknaden.

### 5.2 Diskussion

Utfallet från första hypotesen visar positivt kortsiktigt värdeskapande i samband med förvärv vilket tyder på att annonsering av transaktioner generellt sett uppfattas som en positiv signal av den svenska marknaden. Detta kan innebära att den svenska marknaden i huvudsak tolkar förvärv som en indikation på företagets framtida tillväxtpotential och intjäningsförmåga. Avvikelsen mot tidigare studier (Campa & Hernando, 2004) kan bero på urvalets sammansättning men också den geografiska aspekten.

Resultaten från studien skiljer sig till vissa delar från de som förekommer i tidigare forskning inom området. Institutionellt ägandeskap är den variabel som är minst studerad av tidigare forskning. Studierna som undersöker sambandet mellan kumulativ abnormal avkastning och institutionella ägarandelar är få och har huvudsakligen fokuserat på amerikanska marknader. Därtill har dessa uppvisat positiv korrelation mellan institutionella investerare och kumulativ abnormal avkastning vilket motsägs av föreliggande studier (Andriosopoulos & Yang, 2015). En möjlig förklaring till det här skulle kunna vara att ökat institutionellt ägandeskap på den svenska marknaden minskar informationsasymmetrin. Eftersom institutionella ägare har bättre kapacitet för analys av bolagen än privata investerare, kan detta leda till ökad informationseffektivitet i priser (Berk & DeMarzo, 2021; Boehmer & Kelley, 2009). Detta kan i sin tur leda till dämpad kursreaktion kring annonsering som en följd av att mindre ny information analyseras jämfört med om högre informationsasymmetri och lägre informationseffektivitet hade funnits. En annan orsak kan vara att institutionella ägare i Sverige i högre utsträckning präglas av passivitet i jämförelse med andra marknader. Tidigare empiri visar att passiva institutionella investerare korrelerar negativt med aktieavkastningen vid förvärv (Schmidt & Fahlenbrach, 2017).

En beaktansvärd aspekt är att institutionellt ägande kan penetrera djupare på den svenska marknaden till bolag av mindre storlek och inte enbart större bolag. Eftersom det inte har påvisats någon nämnbar korrelation mellan storlek och institutionellt ägande för studien, skulle det här kunna vara rimligt. Tidigare studier på andra marknader har varnat för endogenitet mellan storlek och institutionellt ägande (Duggal & Millar, 1999). Det här skulle kunna göra att effekterna av institutionellt ägande är mer genomgående och relevanta för ett större urval av bolag på den svenska marknaden.

För betalningsmedel finner studien ingen påverkan på abnormal avkastning, vilket motsäger tidigare forskning, där det har funnits en diskrepans kring riktningen på sambandet, men det har påvisats ett samband. Plausibla förklaringar till avsaknaden av samband skulle kunna vara att informationsasymmetrin är lägre på den svenska marknaden, vilket skulle kunna medföra att valet av betalningsmedel inte innehåller lika mycket information vilket ses som ett signalvärde. Informationsasymmetrin på den svenska marknaden skulle kunna påverkas av investerarvänlighet, vilken kan vara unik i Sverige jämfört med övriga kapitalmarknader som tidigare har undersökts. En annan tänkbar anledning till avsaknad av signaleringsvärde är att

regelramverk för transaktioner som är unika för Sverige kan påverka granskningen och minska utrymmet för värdeförstörande förvärv.

Intresseväckande för studien är att t-testerna visat statistisk signifikans för abnormal avkastning vid kontantfinansierade förvärv medan det inte påvisas signifikans vid aktietransaktioner. Vid första anblick bör detta kunna tolkas som att betalningsmedel har en påverkan på värdeskapandet. Regressionsmodellen ger dock inget stöd för det här påståendet, vilket istället tyder på att det är andra relaterade karaktärsdrag för förvärv finansierade med kontanter som kan bidra till att förklara värdeskapandet. Faktorer som skulle kunna påverka är bland annat affärskaraktäristika, företagskaraktäristika och informationsrelaterade variabler. Valet av betalningsmedel är inte slumpmässigt, och den uteblivna signifikansen kan delvis bero på bias från utelämnade variabler.

En annan möjlig förklaring till studiens avvikande resultat beror på att institutionellt ägande inkluderas som en variabel i regressionsmodellen, vilket är ovanligt i övriga studier som undersöker kortsiktigt värdeskapande i kombination med betalningsmedel. I dessa studier inkluderas institutionellt ägande sällan som kontrollvariabel. Vanligtvis används mer standardiserade kontrollvariabler av den sort som även denna studie inkluderat. Mot bakgrund av den signifikans som institutionellt ägande uppvisar i modellen väcks frågan om tidigare studier genom att utelämna denna dimension, i viss mån kan komma att överskatta betalningsmedlets självständiga betydelse. Särskilt om valet av betalningsmedel är endogen och samvarierar med institutionellt ägande. Däremot talar den mycket svaga korrelationen mellan institutionellt ägande och betalningsmedel i urvalet, emot att institutionellt ägande skulle orsaka eventuella endogenitetsproblem kopplade till betalningsmedel. Den låga korrelationen skulle dock kunna vara specifikt för studiens urval, vilket fortsatt motiverar inkluderandet av institutionellt ägandeskap som kontrollvariabel i andra studier.

Studien indikerar att svenska företag i mindre utsträckning behöver beakta valet av betalningsmedel som en signaleringsmekanism vid förvärv. Detta implicerar att aktiebetalning inte bär samma symbolik på den svenska marknaden i jämförelse med utländska marknader (Travlos, 1987; Eckbo & Thorburn, 2000). Om marknaden inte konsekvent tolkar aktiefinansiering som en negativ signal kan fokus i högre grad läggas på den finansieringsform som är mest värdeskapande givet affärens risk, kapitalstruktur och likviditetsbehov. I praktiken medför det att aktier kan användas som ett legitimt finansieringsinstrument utan att detta i sig

behöver utlösa en negativ marknadsreaktion. Den höga graden av institutionellt ägande på den svenska marknaden medför att graden av corporate governance är centralt för hur marknaden bedömer förvärvets kvalitet. När institutionellt ägande är betydande och passiviteten i ägandet ökar, ställs högre krav på styrelsens och övriga ägares övervakningsfunktion för att säkerställa investeringsdisciplin vid förvärvsbeslut.

För den svenska kontexten framstår det som att det inte är valet mellan kontanter och aktier, utan graden av institutionellt ägande, som är avgörande när marknaden får beskedet.

### 5.3 Förslag till vidare forskning

Studien analyserar institutionellt ägande som en enhetlig variabel och kan därmed inte uttala sig om huruvida olika typer av institutionella investerare har skilda effekter på kumulativ abnormal avkastning. Detta motiverar vidare forskning där institutionellt ägande delas upp efter investerarnas egenskaper. En sådan uppdelning kan bidra till att klarlägga de mekanismer som ligger bakom sambandet mellan institutionellt ägande och marknadsreaktion, exempelvis genom att skilja på övervakningsförmåga, informationsbearbetning och incitamentsstrukturer. Mot bakgrund av den höga andelen passiva institutionella investerare på den svenska marknaden är det särskilt relevant att inkludera ett mått på passivitet. Därav motiveras prövning av passivt institutionellt ägandes påverkan på marknadsreaktion i en svensk kontext. Vidare indikerar resultaten att relationen mellan institutionellt ägande och kortsiktigt värdeskapande vid förvärv bör studeras vidare på andra marknader utanför Sverige. På detta sätt kan variabeln testas på ett jämförbart sätt för att se om sambandet är marknadsspecifikt.

## Referenslista:

Andriosopoulos, D., & Yang, S. (2015). The Impact of Institutional Investors on Mergers and Acquisitions in the United Kingdom, *Journal of Banking & Finance*, vol. 50, s. 547-561, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.004>

Berk, J., & DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance, Global Edition (5e uppl.)*, Harlow: Pearson.

Bell, E., Bryman, A., & Harley, B. (2019). *Business Research Methods (5e uppl.)*, United Kingdom: Oxford.

Boehmer, E., & Kelley, E. K. (2009). Institutional Investors and the Informational Efficiency of Prices, *The Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 9, s. 3563-3594, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp028>

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 8, no. 3, s. 205–258, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, vol. 14, no. 1, s. 3–31, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)

Bushee, B. J., & Goodman, T. H. (2007). Which Institutional Investors Trade Based on Private Information About Earnings and Returns? *Journal of Accounting Research*, vol. 45, no. 2, s. 289–321, <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00234.x>

Cameron, A. C., & Miller, D. L. (2015). A Practitioner's Guide to Cluster-Robust Inference. *Journal of Human Resources*, vol. 50, no. 2, s. 317–372, <https://doi.org/10.3368/jhr.50.2.317>

Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder Value Creation in European M&As. *European Financial Management*, vol. 10, no. 1, s. 47–81, <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00240.x>

Charles, C. (2025). Memory Moves Markets. *The Review of Financial Studies*, vol. 38, no. 6, s. 1641–1686, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhae086>

Conn, R. L., Cosh, A., Guest, P. M., & Hughes, A. (2005). The impact on UK acquirers of domestic, cross-border, public and private acquisitions. *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 32, no. 5-6, s. 815–870, <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00615.x>

Croci, E., Mazur, M., & Salganik-Shoshan, G. (2024). Coordinated monitoring and mergers and acquisitions. *European Financial Management*, vol. 30, no. 3, s. 1422–1459, <https://doi.org/10.1111/eufm.12449>

Custódio, C., & Metzger, D. (2013). How do CEOs matter? The effect of industry expertise on acquisition returns. *The Review of Financial Studies*, vol. 26, no. 8, pp. 2008–2047, <https://doi.org/10.1093/rfs/hht032>

Delis, F., Delis, M. D., Laeven, L., & Ongena, S. (2025). Global evidence on profit shifting within firms and across time. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 79, no. 2-3, article 101744, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2024.101744>

Dougherty, C. (2016). *Introduction to Econometrics (5e uppl.)*, Oxford: Oxford University Press

Duggal, R., & Millar, J. A. (1999). Institutional ownership and firm performance: The case of bidder returns. *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, no. 2, s. 103–117, [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(98\)00018-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(98)00018-2)

Dyckman, T., Philbrick, D., & Stephan, J. (1984). A Comparison of Event Study Methodologies Using Daily Stock Returns: A Simulation Approach. *Journal of Accounting Research*, vol. 22, s. 1–30, <https://doi.org/10.2307/2490855>

Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2000). Gains to Bidder Firms Revisited: Domestic and Foreign Acquisitions in Canada. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, no. 1, s. 1–25, <https://doi.org/10.2307/2676236>

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, vol. 10, no. 1, s. 1–21,

<https://doi.org/10.2307/2525569>

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, vol. 25, no. 2, s. 383–417, <https://doi.org/10.2307/2325486>

Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 5, s. 1575–1617, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>

Ferreira, M. A., Massa, M., & Matos, P. (2010). Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, vol. 23, no. 2, s. 601–644, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp070>

Fich, E. M., Harford, J., & Tran, A. L. (2015). Motivated monitors: The importance of institutional investors' portfolio weights. *Journal of Financial Economics*, vol. 118, no. 1, s. 21–48, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.014>

Fishman, M. J. (1989). Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions. *The Journal of Finance*, vol. 44, no. 1, s. 41–57, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02403.x>

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 4, s. 1763–1793, <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00477>

Gaspar, J.-M., Massa, M., & Matos, P. (2005). Shareholder investment horizons and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, vol. 76, no. 1, s. 135–165, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.002>

Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-Border Takeover Bids. *European Financial Management*, vol. 10, no. 1, s. 9–45, <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00239.x>

Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, vol. 70, no. 3, s. 393–408,

<https://www.jstor.org/stable/1805228>

Hansen, R. G. (1987). A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions. *The Journal of Business*, vol. 60, no. 1, s. 75–95,

<https://doi.org/10.1086/296386>

Henrekson, M., & Jakobsson, U. (2012). The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline? *Corporate Governance: An International Review*, vol. 20, no. 2, s. 212–227, <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00889.x>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, s. 305–360,

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, vol. 11, no. 1-4, s. 5–50,

[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, s. 323–329,

<https://www.jstor.org/stable/1818789>

Liljeblom, E. (1989). An Analysis of Earnings per Share Forecasts for Stocks Listed on the Stockholm Stock Exchange. *The Scandinavian Journal of Economics*, vol. 91, no. 3, s. 565–581,

<https://doi.org/10.2307/3440085>

Lou, K.-R., Lu, Y.-K., & Shiu, C.-Y. (2020). Monitoring role of institutional investors and acquisition performance: Evidence from East Asian markets. *Pacific-Basin Finance Journal*,

vol. 59, article 101244, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101244>

Kreps, D.M., & Sobel, J. (1994). Chapter 25 Signaling, *Handbook of Game Theory with Economic Applications*, vol. 2, pp. 849-867, [https://doi.org/10.1016/S1574-0005\(05\)80057-8](https://doi.org/10.1016/S1574-0005(05)80057-8)

MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 1, s. 13–39, <https://doi.org/10.1257/jel.35.1.13>

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking & Finance*, vol. 32, no. 10, s. 2148–2177, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>

Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *The Journal of Finance*, vol. 62, no. 4, s. 1851–1889, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01259.x>

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*, vol. 40, s. 190–216, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.02.001>

Meulbroek, L. K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *The Journal of Finance*, vol. 47, no. 5, s. 1661–1699, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04679.x>

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, vol. 73, no. 2, s. 201–228, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, no. 2, s. 187–221, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices. *The Accounting Review*, vol. 79, no. 4, s. 1119–1151, <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.4.1119>

Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, no. 1, s. 23–40, <https://doi.org/10.2307/3003485>

Schmidt, C., & Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value? *Journal of Financial Economics*, vol. 124, no. 2, s. 285–306, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.005>

Schneider, C., & Spalt, O. (2016). Conglomerate Investment, Skewness, and the CEO Long-Shot Bias. *The Journal of Finance*, vol. 71, no. 2, s. 635–672, <https://doi.org/10.1111/jofi.12379>

Schneider, C., & Spalt, O. (2025). Bidder and Target Size Effects in M&A Are Not Driven by Overconfidence or Agency Problems. *Critical Finance Review*, vol. 14, no. 2, s. 187–215, <https://doi.org/10.1561/104.00000156>

Shapiro, S. S., & Wilk, M. B. (1965). An Analysis of Variance Test for Normality (Complete Samples). *Biometrika*, vol. 52, no. 3-4, s. 591–611, <https://doi.org/10.2307/2333709>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, vol. 70, no. 3, s. 295–311, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00211-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00211-3)

Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic Management Journal*, vol. 11, no. 4, s. 283–295, <https://doi.org/10.1002/smj.4250110404>

Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*, vol. 42, no. 4, s. 943–963, <https://doi.org/10.2307/2328300>

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, vol. 80, no. 2, s. 385–417, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>

Yan, X. S., & Zhang, Z. (2009). Institutional Investors and Equity Returns: Are Short-term Institutions Better Informed? *The Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 2, s. 893–924, <https://doi.org/10.1093/revfin/hhl046>

# Appendix:

## Bilaga 1: Förklaring av variabler i ekvationer

|   |
|---|
| <p>Ekvation 1: Marknadsmodell</p> <p><math>R_{it}</math> = Avkastning för aktie<sub>i</sub> för period<sub>t</sub></p> <p><math>\alpha_i</math> = Aktie<sub>i</sub> intercept</p> <p><math>\beta_i</math> = Beta för aktie<sub>i</sub></p> <p><math>R_{mt}</math> = Marknadsavkastning<sub>m</sub> för period<sub>t</sub></p> <p><math>\varepsilon_{it}</math> = Aktie<sub>i</sub> felterm för period<sub>t</sub></p>   |
| <p>Ekvation 4: Uppskattning av förväntad avkastning</p> <p><math>E(R_{it})</math> = Förväntad avkastning för aktie<sub>i</sub> för period<sub>t</sub></p> <p><math>\hat{\alpha}_i</math> = Uppskattat intercept för aktie<sub>i</sub></p> <p><math>\hat{\beta}_i</math> = Uppskattad beta för aktie<sub>i</sub></p> <p><math>R_{mt}</math> = Marknadsavkastning<sub>m</sub> för period<sub>t</sub></p>  |
| <p>Ekvation 5: Abnormal avkastning</p> <p><math>AR_{it}</math> = Abnormal avkastning för aktie<sub>i</sub> för period<sub>t</sub></p> <p><math>R_{it}</math> = Avkastning för aktie<sub>i</sub> för period<sub>t</sub></p> <p><math>\hat{\beta}_i</math> = Uppskattad beta för aktie<sub>i</sub></p> <p><math>\hat{\alpha}_i</math> = Uppskattat intercept för aktie<sub>i</sub></p> <p><math>R_{mt}</math> = Marknadsavkastning<sub>m</sub> för period<sub>t</sub></p> |
| <p>Ekvation 6: Genomsnittlig abnormal avkastning</p> <p><math>AAR</math> = Genomsnittlig abnormal avkastning</p> <p><math>n</math> = Antal observationer</p> <p><math>i</math> = Observation</p> <p><math>AR_{it}</math> = Abnormal avkastning för aktie<sub>i</sub> för period<sub>t</sub></p>   |
| <p>Ekvation 7: Kumulativ abnormal avkastning</p> <p><math>CAR_i</math> = Kumulativ abnormal avkastning för aktie<sub>i</sub></p> <p><math>\tau_1</math> = Början av eventfönstret</p> <p><math>\tau_2</math> = Slutet av eventfönstret</p> <p><math>AR_{it}</math> = Abnormal avkastning för aktie<sub>i</sub> för period<sub>t</sub></p>   |
| <p>Ekvation 8: Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning</p> <p><math>CAAR</math> = Kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning</p> <p><math>CAR_i</math> = Kumulativ abnormal avkastning för aktie<sub>i</sub></p> <p><math>n</math> = Antal observationer</p> <p><math>i</math> = Observation</p> <p><math>\tau_1</math> = Början av eventfönstret</p> <p><math>\tau_2</math> = Slutet av eventfönstret</p>   |
| <p>Ekvation 9: Multipel linjär regressionsmodell</p> <p><math>y_i</math> = Beroende variabel</p> <p><math>\beta_0</math> = Intercept</p> <p><math>\beta</math> = Koefficient</p> <p><math>x</math> = Oberoende variabel</p> <p><math>e_i</math> = Slumpmässig felterm</p>   |

|  |
|--|
| $k_i =$ Antal oberoende variabler<br>$i =$ Antal observationer   |
| Ekvation 10: Specificerad multipel linjär regressionsmodell<br>$CAR(\tau_1, \tau_2) =$ Kumulativ abnormal avkastning från $\tau_1$ till $\tau_2$<br>$\beta_0 =$ Intercept<br>$\beta_1$ Betalningsmedel Dummy $_i =$ Koefficient för betalningsmedel<br>$\beta_2$ Institutionellt ägandeskap $_i =$ Koefficient för institutionellt ägandeskap<br>$\beta_3$ Log Marknadsvärde $_i =$ Koefficient för logaritmerat marknadsvärde<br>$\beta_4$ Relativ storlek $_i =$ Koefficient för relativ storlek<br>$\beta_5$ Noterat/Onoterat Dummy $_i =$ Koefficient för målbolags noteringsstatus<br>$\beta_6$ Inhemsk/Utrikes Dummy $=$ Koefficient för målbolags vistelsestatus<br>$e_i =$ Slumpmässig felterm |

## Bilaga 2: Lista över använda AI-prompts i ChatGPT

|    | Prompt  | Syfte                        |
|----|---|------------------------------|
| 1  | Lista citerade nyckelstudier inom området och deras huvudsakliga bidrag         | Kartlägga tidigare forskning |
| 2  | Identifiera centrala teorier inom forskningsområdet                             | Utforska teori               |
| 3  | Sammanställa vanliga kontrollvariabler och deras syfte i regressionsstudier     | Kartlägga kontroller         |
| 4  | Vilka teman är vanligt förekommande i litteraturen inom området?                | Utforska tidigare forskning  |
| 5  | Vilka teoretiska perspektiv nämns ofta i samband med ämnet?                     | Utforska teori               |
| 6  | Vilka resultatmönster rapporteras ofta i tidigare forskning?                    | Översikt av resultat         |
| 7  | Vilka vanliga avgränsningar förekommer i liknande studier?                      | Idégenerering                |
| 8  | Vilka variabler nämns ofta i empiriska studier inom området?                    | Idégenerering                |
| 9  | Vilka kontrollvariabler brukar vara vanliga att inkludera i relaterade studier? | Idégenerering                |
| 10 | Vilka tidsperioder är vanliga i tidigare studier?                               | Kartlägga periodval          |
| 11 | Vilka geografiska marknader eller länder fokuserar litteraturen ofta på?        | Kartlägga marknadsfokus      |
| 12 | Vilka robusthetskontroller nämns ofta i artiklar inom området?                  | Kartlägga robusthet          |

|    |   |                                 |
|----|---|---------------------------------|
| 13 | Vilka studier undersöker betalningsmedel vid företagsförvärv?   | Identifiera relevant litteratur |
| 14 | Vilka övergripande definitioner av institutionellt ägande används i litteraturen?                                       | Kartlägga definitioner          |
| 15 | Vilka teoretiska argument kopplas oftast till institutionellt ägande i företagsfinans?                                  | Utforska teori                  |
| 16 | Hur brukar institutionellt ägande kopplas till bolagsstyrning och övervakning i litteraturen?                           | Utforska tidigare forskning     |
| 17 | Finns det studier som analyserar institutionellt ägande i samband med M&A och kortsiktiga marknadsreaktioner?           | Identifiera relevant litteratur |
| 18 | Finns det resultat som tyder på att effekter av institutionellt ägande skiljer sig mellan marknader eller tidsperioder? | Kartlägga resultatvariation     |

### Bilaga 3: Förteckning över observerade bolag

| Ticker  | Annonseringsdatum | Institutionellt ägande | Betalningsmedel |
|---------|-------------------|------------------------|-----------------|
| TROAX   | 2025-10-31        | 63%                    | Kontant         |
| PACT    | 2025-10-20        | 37%                    | Kontant         |
| ARPL    | 2025-10-15        | 26%                    | Kontant         |
| HANZA   | 2025-10-15        | 33%                    | Aktie           |
| BUFAB   | 2025-10-08        | 54%                    | Kontant         |
| ARJO B  | 2025-10-01        | 45%                    | Kontant         |
| IZAFE   | 2025-09-30        | 0%                     | Kontant         |
| NOTE    | 2025-09-30        | 31%                    | Kontant         |
| AIXIA   | 2025-09-26        | 0%                     | Kontant         |
| SBOK    | 2025-09-24        | 22%                    | Kontant         |
| DEDI    | 2025-09-23        | 21%                    | Kontant         |
| FRWA    | 2025-09-22        | 56%                    | Aktie           |
| HILB    | 2025-09-02        | 35%                    | Aktie           |
| CRET    | 2025-08-25        | 44%                    | Aktie           |
| AGTIRA  | 2025-08-08        | 37%                    | Aktie           |
| BRIX    | 2025-08-07        | 45%                    | Aktie           |
| TELIA   | 2025-07-18        | 20%                    | Kontant         |
| VPLAY B | 2025-07-17        | 48%                    | Kontant         |
| DYVOX   | 2025-07-11        | 58%                    | Kontant         |
| VERT    | 2025-07-07        | 18%                    | Kontant         |
| ALFA    | 2025-07-07        | 63%                    | Kontant         |
| KAV     | 2025-07-04        | 0%                     | Kontant         |
| SOLT    | 2025-07-04        | 28%                    | Aktie           |
| STIL    | 2025-07-02        | 37%                    | Kontant         |
| DURC    | 2025-07-02        | 1%                     | Kontant         |
| ENRO    | 2025-07-01        | 29%                    | Kontant         |
| SWED A  | 2025-07-01        | 40%                    | Kontant         |
| MCAP    | 2025-06-25        | 61%                    | Kontant         |

|        |            |     |         |
|--------|------------|-----|---------|
| NEWA B | 2025-06-18 | 38% | Kontant |
| WPTG   | 2025-06-17 | 5%  | Kontant |
| PNDX B | 2025-06-03 | 40% | Kontant |
| AIXIA  | 2025-05-23 | 0%  | Kontant |
| BILIA  | 2025-05-22 | 37% | Kontant |
| BIM    | 2025-05-05 | 40% | Aktie   |
| REJL B | 2025-04-29 | 49% | Aktie   |
| NCAB   | 2025-04-23 | 77% | Kontant |
| HEBA B | 2025-04-11 | 17% | Kontant |
| BERNER | 2025-04-10 | 16% | Kontant |
| DYVOX  | 2025-04-08 | 56% | Kontant |
| EPEN   | 2025-04-02 | 53% | Kontant |
| EQT    | 2025-03-31 | 16% | Kontant |
| LOGI A | 2025-03-26 | 28% | Kontant |
| NMAN   | 2025-03-18 | 56% | Kontant |
| PAX    | 2025-03-18 | 41% | Aktie   |
| PACT   | 2025-03-17 | 38% | Kontant |
| EYEW   | 2025-03-11 | 43% | Aktie   |
| BTS B  | 2025-03-03 | 56% | Kontant |
| SDIP B | 2025-02-10 | 75% | Kontant |
| HAKI   | 2025-01-30 | 3%  | Kontant |
| HOLDFL | 2025-01-24 | 0%  | Kontant |
| ENRO   | 2024-12-23 | 29% | Kontant |
| DURC   | 2024-12-20 | 1%  | Kontant |
| AZA    | 2024-12-20 | 46% | Kontant |
| SUS    | 2024-12-19 | 52% | Kontant |
| DUNI   | 2024-12-18 | 27% | Kontant |
| CIBUS  | 2024-12-18 | 37% | Aktie   |
| BOL    | 2024-12-09 | 47% | Kontant |
| ITAB   | 2024-12-05 | 12% | Kontant |
| BUFAB  | 2024-11-26 | 63% | Kontant |
| PNDX B | 2024-11-19 | 40% | Kontant |
| WPTG   | 2024-11-13 | 31% | Aktie   |
| MTG B  | 2024-11-11 | 54% | Kontant |
| SDIP B | 2024-10-25 | 73% | Kontant |
| MTRS   | 2024-10-21 | 81% | Kontant |
| MYCR   | 2024-10-15 | 56% | Kontant |
| NIVI B | 2024-10-09 | 20% | Kontant |
| HMS    | 2024-10-01 | 49% | Kontant |
| PRCO   | 2024-09-30 | 25% | Kontant |
| EVO    | 2024-09-11 | 43% | Kontant |
| NCAB   | 2024-09-02 | 84% | Kontant |
| NBZ    | 2024-08-29 | 50% | Aktie   |
| KAR    | 2024-08-27 | 35% | Kontant |
| KAR    | 2024-08-27 | 35% | Kontant |
| TANGI  | 2024-08-27 | 37% | Aktie   |

|        |            |     |         |
|--------|------------|-----|---------|
| ASTOR  | 2024-08-24 | 0%  | Kontant |
| GETI B | 2024-08-22 | 47% | Kontant |
| BRE2   | 2024-08-12 | 22% | Kontant |
| SPOTR  | 2024-07-24 | 12% | Kontant |
| SEDANA | 2024-07-22 | 42% | Kontant |
| AQ     | 2024-07-10 | 47% | Kontant |
| EXS    | 2024-07-02 | 37% | Kontant |
| NCAB   | 2024-07-01 | 84% | Kontant |
| BTS B  | 2024-06-20 | 63% | Kontant |
| SVIK   | 2024-06-14 | 19% | Kontant |
| AXFO   | 2024-06-11 | 25% | Kontant |
| MAGLE  | 2024-05-30 | 37% | Aktie   |
| KRONA  | 2024-05-24 | 24% | Aktie   |
| DYVOX  | 2024-05-13 | 58% | Kontant |
| EQT    | 2024-05-13 | 13% | Kontant |
| MEKO   | 2024-05-10 | 48% | Kontant |
| SYSR   | 2024-05-08 | 41% | Kontant |
| ALCA   | 2024-05-03 | 30% | Kontant |
| EPRO B | 2024-04-26 | 67% | Kontant |
| FPIP   | 2024-04-25 | 43% | Aktie   |
| BUSER  | 2024-04-19 | 19% | Kontant |
| ASTOR  | 2024-04-16 | 1%  | Kontant |
| LYKO   | 2024-04-12 | 10% | Kontant |
| SDIP B | 2024-04-11 | 71% | Kontant |
| NCAB   | 2024-04-11 | 84% | Kontant |
| CLEMO  | 2024-04-10 | 37% | Aktie   |
| XANO B | 2024-04-05 | 19% | Aktie   |
| MYCR   | 2024-03-22 | 60% | Kontant |
| AZN    | 2024-03-19 | 82% | Kontant |
| MTRS   | 2024-03-19 | 83% | Kontant |
| MAHA   | 2024-03-12 | 33% | Kontant |
| AQ     | 2024-03-11 | 44% | Kontant |
| SOLIDX | 2024-03-04 | 43% | Aktie   |
| DEVP   | 2024-02-29 | 37% | Kontant |
| IRIS   | 2024-02-28 | 44% | Aktie   |
| WPTG   | 2024-02-20 | 39% | Aktie   |
| BETS B | 2024-02-19 | 49% | Kontant |
| EVO    | 2024-02-06 | 50% | Kontant |
| BINERO | 2024-02-01 | 42% | Aktie   |
| BESQAB | 2024-01-31 | 41% | Aktie   |
| SDIP B | 2024-01-24 | 73% | Kontant |
| SOCIAL | 2024-01-16 | 35% | Aktie   |
| ARPL   | 2024-01-11 | 26% | Kontant |
| GREEN  | 2023-12-28 | 32% | Aktie   |
| ADDV   | 2023-12-22 | 33% | Kontant |
| EPRO B | 2023-12-22 | 73% | Kontant |

|         |            |     |         |
|---------|------------|-----|---------|
| TREL B  | 2023-12-20 | 53% | Kontant |
| BRE2    | 2023-12-18 | 21% | Kontant |
| EPI A   | 2023-12-15 | 50% | Kontant |
| EDYOU   | 2023-12-15 | 39% | Aktie   |
| HMS     | 2023-12-11 | 47% | Kontant |
| LAGR B  | 2023-12-11 | 72% | Kontant |
| EOLU B  | 2023-12-05 | 23% | Kontant |
| HANZA   | 2023-12-01 | 18% | Kontant |
| OEM     | 2023-12-01 | 60% | Kontant |
| STIL    | 2023-11-29 | 48% | Kontant |
| FNM     | 2023-11-13 | 23% | Kontant |
| HPOL B  | 2023-11-01 | 59% | Kontant |
| NCAB    | 2023-10-31 | 86% | Kontant |
| SVED    | 2023-10-27 | 32% | Kontant |
| EKTA B  | 2023-10-22 | 69% | Kontant |
| OEM     | 2023-10-13 | 60% | Kontant |
| GETI B  | 2023-10-11 | 41% | Kontant |
| TRUE B  | 2023-10-06 | 36% | Kontant |
| NIUTECH | 2023-09-26 | 37% | Aktie   |
| INFRA   | 2023-09-19 | 16% | Kontant |
| MTRS    | 2023-09-04 | 85% | Kontant |
| HTRO    | 2023-09-01 | 38% | Kontant |
| SAAB    | 2023-08-31 | 37% | Kontant |
| FXI     | 2023-08-22 | 44% | Aktie   |
| XANO B  | 2023-08-21 | 11% | Kontant |
| TOBII   | 2023-08-09 | 53% | Kontant |
| ACAD    | 2023-07-21 | 84% | Kontant |
| PNDX B  | 2023-07-20 | 35% | Kontant |
| LOOMIS  | 2023-07-18 | 75% | Kontant |
| LUMEN   | 2023-07-13 | 22% | Kontant |
| NOTE    | 2023-07-04 | 25% | Kontant |
| DYVOX   | 2023-06-30 | 59% | Kontant |
| FG      | 2023-06-30 | 50% | Kontant |
| NEWA B  | 2023-06-30 | 66% | Kontant |
| GRANGX  | 2023-06-29 | 10% | Kontant |
| SDIP B  | 2023-06-29 | 71% | Kontant |
| HTRO    | 2023-06-28 | 39% | Kontant |
| ADDV    | 2023-06-15 | 24% | Kontant |
| BETS B  | 2023-06-15 | 55% | Kontant |
| PMED    | 2023-06-15 | 59% | Aktie   |
| GREEN   | 2023-06-13 | 33% | Aktie   |
| HOTEL   | 2023-06-12 | 33% | Kontant |
| NIBE    | 2023-06-12 | 49% | Kontant |
| XANO    | 2023-06-01 | 12% | Kontant |
| GETI B  | 2023-05-31 | 56% | Kontant |
| INTRUM  | 2023-05-11 | 32% | Kontant |

|        |            |     |         |
|--------|------------|-----|---------|
| SOBI   | 2023-05-10 | 44% | Kontant |
| VITR   | 2023-05-10 | 44% | Kontant |
| ADDV   | 2023-05-08 | 24% | Kontant |
| NOLA B | 2023-04-27 | 53% | Kontant |
| VO2    | 2023-04-25 | 0%  | Kontant |
| DOXA   | 2023-04-24 | 30% | Aktie   |
| EQL    | 2023-04-20 | 2%  | Kontant |
| ALLEI  | 2023-04-20 | 49% | Kontant |
| NOTE   | 2023-04-13 | 21% | Kontant |
| COOR   | 2023-04-04 | 71% | Kontant |
| EPEN   | 2023-04-03 | 36% | Kontant |
| ALLIGO | 2023-04-03 | 33% | Kontant |
| ALFA   | 2023-03-21 | 62% | Kontant |
| GETI B | 2023-03-14 | 55% | Kontant |
| BOAT   | 2023-03-08 | 35% | Kontant |
| BALCO  | 2023-03-01 | 53% | Kontant |
| TITA   | 2023-02-27 | 19% | Kontant |