

# Marknadsreaktioner på Företagsförvärv Mellan Länder med Olika Ekonomiska Förutsättningar

*En eventstudie mellan Sverige och Sydafrikas marknader*

Författare: Oliver Wagnert och Hugo Jonsson

Handledare: Mikael Lönnborg

Södertörns högskola

Kandidatuppsats - 15 högskolepoäng

Företagsekonomi - Vårterminen 2022



**SÖDERTÖRNS HÖGSKOLA** | STOCKHOLM  
sh.se

## Sammanfattning

Företagsförvärv har ökat expansivt med den globala utvecklingen. Dessa förvärv genomförs med syfte att strategiskt öka ett företags konkurrenskraft med den resterande marknaden. Denna strategi har däremot historiskt visat att försämra företags resultat. Vad som gör detta ämne intressant är hur tidigare forskning visat blandade resultat angående hur företagsförvärv tas emot av marknaden. Dessa studier har utförts i olika länder, men främst etablerade ekonomier i västvärlden. Denna studie har därför formats för att se om länder med olika ekonomiska förutsättningar skapar liknande reaktioner på marknaden varav länderna Sverige och Sydafrika valdes som analysobjekt. Även egenskaperna finansieringsmetod och om landet är inhemskt eller mellan ett annat land kommer att granskas för att påvisa om det påverkar marknadsreaktion. För att genomföra studien observerades 100 företagsförvärv 50 från Sverige och 50 från Sydafrika. Dessa företagsförvärv analyserades med en kvantitativ metod och deduktiv ansats. Genom en eventstudie metodik, regression, T-stat och P-värde kunde marknadsreaktion kring företagsförvärven analyseras. Studien kom fram till att majoriteten av båda ländernas företagsförvärv inte skapade någon reaktion på marknaderna. Det visades även att båda länderna uppvisade en ineffektiv marknadseffektivitet då ett antal reaktioner inträffat före och efter förvärvets annonseringsdag. Utifrån de reaktioner som uppstod visades den svenska marknaden reagera mer positivt än Sydafrika. Varav en kontant finansieringsmetod, en finansieringsmetod med aktier och om förvärv skedde mellan ett annat land inte skapade en abnormal avkastning på båda ländernas marknader i majoriteten av fallen.

**Abstract:**

Acquisitions of companies has increased exponentially with global development and globalisation. Acquisitions are conducted with the purpose of trying to build value and increase the market share of companies. In the past acquisitions have been proven to decrease value and overall lower the end of year results for companies. What makes this subject interesting is that previous studies have shown mixed results on the matter of how the markets reacts to the announcement of a company acquisition. The countries where these studies are conducted are diverse and offer a wide variety of results. Most studies have been conducted in western countries with established economies which incentivises research on less established economies and the difference between them. To compare different countries this study observes the Swedish and South African markets with an event study methodology with regression, T-stat and P-value to test significance. The data collected is based on 100 acquisitions where 50 is from the Swedish market and 50 from the South African. To compare these countries the study focused on method of funding acquisitions and if it was cross-border or native to determine factors that could affect the reaction of the announcement. The results of the study were that most acquisitions didn't result in a reaction on the markets of eighter countries and that both markets proved themselves to be inefficient due to anomalies in the efficient market hypothesis. The reactions in the markets that did occur proved that the Swedish market was more likely to have a positive reaction to announcements of acquisitions that the South African. The factors observed also proved that cash payment founding, stock payment founding, and Cross-border acquisitions did not create an abnormal return in both countries market.

**Nyckelord:** Eventstudie, Abnormal avkastning, Företagsförvärv, Marknadseffektivitet, Finansieringsmetod, Förvärv mellan länder.

**Keywords:**

Eventstudy, abnormal return, acquisitions, market efficiency, funding method, Cross-border acquisitions.

**Begreppsdefinitioner:**

**Företagsförvärv** = Ett företag eller juridisk person köper en del av eller ett helt företag som går ihop med företaget som gör förvärvet.

**Abnormal avkastning** = Skillnaden mellan den faktiska avkastningen under en specificerad tidsperiod minus den normala avkastningen

**Förvärv mellan länder** = Företagsförvärv där förvärvaren och målföretaget inte tillhör samma land

**Kumulativ abnormal avkastning** = Summering av alla abnormala avkastningar

# Innehållsförteckning

<b>1. Introduktion</b> .....	8
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problemdiskussion.....	10
1.3 Problemformulering.....	11
1.4 Syfte.....	11
1.5 Forskningsfrågor.....	11
1.6 Avgränsningar.....	12
<b>2. Teoretisk referensram</b> .....	13
2.1 Effektiva marknadshypotesen.....	13
2.2 Signaleringsteori.....	14
2.3 Tidigare forskning.....	16
2.3.1 Företagsförvärvs finansieringsmetod.....	16
2.3.2 Skillnader på reaktioner av företagsförvärv mellan ekonomier.....	17
2.3.3 Förvärv över landsgränser.....	18
2.4 Hypotes sammanställning.....	20
<b>3. Metod</b> .....	21
3.1 Forskningsmetod.....	21
3.2 Datainsamling.....	22
3.2.1 Kritik mot databaser.....	23
3.2.2 Urval.....	23
3.2.3 Bortfall.....	24
3.3 Eventstudie.....	25
3.3.1 Estimeringsfönster.....	25
3.3.2 Eventfönster.....	26
3.4 Normal avkastning.....	27
3.4.1 Abnormal avkastning.....	27
3.4.2 Kumulativa abnormal avkastning.....	28
3.4.3 Genomsnittlig abnormal avkastning.....	28
3.4.4 Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning.....	29
3.4.5 BHAR.....	29
3.4.6 Capital Asset Pricing Model.....	29
3.4.7 P-värde.....	30
3.4.8 T-test.....	31
3.5 Studiens tillvägagångsätt.....	32
3.6 Variablernas koppling med metoden.....	33
3.7 Forskningens Validitet och Reliabilitet.....	34
3.8 Metodkritik.....	34
<b>4. Resultat</b> .....	36
4.1 Tolkning av empiriska data.....	35
4.2 Andel marknadsreaktioner i resultatet.....	39
4.3 Resultat från Eventfönster.....	42
4.4 Resultat från Anticipation perioden.....	44
4.5 Resultat från Adjustment perioden.....	46
4.6 Företagsförvärv inom landet och mellan länder.....	48
4.7 Företagsförvärv och Finansieringsmetod.....	50
4.8 Sammanställning av hypotesprövning.....	52

<b>5. Analys</b> .....	53
5.1 Effektiva marknadshypotesen.....	53
5.2 Signalering i länderna.....	54
5.3 Finansieringsmetoder.....	55
5.4 Förvärv mellan länder.....	56
<b>6. Slutsats</b> .....	57
6.1 Kritik mot studien.....	58
6.2 Framtida forskning.....	58
Källförteckning.....	59

## **Tabell förtäckning**

Tabell 1: Antal företagsförvärv uppdelat efter egenskaper.....	23
Tabell 2: Exempel ingen reaktion av marknaden kring ett företagsförvärv.....	37
Tabell 3: Exempel positiv reaktion av marknaden kring ett företagsförvärv.....	38

## **Diagramförtäckning**

Diagram 1: Andelen företagsförvärv som skapade en marknadsreaktion.....	39
Diagram 2: Andelen företagsförvärv som skapat en marknadsreaktion (Sverige).....	40
Diagram 3: Andelen företagsförvärv som skapat en marknadsreaktion (Sydafrika).....	41
Diagram 4: Andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under (Sveriges) Eventfönster.....	42
Diagram 5 Andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under (Sydafrikas) Eventfönster.....	43
Diagram 6: Andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under (Sveriges) Anticipation period.....	44
Diagram 7: Andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under (Sydafrikas) Anticipation period.....	45
Diagram 8: Andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under (Sveriges) Adjustment period.....	46
Diagram 9: Andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under (Sydafrikas) Adjustment period.....	47
Diagram 10: Resultat inhemskt eller mellan länder (Sverige och Sydafrika) .....	48
Diagram 11: Resultat Finansieringsmetoder (Sverige och Sydafrika) .....	51

**Förord:**

Vi vill tacka vår handledare Mikael Lönnborg för den vägledning vi fått under uppsatsen gång. Även de plattformar som varit tillgängliga för oss från Södertörns högskolas bibliotek som används för att forma uppsatsen har varit en stor tillgång för studien. Vi vill även tacka övriga inblandade i institutionen som har bidragit med inspiration och vägledning till uppsatsen utformning.

**Oliver Wagnert**

.....

**Hugo Jonsson**

.....

# 1. Introduktion

---

*Detta kapitel kommer att introducera uppsatsen med bakgrund kring företagsförvärvs uppkomst och problematik. Kapitlet kommer även redogöra studiens syfte, frågeställning och avgränsningar.*

---

## 1.1 Bakgrund

Marknadsreaktioner har alltid varit en del av den moderna aktiehandeln. Information och handlingar flödar från företagen och presenteras för investerarna i form av nyheter och annonseringar (Quaye et al., 2016). Varje dag kommer PM och nyheter ut på diverse tidningar eller forum varav läsarna på dessa tidningar eller forum tolkar denna nya information och ges möjligheten att göra en analys om händelsen innebär något positivt eller negativt (Investopedia 2022). Detta kan observeras i flertalet olika nyheter och inte uteslutet när det gäller information om ett företag ska göra ett företagsförvärv. Ett företagsförvärv innebär att ett företag eller en juridisk person köper upp ett företag och tar över dess verksamhet (alltomjuridik.se u.å.). Detta för att utöka effektiviteten eller diversifiera den egna verksamheten (Konkurrensverket 2022). Företagsförvärv är en av dem många alternativen som ett företag har för att öka lönsamheten. Förvärv görs av flera anledningar men främst för att maximera lönsamheten som investerare kan ta del av i form av utdelning (Malik et al., 2014). Förvärv är en av de mest snabbväxande strategierna för att öka företagsvärde och gör att företag inte bara växer, utan också utökar sin närvaro globalt om förvärvet sker i ett annat land. Enligt Zhou et al (2016) har globaliseringen ökat antalet företagsförvärv exponentiellt eftersom den ökade tillgängligheten möjliggör ekonomier att enklare integreras med varandra och för investeringar mellan länder.

Då företagsförvärv ökar expansivt och globaliseringen blir mer utbredd så menar Xie et al (2019), Christensen et al (2011) och Tang et al (2020) att förvärvs marknaden förändras. Företag med digitala kapaciteter eller förbättrad teknologi blir stora måltavlor för större företag att förvärva. Den ökade tillgängligheten och den ständiga teknologiska utvecklingen har skapat en enorm förvärvsvåg över hela världen (Xie et al., 2019).

Företagsförvärv påverkar marknaden, vilket har observerats både på lång och kort sikt i tidigare studier (Thanos et al., 2019). Tidigare studier har visat att det finns olika aspekter av förvärv där investerare grundar sina analyser (Yang et al., 2020). Den absolut vanligaste



metoden för att analysera företagsförvärvs marknadspåverkan är att observera den ökade eller minskade avkastningen på annonseringsdagen. Detta innebär att nyheter om företagsförvärv släpps till marknaden och observeras för att se hur marknaden reagerar eller ”tolkar” händelsen. Till följd av dessa nyheter kan det uppstå en reaktion från marknaden som visar sig i abnormal avkastning, vilket är avkastning som avviker från hur en aktie historiskt avkastar under en normal handelsdag. Genom att observera abnormal avkastning går det att urskilja om den specifika nyheten har påverkat marknadens agerande (Distler, J., 2017).

Tidigare forskning är överens om att företagsförvärvs marknadspåverkan är ytterst varierande. Enligt Andrade et al (2001) och Christensen et al (2011) skapas en negativ abnormal avkastning när förvärv genomförs. Detta anses bero på dåliga förhandlingar och interna konflikter som skapar för höga kostnader för förvärvaren (Christensen et al., 2011). Forskningen kring ämnet skiljer sig åt och många studier har också visat att företagsförvärv resulterat i positiv abnormal avkastning, vilket visar att förvärven skiljer sig åt då de har olika syften och egenskaper. Enligt Yang et al (2020) har företagsförvärvs finansieringsmetod visats påverka den abnormal avkastning. Bassen et al (2010) har även observerat att marknader kan reagera annorlunda mellan inhemska förvärv och förvärv där målföretaget befinner sig i ett annat land.

Enligt Gomes et al (2012) och (Thanos et al., 2019) så har omfattande forskning inom ämnet inte utförts i samma utsträckning utanför västvärlden, främst på grund av ekonomiska förutsättningar. Av den anledningen har denna studie valt ut två länder med olika ekonomiska förutsättningar för att jämföra om tidigare forskning stämmer överens för båda länderna.

Sverige är ett av forskningsobjekten för denna studie och landet genomförde under åren 2016–2019, 6558 företagsförvärv till ett värde av 196,5 miljarder euro (IMAA., 2020).

Sverige här även enligt Standard & Poor's (2017) starka ekonomiska institutioner och en starkt responsiv marknad (Standard & Poors 2017).

Sverige kan därför konstateras ha en etablerad ekonomi och borde vara generaliserbart med tidigare resultat inom området företagsförvärv.

Ett land som ej varit i fokus inom forskningsområdet företagsförvärv är Sydafrika (Gomes et al., 2012); (Wilson, K.M. & Vencatachellum, D., 2020). Genom globaliseringen är Sydafrika ett land som utvecklats expansivt under en längre tid. Under 2012 genomfördes 360

företagsförvärv som uppgick till 21,98 miljarder dollar, vilket är betydligt högre än de resterande länderna på kontinenten (Gomes et al., 2012). Landet har även en enligt Standard & Poor's (2017) en viss säkerhet i kortfristiga investeringar men att det rent institutionellt förekommer brister. Det förekommer också osäkerhet i de finansiella, företagsmässiga och ekonomiska institutionerna i landet (Standard & Poors 2017).

## **1.2 Problemdiskussion:**

Marknadsreaktioner är ett direkt resultat på vad aktieägarna tror att en viss nyhet eller incident kommer påverka på ett företags värde (Connelly, B.L. et al (2011)). Om ett event visar sig ge en negativ påverkan på ett företags värde kommer den abnormala avkastningen att vara negativ och tvärtom där nyheten ger en positiv påverkan (Mackinlay 1997). En väsentlig aspekt av marknadens agerande är dess effektivitet där ineffektiva marknader resulterar regelbundet i försenade eller misstolkade reaktioner. När nyheter släpps i effektiva marknader så kommer marknaden att tolka informationen som tillkännages direkt och korrekt. Detta förekommer då det inte uppstår samma friktion som i ineffektiva marknader (Connelly, B.L. et al 2011).

När investerare letar efter lönsamma investeringar hos företagsförvärv observeras de potentiella fördelar ett förvärv kan skapa. Dessa potentiella fördelar kallas inom förvärvsteori för Synergieffekter (Connelly, B.L. et al 2011). Positiv synergi beaktas som de positiva fördelar som skapas när två företag slås samman (Hiller et al., 2017). När marknaden reagerar på en nyhet om förvärv, så speglar detta också dem framtida fördelar som kan uppstå i samband med förvärvet.

Tidigare studier har resulterat till blandade resultat om marknadens reaktion på företagsförvärv. Enligt Tao et al., (2017) och Yang et al., (2020) har det visats att marknaden agerar positivt på genomföranden av företagsförvärv. Däremot har Dao et al., (2021) och Christensen et al (2011) observerat resultat som givit upphov till motsatta antaganden. Sushil et al (2016) menar även att ett lands ekonomiska ställning också påverkar marknadens agerande kring företagsförvärv. Ett lands regleringar, institutioner, och politiska samhörighet har visats påverka företagsförvärvs sannolikhet att vara lönsamma (Sushil et al., 2016). Det finns därför en uppenbar otydlighet kring vilka premisser marknaden agerar utifrån inom ämnet företagsförvärv.

Sammanfattat argumenterar forskning mot olika slutsatser angående företagsförvärvs påverkan på marknaden. Det finns även en otydlighet kring hur länders skillnader i ekonomiska förutsättningar påverkar marknads agerande. I denna studie kommer företagsförvärvs påverkan på Sveriges och Sydafrikas marknader att observeras. Observationerna kommer att försöka förklara om det finns skillnader eller likheter mellan ländernas agerande genom att se över olika aspekter som påverkar dem. Aspekter som var grunden för studiens analys var finansieringsmetoden som användes, samt om förvärvet var inhemskt eller mellan länder för att se om dessa ger samma typ av reaktion i båda länderna.

### **1.3 Problemformulering:**

Företagsförvärv har i tidigare forskning inte jämförts i samma utsträckning där länder med olika ekonomiska förutsättningar observerats (Connelly, B.L. et al., 2011). Detta betyder att många antaganden på hur företagsförvärv påverkar marknaden inte behöver stämma överens mellan länder. Det finns därför ett incitament att undersöka om länder med olika ekonomiska förutsättningar agerar likartat vid annonseringen av företagsförvärv.

### **1.4 Syfte**

Studiens syfte är att beskriva och analysera förhållandet mellan företagsförvärv och abnormal avkastning genom att applicera den effektiva marknads hypotesen på ländernas marknader. Detta för att påvisa en skillnad mellan ländernas marknadsreaktioner vid annonsering av företagsförvärv.

### **1.5 Forskningsfrågor**

- Finns det ett statistisk signifikant förhållande mellan annonseringen av företagsförvärv och abnormal avkastning.
- Uppstår det skillnader mellan marknadernas ageranden beroende på ett företagsförvärvs egenskaper.

## 1.6 Avgränsningar

Studien har avgränsat sig till att observera länderna Sverige och Sydafrika mellan åren 2016–2022. Antalet analysobjekt bestod av två länder då flera länder kan försvåra kvantifieringen och tolkningen av data. Studien kommer även avgränsa sig till två egenskaper som enligt tidigare forskning påverkar hur företagsförvärv får marknaden att reagera. Dessa egenskaper är finansieringsmetod och om förvärvet är inhemskt eller mellan ett annat land. Egenskaperna valdes då dessa varit några av de mest förekommande i tidigare forskning som påverkat marknaden abnormalt avkastning vid annonseringen av företagsförvärv. Några av studierna som analyserat dessa egenskaper är Bassen et al (2010), Tao et al (2017) och Andriopoulos et al., (2016).

## 2. Teoretisk referensram:

---

*I detta avsnitt kommer studien att redogöra tidigare forsknings antaganden mellan marknadens agerande och företagsförvärv. Dessa antaganden kommer vägas och bygga grunden för studiens hypotesbildning. Hypoteserna kommer sedan att testas på båda länderna, för att se om det går att observera statistiskt signifikanta skillnader.*

---

### 2.1 Effektiva marknads hypotesen

Hypotesen om effektiva marknader (EMH) antar att finansiella marknader fundamentalt är effektiva. Detta innebär att priset på en tillgång återspeglar all tillgänglig information och att den därmed är korrekt prissatt (Fama 1970). Således så återspeglar den korrekta prissättningen den kollektiva analysen hos alla investerare (Yen, G. & Cheng-few, L. 2008). Den praktiska implementeringen av hypotesen resulterar till att det inte är möjligt att konsekvent vinna över marknaden genom att använda historiska data för att bygga analyser. Operationellt delas effektiva marknads hypotesen in i tre effektivitets grader; svag, semi-stark och stark (Fama 1970).

- När marknaden är svagt effektiv är det inte möjligt att generera riskjusterad avkastning genom att använda historisk information, till exempel genom teknisk analys.
- När marknaden är semi-starkt effektiv är det inte möjligt att generera riskjusterad avkastning genom tillgång till offentlig information. Exempel på dessa är delårsrapporter eller årsredovisningar. I en semi stark marknad är marginalnyttan av fundamental analys noll.
- När marknaden är starkt effektiv går det inte att generera riskjusterad överavkastning inte ens med insiderinformation. Detta innebär alltså att marknaden har tillgång till all information som existerar kring tillgången.

I tidigare studier som analyserar marknadsreaktioner, antas marknaden agera utifrån den semi-starka formen (Distler, J., 2017). Då investerare analyserar marknaden efter de har fått tillgång till ny information så antas marknaden reagera direkt när informationen blir tillgänglig för allmänheten (Mackinlay 1997). Enligt Yen och Cheng-few (2008) så

elimineras antagandet insiderinformation och tillåter historisk information att användas som grund för att beräkna riskjusterad avkastning. Distler, J (2017) menar också att den semi starka formen av hypotesen speglar verkligheten av hur marknaden reagerar och Hillier et al (2016) att avvikelser som förekommer i en effektiv marknad är anomalier. Av den anledningen kommer studien anta att båda Sverige och Sydafrikas marknader kommer att agera utefter den semi-starka formen vid annonseringar av företagsförvärv.

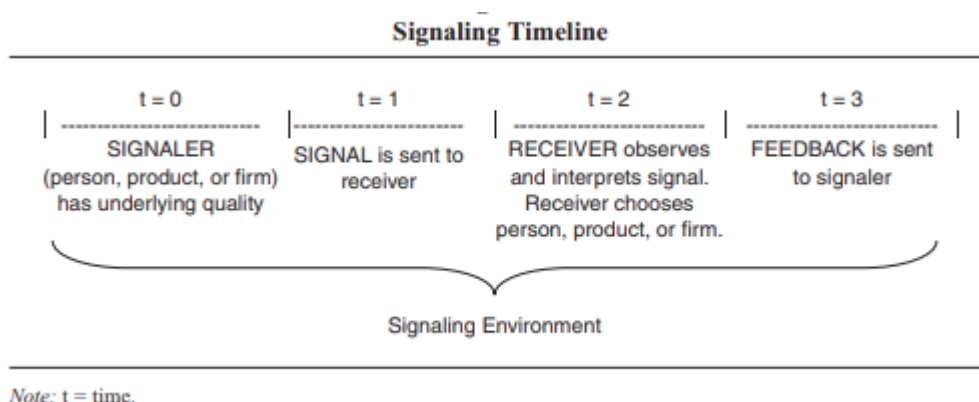
Utifrån teorin kommer följande nollhypotes och hypotes formuleras.

*H0: Ländernas marknader kommer att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv*

*H1: Ländernas marknader kommer inte att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv*

## 2.2 Signaleringssteori

Signaleringssteori innebär att en händelse i ett företag visar hur ett företaget mår och kan indikera potentiella händelser i framtiden (Hillier et al., 2016). Teorin förespråkar hur informations offentliggörande tas emot av marknaden. Information som visar en ökad framtida tillväxt kommer att tas emot positivt av marknaden, samtidigt kommer motsatta nyheter ge upphov till en negativ reaktion (Hillier et al., 2016).



*Illustration av en signals tidslinje, enligt signaleringssteorin. Källa: Connelly, B.L. et al (2011).*

Signaleringssteorin är uppbyggd av fyra faser som beskriver kommunikationen mellan företag och marknad. Den första fasen är "Signaler" som beskriver som en nyhet där företags

nuvarande tillstånd speglas. Detta kan vara förändringar i företagets produkter, tjänster eller annan information som påverkar företaget negativt eller positivt. Signaler uppstår oftast från de individer som från början besitter informationen, exempelvis verkställande direktörer eller anställda på företaget (Connelly, B.L. et al 2011).

När en potentiell signal uppstår är det dem högst uppsatta i ett företag som oftast bestämmer om informationen skall offentliggöras eller inte. I de vanligaste fallen vill företag endast dela informationen om den anses ge en positiv reaktion på marknaden (Connelly, B.L. et al 2011). Däremot finns det undantag, vid exempelvis nyemission där det offentliggörs att fler aktier finns tillgängliga för köp så uppstår signalen att företaget är övervärderat och nyheten kommer beaktas som negativ (Connelly, B.L. et al (2011).

När en signal skickas in på marknaden från ett företag tas den emot av utomstående individer som inte tidigare haft tillgång till informationen, men har intresse av den. För att signaleringen skall vara effektiv måste individerna kunna urskilja om nyheten kommer att bidra med vinst eller förlust utifrån signalens information. Efter att signalen mottagits kommer dessa individer att tolka informationen och marknaden kommer att justeras därefter i form av handel. Denna handel består av ökade köp eller försäljningar av aktier vilket kommer att påverka aktiepriset positivt eller negativt. Mottagarnas agerande kallas inom teorin för feedback, vilket blir en respons mot signaleraren av informationen (Connelly, B.L. et al 2011).

En aspekt som påverkar signaleringsteorins applicerbarhet är den rådande signaleringsmiljön. Den miljö där signalen sker påverkar hur effektivt informationen når marknaden och om marknaden agerar rätt utifrån informationen som ges. En vanlig effekt från en ineffektiv signalerings miljöer är bandwagon effekten. Detta betyder att de mindre kunniga individerna som tar emot signalen agerar från andras initiativ, antingen följer de majoriteten eller de som anses vara mer kunniga inom området. Fenomenet ger upphov till att signalen tolkas fel och att marknaden agerar irrationellt kring informationens verkliga betydelse (Connelly, B.L. et al 2011).

Signaleringsteorin är starkt kopplat till den effektiva marknads hypotesen och tillämpas ofta vid analyser av marknadens ageranden (Fama 1970). Vid en semi-stark marknad skall signaleringsmiljön vara tillräckligt transparent för att information skall tolkas korrekt vid

uppkomsten av företagsförvärv (Nguyen 2011). Teorin kommer att användas i studien för att redogöra hur signalen av ett företagsförvärv tas upp av marknaderna, och om informationen tolkas korrekt.

Utifrån teorin kommer följande nollhypotes och hypotes formuleras.

*H0: Det finns inget samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv*

*H1: Det finns ett samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv*

## **2.3 Tidigare forskning**

### **2.3.1 Företagsförvärvs Finansieringsmetod**

Enligt en studie av Yang et al (2020) har ett företags val av finansieringsmetod en påverkan på marknadens agerande mot företagsförvärv. Studien observerar att företag som använder aktier som finansieringsmetod ofta är övervärderade på marknaden. Ett övervärderat företag har ett marknadsvärde som är större än det bokförda värdet och är då av marknaden högt prissatt (Yang et al., 2020). När ett företag betalar ett förvärv med aktier betyder det att de använder sina egna aktier som valuta för att kvitta skillnaden mot målföretaget (Hiller et al., 2016). Detta blir då fördelaktigt för övervärderade företag då de betalar med ett värde som inte är representativt i förhållande till det verkliga värdet. Trots detta kommer förvärvarens aktievärde minska i förhållande till marknadens prissättning. Det beror på att investerare i praktik vill alltid maximera sina vinster, vilket betyder att finansieringsmetoden går emot marknadens intressen (Yang et al., 2020).

Motsatta antaganden har observerats vid företag som finansierar företagsförvärv med en kontant finansieringsmetod. De flesta förvärvare som betalar kontant, tenderar att vara undervärderade enligt marknaden och kan därför inte lönsamt genomföra en betalning med aktier (Yang et al 2020). Undervärderade företag som genomför ett företagsförvärv har en större chans att öka sitt företags värde i förhållande till övervärderade. Detta gynnar



investerares intressen och ger därför upphov till en positiv signal från marknaden när finansieringsmetoden offentliggörs (Sankar & Leepsa 2018).

Det förekommer även att företag kombinerar finansieringsmetoderna i syftet att minska den kontanta betalningen genom att blanda in förvärvarens egna aktier i transaktionen. finansieringsmetoden har visats generera positiva effekter på marknaden på samma sätt som en kontant finansieringsmetod (Yang et al., 2020).

Utifrån tidigare forskning kommer följande nollhypoteser och hypoteser formuleras

*H0: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att inte påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant.*

*H1: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant.*

*H0: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer inte att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier.*

*H1: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier.*

### **2.3.2 Skillnader på reaktioner av företagsförvärv mellan ekonomier**

Företagsförvärv i ekonomier med mindre utvecklade institutioner är ett brett forskningsområde som inte utforskats tillräckligt i tidigare studier. Den nuvarande forskningen konstaterar främst att länder med etablerade ekonomier väljer att genomföra förvärv i länder som inte har lika utvecklade. Enligt Ferraz et al (2002) görs förvärv i mindre utvecklade ekonomier med syfte att expandera och breda ut sig på nya verksamhetsområden. Appadu et al., (2013) menar även att ett lands attraktivitet för utländska förvärv baseras på ett lands utvecklingsnivå. Ett lands politiska läge och teknologiska utveckling har en stor påverkan på förvärvmarknadens volym mellan länder. Utöver dessa visas även att infrastruktur, landets ekonomiska situation och socioekonomiska faktorer är relaterade till förvärvsaktivitet (Appadu et al 2013).

För att kunna redogöra om det finns skillnader på marknadens agerande mellan en etablerad ekonomi och en utvecklingsekonomi, behövs en förståelse för skillnaderna mellan ländernas

marknader. Enligt Sushil et al (2016) influeras alla länders marknader av signaler från den globala marknaden. Om den globala marknaden förändras drastiskt kommer dem individuella ländernas marknader reagera på förändringen. Faktorer som transaktionskostnader, volymen av handel, marknadens volatilitet och investerarens självförtroende påverkar också marknadens agerande utifrån uppkommande händelser (Sushil et al., 2016). Studien visar även att utvecklingsekonomier i sin helhet tenderar att ha mindre effektiva marknader, oftast högre transaktionskostnader och högre asymmetrisk information. Tvärtom så har en etablerad ekonomi oftast har en mer utvecklad marknad, varav institutioner reglerar dem att fungera effektivare (Sushil et al., 2016).

Tidigare forskning belyser att marknaden agerar annorlunda beroende på ett lands effektiva institutioner och stabilitet i det finansiella systemet. Det bör därför förekomma skillnader mellan Sverige och Sydafrikas marknader när reaktionerna på företagsförvärv observeras.

### **2.3.3 Förvärv över landsgränser**

Ett nyare omtalat ämne inom företagsförvärv är uppkomsten av förvärv utanför förvärvarens landsgräns. Denna typ av förvärv uppkommer när förhandlingen sker mellan företag från olika länder. Uppkomsten av förvärvs typen har anknytas till effekten av den ökade globaliseringen som tidigare har påpekats i studien av Zhou et al (2016).

I en studie av Bassen et al (2010) analyserades hur tyska företags aktiekurser förändrades vid förvärv av amerikanska företag. Studien analyserade 78 företagsförvärv mellan åren 1990–2004. Metoden för studien baserades på att analysera de olika företagens abnormala avkastning efter annonseringen av förvärven. Studien kom fram till att majoriteten av förvärven mottogs positivt av marknaden med anledningen att nyheten om transaktionen förväntades generera ett ökat värde för företagen. Samma antaganden gjordes av Tao et al (2017) som genomförde en liknande studie i Kina där studiens resultat visade att företagsförvärv över landsgränsen mottogs positivt av marknaden. Däremot kan länder tolka nyheter på olika sätt och kan därför ge upphov till olika resultat. Ett exempel är hur den kinesiska marknaden tenderar att ha en stark positiv reaktion på företagsförvärv mellan länder. Kina blir därför enligt studien svårare att generalisera i jämförelse med andra länder (Tao et al 2017).

Ett motargument mot att värdeskapande sker vid förvärv mellan länder har redogjorts i en studie av Fiberg et al (2021). I Fiberg et al (2021) resultat så observerades att ett lands politiska samhörighet påverkar värdeskapandet för aktieägare. I länder med svag politisk samhörighet visas större negativa effekter, större grad av misslyckanden och ökade transaktionskostnader i samband med förvärv i andra länder. Sammanfattat presenterar forskningen att ett företags värde kan förloras i samband med förvärv utanför företagets landsgränser (Fiberg et al 2021).

Utifrån tidigare forskning kommer följande nollhypotes och hypotes formuleras.

**H0:** Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer inte skapa en positiv reaktion på ländernas marknader.

**H1:** Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer skapa en positiv reaktion på båda ländernas marknader.

## 2.4 Hypotes sammanställning:

Utifrån tidigare forskning och teorier kommer studien anta följande nollhypoteser och hypoteser.

**H0:** Ländernas marknader kommer att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv.

**H1:** Ländernas marknader kommer inte att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv.

**H0:** Det finns inget samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv.

**H1:** Det finns ett samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv.

**H0:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer inte att påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant.

**H1:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant.

**H0:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer inte att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier.

**H1:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier.

**H0:** Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer inte skapa en positiv reaktion på ländernas marknader.

**H1:** Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer skapa en positiv reaktion på båda ländernas marknader.

### 3. Metod

---

*Detta kapitel kommer att redogöra studiens metodik för att förklara hur data kommer att samlas in och vad som kan utläsas från den. Kritik och redogörelser för metoden kommer också att ingå i detta kapitel.*

---

#### 3.1 Forskningsmetod

Valet av forskningsmetod har en kritisk roll för att etablera en effektiv forskningsprocess och är främst inriktad på att koppla analysobjekt till tidigare forsknings antaganden.

Enligt Basias et al (2018) är det svåraste valen inom företagsekonomisk forskning att välja ut den lämpligaste metoden för att besvara studiens frågeställning (Basias et al., 2018).

Denna studie kommer att använda sig av en kvantitativ metod för att besvara hur företagsförvärv tas emot av Sveriges och Sydafrikas marknad. Studien använder sig av en deduktiv ansats, vilket betyder att hypoteser från tidigare forskning har bildats för att prognostisera resultatets slutliga sammanställning. Deduktiv forskning baseras på att bekräfta tidigare observationer och används främst inom kvantitativ forskning (Bryman & Bell 2016).

I tidigare forskning inom området har eventstudie metodiken applicerats för att observera marknadens reaktioner på företagsförvärv. Orsaken kring metodens vanliga användning grundar sig i möjligheten att analysera en större mängd lättillgängliga data som behandlar empiriska observationer (Bassen et al., 2010); (Tao et al., 2017); (Andriopoulos et al., 2016); Moeller et al., 2005); (Beitel et al., 2004). Av den anledningen kommer denna studie använda sig av denna metod för att besvara de hypoteser som etablerats i teoriavsnittet.

Kvantitativ forskning använder sig främst av systemiska och empiriska observationer där fenomen kvantifieras genom statistik, matematik och bearbetning av numeriska data.

Forskningsmetoden gynnar analyser av (1) Större mängder av analytiska data som skall verifiera eller testa hypoteser (2) När det finns osäkerheter mellan olika teorier (3) Insamlade data kan kvantifieras och jämföras (Basias et al., 2018).

En av de största fördelarna med kvantitativ forskning är att insamlade data inte kan influeras av personliga värderingar. Resultatet tolkas endast av den insamlade data och tidigare forsknings antaganden (Basias et al., 2018).

### **3.2 Datainsamling**

Det finns tre typer av information som krävs för att analysera marknadsreaktioner på företagsförvärv. (1) En samlad databas som innehåller information om företagsförvärv, med annonseringsdatum tillgängligt (2) Företagens aktiekurs finns tillgänglig att hämta på diverse plattformar (3) Ett marknadsindex baserad på landets största företag.

Denna studie har använt databasen Zephyr för att ta fram 50 företagsförvärv från Sverige och Sydafrika som uppgår till ett antal på 100 olika förvärv. Företagens historiska aktiekurser har hämtats från plattformen Investing.com, detsamma gäller marknadsindex. Genom att studien har jämfört två olika länders marknader behövdes respektive index för båda länderna. Index som har använts från länderna är OMXS30 Sverige och JTOPI 40 Sydafrika. Priserna för aktier och index har representerats i ländernas respektive valuta för att bortse från valutakursskillnader.

Alla förvärv som analyserats i denna studie har kategoriserats utifrån de valda egenskaper som skall göra en påverkan på marknadens agerande kring företagsförvärv. Egenskaperna som fördelats är om förvärvet är inhemskt eller mellan ett annat land och finansieringsmetod.

Utifrån de egenskaper som hittades har följande kategorier sorterats från respektive land.

	Sverige		Sydafrika
		<b>Mellan länder eller inte</b>	
Cross border (yes)	37		8
Cross border (no)	13		42
		<b>Finansieringsmetod</b>	
Finansierngsmetod (kontant)	30		30
Finansieringsmetod (aktie)	3		12
Finansierngsmetod (mix)	17		8

Tabell 1: Redogör mängden observationer i varje kategori uppdelat i om förvärvet skett inhemskt eller i ett annat land, samt vilken finansieringsmetod som använts. Källa: Datainsamling, Investing.com & Zephyr.se

### 3.2.1 Kritik mot databaser

En studies databas är väsentlig för att samla in data som ligger till grund för empirin. Zephyr har använts i studien för att samla information om förvärv som gjorts mellan företag samt hur förvärvet finansierats. Zephyr är pålitlig till den utsträckningen att den uppdateras kontinuerligt med nya affärer vilket gör att urvalet av förvärv är uppdaterad. Det förekommer fall i Zephyr där fullständig information inte har funnits tillgängligt då företagen inte har offentliggjort detaljer som saknas i nyheten. Detta har givit upphov till bortfall och är inte en direkt konsekvens av databasens brister.

Investing.com är den andra databasen som har använts i studien. Denna databas visar historiska kursdata för index och aktier vilket också visar historisk avkastning. Data från denna databas har jämförts med data från Avanza och Yahoo finance för att se till att den är tillförlitlig.

### 3.2.2 Urval

Urvalet av dessa 100 företag har tagits fram utifrån två sökningar, varav skillnaden är landet förvärvsföretaget verksammare i. Sökningarna har kategoriserats efter förvärv i respektive land och genomförts mellan åren 2016–2022. För att besvara studiens hypoteser har följande kriterier valts för att ett förvärv skall kunna appliceras i resultatet.

1. Förvärvet måste innebära ett uppköp på mer än 51% av målföretagets aktier.
2. Förvärvets finansieringsmetod måste vara kontant, aktier eller en blandning av båda
3. Förvärvet måste tydlig informera om förvärvet är inhemskt eller mellan länder
4. Förvärvarens aktiekurs måste vara tillgänglig på Investing.com
5. Förvärvet får ej ha annonserats före 2016-01-01 och får inte vara 7 dagar från sista insamlingsdagen 2022-04-26.

### 3.2.3 Bortfall

För att hämta 100 företagsförvärv behövdes en insamling av totalt 391 observationer, varav 102 från Sverige och 189 från Sydafrika. Detta blir ett totalt bortfall på 291 observationer eller ca 74%. Orsaken kring det stora bortfallet grundar sig i att de flesta observationer inte matchade urvalskriterierna för studien.

Bortfall	Sverige	Sydafrika
Kriterium 1	25	53
Kriterium 2	55	103
Kriterium 3	0	0
Kriterium 4	20	30
Kriterium 5	2	3
Totalt bortfall	102	189

*Prestation av antalen bortfall som tagits bort av följande kriterium från avsnitt 3.2.2*

Den vanligaste kriteriet som orsakade studiens bortfall är saknad av data kring förvärvets finansieringsmetod. Det uppkom även en finansieringsmetod med benämning skulder, vilket grundar sig i att förvärvet betalas utifrån en skuld eller kredit. Detta tolkade studien som att förvärvet betalats via en tidigare kredit eller skuld som varit mellan företagen (CFI 2022).



Genom att detta inte klassats som ett vanligt förvärv, har även dessa företagsförvärv exkluderats från studien.

### **3.3 Eventstudie**

Eventstudie metodiken grundar sig i att observera marknadsreaktioner utefter en specifik händelse och identifierar om en händelse har en ekonomisk effekt på marknaden (Mackinlay 1997). Vid genomförandet av eventstudier antas marknaden alltid reagera utifrån den effektiva marknads hypotesens semi-starka form. Marknadens reaktion uppstår ofta i samband med nyheten kan därför ofta observeras på eventdagen. De avvikelser som uppstår utanför eventdagen observeras som anomalier i samband med förvärvet. Dessa observeras dagarna innan eller efter förvärvet och betyder oftast att marknaden inte har varit effektiv (Mackinlay 1997). I praktiken kan man analysera en ändlös mängd observations dagar, så länge informationen finns tillgänglig. Däremot har det visats i tidigare tillämpningar av metoden att för långa observationsfönster problematiserar resultatet. Enligt Distler, J., (2017) går det inte att utesluta utomstående faktorer som påverkar ett företags marknadsvärde. För att undvika denna problematik bör eventstudier genomföras under max två månaders tid för att undvika externa faktorer.

Det som mäts vid eventstudier kallas abnormal avkastning. Detta är skillnaden på aktiens normala avkastning historiskt i jämförelse med vad den avkastar på eventdagen. Om abnormal avkastningen observeras kan man klargöra att eventet påverkar marknaden utöver det normala (Distler, J 2017).

#### **3.3.1 Estimeringsfönster**

Ett estimeringsfönster ställs upp för att avgöra genomsnittlig avkastning och sammanställs av data från perioden innan eventfönstret. Det är nödvändigt att avgöra genomsnittlig avkastning för att kunna avgöra ett normaltillstånd innan eventet inträffar (Binder 1998). Estimeringsfönstret som studien har valt utgår från eventdagen ( $t$ ) och sträcker sig mellan  $t - 8$  och  $t - 37$ ) vilket då inkluderar 30 handelsdagar som används för att bestämma den normala avkastningen för aktien. Estimeringsfönstrets längd har bestämts då det eliminerat problematiken med andra påverkande faktorer. Eventstudier med ett för långt estimeringsfönster kan begränsa resultatets relevans, då andra icke observerade event kan påverka marknadens agerande (Binder 1998). Ett estimeringsfönster på 30 dagar har i studien

varit en relevant mängd då andra event har lägre chans att påverka aktiekursen. Däremot elimineras inte denna risk utan minskar endast sannolikheten att problematiken med detta uppstår (Distler, J 2017). Av den anledningen har studien valt att analysera en större mängd data med olika event från olika tidpunkter för att begränsa risken ytterligare.

### 3.3.2 Eventfönster

Eventfönstret benämns som dagarna innan och efter eventdagen. Eventdagen är dagen då företagsförvärvet annonserats till marknaden och benämns som dag  $t-0$ . Dag  $t - 1$  till  $t-7$  benämns som anticipation perioden, vilket kontrollerar att inga abnormala kursrörelser uppstår innan eventdagen. Dagarna  $t+1$  till  $t + 7$  har benämnts som adjustment perioden, vilket kontrollerar om abnormala kursrörelser sker efter eventdagen (Binder 1998).

Utifrån den effektiva marknads hypotesen bör både Sverige och Sydafrikas marknader reagera på företagsförvärv under Eventdagen  $t-0$ . En reaktion under eventdagen indikerar på att marknaden agerar utifrån den semi-starka formen (Binder 1998).



*Tidslinje för eventstudie som förklarar av Binder (1998) källa: Binder 1998*

Om marknaderna reagerar under anticipation perioden har en reaktion inträffat innan förvärvet har annonserats. Detta tolkas som att information om förvärvet har läckt ut innan eventdagen och konstateras som en marknads ineffektivitet (Binder 1998).

Vid reaktioner under adjustment perioden visas att reaktionen angående företagsförvärvet har inträffat efter eventagen vilket betyder att marknaden har reagerat långsamt på den nya informationen. Försenad reaktion betyder att marknaden inte har varit effektiv och att det har uppstått anomalier i den semi-starka formen av den effektiva marknadshypotesen (Binder 1998).

### 3.4 Normal avkastning

Normal avkastning är det som observeras för den underliggande tillgången under estimeringsperioden där man kan urskilja vad tillgången normalt avkastar Mackinlays (1997). Perioden för normal avkastning har under denna studie estimerats under en 30 dagarsperiod för att kunna avgöra vad aktiens förväntade/normala avkastning är. I denna studie har normal avkastning beräknats utifrån Mackinlays (1997) modell. Denna modell beräknar förhållandet mellan företags aktiekurs och avkastningen på index. För att genomföra modellen har studien använt OMXS30 som representation av Sveriges marknad, varav JTOPI 40 för Sydafrika.

$$R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

*Källa: Mackinlay (1997)*

R = Normal avkastning för aktie (i) under perioden (t)

$\hat{\alpha}$  = Mått på avkastning, beräknad utefter estimerings fönstret.

$\beta$  = Aktiens tidigare volatilitet mot marknaden, beräknas utifrån estimeringsfönster.

R<sub>m,t</sub> = Normal avkastning för marknadsportföljen (m) under perioden (t)

#### 3.4.1 Abnormal avkastning

Abnormal avkastning innebär att en aktie eller portfölj avkastar mer eller mindre än index. Detta gör att investerare i den tillgången vinner eller förlorar i förhållande till marknaden. Aktien får därför en annan avkastning i förhållande till marknadsportföljen eller index (Farooq et al., 2021).

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \beta_i R_{m,t})$$

*Källa: Mackinlay (1997)*

AR = Abnormal avkastning för aktie (i) under perioden (t)

R = Exakta avkastning för aktie (i) under perioden (t)

$\beta_i R_{i,Mi,t}$  = Normal avkastning för aktie (i) under perioden (t)

### 3.4.2 Kumulativ abnormal avkastning

Kumulativ abnormal avkastning innebär att en förväntad avkastning beräknas utifrån ett estimeringsfönster för att sedan ställas mot den verkliga avkastningen som den underliggande tillgången har på en specifik dag (Nasdaq 2018).

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t}$$

*Källa: Mackinlay (1997)*

$CAR_i(t_1, t_2)$  = Kumulativ abnormal avkastning för aktie (i) utifrån event fönstret.

$AR_{i,t}$  = Abnormal avkastning för aktie (i) under perioden (t)

### 3.4.3 Genomsnittlig abnormal avkastning

Genomsnittlig abnormal avkastning beräknas genom att summera alla observationers värden och sedan dividera med samma antal. Denna formel ger en representativ bild på resultatet som helhet.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t}$$

*Källa: Mackinlay (1997)*

$AAR_t$  = Genomsnittlig abnormal avkastning under period (t)

n = antal event

$AR_{i,t}$  = Abnormal avkastning för aktie (i) under perioden (t)

### 3.4.4 Genomsnittlig Kumulativ abnormal avkastning

Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning beräknas genom att summera alla observationers abnormala avkastning och sedan dividera med antalet.

$$ACAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

*Källa: Mackinlay (1997)*

ACAR(t1, t2)= Genomsnittlig Kumulativ abnormal avkastning under event fönstret

AAR<sub>t</sub> = Genomsnittlig abnormal avkastning under perioden (t)

### 3.4.5 BHAR

Köp och behåll strategin (BHAR) är något som används när den effektiva marknadshypotesen antar den semi starka formen. Strategi går ut på att investerare köper en tillgång eller index och håller kvar den oavsett tillfällig kursutveckling. Detta görs med antagandet att det inte går att slå marknaden och att det inte går att köpa i precis rätt tidpunkt utan insiderinformation (Hui & Yam 2014). Detta applicerades på vår studie för att jämföra strategin att bara hålla aktien under eventfönstret mot att äga den på eventdagen för att se om man skulle ha gjort samma avkastning utan att bära risken att chansa.

### 3.4.6 Capital Asset Pricing Model

CAPM är en av de beräkningar som används när resultatet ska justeras för risk på marknaden och se till att risk som en variabel tas med i beräkningen. Den grundläggande härledningen av formeln antar att det finns en riskfri avkastning där marknads avkastning tas i beaktning för att bestämma den förväntade avkastningen på en aktie. För att ta risk i beaktning så använder sig formeln av värdet beta vilket står för systematisk risk (Hillier et al 2016). Beta definieras som hur mycket en akties pris normalt ändras mot marknadsportföljen eller index. I studiens applicering av CAPM har formeln bytt ut den riskfria avkastningen mot värdet alpha vilket är ett annat mått för riskfri avkastning. Detta görs i appliceringen av CAPM i studierna av Binder (1998) och Sayed & Eledum (2021) för att kunna kontrollera abnormal avkastning som är riskjusterad. Värdet alpha och beta bestäms baserat på data innan eventfönstret och

ger den förväntade riskjusterade avkastningen på marknaden i den perioden som eventet testas.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

*Källa: Tao et al (2017)*

AR<sub>it</sub> = Abnormal avkastning riskjusterad

R<sub>it</sub> = Avkastning index period (t)

α<sub>i</sub> = Alpha för observation

β<sub>i</sub> = Beta observation

R<sub>mt</sub> = Avkastning aktie under period (t)

Formeln hämtas från Tao et al (2017) och visar studiens riskjusterade modell. För att beräkna denna formel så behövs värdena alpha och beta för varje individuell observation. Beta beräknas genom en linjär regression mellan avkastningen för aktien inom estimerings fönstret och index avkastning på samma datum. Detta görs för att observera hur mycket aktien rör sig mot index (Tao et al., 2017). Alpha uppkommer av skärningspunkten mellan värdena för aktiens avkastning och index avkastning (Tao et al., 2017).

### 3.4.7 P-värde

För att bestämma statistisk signifikans i denna studie så har ett P-värde tagits fram. Studien har utgått från antagandet att ett p-värde som är mindre än 0,1% innebär en trestjärnig signifikans och indikerar ett starkt stöd för att marknaden är effektiv. Ett p-värde mindre än 1% innebär tvåstjärnig signifikans och ett p-värde mindre än 5% men större än 0,01% en enstjärnig signifikansnivå. Om p-värdet är större än 5% så anses det ej finnas någon signifikans från marknads reaktion på förvärvet (Körner & Wahlgren 2020). Vid tillämpning av P-värde används antagandet av en nollhypotes. Hypotesen öppnar möjligheten att fenomenet som analyseras inte har någon visande koppling till varandra. P-värdet kommer sammanfattat bevisa om marknaden reagerar vid annonseringar av företagsförvärv eller inte samt om det finns anomalier i perioderna innan och efter eventdagen (Körner & Wahlgren 2020).

### 3.4.8 T-test

T-stat är ett mått som ofta används vid analyser av abnormal avkastning. Måttet mäter signifikansen mellan två populationer och avgör om förhållandet är positivt, negativt eller neutralt (Körner & Wahlgren 2020). I tidigare studier används T-test ofta inom området, då beräkningen av förhållandet av Kumulativ abnormal avkastning (CAR) och företagsförvärv får ett starkt representativt värde. Vad som skiljer T-test från P-värde är att det även går att se om signifikansen är positiv eller negativ. Det går därför att observera skillnaden i reaktioner mellan olika typer av företagsförvärv genom tillämpningen av T-test (Distler, J., 2017). För att ett t-test skall visa signifikans behöver måttet överstiga eller understiga det kritiska värdet 2 eller (-2) (Körner & Wahlgren 2020).

T-test är det mest använda måttet för att testa signifikans mellan företagsförvärv och abnormal avkastning. Däremot används även tvärsnittskorrelation inom området för att analysera hur de olika företagsförvärven ställer sig mot varandra. En korrekt tvärsnittskorrelation möjliggör en djupare analys av de olika förvärvens relation till varandra (Distler, J., 2017). En stor problematik med tvärsnittskorrelation är att kvantifiera dessa relationer till statistiska data. Relationen mellan ett företagsförvärvs påverkan på marknadens abnormal avkastning kan påverkas av många olika faktorer. Av den anledningen används tvärsnittskorrelation i studier där man undersöker företagsförvärv inom samma bransch (Distler, J., 2017). Då denna studie inte har analyserat företagsförvärv beroende på företagens tillhörande branscher kommer tillämpningen av metoden inte besvara studiens frågeställning på ett representativt sätt.

För att genomföra ett T-test måste ett medelvärde beräknas i båda grupper.

$$\mu = \text{Summa antal variabler} / \text{Antal variabler}$$

Sedan måste variansen mellan Kumulativ abnormal avkastning under tidsperioden (t) beräknas.

$$\text{var} (CAR_t) = \frac{1}{n^2} = \sum_{i=1}^n \sigma_{\epsilon_i}^2$$

Källa: Körner & Wahlgren (2020)

var (CARt) = Varians i kumulativ abnormal avkastning under perioden (t)

$\sigma^2$  = Avkastningens variance under estimerings fönstret för aktie (i)

n = antal observationer

Slutligen Beräknas t-värdet genom att kombinera formlerna i följande ekvation.

$$t = \frac{\mu_1 - \mu_2}{\sqrt{\frac{\text{var}_1}{n_1} + \frac{\text{var}_2}{n_2}}}$$

Källa: Körner & Wahlgren (2020)

$U_{1,2}$  = genomsnittlig abnormal avkastning för perioden (t-1, t, t+1)

Var = Varians för CAR i eventfönstret

$N_p$  = antal observationer i populationen (P)

### 3.5 Studiens tillvägagångssätt

Studien baserade metoden på ett antal olika formler som fyllde sin funktion i att presentera data. Studien eftersträvade att vara aktuell i dagens marknad och därför bestämdes det att studien skulle basera sin data på förvärv som skett från 2016 till nutid. Studien beräknade historiska data i tre modeller som alla tar hänsyn till olika förutsättningar, varav dessa bestod av en konstant avkastningsmodell, en marknadsjusterad modell och en riskjusterad avkastnings modell. Dessa modeller har använts i ett antal studier och Sayed & Eledum (2021) samt Binder (1998) menar att det är relevant att använda fler modeller för att kunna ta hänsyn till problem som kan uppstå när studier endast använder en modell.

Kvantifieringen av data i denna studie baserade sig på ett antal värden som beräknades i ett estimeringsfönster och ett eventfönster. Normal avkastning beräknas först genom att ta fram medelvärdet av företagets avkastning på dess historiska data 30 dagar innan eventfönstret. Detta värde gör det möjligt att beräkna den konstanta avkastningsmodellen vilket beräknas genom att ta aktiens avkastning för en dag och subtrahera den normala avkastningen på samma dag (Sayed & Eledum 2021). Den andra beräkningen är den marknadsjusterade avkastningsmodellen. Denna beräknas genom att ta avkastningen för aktien på en specifik dag som ingår i observationen och subtrahera den med avkastningen för index på samma dag. Den sista modellen är den riskjusterade avkastningen som kräver att två värden beräknas. Värdet Alpha och Beta används för att beräkna den riskjusterade avkastningen för företaget



mot index. Alpha beräknas genom att utläsa skärningspunkten mellan värdena avkastning på företagets aktie 30 dagar innan och indexavkastning på samma datum. Beta beräknas genom att kontrollera hur mycket aktievärdet ändras mot index och visar hur mycket aktiens värde förändras i samband med att index går upp eller ner (Tao et al., 2017). Ett exempel på detta är att en aktie med beta 0,4 kommer att förändras med 40 öre när index förändras med 1 krona. Dessa värden placeras sedan in i formeln för CAPM och ger då en riskjusterad avkastning. Vidare när avkastningen är beräknad i alla modeller, så beräknas standardavvikelsen för varje modell genom att inkludera alla avkastningar i varje modell. Detta ger alltså tre standardavvikelser som sedan delas upp i det observerade eventfönstret.

Standardavvikelseerna delas upp i 1 dag, 7 dagar och 15 dagar för att kunna beräkna statistiska samband för de olika perioderna i eventfönstret. När dessa är beräknade kan avkastningen för perioderna divideras med standardavvikelsen för det antal dagar som observerats för att utläsa värdet T-stat. Anticipation och Adjustment perioderna har 7 dagar som ingår och avkastningen under dessa divideras med standardavvikelsen för 7 dagar. Avkastningen för eventdagen divideras med standardavvikelsen för en dag och totalen av dessa dagar divideras med standardavvikelsen för 15 dagar. Detta ger T-test för alla delar av eventfönstret och visar på statistisk signifikans för de olika perioderna. P värdet kommer också att kunna utläsas av denna data genom att göra en tvåsidig fördelning av numeriska T värdet med antalet frihetsgrader som ingår i observationen vilket ger en procentuell signifikans (Körner & Wahlgren 2020).

### **3.6 Variablernas koppling med metoden.**

Studien har inkluderat Finansieringsmetod och om förvärvet var inhemskt eller mellan länder för att besvara om det har någon påverkan på marknadens reaktioner på förvärven. Detta görs genom att observera statistiska samband i reaktionerna där variablerna observerats. Detta ger studien möjlighet att tolka indikationer om någon av dessa variabler har en påverkan för reaktionen som sker i samband med annonsering av förvärv. För att dessa indikationer ska kunna observeras så ställs dessa upp så att de med positiv eller negativ statistisk signifikans kan observeras med respektive variabel för att då bygga en indikation. Detta återkopplas och analyseras sedan med signalteorin där återkommande reaktioner i samband med en variabel tolkas som en återkommande signal till marknaden.

### **3.7 Forskningens Validitet och Reliabilitet**

En viktig beståndsdel i vetenskapliga studier är begreppet validitet och reliabilitet. Validitet kan sammanfattas som att undersökningen mäter det som avses mätas (Heale & Twycross 2015). Utifrån datainsamlingens genomförande och hänsyn till tidigare forskningsmetoder är studiens validitet stark. När flera undersökningar använd sig av liknande metoder stärks validiteten. Studien har även en hög Intern validitet, vilket berör studiens val av analysmodeller för att besvara studiens frågeställning och hypoteser. De modeller som används i denna studie är inspirerade och tagna från tidigare forsknings metodgenomgång och stärker därmed studiens interna validitet (Heale & Twycross 2015).

Reliabilitet innebär om samma resultat skulle uppstå vid upprepning av studiens metod (Heale & Twycross 2015). Genom att studiens data och urval består av historiska siffror som ej förändras med tiden, bör resultatet vara replikerbart inom samma urvalskriterier. Stärkandet vid studiens reliabilitet har genomförts genom att kontrollera de siffror som används, samt mer djupgående analyser av vissa förvärv för att redogöra om resultatet är tillräckligt representativt. Exempelvis har databasen investing.com jämförts med Avanza och Yahoo Finance för att se om skillnader uppstår mellan aktiekurserna för de förvärvande företagen. Av de åtgärder som gjorts har det ej uppkommit några avvikande skillnader, vilket då bekräftar studiens reliabilitet (Heale & Twycross 2015).

### **3.8 Metodkritik**

Det finns ett antal faktorer som inte tas hänsyn till i utformandet av metoden. Framför allt så är marknaden problematisk eftersom det förekommer prisförändringar som inte alltid har en logisk grund. För att försöka skapa en form av normal nivå så har estimering perioden bestått av 30 handelsdagar vilket teoretiskt sett ser till att jämna ut den normala avkastningen. Dock så är det svårt att i denna metod ta hänsyn till nyheter som kanske släpps under eventfönstret eftersom det kan förekomma nyheter som ger sken av att marknaden har varit ineffektiv eller att insiderinformation har läckt, när det egentligen beror på en faktor som inte är kopplat till önskad observation (Distler, J., 2017).

Corrado (2011) skriver i sin genomgång av eventstudier att en problematik som genomsyrar eventstudie metodologin är att det inte är självklart vilken typ av anpassning av metoden som

behövs göras för att producera korrekta resultat. Att testa abnormal avkastning på ett sätt i USA menar Corrado (2011) inte är lika applicerbart på en studie som genomförs på en mer oförutsägbar marknad där det råder mer volatilitet och andra faktorer som påverkar marknaden (Corrado 2011).

Enligt Binder (1998) så finns också viss statistisk problematik med metoden som menar att varje individuell observation har sina egna variationer i beräkningar av till exempel alpha och beta vilket gör att beräkningar har olika förutsättningar beroende på vilket tidpunkt det observeras. Detta menar också som Sayed & Eledum (2021) menar att det finns olikheter i branscher som gör att statistiken kan vara missvisande. Det är även fördelaktigt att bestämma en standardavvikelse beroende på vilken bransch som företaget tillhör i stället för att beräkna det för varje företag. Detta återkopplas med anpassningen inför varje studie där metodologin kan behöva justeras i samband vad som observeras för att producera korrekta data (Sayed & Eledum., 2021). Corrado (2011) menar dock att det kan vara komplicerat i sin helhet att få till en helt perfekt anpassad metod i en eventstudie.

## 4. Resultat

---

*Detta kapitel kommer att presentera data i form av tabeller och diagram där diverse infallsvinklar från insamlade data kommer att presenteras.*

---

### 4.1 Tolkning av empiriska data

För att redogöra studiens resultat så har de totalt 100 observerade företagsförvärven sammanställts. Där statistisk signifikansen på den abnormal avkastning visar att det har skett en reaktion på marknaden. De reaktioner där statistisk signifikans har påvisats kommer att kategoriseras in i positiva eller negativa reaktioner beroende på om negativ eller positiv signifikans påvisats. De företagsförvärv där signifikans saknas kommer att kategoriseras som ingen reaktion. Dessa resultat kommer att testa hypoteserna H0 och H1. Alla observationer kommer sedan att sammanställas i diagram för att kunna se antalet reaktioner eller inga reaktioner. Sedan ställs diagram upp för att analysera om finansieringsmetod eller förvärv i andra länder påverkar reaktionen på något anmärkningsvärt för att pröva hypoteserna H2–H4. Beräkningar av T-tester har gjorts på alla förvärv och resultaten av dessa presenteras i diagrammen. Statistisk signifikans som i diagrammen har presenterats visar en positiv eller negativ reaktion har skett vilket sedan delas in i underkategorierna förvärv mellan länder och finansieringsmetod. Tabellerna presenterar resultaten av alla observationer i respektive land och är en direkt sammanställning av alla utförda T-tester vilket gör att det går att kategorisera data baserat på utförda statistiska testers signifikans.

Tabell 2 visar ett exempel på en av studiens företagsförvärv som inte har påverkat marknadens agerande genom signifikans i abnormal avkastning. Förvärvets värden har delats upp utifrån de olika perioderna i eventfönstret och mäts utifrån direkt avkastning, marknadsjusterad avkastning och Kumulativ abnormal avkastning. Värdena är beräknade i förhållande till estimeringsfönstrets olika perioder och (CAR), (BHAR), t-stat (CAR), t-stat (BHAR), p-värde (CAR), p-värde (BHAR). För att visa att företagsförvärvet har påverkat marknaden måste det finnas minst ett T-test som har kritiskt värde över 2 i minst en av eventfönstrets perioder. Om t-stat visar ett negativt värde över två har förvärvet påverkat marknaden negativt, varav tvärtom vid ett positivt värde. I samma period måste även P-värdet vara mindre en 5% för att kontrollera att resultatet har ett signifikantvärde. Resultatet kommer att dela upp förvärven utifrån vilken period som har ett signifikant värde för att kunna besvara om marknaden agerar effektivt.

I detta exempel resulterar T-tester under det kritiska värdet +/- 2 och alla p-värden över +/- 5% att förvärvet inte har gjort någon signifikant påverkan på marknaden.

		Constant Return Model	Market adjusted	CAPM
	Stdev	3,65%	3,90%	3,60%
	Stdev (7 dagar)	9,65%	10,31%	9,53%
	Standardavvikelse (15)	14,12%	15,09%	13,96%
Return (CAR)	Event	3,61%	3,63%	3,17%
	Anticipation	-8,40%	-16,99%	-5,77%
	Adjustment	11,38%	6,44%	11,61%
	Total	6,59%	-6,92%	9,01%
Return (BHAR)	Event	3,61%	3,63%	3,17%
	Anticipation	-8,45%	-16,11%	-6,00%
	Adjustment	11,69%	6,38%	11,93%
	Total	5,95%	-7,51%	8,54%
t-stat (CAR)	Event	0,990	0,931	0,879
	Anticipation	-0,87	-1,65	-0,61
	Adjustment	1,18	0,62	1,22
	Total	0,466	-0,458	0,645
t-stat (BHAR)	Event	0,99	0,93	0,88
	Anticipation	-0,88	-1,56	-0,63
	Adjustment	1,21	0,62	1,25
	Total	0,421	-0,498	0,612
p-value (CAR)	Event	33,02%	35,93%	38,67%
	Anticipation	39,09%	11,02%	54,97%
	Adjustment	24,78%	53,72%	23,35%
	Total	64,45%	65,01%	52,40%
p-value (BHAR)	Event	33,02%	35,93%	38,67%
	Anticipation	38,83%	12,92%	53,41%
	Adjustment	23,53%	54,09%	22,12%
	Total	67,67%	62,24%	54,53%

Tabell 2: Observation nr 24/100 visar ett exempel på ett utfall av T- test där ingen signifikans påvisats vilket ger resultatet att ingen reaktion har skett på marknaden. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling

Tabell 3 visar ett exempel där marknaden har reagerat signifikant positivt på ett företagsförvärv. I alla förvärv finns det en tydlig redogörelse av avkastning i rubrikerna return, vilket även visades i tabell 1. Däremot vad som påverkar företagsförvärvets t-tester och P-värde är estimeringsperioden där den normala avkastningen beräknas. I detta exempel har avkastningen förändrats i förhållande till normaltillståndet och skapat en abnormal avkastning under eventdagen. Studien tolkar att förvärvet har påverkat marknaden positivt under eventdagen, varav ingen påverkan gjorts i de andra perioderna i eventfönstret.

		Constant Return Model	Market adjusted	CAPM
	Stdev	1,97%	2,03%	1,97%
	Stdev (7 dagar)	5,22%	5,36%	5,22%
	Standardavvikelse (15)	7,64%	7,85%	7,64%
Return (CAR)	Event	7,01%	8,29%	7,24%
	Anticipation	-0,43%	0,23%	-0,46%
	Adjustment	3,61%	5,96%	3,92%
	Total	10,19%	14,48%	10,70%
Return (BHAR)	Event	7,01%	8,29%	7,24%
	Anticipation	-0,52%	0,16%	-0,54%
	Adjustment	3,49%	5,98%	3,82%
	Total	10,17%	14,95%	10,73%
t-stat (CAR)	Event	3,554	4,091	3,673
	Anticipation	-0,08	0,04	-0,09
	Adjustment	0,69	1,11	0,75
	Total	1,335	1,845	1,401
t-stat (BHAR)	Event	3,55	4,09	3,67
	Anticipation	-0,10	0,03	-0,10
	Adjustment	0,67	1,11	0,73
	Total	1,332	1,904	1,405
p-value (CAR)	Event	0,13%	0,03%	0,10%
	Anticipation	93,51%	96,61%	93,00%
	Adjustment	49,42%	27,54%	45,86%
	Total	19,24%	7,53%	17,21%
p-value (BHAR)	Event	0,13%	0,03%	0,10%
	Anticipation	92,19%	97,66%	91,77%
	Adjustment	50,88%	27,40%	47,02%
	Total	19,32%	6,68%	17,09%

Tabell 3: Observation nr 27/100 visar ett exempel på statistisk signifikans av abnormal avkastning under eventdagen vilket betyder att det har skett en positiv reaktion på marknaden Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling

## 4.2 Andel marknadsreaktioner i resultatet

Diagram 1 visar hur stor andel av studiens alla företagsförvärv i båda länderna som skapade en signifikant abnormal avkastning på marknaden. Totalt skapade 29% av alla företagsförvärv som analyserats en abnormal avkastning i någon av eventperioderna. Diagrammet visar även att 71% av alla observationer resulterade till ingen reaktion kring annonseringen av företagsförvärv. I denna studie har majoriteten av alla företagsförvärv i båda länderna inte skapat en reaktion på marknaden.

Diagram 1: Visar att majoriteten av alla analyserade företagsförvärv inte skapar en signifikant reaktion på marknaden. Resultatet visar en överblick där det inte finns ett förhållande mellan företagsförvärv och abnormal avkastning.

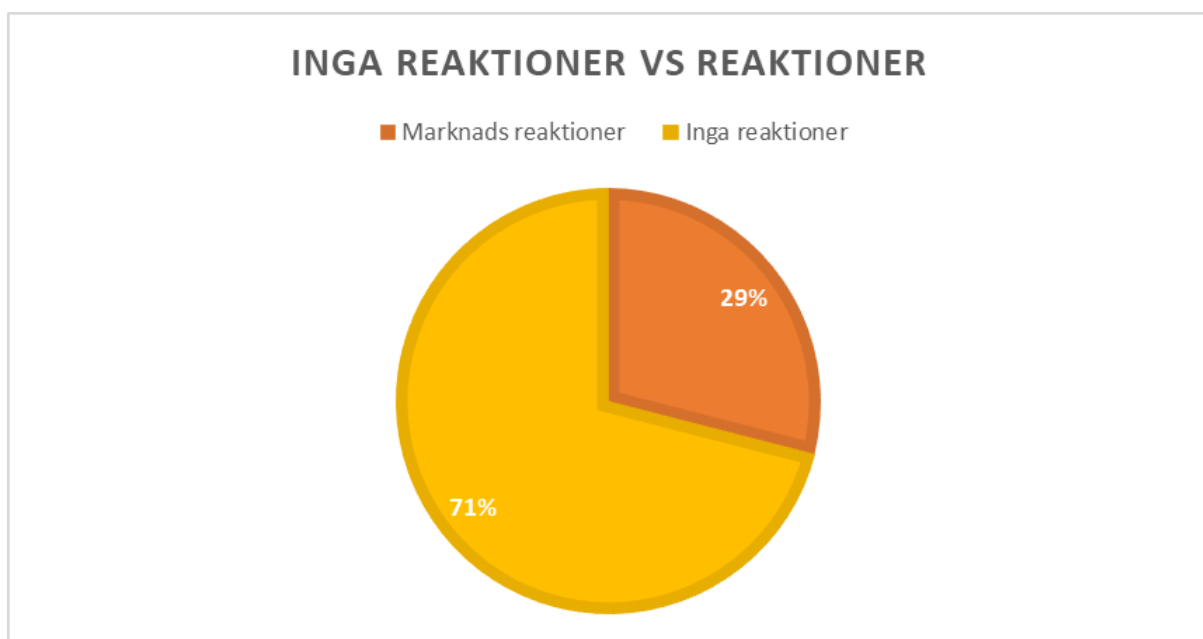


Diagram 1: Andelen företagsförvärv av totala resultatet som skapade en signifikant abnormal avkastning på marknaden, redovisad i procent. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling. Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

Diagram 2 visar att 42% av datainsamlingen från Sveriges företagsförvärv skapar en reaktion på marknaden. Varav 58% av dessa indikerar att ingen reaktion har skapats efter annonseringen av företagsförvärven. Detta motsvarar 21 observerade marknadsreaktioner och 29 observationer utan reaktion i eventfönstrets perioder. Diagrammet visar att majoriteten av företagsförvärv i Sverige inte skapar någon reaktion från marknaden.

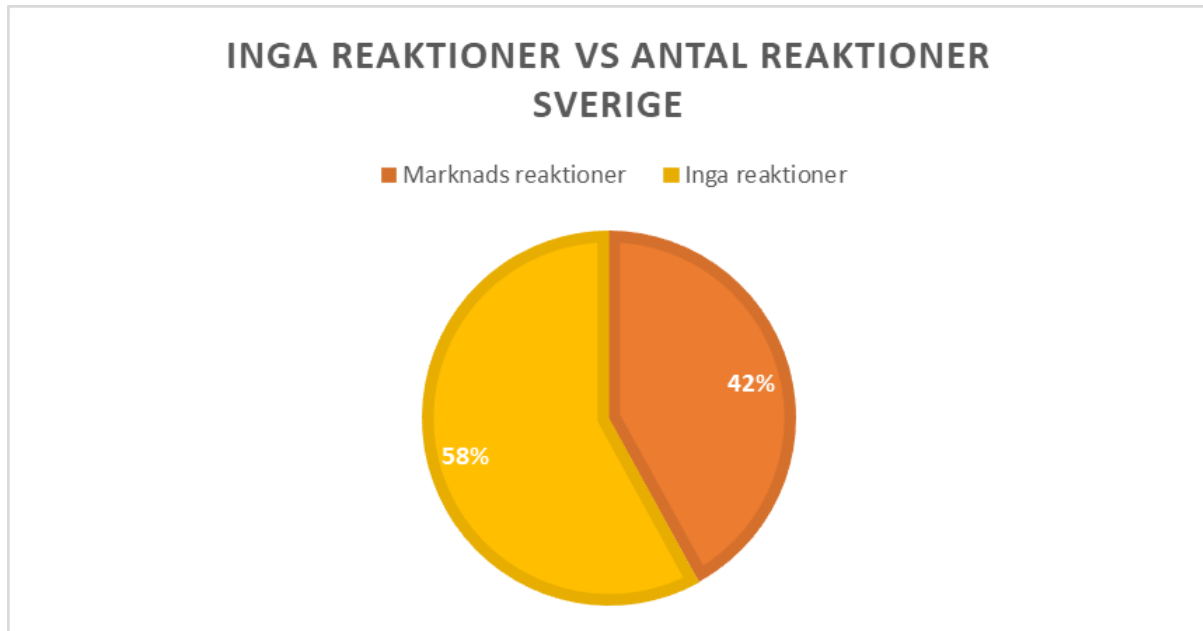


Diagram 2: Andelen företagsförvärv som skapat signifikant abnormal avkastning på marknadsen (Sverige)

Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling. Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)



Diagram 3 visar att 16% av alla Sydafrikanska förvärv skapar en reaktion på marknaden, medan 84% indikerar att ingen reaktion har inträffat. Detta motsvarar 8 observerade marknadsreaktioner och 42 observationer utan reaktion i eventfönstrets perioder. Diagrammet visar att majoriteten av företagsförvärv i Sydafrika inte skapar någon reaktion från marknaden.

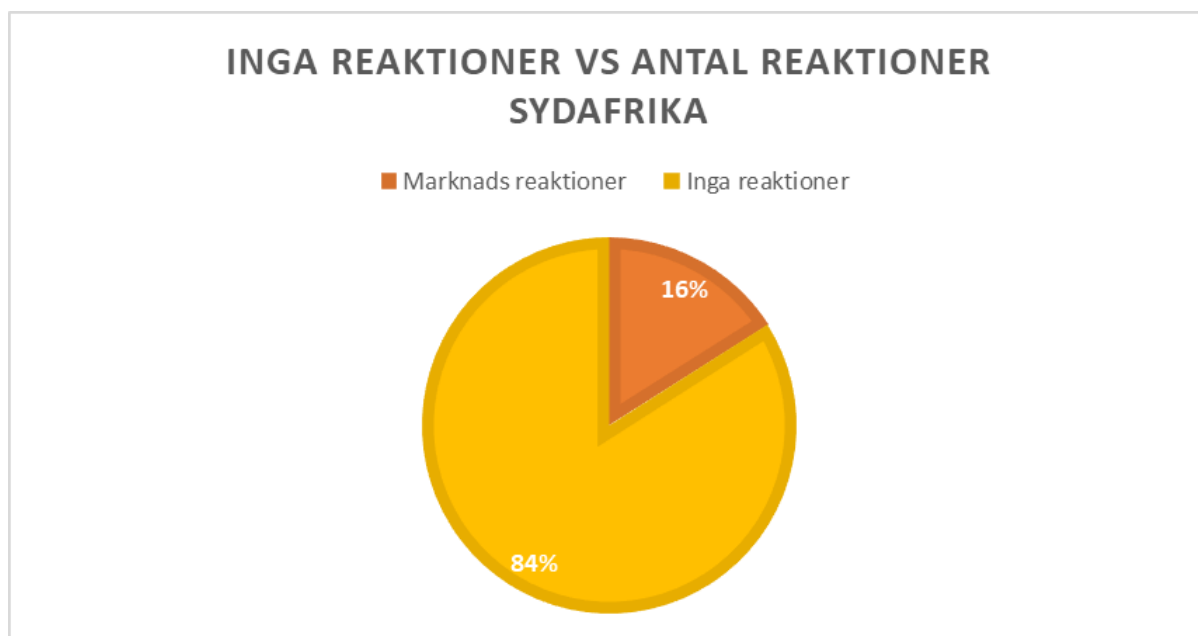


Diagram 3: Andelen företagsförvärv som skapat signifikant abnormal avkastning på marknaden (Sydafrika)  
Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

Diagram 2 och 3 visar att majoriteten av företagsförvärven inte resulterar i att marknaden reagerar. De statistiskt signifikanta reaktionerna som skett på respektive ländernas marknader understiger antalet där ingen signifikans påvisats. Resultatet bekräftar **H0: Det finns inget samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv Behålls; H1: Det finns ett samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv Förkastas**

### 4.3 Resultat från Event Fönstret

Diagram 4 visar att totalt 13 företagsförvärv i Sverige skapade en reaktion på marknaden under förvärvens eventdag. Varav 10 visade en positiv reaktion och 3 visade en negativ reaktion. Det visas även att 37 förvärv skapade ingen reaktion hos marknaden under perioden. Diagrammet redogör att totalen av alla svenska företagsförvärv uppstår främst ingen reaktion på marknaden under eventdagen.

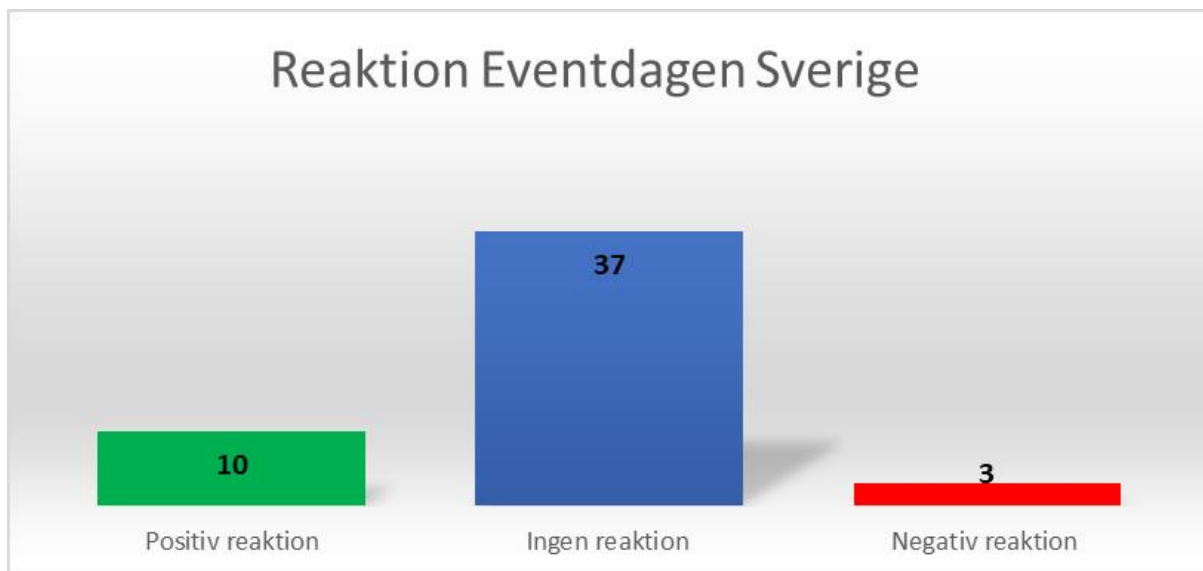


Diagram 4 redogör andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under eventfönstret t-0 på Sveriges företagsförvärv. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

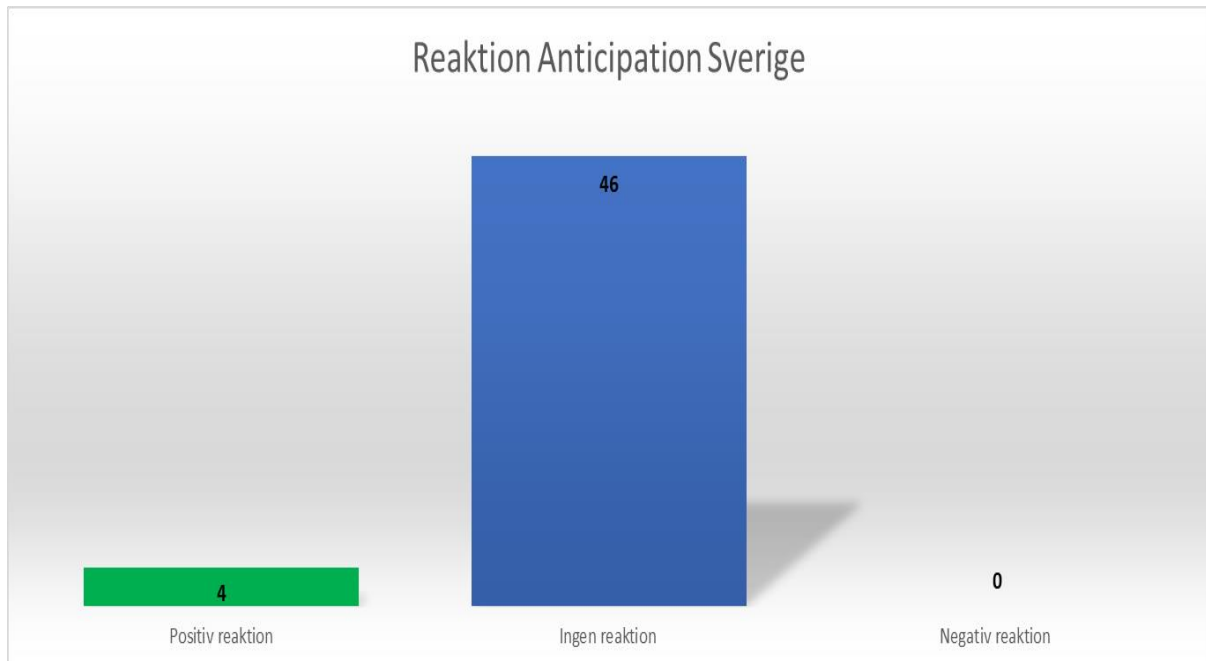
Diagram 5 visar att totalt 6 företagsförvärv i Sydafrika skapade en reaktion på marknaden under förvärvens eventdag. Varav 4 visade en positiv reaktion och 2 visade en negativ reaktion. Det visas även att 44 förvärv skapade ingen reaktion hos marknaden under perioden. Diagrammet redogör att totalen av alla Sydafrikanska företagsförvärv uppstår främst ingen reaktion på marknaden under eventdagen.



Diagram 5 redogör andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under eventfönstret ( $t=0$ ) på Sydafrikas företagsförvärv. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

#### 4.4: Resultat från Anticipation perioden

Diagram 6 visar att totalt 4 företagsförvärv i Sverige skapade en reaktion på marknaden under förvärvens anticipation period. Varav 4 visade en positiv reaktion och 0 visade en negativ reaktion. Det visas även att 46 förvärv skapade ingen reaktion hos marknaden under perioden. Diagrammet redogör att totalen av alla svenska företagsförvärv uppstår främst ingen reaktion på marknaden under anticipation period.



*Diagram 6: redogör andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under anticipation fönstret (t-1 till t-7) på Sveriges företagsförvärv. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling. Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)*

Diagram 7 visar att totalt 1 företagsförvärv i Sydafrika skapade en reaktion på marknaden under förvärvens anticipation period. Varav 1 visade en positiv reaktion och 0 visade en negativ reaktion. Det visas även att 49 förvärv skapade ingen reaktion hos marknaden under perioden. Diagrammet redogör att totalen av alla svenska företagsförvärv uppstår främst ingen reaktion på marknaden under anticipation period.

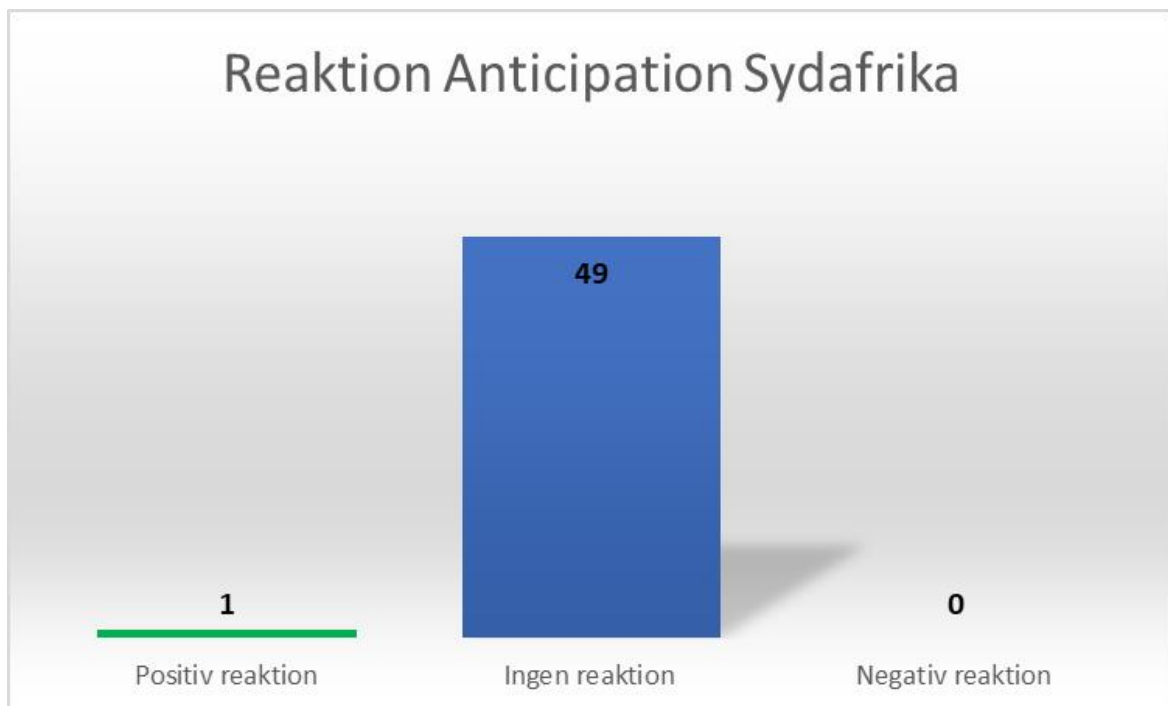


Diagram 7: Visar antalet neutrala, positiva och negativa reaktioner under anticipation period. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling. Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

#### 4.5: Resultat från adjustment perioden

Diagram 8 visar att totalt 4 företagsförvärv i Sverige skapade en reaktion på marknaden under förvärvens adjustment period. Varav 4 visade en positiv reaktion och 0 visade en negativ reaktion. Det visas även att 46 förvärv skapade ingen reaktion hos marknaden under perioden. Diagrammet redogör att totalen av alla svenska företagsförvärv uppstår främst ingen reaktion på marknaden under adjustment period.

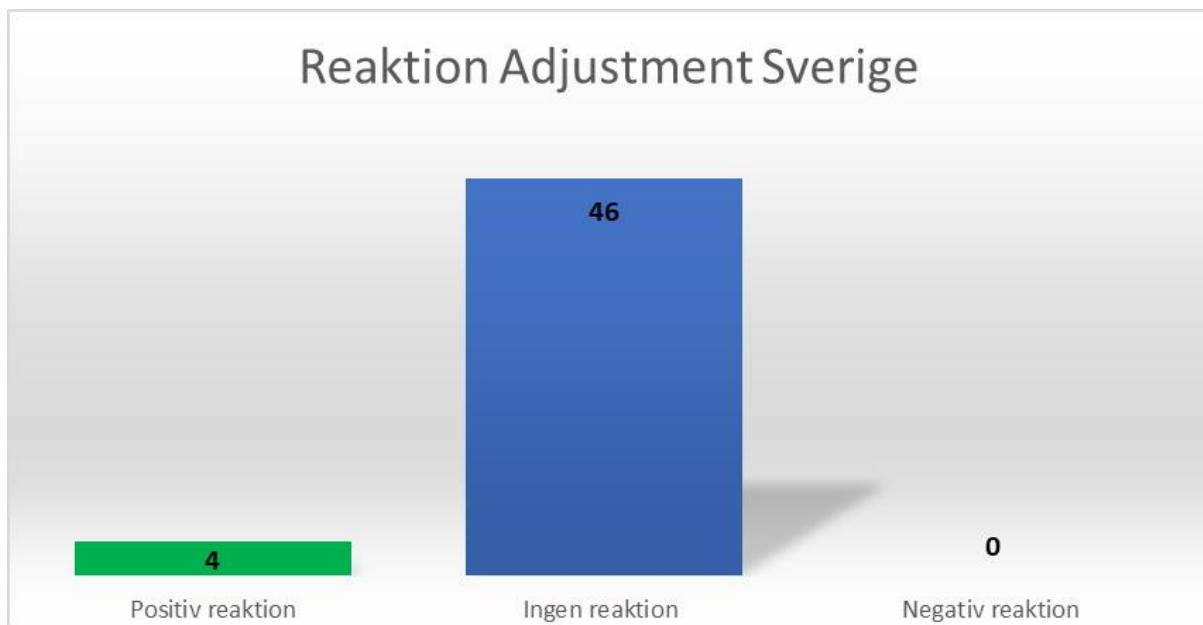


Diagram 8: Visar andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under adjustment fönstret ( $t+1$  till  $t+7$ ) i Sverige. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling. Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

Diagram 9 visar att totalt 2 företagsförvärv i Sydafrika skapade en reaktion på marknaden under förvärvens adjustment period. Varav 1 visade en positiv reaktion och 1 visade en negativ reaktion. Det visas även att 48 förvärv skapade ingen reaktion hos marknaden under perioden. Diagrammet redogör att totalen av alla Sydafrikanska företagsförvärv uppstår främst ingen reaktion på marknaden under adjustment period.

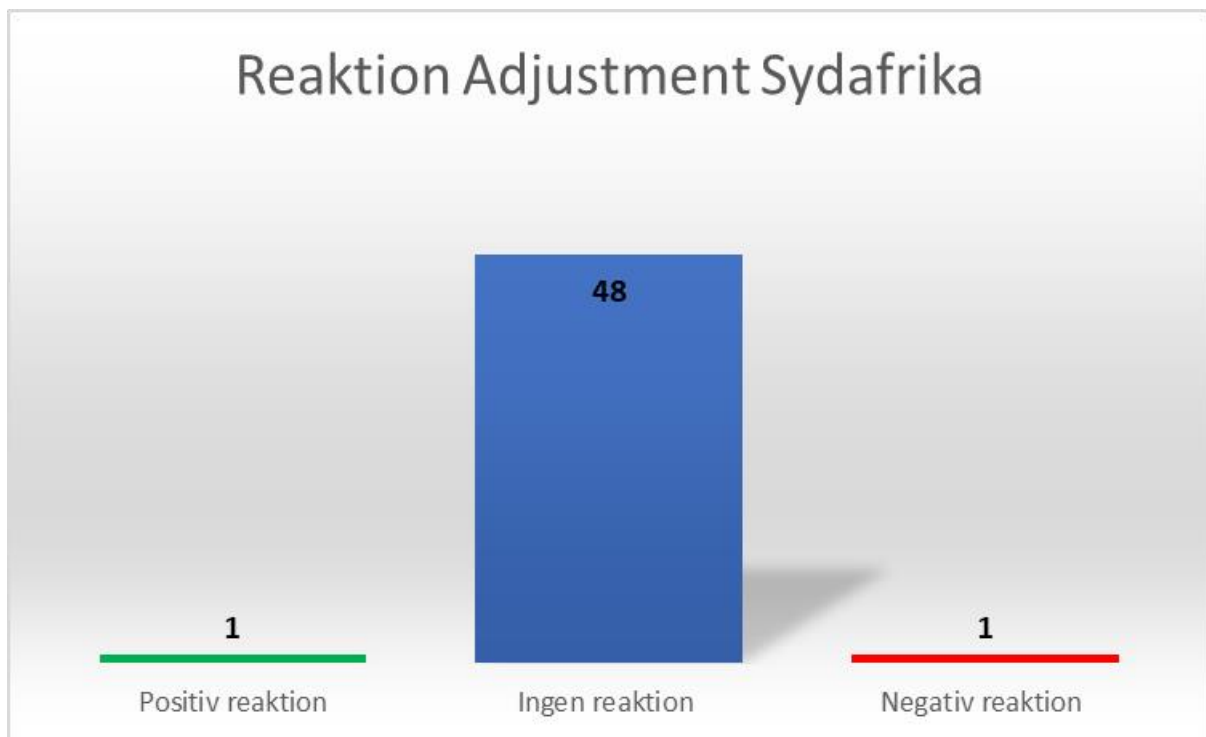


Diagram 9: Visar andelen positiva, negativa och neutrala reaktioner under adjustment fönstret ( $t+1$  till  $t+7$ ) i Sydafrika. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling. Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

Diagram 4–9 visar att det uppstår statistiskt signifikanta anomalier på båda ländernas marknader vid annonsering av företagsförvärv. Detta betyder att båda ländernas marknader inte följer semi-stark effektivitet vid annonseringar av företagsförvärv. Resultatet bekräftar **H0: Ländernas marknader kommer att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv Behålls; H1: Ländernas marknader kommer inte att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv Förkastas**

## 4.6 Företagsförvärv inom landet och mellan länder

Diagram 10 visar antalet positiva, negativa och inga reaktioner från företagsförvärv som genomförts inom landet och mellan länder.

I Sverige visades att 14 av de 17 reaktionerna var positiva och avsåg förvärv där ett företag köpt upp ett annat företag från ett annat land. Varav två av tre negativa reaktioner var förvärv genomförda inom landet. Av dem förvärv som inte gav reaktion visades 22 av 30 avse förvärv som köpt upp ett företag från ett annat land och de övriga åtta förvärven var inhemska. Diagrammet visar främst att majoriteten av de positiva reaktionerna i Sverige består av förvärv genomförda i ett annat land och kvantiteten av inhemska förvärv visas vara mycket mindre i förhållande till förvärv i andra länder.

I Sydafrika visades att två av de sex positiva reaktionerna avse förvärv som köpt upp ett företag från ett annat land. Varav samtliga tre negativa reaktioner var förvärv genomförda inom landet. Av totalt 40 förvärv som inte gav någon reaktion på marknaden var det 34 som var inhemska och sex som var i ett annat land. Diagrammet visar att företagsförvärv i Sydafrika främst består av inhemska förvärv, varav marknaden inte agerar avvikande på om förvärvet är inhemskt eller i ett annat land.



Diagram 10: Reaktioner som är uppdelade i om företagsförvärvet skedde inhemskt eller mellan länder där blått representerar förvärv mellan länder och orange representerar inhemska förvärv. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling. Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)



Diagram 10 visar att majoriteten av företagsförvärv som genomförs i andra länder inte skapar en signifikant påverkan på marknaden. Resultatet bekräftar att **H0**: Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer inte skapa en positiv reaktion på ländernas marknader **Behålls**; **H1**: Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer skapa en positiv reaktion på båda ländernas marknader **Förkastas**

#### **4.7 Företagsförvärv och finansieringsmetod**

I Sverige visades det att andelen förvärv med positiv reaktion bestod av 12 kontantfinansierade förvärv, 0 aktiefinansierade och fem med mixad finansieringsmetod. Andelen negativa reaktioner visades bestå av två aktiefinansierad förvärv och ett med mixad finansieringsmetod. Slutligen var det 17 kontantfinansierade förvärv som inte skapade en reaktion på marknaden, även ett aktiefinansierat och 12 med mixad finansieringsmetod. Diagrammet visar att en kontant finansieringsmetod skapar en positiv reaktion på Sveriges marknad eller ingen reaktion alls. Varav aktiefinansierade förvärv sällan förekommer på den svenska förvärvsmarkanden. En mixad finansieringsmetod verkar ge liknande reaktion på marknaden som ett kontantfinansierat, dock förekommer finansieringsmetoden inte lika ofta.

I Sydafrika visades det att andelen förvärv med positiv reaktion bestod av fyra kontantfinansierade förvärv, ett aktiefinansierat förvärv och en med mixad finansieringsmetod. Andelen negativa reaktioner visades bestå av tre förvärv varav en av varje finansieringsmetod gav en negativ reaktion. Slutligen var det 22 förvärv med kontant finansieringsmetod, 10 aktiefinansierade och åtta med mixad finansieringsmetod som inte skapade en reaktion på marknaden. Diagrammet visar att Sydafrikas företagsförvärv inte påverkar marknaden utifrån förvärvets finansieringsmetod. Varav andelen positiva och negativa reaktioner inte tydligt påverkades av finansieringsmetoden.

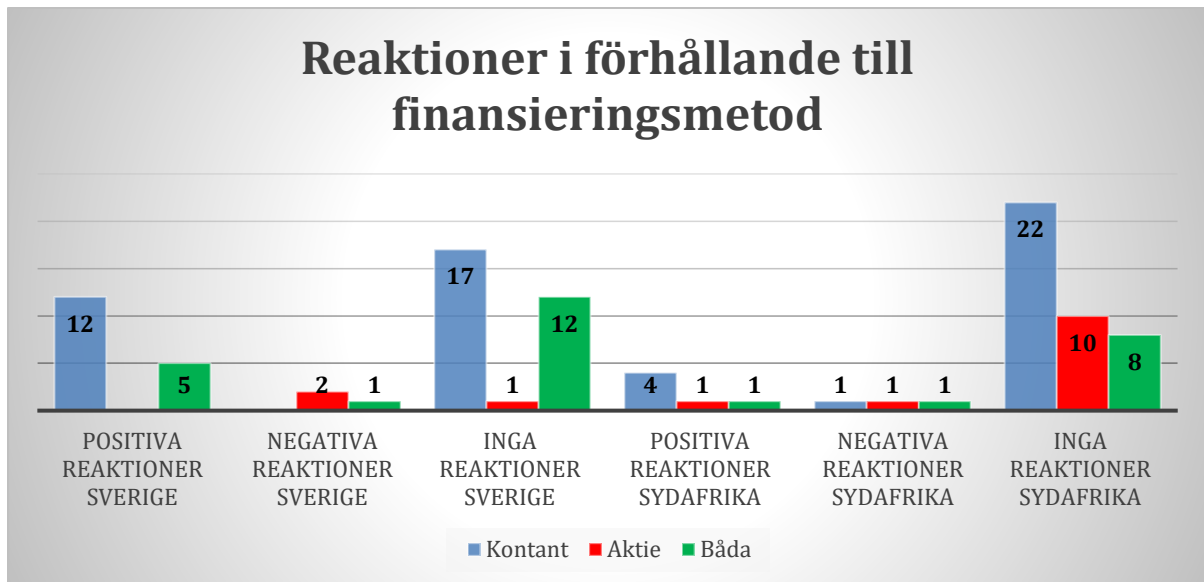


Diagram 11: Reaktioner i förhållande till finansieringsmetod där grön representerar en betalning med både kontanter och aktier, röd med betalning endast med aktier och blå betalning med endast kontanter. Källa: Investing.com, Zephyr.com och datainsamling Ingen reaktion representerar ingen signifikans och positiv eller negativ reaktion representeras av signifikansnivå över 2 eller under (-2)

Diagram 11 visar att majoriteten av de kontantfinansierade företagsförvärven inte skapar en signifikant reaktion på någon ländernas marknader. Diagrammet visar även att majoriteten av de aktiefinansierade företagsförvärven inte skapar en signifikant reaktion på någon av ländernas marknader. Resultatet bekräftar följande resultat **H0**: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer inte att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier. **Behålls**; **H1**: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier **Förkastas**; **H0**: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer inte att påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant. **Behålls**; **H1**: Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant **Förkastas**

#### 4.8 Sammanställning av hypotesprövning

**H0:** Ländernas marknader kommer att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv **Behålls**

**H1:** Ländernas marknader kommer inte att avvika från den effektiva marknadshypotesen vid annonsering av företagsförvärv **Förkastas**

**H0:** Det finns inget samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv. **Behålls**

**H1:** Det finns ett samband mellan ländernas marknadsreaktioner och annonsering av företagsförvärv. **Förkastas**

**H0:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer inte att påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant. **Behålls**

**H1:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med positiv abnormal avkastning när finansieringsmetoden är kontant. **Förkastas**

**H0:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer inte att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier. **Behålls**

**H1:** Majoriteten av alla företagsförvärv kommer att påverka marknaden med negativ abnormal avkastning när finansieringsmetoden är aktier. **Förkastas**

**H0:** Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer inte skapa en positiv reaktion på ländernas marknader. **Behålls**

**H1:** Majoriteten av företagsförvärv som genomförs mellan andra länder kommer skapa en positiv reaktion på båda ländernas marknader. **Förkastas**

## 5. Analys

---

*Detta kapitel kommer att sammanställa det som går att utläsa ur empirin och analysera den data tillsammans med den teoretiska referensramen. Detta genom att återkoppla observationer från de sammanställda diagrammen och analysera dem i sammanhang med studiens ändamål.*

---

### 5.1 Effektiva marknads hypotesen

Appliceringen av den effektiva marknads hypotesen har i flertalet observationer påvisat statistiskt signifikanta abnormala avkastningar på ländernas marknader vid annonsering av företagsförvärv. Det har också undersökts om det går att påvisa statistiskt signifikant abnormal avkastning under dagarna innan och efter annonsering för att upptäcka anomalier. Enligt Fama (1970) finns tre former av marknadseffektivitet, svag, semi-stark och stark. I ekonomisk forskning antas marknader agera utifrån den semi-starka formen av den effektiva marknads hypotesen. Anledningen grundar sig i att antagandet skapar en representativ bild av verkligheten (Yen, G. & Cheng-few, L. 2008): (Distler, J. 2017).

Denna studie har antagit att både Sverige och Sydafrika bör agera efter den semi-starka marknadsformen. Däremot har båda länderna visat att det finns undantag då marknaden inte visats vara effektiv i anticipation och adjustment perioden (Diagram 4–9). Avvikelserna kan förklaras utifrån att båda marknaderna inte har en effektiv signalerings miljö (Connelly et al 2011). Detta betyder att båda länderna har en signalerings miljö där information kan ges till marknaden för tidigt och skapar därför reaktioner i anticipation perioden. Även reaktioner i adjustment perioden visar tecken på att information inte mottagits av marknaden vid eventdagen eller missuppfattats tidigare (Connelly et al., 2011). Enligt Sushil et al (2016) beror ineffektiva marknader på institutioner och informationsorgan i ett land som inte är tillräckligt utvecklat. Enligt Standard & Poor's (2017) har Sydafrika sämre ekonomiska förutsättningar, vilket förklarar varför landet inte visat en semi-stark marknadseffektivitet. Däremot motbevisas antagandet angående ekonomier med starkare ekonomiska institutioner. Standard & Poor's (2017) anser att Sverige är en välutvecklad ekonomi med starka finansiella institutioner. Trots detta visas en marknads ineffektivitet vid anticipation och adjustment perioden i landet.

Sammanfattat visas båda länderna uppvisa en liknande marknadseffektivitet vid annonseringar av företagsförvärv. Båda länderna har haft anomalier i eventperioderna och kan därför inte konstateras ha effektiva marknader enligt den semistarka formen.

## 5.2 Signalering i länderna

Signaleringsteorin beskriver hur information skapas och sprids till marknader. Varav en reaktion skapas om informationen är tillräckligt signifikant (Nguyen 2011). Utifrån diagram 1–3 går det att konstatera att majoriteten av företagsförvärven i både Sverige och Sydafrika inte ger upphov till signifikanta reaktioner på marknaderna. Dock har Sverige ett större antal företagsförvärv som skapat signifikanta reaktioner på marknaden i förhållande till Sydafrika. Skillnaden mellan länderna kan bero på att signaleringsmiljön på den svenska marknaden är mer responsiv än Sydafrikas. Enligt Connelly et al (2011) kan information som inte tolkas enhetligt av investerare resultera till en irrationell reaktion på marknaden. Sydafrikas marknad kan därför vara påverkad av sämre institutioner eller en större andel irrationella investerare som givit upphov till en mindre andel reaktioner på landets företagsförvärv.

Majoriteten av företagsförvärven har inte skapat någon reaktion i någon av ländernas marknader. Anledningen till resultatet kan grundas i att de förvärvande företagen valt att undanhålla information från marknaden för att undvika att det uppstår en reaktion. Enligt Connelly et al (2011) vill företag ge ut information till marknaden för att främst få en positiv respons från marknaden. I flera decennier har företagsförvärv skapat negativa synergieffekter och visats skapa signifikant negativa reaktioner på marknaden Dao et al., (2021). De förvärvande företagen kan därmed av strategiska anledningar valt att inte publicera nyheten om förvärvet i syfte att aktiepriset inte skall sjunka och riskera att företagets värde minskar.

Trots att majoriteten av båda ländernas företagsförvärv inte visat en signifikant påverkan på ländernas marknader. Diagram 2 och 3 visar att Sverige har fler antal förvärv som signifikant påverkat marknaden i förhållande till Sydafrikas. Denna skillnad kan bero på att Sveriges marknad lättare kan avgöra om informationen är positiv eller negativ vilket Sydafrikas marknad inte kan i samma utsträckning. Enligt (Sushil et al., 2016) har ekonomier med högre transaktionskostnader och asymmetriskinformation svårare att reagera rätt på information som ges ut. Resultatet över stämmer med Standard & Poors (2017) mening att Sydafrika har

viss säkerhet i kortfristiga investeringar men att det förkommer osäkerhet i dem ekonomiska institutionerna i landet. Varav Sverige har pålitliga institutioner och en starkt responsiv marknad (Standard & Poors., 2017).

### **5.3 Finansieringsmetoder**

Enligt Yang et al (2020) och Sankar & Leepsa (2018) signalerar finansieringsmetoden förvärvarens position på marknaden. Detta resulterar till att finansieringsmetoden vid företagsförvärv får investerare att agera annorlunda beroende på om betalningen sker kontant, via aktier eller en kombination av båda (Yang et al., 2020) ;(Sankar & Leepsa 2018).

I Diagram 11 visas det att de positiva reaktionerna i Sverige på företagsförvärv består av förvärv med en kontant finansieringsmetod eller mixad. Resultatet kan bero på att en kontant finansieringsmetod signalerar styrka i bolaget eftersom man har råd att finansiera förvärvet med egna likvida medel (Yang et al 2020). En kontantfinansierings metod signalerar även enligt Sankar & Leepsa (2018) att ett företag är undervärderat på marknaden och lockar därför investerare då värdet lättare kan öka till det verkliga värdet. När investerare tolkar nyheter av en tillgång positivt tenderar marknaden att agera liknande (Sankar & Leepsa 2018). Trots det visar resultatet i denna studie att majoriteten av de kontantfinansierade förvärven i Sverige inte skapat en signifikant påverkan på marknaden. Detta betyder att andra faktorer har haft större påverkan.

Diagram 11 visar även att aktiefinansierade förvärv inte förkommer i lika stor utsträckning som de andra finansieringsmetoderna i Sverige. Enligt (Yang et al 2020) har aktiefinansierade förvärv skapat signifikant negativa reaktioner på marknaden och förklarar varför svenska företag undviker finansieringsmetoden.

I Sydafrika har resultatet visat att finansieringsmetoden inte har en signifikant påverkan på marknaden. Resultatet visar att majoriteten av alla kontanta, aktie och mixade finansieringsmetoder inte har bidragit till en signifikant reaktion på marknaden. Analysen av data visar att Sydafrikas marknad regleras på andra faktorer som inte är beroende på hur ett företagsförvärv finansieras.

## 5.4 Förvärv mellan länder

Enligt Tao et al (2017) och Bassen et al (2010) skapas en positiv reaktion från marknaden när företag förvärvar utanför sina egna landsgränser. Detta grundas i att det förvärvande företaget expanderar sitt verksamhetsområde och får möjligheten att nå ut till en större marknad än tidigare (Tao et al., (2017).

I Diagram 10 går det att observera att antalet förvärv mellan länder och inhemska skiljer sig mellan Sverige och Sydafrika. Sveriges förvärv genomförs främst i andra länder varav Sydafrika har främst inhemska företagsförvärv. Anledningen kan bero på skillnaden mellan ländernas ekonomiska förutsättningar. Enligt Friberg et al (2021) påverkar ett lands politiska ställning och teknologiska utveckling volymen av förvärv mellan andra länder. Länder som har bättre institutioner och handel minskar transaktionskostnader vilket gynnar företag att förvärva i dessa länder (Fiberg et al 2021). Sverige har pålitliga institutioner och en starkt responsiv marknad medans det i Sydafrika förkommer osäkerhet i dem ekonomiska institutionerna (Standard & Poors., 2017). Resultatet kan uppstått på grund av skillnaderna i ländernas politiska ställning och teknologiska utveckling.

Diagram 10 visar även att de flesta signifikant positiva reaktionerna uppstår av företagsförvärv som genomförts i andra länder. Detta stödjer Basen et al (2010) forskning som visar att företagsförvärv mellan länder ökar sannolikheten för ett företags värde att öka. Däremot har majoriteten av de svenska företagsförvärven som genomförts i andra länder inte skapat en signifikant påverkan på marknaden. Vilket även gäller för företagsförvärven i Sydafrika. Detta betyder att andra faktorer utöver om ett företagsförvärv sker inhemskt eller i ett annat land påverkar marknadens reaktioner på företagsförvärv.



## 6. Slutsats

---

*Detta kapitel kommer att redogöra de starkaste punkterna från studiens empiri och återkoppla dem till studiens syfte.*

---

Studiens syfte var att beskriva och analysera förhållandet mellan företagsförvärv och abnormal avkastning genom att applicera den effektiva marknads hypotesen på ländernas marknader. Detta för att påvisa en skillnad mellan ländernas marknadsreaktioner vid annonsering av företagsförvärv. Utifrån studiens resultat och analys går det att konstatera att det inte finns ett signifikant samband mellan företagsförvärv och abnormal avkastning på marknaden. Det förekommer signifikanta reaktioner i båda länderna varav dessa inte är tillräckligt många för att bevisa att ett samband finns.

Av de få signifikanta reaktionerna som uppstått har båda länderna haft anomalier både före och efter annonseringsdagen. Detta betyder att både Sverige och Sydafrika inte har en fullständigt effektiv marknad.

Det finns skillnader mellan ländernas marknader då Sverige har fler företagsförvärv som signifikant påverkat marknaden i förhållande till Sydafrika. Skillnader uppstår också mellan antalet företagsförvärv som skett i andra länder och inom landet.

Förvärvsegenskaperna finansieringsmetod och förvärv i andra länder har inte visats påverka förhållandet mellan företagsförvärv och signifikant abnormal avkastning på marknaden.

Studiens antaganden visar att företag i Sverige och Sydafrika som överväger att förvärva ett annat företag inte behöver oroa sig över marknadens reaktion på beslutet. Detta eftersom majoriteten av fallen inte kommer att påverka marknaden. Företag behöver även inte ta hänsyn till marknadens reaktion till förvärvets finansieringsmetod eller om det sker inom eller utanför landet eftersom dessa egenskaper inte påverkar.

## **6.1 Kritik mot studien**

Denna studie har använt sig av finansieringsmetod och om förvärvet genomförts ett annat land eller inom landet. Det går därför inte att exkludera andra faktorer som kan visats påverka resultatet. Även fast resultatet visat att majoriteten av alla förvärv inte skapat en signifikant reaktion.

Studien kan även inte bevisa att förhållandet mellan företagsförvärv och abnormal avkastning på marknaden beror på brister i ländernas signaleringsmiljö eller om andra aspekter än företagsförvärv anses vara viktigare.

## **6.2 Framtida forskning**

I denna studie har effekten på företagsförvärv analyserats utifrån det förvärvande företaget. I tidigare studier anses det förvärvande företaget som mest aktuellt då det företaget fortfarande existerar efter förvärvets genomförande (Dao et al., 2021). För att utöka framtida forskning kan analyser på marknads agerande mot målföretaget vara intressant. Forskningsområdet kan även utvecklas igenom att analysera andra analysobjekt än Sverige och Sydafrika. Alla länder har olika typer av ekonomiska förutsättningar och kan analysera för att se om resultatet ändras med andra länder och varför. Företagsförvärvens egenskaper har en betydlig faktor på marknads agerande. Framtida forskning kan därmed använda sig av andra egenskaper än finansieringsmetod och om förvärvet är inhemsk eller i ett annat land för att redogöra om ytterligare faktorer påverkar.

## **Källförteckning:**

Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E., (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *The Journal of economic perspectives*, 15(2), pp.103–120.

Andriosopoulos, D., Yang, S. and Li, W., (2016). The market valuation of M&A announcements in the United Kingdom. *International Review of Financial Analysis*, 48, pp.350–366. issue C

Andriuskevicius, K., & Ciegis, R., (2017). Developments and challenges of measuring M&A performance on a corporate and macroeconomic levels. *Oeconomia Copernicana*, 8(2), 199–220.

Bajaj, S. & Sethi, N., (2016). An Empirical Analysis of Behaviour of Stock Market Indices. *Paradigm*, 20(2), pp.216–235.

Bassen, A., Schiereck, D. & Wübben, B., (2010). M&A success of German acquisitions in the US-evidence from capital market and survey data. *Applied financial economics*, 20(7), pp.543–559.

Bauer, F. & Matzler, K., (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic management journal*, 35(2), pp.269–291

Beitel, P., Schiereck, D. & Wahrenburg, M., (2004). Explaining M&A Success in European Banks. *European financial management: the journal of the European Financial Management Association*, 10(1), pp.109–139.

Binder, J., (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review of quantitative finance and accounting*, 11(2), pp.111–137.

Bjarte Solibakke, P., (2002). Calculating abnormal returns in event studies: controlling for non-synchronous trading and volatility clustering in thinly traded markets. *Managerial finance*, 28(8), pp.66–86.

Basias, N., & Pollalis, Y. (2018). Quantitative and qualitative research in business & technology: Justifying a suitable research methodology. *Review of Integrative Business and Economics Research*, (7), pp.91-105.

Bryman, A. & Bell, E., (2017). *Företagsekonomiska forskningsmetoder* (3 uppl.). Liber.

Christensen, Clayton M., Richard Alton, Curtis Rising, and Andrew Waldeck (2011). “The new M&A playbook” *Harvard Business Review* (89), no.3.

Connelly, B.L. et al., (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), pp.39–67.

Corporate Finance Institute. (n.d.). *Accrued Liability - Overview, Types, and Examples*

Corrado, C.J., (2011). Event studies: A methodology review. *Accounting and finance* (Parkville), 51(1), pp.207–234.

Dao, M.A. & Bauer, F., (2021). Human integration following M&A: Synthesizing different M&A research streams. *Human resource management review*, 31(3), pp.100746.

Ding, Y., Zhang, X. and Liu, Z. (2021). Differences in returns to cross-border M&A in the short and long run: Evidence from Chinese listed firms. *Journal of Asian Economics*, 74, p.101299. doi: 10.1016/j.asieco.2021.101299.

Distler, J., (2017). The event study as a research method for measuring M&A performance. In *Acquisitions by Emerging Multinational Corporations*. Schriften zum europäischen Management. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden, pp. 221–268.

Fama, E.F., (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of finance*, 25(2), pp.383–417.

Farooq, U. et al., (2021). The impact of COVID-19 pandemic on abnormal returns of insurance firms: cross-country evidence. *Applied economics*, 53(31), pp.3658–3678.

Ferraz, J.C. & Hamaguchi, N., (2002). INTRODUCTION: M&A AND PRIVATIZATION IN DEVELOPING COUNTRIES. *Developing economies*, 40(4), pp.383–399.

Fieberg, C. et al., (2021). Political affinity and investors' response to the acquisition premium in cross-border M&A transactions — A moderation analysis. *Strategic management journal*, 42(13), pp.2477–2492.

Gomes et al., (2012). HRM issues and outcomes in African mergers and acquisitions: a study of the Nigerian banking sector. *International journal of human resource management*, 23(14), pp.2874–2900.

Heale, R. & Twycross, A., (2015) Validity and reliability in quantitative studies *Evidence-Based Nursing*. (18), pp.66-67

Hillier, D. et al., (2016). *Corporate finance* Fourth European., London: McGraw-Hill Education.

Hui, E.C.M. & Yam, S.-C.P., (2014). Can we beat the “buy-and-hold” strategy? Analysis on European and American securitized real estate indices. *International journal of strategic property management*, 18(1), pp.28–37.

Hur, J., Parinduri, R.A. & Riyanto, Y.E., (2011). Cross border M&A inflows and quality of country governance: Developing versus developed countries. *Pacific economic review* 16(5), pp.638–655.

Jianmin Tang, Weimin Wang & Zhihao Yu., (2020). Globalisation, ICT Investment and Firm Dynamism, *Transnational Corporations Review*, 14(2), pp.193-202

Kyei-Mensah, J., Su, C. & Joseph, N.L., (2017). Shareholder's wealth and mergers and acquisitions (MAs). *Investment management & financial innovations*, 14(3), pp.15–24.

Mackinlay, A.C., (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), pp.13-39

Malik, M.F., Anuar, M.A., Khan, S. and Khan, F., (2014). Mergers and acquisitions: A conceptual review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), pp.520.

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. & Stulz, R.M., (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of finance*, 60(2), pp.757–782.

Nguyen, T.K.Y., (2011). Efficient market and signaling hypothesis on Vietnam Stock Exchange 2006-2009.

Publishing, O.E.C.D., (2001). Organization for Economic Co-operation and Development, 2001. 178 pp, Paris: OECD Publishing.

Quaye, I., Mu, Y., Abudu, B. and Agyare, R., (2016). Review of Stock Markets' Reaction to New Events: Evidence from Brexit. *Journal of Financial Risk Management*, (5), pp.281-314.

Sayed, O.A. & Eledum, H., (2021). The short-run response of Saudi Arabia stock market to the outbreak of COVID-19 pandemic: An event-study methodology. *International journal of finance and economics*, pp.International journal of finance and economics.

Tao, F. et al., (2017). Do cross-border mergers and acquisitions increase short-term market performance? The case of Chinese firms. *International business review*, 26(1), pp.189–202.

Thanos, I.C. et al., (2019). Reshaping M&A scholarship – Broadening the boundaries of M&A research. *European management journal*, 37(4), pp.411–412.

Wilson, K.M. & Vencatachellum, D., (2020). Stock market performance and cross-border mergers and acquisitions in South Africa. *Studies in economics and finance*, 37(1), pp.28–49.

Xie, Z. et al., (2019). Improving enterprises cross-border M&A Sustainability in the Globalization Age Research on Acquisition and Application of the Foreign Experience. *Sustainability*, 11(11), pp.3180.

Yang, J., Guariglia, A. & Guo, J., (2019). To what extent does corporate liquidity affect M&A decisions, method of payment and performance? Evidence from China. *Journal of corporate finance* (54), pp.128–152

Yen, G. & Cheng-few, L. (2008). Efficient Market Hypothesis (EMH): Past, Present and Future. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies* Vol. 11(02), pp. 305-329

Zhou, C., Xie, J. & Wang, Q., (2016). Failure to Complete Cross-Border M&As: "To" vs. "From" Emerging Markets. *Journal of international business studies*, 47(9), pp.1077–1105.

[Corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/accounting/accrued-liability/](https://www.corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/accounting/accrued-liability/).

[disclosure.spglobal.com](https://disclosure.spglobal.com/). (2022-05-08). *S&P Global Ratings*. [online] Available at: <https://disclosure.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/sourceId/504352>

[Investopedia.com/terms/s/signallingapproach.asp](https://www.investopedia.com/terms/s/signallingapproach.asp)

[Investing.com](https://www.investing.com/) (2022). *Avkastningen för aktier och index i sverige och sydafrika efter datum och företagsnamn (Januari 2016 – april 2022)*. <https://www.investing.com/>

[Konkurrensverket.se/konkurrens/lagar-och-regler/forvarv/](https://www.konkurrensverket.se/konkurrens/lagar-och-regler/forvarv/)

[Nasdaq.com](https://www.nasdaq.com/glossary/c/cumulative-abnormal-return). (2021). *Cumulative abnormal return (CAR) Definition*. [online] Available at: <https://www.nasdaq.com/glossary/c/cumulative-abnormal-return>.

Zephyr (2022). *Nya företagsförvärv I Sverige och Sydafrika efter transaktionsvärdet, årtal (Januari 2016 – april 2022)*. <https://zephyr-bvdinfo-com.till.biblextern.sh.se/version-202288>