

FÖRVÄRV – EN STRATEGI FÖR ÖKAD AKTIEAVKASTNING

– EN STUDIE PÅ STOCKHOLMSBÖRSENS
LARGE CAP MELLAN 2014–2022

Examensarbete – Kandidat
Företagsekonomi

Joel Bergqvist
Tim Mårtensson
Petter Swensson

2023: 1.12



UNIVERSITY OF BORÅS

Titel: Förvärv – en strategi för ökad aktieavkastning?

Publication year: 2023

Author: Joel Bergqvist, Tim Mårtensson & Petter Swensson

Supervisor: Bengt Kjellgren

Abstract

During the last decade the number of acquisitions has increased substantially. While the world has become more globalized, the importance of entering new markets and creating competitive advantages is key to a company's ability to grow. Developing competitive advantages can prove to be truly challenging, making acquisitions of other competing businesses a lucrative and smooth way of gaining market shares. The stock market has risen to new levels, with the Swedish stock market being one of the stand out performers in the world. This has made stock market investing more attractive, making it easier for listed companies to obtain capital.

This study investigates how the number of acquisitions affect the stock return for an acquiring company over a nine-year period. This examines whether there is a statistical connection between the number of acquisitions and the compounded annual growth rate of the stock, also called the stock CAGR. Identifying a connection will contribute to the answer to the question of whether acquisitions is a reliable strategy for a growth in stock return. There is disagreement across previous studies whether acquisitions is the right strategy or not for a company wanting to grow the stock return. The study hopes to contribute to the discussion about mergers and acquisitions.

The study divided the selection into three groups based on the number of acquisitions, in order to achieve a clearer result. The results produced show that the number of acquisitions made has a correlation with the stock CAGR of the company. Evidence showed that companies who acquired less frequently during the given time period overperformed on stock CAGR compared companies that made a larger number of acquisitions. However, looking at the mean value of the stock CAGR all three groups have overperformed the Stockholm Large Cap-index. Since the results indicate that making fewer acquisitions was the preferred strategy for the best possible stock market performance, there is likely to be other motives that drive companies towards acquiring.

Keywords: *M&A, Acquisition, Serial acquisition, Effects of acquisitions, Frequency, Stock return*

Innehållsförteckning

1. Introduktion	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Historia och M&A-vågor	5
1.3 Problematisering	7
1.4 Syfte	8
1.5 Frågeställning	8
1.6 Hypoteser	8
1.7 Uppsatsens avgränsningar	9
1.8 Ordlista	9
2. Litteraturoversikt & Teori	10
2.1 Motiv till M&A	10
2.1.1 The Synergy Motive	10
2.1.2 The Agency Motive	10
2.1.3 The Hubris Hypothesis	10
2.2 The Economic Man	11
2.3 Förvärvsprogram	11
2.4 M&A och värdeskapande	12
2.4.1 Värdeskapande genom aktieavkastning	13
2.4.2 Värdeskapande genom synergier	13
2.5 Effektiva marknadshypotesen	14
2.6 Resursbaserad teori	15
3. Metod	17
3.1 Forskningsansats	17
3.2 Kvantitativ metod	17
3.3 Urval	18
3.4 Studiens grupper	19
3.5 Datainsamling	19
3.6 Sekundärdata	20
3.7 ANOVA - test	20
3.8 Post hoc Scheffe test	20
3.9 Metoddiskussion	20
3.10 Validitet	21
3.11 Reliabilitet	21
3.12 Replikerbarhet	21
3.13 Etiska ställningstaganden	22

4. Resultat	23
4.1 Förklaring av grupper	23
4.2 Jämförelse av medelvärde	24
4.3 ANOVA-Test	25
4.4 Post hoc Scheffe-test	25
4.5 Linjär Regression	26
5. Analys	27
5.1 Studiens begränsningar	30
6. Slutsats	31
6.1 Vidare forskning	31
Källförteckning	33
Appendix	37

1. Introduktion

I detta avsnitt ges en introduktion till studien genom bakgrund, problematisering, syfte, frågeställning, hypoteser samt avgränsningar.

1.1 Bakgrund

Företagsfusioner och förvärv är strategiska transaktioner mellan företag där ett företag köper eller sammansluter sig med ett annat företag (Berk & DeMarzo, 2017). I över 100 år har företag köpt andra företag av flera olika anledningar, dels för att nå ut till nya marknader, öka deras marknadsandelar, få tillgång till ny teknologi och i allmänhet få en större kundbas (Schweizer, 2005). I takt med globaliseringen har detta blivit ett mer och mer vanligt fenomen och sedan 1999 har det gjorts över 790 000 fusioner och företagsförvärv globalt till ett värde av 57 trilioner dollar (IMAA 2023). Idag ser vi företag bygga hela deras affärsmodeller på uppköp av andra bolag och så kallade *serieförvärvare* blir mer frekvent förekommande.

Efter att ha nått sin högsta nivå någonsin i 2021 har den globala M&A marknaden minskat och under 2022 minskade de stora affärerna med 24 procent jämfört med året innan. Även volymen minskade med 12 procent. Även om detta låter mycket så är siffrorna för 2022 på en ”stabil” nivå och går att jämföra med siffrorna innan pandemin. 2022 präglades av en stor osäkerhet och faktorer som inflation, geopolitisk instabilitet, förändringar i lagar och logistikproblem påverkade marknaden negativt. Enligt McKinsey M&A practice review (2022) så har aktiviteten minskat men bara lite. Av resultatet av den globala minskningen skedde detsamma i Norden. Det totala värdet av affärer uppgick till 105,2 miljarder USD 2022 vilket var en minskning med 40% och volymen sjönk med 8 procent jämfört med året innan. Detta är även i Norden fortfarande på högre nivåer än vad vi såg innan pandemin (Airisto, Byrne & Jensen 2023). I Norden är Sverige den överlägset största marknaden och står för nästan hälften av alla affärer.

Tittar man längre fram så är det ekonomiska läget fortsatt instabilt på grund av diverse faktorer som kan komma att påverka M&A marknaden. Det största orosmomentet är risken för en global ekonomisk recession. Runt om i världen arbetar centralbanker för att stoppa den rekord inflation, vilket kan komma att leda till ytterligare högre räntor och oro på marknaderna. Det pågående kriget i Ukraina har skapat geopolitiska spänningar som bidragit till att investerare handlar med stor osäkerhet och viljan att investera är idag inte lika stark som tidigare. Detta har lett till att företag har tvingats ta steg tillbaka och handla med försiktighet (PWC, 2023). Detta tyder på att den globala M&A marknaden står inför en osäkerhet och i dagsläget är det för tidigt att säga om antalet M&A aktiviteter kommer att minska eller öka.

Frågan om M&A är lönsamt eller ej är komplex och en ständigt diskuterad fråga både i teorin och i näringslivet. Det finns ingen tydlig slutsats om detta då detta beror på flera olika faktorer som är specifika till varje enskilt förvärv. Tidigare forskning har visat att företag har olika motiv för att genomföra förvärv, såsom öka marknadsandelar, bli mer

konkurrenskraftig, öka intäkterna. Det finns även andra motiv som handlar om att komma åt ny teknologi, kompetens eller att bara diversifiera sin verksamhet (McGucking & Nguyen, 1995).

Studien ser ämnet förvärv som relevant eftersom det är ett brett ämne som det råder delade meningar om i tidigare forskning. En tydlig och klar strategi för bolagsförvärv har inte etablerats, vilket inte är konstigt då förvärvsstrategi är olika mellan sektorer och bolag. Samtidigt finns det en låg säkerhet kring att förvärv skapar aktieägarvärde på lång sikt. Förvärvsaktivitet växer både globalt och lokalt, där den svenska marknaden är den största marknaden i Norden (Airisto, Byrne & Jensen 2023).

1.2 Historia och M&A-vågor

Den moderna eran av M&A kan spåras tillbaka till slutet av 1800-talet då amerikanska bolag började expandera och genomgick radikala förändringar, såsom fusioner och förvärv (M&A). Under perioden som präglades av ekonomisk tillväxt och bristande antitrustreglering (Martynova & Renneboog, 2008; Stigler, 1950). Det som fördrev på M&A-aktivitet i USA sent 1800-tal var strävan efter marknadsstyrka, marknadsandelar och konkurrensfördelar genom att bilda monopol, vilket ledde till skapandet av allt större företag (Gregoriou & Renneborg, 2007; Kolev et al., 2012) då fusioner och förvärv spelade en stor nyckelroll. Detta inträffade främst inom traditionella industrier som var relevanta och ledande sent 1800-tal, vilket var industrier som tillverkning, gruvdrift, stål och olja (Sudarsanam, 2003). Det är just det man säger var den första M&A-vågen som inträffade. En period av betydande M&A-aktivitet känd som en M&A-våg definieras av en kraftig ökning av volymen stängda avtal under föregående period. Dessa ögonblick av ökande aktivitet inträffar ofta när ekonomin känns optimistisk och självsäker, och företag tror att det finns goda möjligheter att öka tillväxten genom förvärv. Transaktioner som företagsförvärv, uppköp och fusioner genomförs oftare under dessa tider, med en högre andel stora, pråliga avtal. En M&A-våg går in i platåfasen, som kan sträcka sig över många år, efter en kraftig ökning av genomförda affärer. Volymen av affärer är fortsatt hög under denna period men växer inte lika snabbt som tidigare. Bolaget kan avsätta resurser under denna period för att realisera de förväntade synergier och effektivitet förbättringarna från dessa sammanslagningar, samt integrera processen med tidigare genomförda förvärv. Makroekonomiska variabler inklusive räntor, marknadstrender och ekonomiska cykler är ofta kopplade till M&A-vågor. Företag har vanligtvis en större motivation att göra betydande utgifter som köps för att främja utveckling och maximera aktieägarvärdet under perioder av gynnsam ekonomisk tillväxt och robusta aktiemarknader. Å andra sidan, om företagen blir mer försiktiga under tider av svaga eller osäkra ekonomier, kan transaktionsvolymen minska avsevärt (Kolev et al., 2012). Den första vågen av fusioner och förvärv slutade tidigt 1900-tal mer precist 1903 då en ekonomisk nedgång sammanträffades.

I Europa var M&A-aktiviteten jämförelsevis låg under 1900-talets första hälft på grund av krig och politisk instabilitet. Däremot bevitnade USA en tämligen liten M&A-våg efter första världskriget mellan 1920 och 1929 (Kolev et al., 2012). Efter första vågen i USA såg

marknaden sig olik ut, vågen hade resulterat i ingripanden från den amerikanska staten för att införa antitrustlagstiftning och hindra konkurrensbegränsade företagsbeteende. Eftersom en mer begränsad horisontell M&A-aktivitet hade medförts så blev målet i den andra vågen att bilda oligopol genom diversifiering (Kolev et al., 2012). Det innebar att företagen ville expandera och diversifiera sin verksamhet genom förvärv i syfte att minska risken för konkurrens och förbättra sin marknadsposition och uppnå stordriftsfördelar (Stigler, 1950). Den stora depressionen i USA var den andra ekonomiska situationen som resulterade i den andra M&A-vågens nedgång och slut 1929.

Efter andra världskriget började den tredje vågen, som ett resultat av en ekonomisk återhämtning. På 1950-talet ökade M&A-aktiviteten i Europa, som innan då de två tidigare vågor har varit begränsade till USA. På grund av ytterligare tillämpningar gällande antitrust-regleringar som tidigare har begränsat horisontell M&A, så har den tredje vågen signalerats av orelaterad diversifiering genom kamratliga övertaganden av mindre företag, både offentliga och privata företag på marknaden. Det som skapades utifrån övertagandena var då konglomerat (Shleifer & Vishny, 1991). Den tredje vågens slut var 1973 (Martynova & Renneboog, 2008)

På 1980-talet såg det fjärde uppsvinget för företagsförvärv, som drevs av lösa antitrustlagar, liberalisering av finansmarknaden och goda ekonomiska förhållanden. Större M&A-transaktioner, betoning på specialisering och sammanlänkade M&A och ett steg mot att avyttra strategiskt obundna dotterbolag var alla kännetecken för denna våg. Många köpare sökte efter mål som de kunde "vända" genom att sälja av eller konsolidera. Uppköp var ofta fientliga och anslutna M&A gick bättre än icke-relaterade M&A. Den fjärde vågen tog sitt slut när finansmarknaderna kraschade 1989 (Shleifer & Vishny, 1991).

Affärer gjordes i USA, Europa och Asien under den femte M&A-vågen, som inträffade på 1990-talet. Företagets expansionsstrategi inkluderade gränsöverskridande M&A som en viktig komponent, vilket speglar en större trend mot globalisering. För att anpassa sig till en mer konkurrenskraftig världsomspännande ekonomi användes M&A-avtal. Majoriteten av M&A inom denna tidsram fortsatte den tidigare vågens tendens att vara ansluten (Kolev et al., 2012). Till skillnad från den fjärde vågen var de flesta transaktioner goda, delvis på grund av att reglerna mot uppköp var strängare. Targets skördade några kortsiktiga onormala vinster från denna M&A, medan förvärvarna inte gjorde det.

Den ökade betydelsen av bolagsstyrning i M&A-affärer, där företag koncentrerar sig mer på integration efter förvärvet för att säkerställa att de förväntade fördelarna med fusionen uppnåddes, var en nyckelfaktor i denna våg. Enligt forskning har integration efter förvärv en stor inverkan på hur väl M&A-affärer går (Rosenzweig, P. M, 1993). Speciellt kan kulturell integration vara svårt, och företag som kämpar för att framgångsrikt smälta samman kulturerna och de förvärvande organisationerna kan ha problem med att realisera de förväntade synergierna.

Den sjätte vågen av M&A ses ha inträffat 2003 och har sitt slut 2007 i samband med den globala finansiella krisen, vågen var förknippad med tonvikt på tillväxtmarknader och

tekniksektorn. Private equity-bolag var mer utbredda under hela denna våg och var mer aggressiv marknadsförvärvare (Kolev et al., 2012).

Gränsöverskridande företagsförvärv och företagsförvärv ökade under denna våg då företag försökte få tillgång till ny teknik och komma in på nya marknader (Gregoriou & Renneboog, 2007). M&A-aktiviteten ökade avsevärt, särskilt i tillväxtländer som Kina och Indien, drivet av en önskan att få tillgång till deras växande konsumentmarknader och lågkostnad tillverkningskapacitet (Kolev et al., 2012).

Denna studie kommer härnäst hänvisa begreppet M&A till företagsförvärv.

1.3 Problematisering

Som tidigare nämnt sker det mer förvärv än någonsin och trots mycket studier och forskning kring ämnet är bilden fortfarande delad kring resultaten av förvärv. Det finns ingen tydlig överenskommelse om hur förvärv påverkar ett företag positivt eller negativt (McGuckin, Nguyen, 1995), det finns också delade meningar till hur man ska mäta ett företags prestation efter förvärvsaktivitet (Zollo & Meier, 2008).

Tidigare studier har i stor utsträckning forskat på mer internationella marknader och framförallt har studier gjorts på detta i USA.

Rosenzweig (1993) menar att tidigare forskning har fokuserat mer på finansiella aspekter av förvärv och således har faktorer som integrationsprocesser, företagskultur eller organisatoriska förändringar tenderat att inte få lika mycket uppmärksamhet. För att bedöma hur förvärv påverkar företags lönsamhet så är kvalitativa faktorer viktiga att ta hänsyn till då de kan vara avgörande för företag för att lyckas att skapa värde genom serieförvärv. Rosenzweig får stöd i den resursbaserade teorin (Barney & Clark 2007) som menar att andra motiv än enbart finansiella är minst lika viktiga för att kunna skapa synergier och aktieägarvärde.

Många menar att syftet med att företag sysslar med förvärv är för att skapa en ökad lönsamhet och vinna marknadsandelar (Alexandridis, 2010) Samtidigt så menar flera företagsledningarna att förvärv ofta misslyckas med detta (Nambisan & Sawhney, 2007; Siegenthaler, 2009). Även forskare menar att förvärv är dömda till att misslyckas, många syftar till att större och fler förvärv sällan lyckas och att denna strategi ofta misslyckas. Trots detta så är det väldigt vanligt att bolag sysslar med förvärv och fusioner (Epstein 2005) och inget tyder på att detta kommer att minska.

Börsnoterade företag har även ofta som grund för att kunna fungera att skapa ett ökat värde för aktieägare i form av avkastning, även detta är svårt att bevisa i de studier som finns kring förvärv. Ska man kolla på avkastning bör man kolla under en längre period, detta är något som Andrade et al (2001) även konstaterar. Många tidigare studier har varit eventstudier där man undersökt ett specifikt förvärv, Rehm (2012) beskriver detta och hur då aktiekursen påverkas i samband med annonseringen av ett förvärv. Zollo och Meier (2008) menar att det

finns två vägar för att mäta hur ett förvärv presterat, dels kan man kolla på ett *subjektivt* perspektiv där huvudfokuset ligger att kolla på graderna av synergier och integrationsprocessen medan den andra vägen är det *objektiva* perspektivet där man istället fokuserar på finansiella värden. Genom att titta på ett långsiktigt perspektiv kan man få en bättre bild av hur ett förvärv faktiskt kan prestera rent ekonomiskt.

Eftersom många tidigare studier visat på att det inte är lönsamt att förvärva bolag så bör vårt resultat även ligga i linje detta. Genom att använda sig av en förklarande variabel som “antal förvärv” så kommer resultatet förhoppningsvis visa på att det är mer lönsamt att vara försiktig med förvärv och att kvantitet inte slår kvalitet. Gapet i forskningen som studien vill nå är att studera de långsiktiga effekterna av huruvida förvärv under en given tidsperiod påverkar skapandet av aktieägarvärde. Aktieägarvärde är således mätt i årlig genomsnittlig aktieavkastning för att så tydligt som möjligt knyta an till kärnan i en akties värde.

Ökad globalisering och ekonomisk tillväxt bidrar båda till narrativet av förvärv som en populär tillväxtstrategi. Trots detta finns det få studier som med säkerhet kan fastslå förvärv som en konstant framgångsrik strategi. För bolag blir det viktigt att säkerställa att de förvärv man genomför ska kunna skapa önskade synergier och att avkastningskrav uppfylls.

1.4 Syfte

Syftet med studien är att undersöka om det finns ett samband mellan antal genomförda företagsförvärv och årlig genomsnittlig aktieavkastning (CAGR) för bolag listade på Stockholmsbörsens Large-Cap lista under tidsperioden 31/12-2013 till 31/12-2022. Studien ska bidra till forskning kring aktieavkastning kopplat till antalet genomförda förvärv gjorda av börsnoterade bolag. Forskningens avsikt är att företagsledningar ska kunna ta del av de resultat och slutsatser studien kommer fram till för att kunna ta välgrundade beslut gällande strategiskt förvärvsarbete.

1.5 Frågeställning

Studiens forskningsfråga: *Påverkas förvärvande bolags aktieavkastning av antalet genomförda förvärv?*

1.6 Hypoteser

H_0 : Det finns inget samband mellan antal genomförda förvärv och CAGR-aktieavkastning.

H_1 : Det finns ett samband mellan antal genomförda förvärv och CAGR-aktieavkastning.

H_2 : Det finns ett negativt samband mellan antal genomförda förvärv och CAGR-aktieavkastning.

1.7 Uppsatsens avgränsningar

Studien har avgränsat sig till svenska börsnoterade bolag som är inkluderade under marknadssegmentet Large Cap på Stockholmsbörsen per 2023. Bolagen ska ha, under åren 2014-2022, förvärvat ett eller flera företag. Valet att begränsa urvalet till bolag inom Large Cap syftar till att inrikta sig på företag av bemärkt storlek och omfattning. Large Cap-bolag tycks generellt sett vara etablerade och har en större ekonomisk betydelse inom sina respektive branscher. Genom att inkludera dessa bolag kan studien ge en mer heltäckande bild av förvärvarens inverkan på aktieavkastningen inom den högre storleksklassen av företag. Sverige är det landet i Norden som har varit väldigt aktivt gällande företagsförvärv och har genomfört flest antal förvärv under de senaste åren, därför har denna studie även blivit avgränsad i sin studie på svenska börsnoterade bolag. En annan avgränsning i denna studie är att den endast mäter det förvärvande bolagets finansiella prestation i form av CAGR-aktieavkastning (Compound Annual Growth Rate) eller sammansatt årlig tillväxthastighet i form av aktieavkastning. Eftersom att studien vill observera aktieavkastningen, bör de förvärvande företagen vara börsnoterade för att det ska vara möjligt att ta fram. Studien belyser endast företagsförvärv vars information finns åtkomlig i tillräcklig omfattning.

Bolag under marknadssegmentet Large Cap som inte var börsnoterade innan 2014 eller bolag som ej har genomfört något förvärv under tidsramen 2014-2022 kommer inte att inkluderas i studien. Denna begränsning har sin grund i att fokusera på bolag med en viss historisk kontinuitet och aktivitet av relevans för studiens syfte. Genom att exkludera nyare bolag och bolag som inte har genomfört några förvärv under den specificerade tidsperioden minskas risken för snedvridning av resultatet och möjliggör en mer robust analys av förvärvarens påverkan på aktieavkastningen.

1.8 Ordlista

Förvärv - När ett bolag köper upp ett annat bolag för att expandera sin verksamhet eller öka sina resurser

M&A - Det engelska begreppet för fusioner och förvärv

Serieförvärv - När ett visst antal förvärv görs under en oftast kort tidsperiod

Aktieavkastning - En akties vinstutveckling, ofta mätt i aktiekursen för två olika datum

CAGR - Compound Annual Growth Rate, Sammansatt årlig tillväxttakt

Stockholmsbörsen - En marknadsplats för handel med finansiella värdepapper, ägs av Nasdaq Stockholm AB

Börsnotering - Innebär att göra aktierna i ett aktiebolag tillgängliga för handel på en marknadsplats som exempelvis Stockholmsbörsen

Large Cap - Large Capitalization, här ingår de företag med störst marknadsvärde på Stockholmsbörsen

Synergier - Företag kombineras på ett sätt som skapar ett mervärde

2. Litteraturöversikt & Teori

I detta avsnitt presenteras den forskning och teori som studien och studiens analys bygger på.

2.1 Motiv till M&A

M&A-aktivitet är ett populärt verktyg för företag att expandera (Brahma, Boateng & Sardar, 2018). Genom M&A kan företag växa sin verksamhet på ett kontrollerat sätt vilket ger dem möjligheten att minimera risker vid expansion. M&A som strategi har blivit vanligare och i takt med att antalet förvärv har vuxit har även strategin i sig utvecklats. M&A kan vara helt centralt för ett företag, där företagets affärsmodell bygger på att utföra förvärv inom en eller flera givna sektorer. I en studie gjord av Berkovitch och Narayanan (1993) presenteras tre centrala motiv till varför förvärv sker, dessa tre presenteras nedan.

2.1.1 The Synergy Motive

Detta motiv föreslår att bolagsledningarna (oavsett om de leder förvärvare eller målbolag) har som primära mål att maximera aktieägarvärde. Om ett förvärv skulle innebära ett ökat aktieägarvärde skulle detta således vara värt att genomföra. Detta implicerar att förvärv motiverade genom synergier kommer vinster för både målbolag och förvärvare, samt totala vinsten, vara positiva och positivt korrelerade med varandra (Berkovitch & Narayanan, 1993). *The Synergy Motive* menar således att motivet som ligger till grund för värdeskapande förvärv är förmodad synergi mellan två bolag. Vinningen för det förvärvande bolaget är alltså positivt korrelerad med vinningen för målbolaget.

2.1.2 The Agency Motive

Enligt *The Agency Motive* motiveras företagsförvärv främst av den förvärvande ledningens eget intresse av ett förvärv. Detta innebär i praktiken att om ett förvärv av ett bolag inte gynnar ledningens bästa intressen kommer förvärvet inte genomföras. Dessa egenintressen kan vara olika, där några exempel är att expandera ledningens personliga portföljer, att växa det egna bolaget med det fria kassaflödet, samt att öka det egna bolagets beroende av den sittande ledningen (Berkovitch & Narayanan, 1993). Den viktiga delen av detta motiv är de konsekvenser det leder till. Målbolaget inser sin attraktion till det förvärvande bolaget, vilket ger dem en förhandlingsstyrka de kan utnyttja. Målbolaget ställer krav på det förvärvande bolaget i syfte att skapa värde åt sina aktieägare. Ju större agency motive, desto mer har målbolaget möjlighet att tjäna. Dessutom kan det förvärvande bolagets ledning enbart gå med på de ställda kraven till en viss grad innan förvärvet förvandlas till en ren förlustaffär (Berkovitch & Narayanan, 1993).

2.1.3 The Hubris Hypothesis

Det sista motivet, *The Hubris Hypothesis*, syftar till att bolagsledningarnas misstag och felbeslut enbart ligger till grund för att förvärv genomförs. Ingen vinning kan alltså göras genom synergier, för varken det förvärvande bolaget eller för målbolaget. Det förvärvande

bolaget är, enligt teorin, lika troliga att underskatta synergieffekten för ett förvärv som de är att överskatta den. Detta implicerar att inga förvärv görs vid underskattning av synergieffekt, vilket innebär att alla förvärv som görs kommer ur överskattning av synergieffekt. I praktiken innebär detta att ett förvärv enbart är en transaktion som inte skapar nytt värde. Ju högre bud från förvärvaren, desto högre vinning för målbolaget. Eftersom förvärvet inte skapar något värde genom synergi, blir alltså förvärvaren en större ekonomisk förlorare ju högre summa budet uppgår till. Vinningen för förvärvaren och vinningen för målbolaget är alltså negativt korrelerad, samtidigt som vinningen för målbolaget och förvärvets totala vinning är okorrelerad (Berkovitch & Narayanan, 1993).

2.2 The Economic Man

Teorin om *The Economic Man* är en central modell inom klassisk ekonomisk teori. Modellen bygger på en idealbild av hur en människa bör utföra sina handlingar ur ett ekonomiskt perspektiv. Den framhäver vikten av rationalitet vilket har gjort den inflytelserik för modern ekonomisk teori. Den har lagt grunden för att utveckla andra modeller inom mikroekonomi, spelteori och beslutsteori.

Modellen utgår från att människan är en rationell aktör som handlar för att maximera egen vinning eller nytta. Enligt detta tankesätt väntas alla människor fatta beslut enbart baserat på fullständig och korrekt information vilket används för att välja det beslut som är mest gynnsamt för dem själva (Kenton, 2022).

The Economic Man är alltså en modell för hur idealbilden av människans handlande ska se ut. Kritiken mot teorin grundar sig i att den inte är verklighetsförankrad, där de främsta argumenten menar att människans beslutsfattande inte enbart grundar sig på korrekt och fullständig information och därav kan inte dess handlande bero på detsamma. Dessutom menar argumenten att det, realistiskt sett, är fler faktorer än ekonomiska som påverkar människans ekonomiska beslut (Kenton, 2022).

2.3 Förvärvsprogram

Populariteten av att göra genomföra förvärv har gett upphov till namnet *serieförvärvare*, vilket är ett begrepp för att beskriva ett bolag vars verksamhet till stor del består av att förvärva andra bolag. Det finns delade meningar om vad definitionen av en serieförvärvare faktiskt är. Forskarna Laamanen & Keil (2008) menar att ett bolag som gjort minst fyra förvärv under den senaste tioårsperioden bör klassas som en serieförvärvare. En annan definition av begreppet menar att ett bolag kan klassas som en serieförvärvare om det har genomfört fler än två förvärv under de senaste tre åren (Kengelbach, Klemmer, Schwetzler & Sperling, 2012). Det råder alltså delade meningar mellan forskare i vilka kriterier man bör ha för att klassa ett bolag som en serieförvärvare.

Under 90-talet ägnade sig bolag som General Electric och Cisco åt förvärvsprogram där man förvärvade fler än 50 bolag under en given tidsperiod. Denna aggressiva förvärvsstrategi

riktade sig åt specifika målföretag vars likheter var större än dess skillnader. Strategin förväntades skapa större värde för det förvärvande bolagets aktieägare än om förvärven enbart bestått av isolerade affärer (Laamanen & Keil, 2008). Dessa förvärvsprogram som Microsoft och Cisco använde sig av under 90-talet går att koppla till beskrivningen som Chatterjee (2009) ger. Forskaren menar att ett förvärvsprogram måste följa en enhetlig logik. När den underliggande logiken inte längre är synlig, exempelvis när ett mönster bryts mellan företagen som förvärvas, går det inte längre att härleda att förvärvsprogrammet är intakt. Ett väl utformat förvärvsprogram kan ha som logik att alla förvärv, både individuellt och kollektivt, ska skapa aktieägarvärde. Enligt teorin om förvärvsprogram kan det förvärvande företaget kontrollera och minska risken av misslyckade förvärv genom att planera och utarbeta en enhetlig logik för sitt förvärvsprogram.

Förvärvsprogram kan både vara tidsbestämda och icke-tidsbestämda. Mjukvarubolaget Oracle åstadkom 20 företagsförvärv under perioden 2005-2007, vilket fick ses som ett enhetligt förvärvsprogram (Chatterjee, 2009). Även livsmedelsföretaget Nestle utförde ett enhetligt förvärvsprogram där man förvärvade de största företagen inom vissa givna livsmedelskategorier. När förvärven av de största företagen inom varje kategori var färdigställda antogs förvärvsprogrammet som färdigställt och avslutat. Både Oracles och Nestles förvärvsprogram var tydligt förknippade med tid som enhetlig logik. Ett exempel på motsatsen är Microsoft som genomfört företagsförvärv sedan 90-talet utan att dessa kan härledas till ett förvärvsprogram (Chatterjee, 2009). Författaren argumenterar för att förvärvsprogram kan vara en viktig del av ett bolags förvärvsstrategi, dess tillväxt och dess utveckling. Däremot är det av stor vikt att förvärvsprogrammens utformning är korrekt utifrån olika faktorer. Misslyckade förvärv beror ofta på att förvärvsobjektet är större än vad förvärvsprogrammet tillåter, vilket hindrar det förväntade värdeskapandet av förvärvet. Chatterjee (2009) ger ett exempel på detta fenomen: amerikanska Newell Brands. Koncernen använde sig av en enkel logik i sitt förvärvsprogram där förvärv enbart gjordes för att expandera eller försvara sin marknadsställning. Förvärvsprogrammet baserat på den enkla logiken fungerade bra, ända tills förvärvet av bolaget Rubbermaid. Det enda som inte stämde med förvärvet var storleken på målföretaget, det var för stort för att passa in i Newells förvärvsprogram vilket gjorde att balansen i integrationen rubbades (Chatterjee, 2009).

2.4 M&A och värdeskapande

Samspelet mellan förvärv och värdeskapande är vitalt för det förvärvande bolagets prestation. Tidigare studier fokuserar ofta på hur processen inför ett förvärv påverkar värdeskapandet efter att förvärvet är fullbordat. De olika faktorer som påverkar ett eventuellt värdeskapande kan, enligt tidigare studier, vara forskning och utveckling inom bolagen, teknologiska synergier, skuldsättningen, likviditet, bolagsstorlek samt bolagsvärdering. Likt det som Chatterjee (2009) nämner i sin studie behövs det att förvärvaren och förvärvsobjektet stämmer överens över ett par punkter för att ett värdeskapande ska få möjlighet att växa.

Teorin om värdeskapande vid förvärv grundar sig i möjligheten att skapa synergier och effektivitet mellan två eller fler bolag som inte bolagen kan skapa separat. Värdeskapande-

teorin bygger på antagandet att värde är den grundläggande orsaken till bolagets framgång. Varje transaktion som leder till en expansion av verksamheten, vare sig det är i omsättningstillväxt eller marknadsandel, visar värdeskapande (Koller, Goedhart & Wessels, 2010).

2.4.1 Värdeskapande genom aktieavkastning

I teorin går värdeskapande ut på att ett bolag ska generera värde genom att investera kapital från sina aktieägare för att kunna generera framtida avkastning. Avkastningen sker i form av kassaflöden vars värde är högre än kostnaden för det investerade kapitalet. Ju snabbare ökning av kassaflöde och ju högre avkastningen är desto mer värde kommer skapas åt aktieägarna. Denna process behöver vara hållbar över tid, vilket bygger på att konkurrensfördelar på marknaden behöver försvaras. För att detta ska vara möjligt använder sig bolag av företagsförvärv (Koller, Goedhart & Wessels, 2010). Värdeskapande för aktieägarna blir alltså skillnaden mellan investerat kapital och den avkastning som investeringen skapar i framtiden, med hänsyn till variationen i pengarnas värde över tid samt investeringens risk (Koller, Goedhart & Wessels, 2010).

2.4.2 Värdeskapande genom synergier

För att kunna förstå komplexiteten av företagsförvärv till fullo behövs andra perspektiv än enbart finansiella. De potentiella synergier som förvärv förväntas skapa bör studeras separat och övervägas för att ge en mer enhetlig bild av vad som skapar värde vid företagsförvärv. I en studie gjord av Larsson och Finkelstein (1999) studeras hur synergier kan skapas mellan förvärvare och målbolag, samt vilka förutsättningar som behövs för att maximera de synergier som skapas.

Studien bygger på en fallstudie av sex företagsförvärv i olika branscher och visar att integreringen av tre centrala perspektiv är avgörande för synergier som kan skapas. De tre olika perspektiven är hur integration av strategiska, organisatoriska och personalrelaterade aspekter görs. Vidare resultat av studien visar fyra faktorer som påverkar integrationen av de olika aspekterna: strategisk tydlighet, organisationsstruktur och kultur, personalhantering samt kommunikation. Brist på utförande och förståelse för dessa fyra faktorer kan direkt leda till förlorade synergier och sedermera till misslyckade företagsförvärv (Larsson & Finkelstein, 1999).

Larsson och Finkelsteins slutsatser får stöd av Bauer och Friesl (2022) där forskarna pekar på vikten av att ha fokus på rätt synergier för att öka effektiviteten av förvärv. Bauer och Friesl (2022) presenterar en modell för hur bolag kan agera för att maximera de synergier som vill uppnås genom förvärv, och denna modell hänvisar till liknande aspekter som togs fram av Larsson och Finkelstein (1999). De faktorer som modellen menar är viktiga för ett skapande av synergier är det förvärvande bolagets tidigare erfarenheter av förvärv, ledarskapsbeteende och företagskultur. En ökad förståelse för hur dessa faktorer bör hanteras kommer ge en ökad effektivitet i integrationen av förvärvade bolag. Störst fokus i studien ligger på att redogöra

för de faktorer av kvalitativa drag som påverkar integrationen av ett förvärv. Däremot skiljer sig Bauer och Friesl (2022) från Larsson och Finkelsteins (1999) forskning i det att uppmanar till att komplettera de kvalitativa faktorerna med att använda finansiella mått för att bedöma synergier som kan skapas genom förvärv.

2.5 Effektiva marknadshypotesen

Teorin om den effektiva marknadshypotesen (EMH) är en kontroversiell grundpelare inom finansiell ekonomi. Teorin bygger på ett antal idealiska antaganden om marknaden, bland annat att investerare är homogena samt att marknaden existerar utan transaktionskostnader eller skatter som påverkar investeringsbeslut. EMH konstaterar att aktier alltid handlas till korrekt pris på en börs, då aktiepriset alltid reflekterar all information aktien bär på. Felprissättningar är, enligt teorin, inte möjliga vilket gör det omöjligt för investerare att överavkasta ett avkastningsindex över tid (Downey, 2023).

EMH bygger på den information som finns tillgänglig för en aktie. Denna information delas in i tre olika typer:

- Historiska prisrörelser.
- Offentlig information som exempelvis kvartalsrapporter, analyser, makroekonomiska trender, annonseringar om förvärv eller andra offentliga utlåtanden från bolaget.
- Insiderinformation vilket innebär information som enbart insynspersoner inom bolaget har tillgång till.

Dessa tre typer av information delas sedan in i olika grader av effektivitet på marknaden. Följande grader av effektivitet nyanserar teorin och visar på marknadens komplexitet. De olika graderna av marknadseffektivitet är:

- Svag marknadseffektivitet: aktiepriset inkluderar enbart historiska prisrörelser. Information som finns tillgänglig kan påverka aktiepriset vilket gör att aktier kan vara felaktigt prissatta. Det är möjligt att överavkasta avkastningsindex.
- Semi-stark marknadseffektivitet: aktiepriset inkluderar all offentlig information men inte insiderinformation. Insiderinformation kan påverka aktiepriset vilket gör att aktier kan vara felaktigt prissatta. Det är möjligt för insynspersoner att överavkasta avkastningsindex.
- Stark marknadseffektivitet: aktiepriset inkluderar all information, dvs alla tre informationsområden (historiska prisrörelser, offentlig information samt insiderinformation). Det är således inte möjligt att överavkasta avkastningsindex (Fama, 1970).

Teorin om EMH förespråkar den sista graden av marknadseffektivitet. En stark marknadseffektivitet menar alltså att aktier på en börs alltid är korrekt prissatta då aktiepriset ständigt reflekterar all den information som finns tillgänglig för den relevanta aktien. Fama (1970) konstaterar i sin studie att det finns en betydande mängd forskning som visar att finansiella marknader är ganska effektiva och att aktiepriserna således reflekterar all tillgänglig information.

Kritik mot EMH-teorin återfinns i studier om hur väl den effektiva hypotesen kan förklara avkastningen på aktiemarknaden. Robert Merton (1987) menar att marknaden kan vara ineffektiv under särskilda omständigheter, exempelvis när det gäller handel av insynspersoner samt vid marknadsmanipulation. Merton (1987) menar vidare att EMH-teorin bygger på antaganden om investerarnas tillgång till information samt deras förmåga att agera rationellt, vilket kan kopplas vidare till kritiken mot teorin *The Economic Man*. Det riktas även kritik från Merton (1987) mot antagandet att marknaden inte innefattar transaktionskostnader. Argumentet bottenar i att en marknad utan transaktionskostnader inte existerar i verkligheten samt att dessa transaktionskostnader kan hindra investerare från att handla vilket i sin tur leder till felprissättningar av aktiepriser.

2.6 Resursbaserad teori

Resursbaserad teori är en teori inom företagsekonomi som fokuserar på hur bolagets resurser kan bidra till konkurrensfördelar. Ett företags prestation och konkurrenskraft beror alltså på de resurser och förmågor bolaget har till sitt förfogande. Resurserna kan vara både materiella och immateriella. Exempel på materiella resurser kan vara byggnader, maskiner och utrustning samtidigt som exempel på immateriella resurser kan vara patenter och varumärken (Barney & Clark, 2007). Det finns en tro hos både bolagsledningarna och akademiker att förvärv av strategiskt närliggande bolag och verksamheter bidrar till det ekonomiska värdet av det förvärvande bolaget. I en studie gjord av Jay B. Barney (1988) undersöktes amerikanska bolag som ägnat sig åt förvärv under perioden 1971-1982. Syftet med studien var att undersöka just om företagsförvärv kan leda till ökad lönsamhet och ökat aktieägarvärde för det förvärvande bolaget. Resultatet i studien visade att förvärv sällan ledde till ökad lönsamhet för det förvärvande bolaget. Detta ger stöd till att vara skeptisk mot huruvida förvärv bidrar till att öka lönsamhet. Barney (1988) tar upp tre centrala orsaker till varför lönsamheten och aktieägarvärdet inte ökar. Den första orsaken är att det förvärvande bolaget ofta betalar för mycket för det bolag som förvärvas. Övervärderingen gör det svårt för det förvärvande bolaget att generera tillräckligt hög avkastning på sin investering och således hindras lönsamheten från att öka. Den andra orsaken grundar sig i att det är svårt att integrera det förvärvade bolaget i verksamheten. Företagskulturen och ledningsstilen samt förmågan att generera vinster matchar inte de krav det förvärvande bolaget ställer vilket gör förvärvet ineffektivt. Den tredje och sista orsaken är att det kan föreligga en överoptimistisk syn på synergier samt kapacitet till kostnadsbesparingar hos det förvärvande bolaget. Ökade kostnader kan direkt kopplas till en försvårad väg till ökad lönsamhet. Istället tar Barney (1988) upp andra motiv till varför bolag genomför förvärv, som exempelvis att öka marknadsandelar eller öka tillgången till bolagsspecifika resurser och tillgångar.

Barney (1988) fick stöd av Erik Eschen och Rudi KF Bresser (2005). Forskarna fokuserar i sin studie på hur förvärv kan användas för att förstå hur förvärv kan vara fördelaktiga för att öka tillgången på konkurrensstarka resurser. De nämner att tidigare forskning visar på blandade resultat om huruvida förvärv ökar lönsamheten, och är tydliga med att motiven för

förvärv inte alltid återfinns i ökad lönsamhet hos det förvärvande bolaget. Vikten av fungerande integrationsstrategier för att skapa synergier med det förvärvade bolaget understryks. Utfallet av förvärv kan nyanseras med de motiv som Berkovitch & Narayanan (1993) presenterat i sin forskning. Antingen drivs förvärv av *the Synergy Motive*, *the Agency Motive* eller *the Hubris Hypothesis* där utfallet av förvärvet är bäst för det förstnämnda motivet. Enligt den resursbaserade teorin bör förvärv ha en koppling till det förstnämnda för att kunna skapa långsiktiga synergier mellan det förvärvade bolaget och det förvärvande bolaget. Forskarna Berkovitch & Narayanan (1993) och Eschen & Bresser (2005) är överens i sina studier men utifrån olika teorier. Ökad lönsamhet och ökat aktieägarvärde är inte alltid det centrala motivet till varför förvärv genomförs.

3. Metod

I det tredje avsnittet av studien beskrivs uppsatsens struktur och de metodologiska valen som gjorts. Avsnittet presenterar en översikt över hur uppsatsen är strukturerad och ger en förklaring till de metoder som används för att samla in och analysera data.

3.1 Forskningsansats

Studiens väsentliga syfte är att analysera sambandet mellan det förvärvande bolagets aktieavkastning och antalet genomförda förvärv. Aktieavkastningen samlades in i en tidsserie som sträcker sig från 2014 till och med 2022. Tidsintervallet för studiens observationer sträcker sig över en nio-årsperiod vilket ger en rättvisare bild och kan representera marknads fullständighet. Andrade et al (2001) menar att långsiktiga studier av avkastning efter förvärv bör utnyttja en mät- eller tidsperiod på tre till fem år efter förvärvets slutförande. Eftersom studiens mätperiod är fram till och med 2022 så kan vissa bolag som har förvärvat senare i mätperioden hamnat i skuggan utifrån Andrade et al (2001) uttalanden och vissa bolag hamnar inom den ultimata tidsperioden.

Studiens ansats skall vara lämplig när syften med studien är att testa befintliga teorier och hur de kan appliceras på specifika situationer eller fenomen. En deduktiv ansats är mestadels mer strukturerad och väljer att fokusera mer på att kunna falsifiera eller verifiera tidigare befintliga teorier eller hypoteser. I denna studie är det väsentligt att ha till grund vilka teorier och modeller som är relevanta och hur studien kan tillämpas utifrån Bryman och Bell (2011). Genom att använda en deduktiv ansats kan studien dra logiska slutsatser från tidigare empiriska observationer och bruka dessa för att testa och verifiera eller falsifiera tidigare teorier.

3.2 Kvantitativ metod

För att undersöka sambandet mellan företagsförvärv och aktieavkastning har studien valt att använda en kvantitativ metod då en stor mängd kvantitativa data och ett antal variabler behöver kombineras för att framställa ett illustrativt resultat. En kvantitativ metod passar bäst när en stor mängd data är åtkomliga och kan analyseras med statistiska tester. Studiens metodval ger även möjligheten att kunna generalisera resultaten till en större population, det ger möjligheten att få fram signifikanta resultat som representerar genomsnittet eller normalfallet, vilket kan vara önskvärt i denna studie Bryman och Bell (2011). En fördel med den kvantitativa metoden är att den minskar riskerna för personliga åsikter hos studiens skapare och forskare att påverka resultaten eftersom den resulterande statistiken och data vägleder studien. Detta bidrar till att studien blir mer reproducerbar, vilket i sin tur även bidrar till en ökad tillförlitlighet Bryman och Bell (2011). I en kvalitativ metod är resultatet mer beroende av resonemang och individuella tolkningar snarare än kvantitativ statistik data, detta kan bidra till en viss påverkan på resultatet och även en påverkan på studiens tillförlitlighet. Fördelen med en kvalitativ metod är att studien skapar en djupare förståelse då den kvalitativa data ofta är mer detaljrik och informationstät. Kvalitativ metod skulle vara

mer lämplig när mycket information om litet prov eller urval finns att ha till förfogande (Jacobsen, 2002). Studiens val av metod ger studien en möjlighet att undersöka sambandet mellan företagsförvärv och lönsamhet på ett statistiskt och objektiva sätt, trots att det finns begränsningar och en kvalitativ metod skulle kunna bidra till en djupare förståelse anses kvantitativ metod som den mest lämpliga för att kunna undersöka de stora mängderna av data och att sedan kunna generalisera resultatet.

3.3 Urval

Uppsatsens urval är satt till de bolag som är inkluderade i Stockholmsbörsens marknadssegment *Large Cap*. Det har sedan gjorts en indelning av de bolag som är inkluderade på *Large Cap* utifrån antalet förvärv som genomförts under åren 2014 till 2022. Indelningen gjordes i tre grupper där bolag med lägst antal förvärv döptes till *Mindre Frekventa Förvärvare*, bolag med medel antal förvärv döptes till *Frekventa Förvärvare* samt bolag med högst antal förvärv döptes till *Extremt Frekventa Förvärvare*. Bolag på *Large Cap* som inte har fullständig finansiell data under den valda tidsperioden hos den använda databasen har tagits bort i urvalet (Refinitiv, 2023). De bolag som togs bort var följande Mips, Evolution, Granges, International petroleum corp, Stillfront, Sinch, Addlife, Stipdtech och Embracer. Bolagen Stora Enso, ABB och AstraZeneca togs bort i urvalet då dessa bolag, enligt *Refinitiv Workspace*, var noterade på andra börser än Stockholmsbörsen. Bolagen var noterade i Finland, Schweiz respektive Storbritannien. Motivet till varför urvalet fokuserar på *Large Cap*-bolag är för att studien riktar sig till Stockholmsbörsens största bolag.

Vårt urval fokuserar på bolag med liknande förutsättningar till förvärv utifrån affärsmodell. Stockholmsbörsens *Large Cap* är uppdelat i olika sektorer/branscher: energi, material, sällanköpsvaror- och tjänster, dagligvaror, industrivaror- och tjänster, hälsovård, teleoperatörer, informationsteknik, kraftförsörjning samt finans och fastighet (Nasdaq u. å.). Under sektorerna finans och fastighet ingår banker, investmentbolag och fastighetsbolag vilka alla har affärsmodeller som avviker från resten av *Large-Cap*-bolagen vad gäller förvärv. Banker agerar i en reglerad industri, vilken utesluter förvärvsverksamhet synonymt med den för övriga börsbolag i andra sektorer. Därav kan banker uteslutas från vårt urval. Investmentbolagens affärsmodell bygger egentligen på förvärv, men förvärv av en annan typ. De investerar sitt kapital i bolag för att få avkastning likt en fond vilket skapar annorlunda motiv till förvärv än bolag i övriga sektorer. Vanligtvis förvärvar de en mindre andel av ett målbolag utan att integrera det i sin verksamhet. Det avvikande motivet till förvärv ger oss argument för att inte inkludera investmentbolag i vårt urval. Liknande motiv återfinns för varför vi väljer att inte heller inkludera fastighetsbolag i vårt urval. Fastighetsbolagens affärsmodell bygger på förvärv av byggnader, byggnadsprojekt samt förvärv av mark att bygga på. Förvärvsobjekten är annorlunda gentemot bolag i andra sektorer vilket ger oss argument för att fastighetsbolag inte ska inkluderas i vår studie.

3.4 Studiens grupper

Studien har kategoriserat de undersökta bolagen i olika grupper beroende på antal förvärv för att kunna urskilja om antal förvärv har ett samband med aktieavkastning. Uppsättningen av kategorier har utgått från Laamanen & Keils (2008) kategorisering av antal förvärv.

Forskarna undersökte om antal förvärv och totalavkastning har ett samband utifrån två grupper: *mindre frekventa förvärvare* (4-9 förvärv) och *frekventa förvärvare* (10+ förvärv). Laamanen & Keils (2008) definition av de olika grupperna utvecklades för att tydligare kunna urskilja förvärvsaktiviteten hos de undersökta bolagen. Gruppen *mindre-frekventa förvärvare* strukturerades om till att innefatta bolag som genomfört 1-9 förvärv under de senaste nio åren. Vidare adderades två grupper: *frekventa förvärvare* som genomfört 10-30 förvärv under de senaste nio åren samt *extremt frekventa förvärvare* som genomfört minst 31 förvärv under samma tidsperiod. Genom att utöka antalet grupper och omstrukturera indelningen är förhoppningen att kunna hitta ett tydligare samband grupperna emellan.

Syftet med studiens gruppindelning är att enbart undersöka förvärvande bolag för att kunna hitta ett resultat där aktieavkastning tydligt kan kopplas till antalet genomförda förvärv.

3.5 Datainsamling

I denna studie samlas data som är obehandlade och som inte har blivit manipulerade eller påverkade av utomstående part. Studien har med hjälp av *Refinitiv Workspace* (Refinitiv, 2023) hämtat data om bolagens förvärvshistorik och data för aktieavkastning. Den insamlade datan består av två huvudvariabler, en beroende variabel och en förklarande variabel: det totala antalet förvärv som utförts av de 57 utvalda bolagen inom det definierade tidsintervallet från 2013–31/12 till 2022–01/01, en nioårig tidsram och bolagens årliga aktieavkastning under samma tidsperiod. En aktiekurs för var bolag hämtades in för startdatumet samt en aktiekurs för var bolag hämtades in för slutdatumet för tidsperioden. Därefter har det beräknats en *Compound Annual Growth Rate* (CAGR) för varje enskilt bolags aktieavkastning. Efter insamlingen av datan och en CAGR beräkning i Excel, genomfördes en analys i SPSS i syfte att undersöka potentiella samband mellan antalet förvärv och aktieavkastning i studiens gruppindelning. Informationen om de specifika bolagen som var listade inom studiens urval hämtades i april 2023.

Valet av CAGR ger en standardiserad och jämförbar mätning av den årliga tillväxten av ett bolags aktiekurs och således aktieavkastning. Genom CAGR kan hänsyn tas till eventuell volatilitet för aktiekursen under tidsperioden. Eventuella markanta upp- eller nedgångar under tidsperioden kommer således jämnas ut och därav blir CAGR en representabel mätning av aktieavkastningen.

$$CAGR = [(Slutvärde / Startvärde)^{(1 / Antal\ år)}] - 1$$

3.6 Sekundärdata

Studien har använt sig av sekundärdata vilket syftar till datamaterial som redan finns tillgängligt. Datamaterialet har erhållits från *Refinitiv Workspace* vilket är en databas för finansiell analys. Studien använde sig av sekundärdata på grund av dess tillgänglighet kombinerat med behovet av en stor mängd kvantitativa data.

3.7 ANOVA - test

ANOVA eller (Analysis of Variance) är en statistisk metod eller test som används för att kunna analysera skillnader mellan grupper. Genom programmet SPSS utfördes ett ANOVA-test. Studien använder ANOVA för att undersöka om det finns något signifikant samband och interaktioner mellan den förklarande variabeln, antalet förvärv och den beroende variabeln, aktieavkastning. ANOVA-testet illustrerar på vilken signifikansnivå de går att påvisa en signifikant skillnad mellan studiens gruppindelning och studien använder sig av en signifikansnivå på 5% för att kunna förkasta nollhypotesen. Denna studie använder en signifikansnivå på 5% procent eftersom det anses vara tillräckligt obevekligt för att minimera risken för slumpmässiga eller tillfälliga resultat, samtidigt som den ger tillräckligt med utrymme för att finna verkliga skillnader eller samband. Detta gör det möjligt att dra utvecklande och välgrundade slutsatser och fatta beslut på statistiska analyser (Lehmann, 1958).

3.8 Post hoc Scheffe test

För att kunna identifiera skillnaderna mellan grupperna så använde studien ett Post hoc Scheffe test, detta var möjligt eftersom den tidigare gjorda anova analysen visade på att det fanns signifikanta skillnader. Post hoc Scheffe är ett statistiskt test som används för att se vilka specifika grupper som skiljer sig åt. Eftersom studien undersökte tre olika grupper så var detta nödvändigt för att kunna dra viktiga slutsatser. Om ANOVA-testet visar på att det finns en signifikant skillnad betyder detta att Post hoc Scheffe testet kommer att visa på att det finns en signifikant skillnad mellan minst två av grupperna i urvalet (Ruxton & Beauchamp, 2008).

3.9 Metoddiskussion

Det finns tre grundläggande kriterier för att bedöma kvantitativ forskning inom företagsekonomi. Författarna Bryman & Bell (2011) menar att dessa tre kriterier är speciellt viktiga för att bedöma forskningen på ett objektivt och korrekt vis. Dessa tre kriterier är *validitet*, *reliabilitet* och *replikerbarhet*.

3.10 Validitet

Validitet är ett av de viktigaste forskningskriterierna enligt Bryman & Bell (2011). Innebörden av validitet är om studien avser att mäta det som är relevant i sammanhanget. Således ska en studies slutsatser hänga ihop. Begreppet validitet delas in i olika områden, bland annat i intern och extern validitet. Intern validitet syftar till huruvida en slutsats speglas av ett kausalt förhållande mellan två eller flera variabler. Extern validitet syftar till vilken utsträckning resultaten av studien kan generaliseras till en större och bredare population (Bryman & Bell, 2011). Tidigare forskning och finansiell teori har tagit ett grepp om det relevanta området. Studiens hypotesformuleringar har tagit avstamp i tidigare forskning på området. Den externa validiteten av studien kan vara låg då urvalsgruppen Large Cap inte nödvändigtvis är representativ för hela populationen av noterade och onoterade bolag i Sverige. Däremot kan den externa validiteten av studien vara hög i fallet att populationen just syftar till Large Cap. Genom studiens hypotesprövning kan det påvisas ett statistiskt samband mellan variablerna men slutsatsen att det finns en kausalitet mellan variablerna kan inte fastställas. Det går inte att konstatera studiens grad av intern validitet som hög, men det går att argumentera för det statistiska samband som studien visat. Studien är dessutom enbart baserad på en förklarande variabel i antal förvärv. Ett bolags totalavkastning kan bero på fler variabler än just denna vilket gör att validiteten kan påverkas. Genom datainsamlingen påträffades ett antal bortfall i form av avsaknad av data. Dessa har exkluderats från den statistiska analysen vilket resulterar i en lägre grad av intern validitet.

3.11 Reliabilitet

Studien bör ha en hög reliabilitet för att resultatet av studien ska vara tillförlitligt (Bryman & Bell, 2011). Studien har utgått från sekundärdata genom databasen *Refinitiv Workspace* (2023). Detta leder till att datamaterialet, som används i den statistiska analysen, är korrekt och tillförlitligt. *Refinitiv Workspace* är en professionell databas för finansanalys som använts i flera tidigare studier inom ämnet. Datan är obehandlad och därav ej manipulerad av utomstående part vilket bidrar till datans tillförlitlighet. Däremot kan reliabiliteten av studien kritiserars då begränsningar i databasen resulterade i att datan behövdes överföras manuellt. Detta kan ha lett till tillkortakommanden i huruvida datan är korrekt. Dessutom har aktieavkastning räknats ut manuellt genom matematiska formler utifrån den givna datan. Fel och tillkortakommanden kopplat till manuella matematiska uträkningar kan ej uteslutas. Under datainsamlingen utfördes stickprov på datamaterialet för att kontrollera att datan stämmer överens med ursprungsdatan.

3.12 Replikerbarhet

Replikerbarhet syftar till möjligheten att upprepa studiens resultat på nytt med samma givna datamaterial och statistiska analysmetod. Bryman & Bell (2011) menar att studiens tillvägagångssätt bör vara detaljerat och utförligt beskrivet för att en replikation av studien ska vara möjlig. Då studien använt sig av sekundärdata möjliggörs en hög grad av

replikerbarhet, samtidigt kan det ej uteslutas att den mänskliga faktorn i det manuella processandet av datan påverkar studiens replikerbarhet

3.13 Etiska ställningstaganden

I finansiella kvantitativa studier är det viktigt att beakta etiska aspekter för att säkerställa korrekthet och tillförlitlighet i resultaten. En viktig aspekt är att undvika vilseledande information som kan påverka data och leda till felaktiga resultat (Bryman & Bell 2011). För att hantera detta har studien valt att använda sekundärdata från en tillförlitlig databas *Refinitiv Workspace*, för att minimera risken för vilseledande information.

Genom att använda en etablerad databas säkerställer studien att den insamlade datan är korrekt och att studien undviker partiskhet i forskningen. Detta bidrar till att upprätthålla integriteten i studien och säkerställa att resultaten är tillförlitliga.

4. Resultat

I detta kapitel kommer studiens datagrupper samt resultat presenteras. Här presenteras och illustreras de olika tester som genomförts.

4.1 Förklaring av grupper

Grupp 1 MindrefrekventaFörvärvare	Grupp 2 FrekventaFörvärvare	Grupp 3 ExtremtFrekventaFörvärvare
Antal Förvärv: 1-9	Antal Förvärv: 10-30	Antal Förvärv: 31+
New Wave (1) Sectra AB (3) BioTage (4) Boliden AB (4) Nolato AB (5) Swedish Orphan Biovitrum AB (publ) (6) Vitrolife AB (6) Kindred Group PLC (7) Mycronic AB (publ) (7) Holmen AB (8) Fortnox (9)	Billerud AB (publ) (10) Hennes & Mauritz (10) HMS Networks AB (11) Elekta AB (publ) (13) Husqvarna AB (13) Loomis AB (15) Axfood AB (16) Hexpol AB (16) Orrön (16) Getinge AB (17) AAK AB (publ) (18) Alfa Laval AB (20) Tele2 (20) Electroluc AB (21) SKF AB (21) SSAB AB (21) NCC (22) Saab AB (22) Lindab AB (26) Peab AB (26) Systemair AB (26) Sweco AB (publ) (29) Hexatronic Group AB (30)	SCA (34) Beijer Ref AB (publ) (35) Vitec Software Group AB (publ) (35) Addnode Group AB (publ) (38) Millicom (40) Securitas AB (40) Bilia (45) Lagercrantz Group Ab (47) MTG (47) Trelleborg AB (47) Nibe Industrier AB (51) Volvo AB (51) Ericsson (55) Afry AB (65) Sandvik AB (65) Hexagon AB (66) Skanska AB (66) Addtech AB (74) Intrum AB (75) Telia Company (81) Indutrade AB (109) Assa Aply AB (115) Atlas Copco AB (118)

Tabell 1. Studiens urval med gruppindelning, siffran inom parentesen, är det antal förvärv som bolaget genomfört under tidsramen 2014-2022

Bortfall av bolag
Mips
Evolution
Granges
International Petrum Corp
Stillfront
Sinch
Addlife
Stipdtech
Embracer
Stora Enso
ABB
AstraZenica

Tabell 2. Bortfall av bolag

Ovan illustreras studiens gruppindelning som användes för de statistiska testerna i studien, vidare illustreras även studiens bortfall. I Grupp 1 befinner det sig 11 bolag som i studien har indelats till en och samma grupp där bolagen har genomfört 1-9 förvärv. Grupp 2 består av 23

bolag som har genomfört 10-30 förvärv samt Grupp 3 som även den gruppen består av 23 bolag som har en högre frekvens av förvärv där förvärvs antalet har grupperats till 31 förvärv och högre. För tydliggöra och klargöra urvalets tre olika grupper så har denna studie valt att döpa grupperna till *MindreFrekventaFörvärvare* (Grupp 1), *FrekventaFörvärvare* (Grupp 2) och *ExtremtFrekvetenaFörvärvare* (Grupp 3).

4.2 Jämförelse av medelvärde

Report			
CAGRaktieavkastning			
Gruppindelning			
g	Mean	N	Std. Deviation
1	0,265073203882267	11	0,135649658331114
2	0,076993305659100	23	0,148524101382269
3	0,125919403220023	23	0,141354028059248
Total	0,133031535910961	57	0,156642870106269

Tabell 3. Visar ett medelvärde och standardavvikelse för CAGRaktieavkastning för de tre studerade grupperna under tidsramen 2014-2022

En gruppindelning skapades baserat på CAGR-aktieavkastning. Resultaten indikerar att det finns skillnader i medelvärde mellan grupperna. Grupp 1 *MindreFrekventaFörvärvare* hade det högsta medelvärdet på ,265, följt av Grupp 3 *ExtremtFrekventaFörvärvare* med ,126, medan Grupp 2 *FrekventaFörvärvare* hade det lägsta medelvärdet på ,077.

För att bedöma variationen inom varje specifik grupp analyserades standardavvikelsen. Grupp 1 hade en standardavvikelse på ,136, Grupp 2 hade en standardavvikelse på 0,149, och Grupp 3 hade en standardavvikelse på ,141.

Totalt, baserat på alla 57 observationer, var det genomsnittliga värdet för CAGR-aktieavkastning ,133 med en standardavvikelse på ,157.

Resultatet visar skillnader i CAGR-aktieavkastning mellan de olika grupperna. Enligt resultaten visar Grupp 1 det högsta genomsnittliga värdet vilket indikerar en högre aktieavkastning jämfört med övriga grupper. Grupp 2 hade det lägsta genomsnittliga värdet vilket indikerar en lägre aktieavkastning jämfört med övriga grupper.

4.3 ANOVA-Test

ANOVA					
CAGRaktieavkastning					
	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	0,265	2	0,133	6,457	0,003
Within Groups	1,109	55	0,021		
Total	1,374	56			

Tabell 4. ANOVA-test som visar på vilken signifikansnivå det uppkommer skillnad mellan de tre grupperna

Det ANOVA-test som presenteras visar en signifikans på 0,003. Detta betyder att det finns en mycket låg sannolikhet att resultatet uppstått slumpmässigt. Med en signifikansnivå på 5% finner testet en signifikant skillnad mellan grupperna och nollhypotesen kan förkastas. Skillnaden mellan grupperna innebär att det kan dras en statistiskt grundad slutsats att antal förvärv har en påverkan på CAGR-aktieavkastning utifrån den givna gruppindelningen.

4.4 Post hoc Scheffe-test

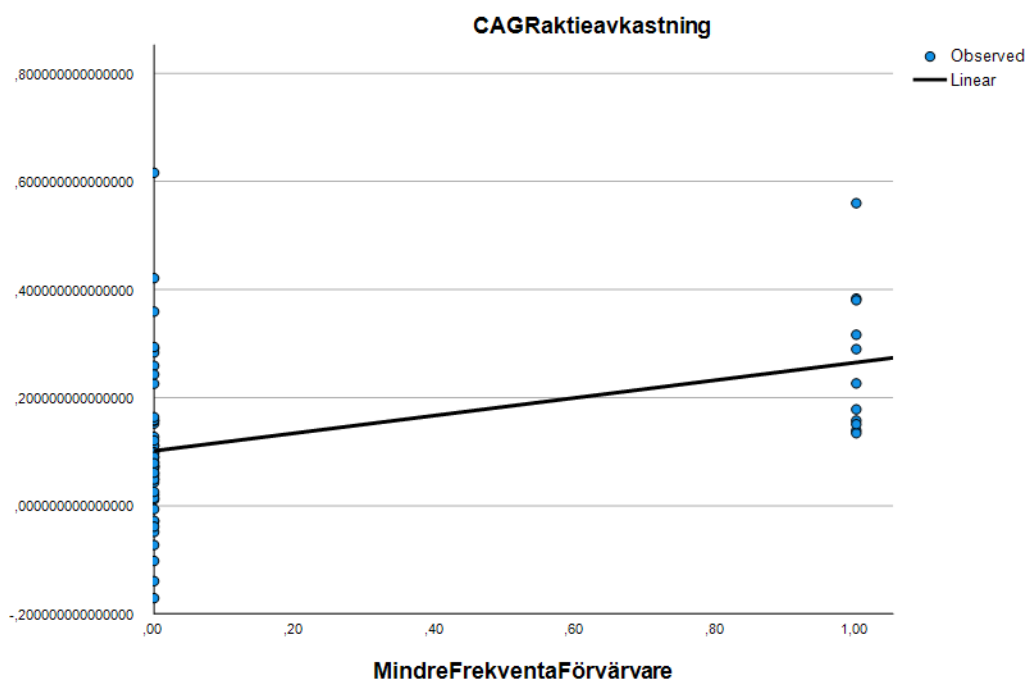
Multiple Comparison						
Dependent Variable: CAGRaktieavkastning						
Scheffe						
(I) Förvärv	(J) Förvärv	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
1	2	,188079898223166*	0,052532468889066	0,003	0,055843121363541	0,320316675082791
	3	,139153800662243*	0,052532468889066	0,037	0,006917023802618	0,271390577521868
2	1	-,188079898223166*	0,052532468889066	0,003	-0,320316675082791	-0,055843121363541
	3	-0,048926097560923	0,042257100456879	0,516	-0,155297316771109	0,057445121649263
3	1	-,139153800662243*	0,052532468889066	0,037	-0,271390577521868	-0,006917023802618
	2	0,048926097560923	0,042257100456879	0,516	-0,057445121649263	0,155297316771109

Tabell 5. Post hoc Scheffe-testet identifierar vilka grupper som skiljer sig väsentligt från andra grupper. Den visar signifikansnivån mellan de olika grupperna baserat på det genomsnittliga CAGRaktieavkastning för den studerade tidsramen 2014-2022

För att tydligare identifiera mellan vilka specifika grupper det finns signifikanta skillnader genomfördes ett Post hoc Scheffe-test. Resultatet av testet visar en betydande skillnad mellan Grupp 1 *MindreFrekventaFörvärvare* och Grupp 2 *FrekventaFörvärvare*, med en signifikans på 0,003. Resultatet av testet visar även en signifikant skillnad mellan Grupp 1 *MindreFrekventaFörvärvare* och Grupp 3 *ExtremtFrekventaFörvärvare* på 0,037. Med en signifikansnivå på 5% har testet identifierat en betydande skillnad grupperna emellan. Det gemensamma för testet är skillnaden mellan Grupp 1 *MindreFrekventaFörvärvare* och de övriga två grupperna med fler antal förvärv.

Resultatet av Post hoc Scheffe-testet innebär att studien kan förkasta H0. Vidare visar resultatet av Post hoc Scheffe-testet att studien kan acceptera H1. Genom att studera resultaten från Post hoc Scheffe-testet tyder det på att Grupp 1 har ett högre medelvärde än Grupp 2 och Grupp 3. Resultatet från Post hoc Scheffe-testet inte säga något om H2, men det kan indikera på att Grupp 1 presterar bättre.

4.5 Linjär Regression



Tabell 6. Visar urvalsgruppen *MindreFrekventaFörvärvare* ställd mot de två andra urvalsgrupperna: *FrekventaFörvärvare* och *ExtremtFrekventaFörvärvare*. Förhållande till CAGRaktieavkastning

Model	Coefficients				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
MindreFrekventaFörvärvare	0,164	0,048	0,416	3,391	0,001
(Constant)	0,101	0,021		4,787	<0,001

Tabell 7. Visar koeficientmodellen för linjär regression, Koefficienterna representerar de förväntade skillnaderna i den beroende variabeln mellan de två jämförda grupperna (*FrekventaFörvärvare* och *ExtremtFrekventaFörvärvare*) mot referensgruppen (*MindreFrekventaFörvärvare*).

Baserat på resultaten från de tidigare statistiska analyserna gjorde studien vidare ett test för att undersöka korrelation genom linjär regression. Grupperna, som bolagen delats in i, ställdes mot varandra där Grupp 1 (*MindreFrekventaFörvärvare*) testades mot Grupp 2 (*FrekventaFörvärvare*) och Grupp 3 (*ExtremtFrekventaFörvärvare*) tillsammans. I grafen (i tabell 6) är Grupp 1 illustrerad som värdet 1,00 på X-axeln medan Grupp 2 och Grupp 3 illustrerats som värdet 0,00 på X-axeln. Y-axeln visar gruppernas värde på CAGR-aktieavkastning. Tabell 6 visar ett positivt samband mellan Grupp 1 och de övriga grupperna gällande CAGR-aktieavkastning och antal genomförda förvärv. Med en signifikansnivå på 0,001 är det alltså högst osannolikt att resultaten har varit en slumpmässig händelse. Detta styrker studiens tes om att färre antal förvärv leder till en ökad CAGR-aktieavkastning. Studien kan inte acceptera H2, men resultatet visar en indikation på att Grupp 1 har en högre CAGR-aktieavkastning än Grupp 2 och Grupp 3.

5. Analys

I detta kapitel kommer resultaten av studien analyseras med koppling till tidigare nämnda teorier

Den insamlade datan och de statistiska tester som utförts har resulterat i skillnader mellan de olika grupper studien utgått från. Gruppindelningen har gjorts utifrån antal förvärv, där tre grupper har valts ut i kontrast mot tidigare forskning av Laamanen & Keil (2008). De olika grupperna är *Mindre Frekventa Förvärvare* (1-9 förvärv), *Frekventa Förvärvare* (10-30 förvärv) samt *Extremt Frekventa Förvärvare* (31+ förvärv). Det första testet som gjordes var ett ANOVA som visar skillnader mellan grupperna genom en signifikansnivå på 5%. Testet visade en signifikans på 0,003 vilket innebär att sannolikheten för att resultatet uppnåddes slumpmässigt är mycket låg. Genom resultatet kan studien dra slutsatsen att antal förvärv har en påverkan på CAGR aktieavkastning för de tre grupperna under den valda tidsperioden. Studien gick sedan vidare till Post hoc Scheffe-test för att undersöka skillnader i CAGR aktieavkastning kopplat till den förklarande variabeln antal förvärv det finns mellan grupperna. Resultatet av Post hoc Scheffe-testet visade en markant skillnad mellan Grupp 1 och Grupp 2. Signifikansnivån för denna jämförelse var 0,003. Vidare resulterade Post hoc Scheffe-testet i en stor skillnad mellan Grupp 1 och Grupp 3 med en signifikansnivå på 0,037. Utifrån dessa resultat kan vi konstatera en skillnad mellan Grupp 1 och de övriga två grupperna i CAGR aktieavkastning under den utvalda tidsperioden. Detta kan också styrkas genom ett test i jämförelse av medelvärde på CAGR aktieavkastning mellan de olika grupperna. Resultatet av testet visade ett medelvärde på 0,265 för Grupp 1, ett medelvärde på 0,077 för Grupp 2 samt ett medelvärde på 0,126 för Grupp 3. Det totala medelvärdet för hela populationen var 0,133 vilket ger en markant överprestation gentemot medelvärdet för Grupp 1. Övriga två grupper underpresterar detta medelvärde för hela populationen. Det sista testet stärker resultaten av studiens ANOVA-test samt Post hoc Scheffe-test, då samtliga visar på en tydlig skillnad i CAGR aktieavkastning förklarad genom antal förvärv för Grupp 1 gentemot övriga grupper. Post hoc Scheffe-testet ger studien statistiskt underlag för att förkasta studiens H_0 . Post hoc Scheffe-testet ger studien således även statistiskt underlag för att acceptera studiens H_1 . Vidare kan Post hoc Scheffe-testet inte säga något om studiens H_2 .

Resultaten från den linjära regressionen visade ett positivt samband mellan Grupp 1 och de övriga två grupperna. Eftersom studien använde kategoriska oberoende variabler (grupper) blev det svårt att tolka beta-koefficienten. Därav valde studien att fokusera på vad den linjära regressionen faktiskt visade visuellt. Eftersom sambandet var positivt kunde H_2 inte accepteras men det utesluter inte att resultatet ligger i linje med H_2 . Genom att byta plats på grupperna i frågan om värdet på X-axeln hade resultatet förmodligen visat en negativ korrelation. I detta fall hade H_2 kunnat accepteras.

Studien visar med statistisk signifikans att aktieavkastningen beräknat som CAGR för ett bolag noterat på Stockholmsbörsens Large Cap-lista under åren 2014-2022 beror på antalet genomförda förvärv. Bolag som genomfört färre antal förvärv har genomsnittligt en högre årlig aktieavkastning än de bolag som genomfört fler antal förvärv. Resultaten av studien

härleder till två av de centrala motiv till varför förvärv genomförs, som tagits fram av Berkovitch & Narayanan (1993). De två motiv som syftas till är *The Agency Motive* och *The Hubris Motive*. Om ett förvärv inte gynnar det förvärvande bolagets ledning kommer förvärvet inte genomföras, oberoende av om det skulle gynna bolagets aktieavkastning. Således kan ett förvärv som gynnar bolagets ledning men som inte gynnar bolagets aktieavkastning fortfarande göras. Genom *The Agency Motive* kan alltså förvärv genomföras utan att det förvärvande bolagets aktieavkastning ökar nämnvärt. *The Hubris Motive* menar att förvärv görs genom en överskattning av förvärvsobjektet. Ett förvärv blir en transaktion av kapital utan värdeskapande vilket således gör förvärvaren till förlorare i frågan om ökad aktieavkastning. Motiven som presenteras av Berkovitch & Narayanan (1993) stärker studiens resultat av att bolag med färre antal förvärv kan generera en högre genomsnittlig årlig avkastning än bolag som är aktiva inom förvärv. Bolag som förvärvar mindre ställs inte inför vilket motiv som driver ett förvärv lika frekvent, vilket sedan gör dem mer troliga att kunna skapa värdeskapande synergier som Larsson & Finkelstein (1999) menar för att generera en högre årlig aktieavkastning.

Vidare kan studiens resultat av att bolag med färre antal förvärv genererar en högre årlig aktieavkastning kopplas till teorin om *The Economic Man* (Kenton, 2022) på liknande vis som *The Agency Motive* och *The Hubris Motive*. Teorin om *The Economic Man* syftar till att en aktör alltid bör handla efter rationalitet och korrekt information. I *The Agency Motive* och *The Hubris Motive* genomförs förvärv på tvivelaktiga grunder. Detta stärker resultatet av att bolag i Grupp 2 och Grupp 3 genomfört förvärv som i sig inte bidragit till en ökad aktieavkastning vilket i sin tur bidrar till slutsatsen av att *The Agency Motive* och *The Hubris Motive* förekommer i motiven till varför förvärv genomförs.

Teorin om den effektiva marknadshypotesen grundar sig i huruvida aktiemarknaden är effektiv i sin prissättning eller inte, vilken har tagits fram efter forskning gjord av Eugene Fama (1970). Vad gäller förvärv skulle en stark marknadseffektivitet innebära att det inte finns ett samband mellan antal företagsförvärv och aktieavkastning för det förvärvande bolaget eftersom all relevant information redan reflekteras i aktiekursen. Om marknadseffektiviteten är svag innebär det att investerare kan utnyttja informationen om företagsförvärv för att överavkasta avkastningsindex. Således finns det ett samband mellan företagsförvärv och aktieavkastning för det förvärvande bolaget. Robert Merton (1987) kritiserade teorin om den effektiva marknadshypotesen genom att mena på ineffektiviteter i marknaden under särskilda omständigheter. En stark marknadseffektivitet innebär att priset på en aktie alltid reflekterar all information aktien bär på, däribland information om förvärv. Studiens resultat visar på ett signifikant samband mellan antal förvärv och årlig aktieavkastning vilket motsäger teorin om en stark marknadseffektivitet. Genom studiens resultat kan alltså ytterligare kritik riktas mot teorin om stark marknadseffektivitet. Således kan en svag marknadseffektivitet antas utifrån frågan om huruvida antal förvärv påverkar det förvärvande bolagets aktieavkastning. Genom studiens resultat kan investerare identifiera felprissättningar på marknaden kopplat till förvärv och således kan marknaden inte vara effektiv. Om en investerare skulle investera i en portfölj bestående av bolagen inkluderade i Grupp 1 istället för en portfölj bestående av bolagen från Grupp 2 och Grupp 3 skulle denne

investerare uppnå en genomsnittlig årlig avkastning om ca 26,5%. En betydligt högre genomsnittlig avkastning än den för Grupp 2 (7,7%) och Grupp 3 (12,6%).

Tidigare presenterad forskning av Laamanen & Keil (2008) presenterar en stor anledning till varför bolagsförvärv kan lyckas. Förklaringen till framgången grundar sig på förvärvarens tidigare erfarenhet av att genomföra förvärv. Har ett bolag en gedigen historia av att förvärva andra bolag som tillväxtstrategi kommer detta att forma processen för när ett nytt förvärv genomförs. En strategi arbetas fram genom erfarenhet vilket hjälper det förvärvande bolaget att vara framgångsrika med planerade framtida förvärv. Laamanen & Keil genomförde sin undersökning på den amerikanska aktiemarknaden med en mycket större population och urval. Deras resultat visade ett positivt samband mellan antal förvärv och aktieavkastning som implicerar att ju större antal förvärv desto högre aktieavkastning genereras. Om Laamanen & Keils (2008) studie istället skulle gjorts på Stockholmsbörsens Large Cap-lista kan resultatet ha blivit annorlunda och mer likt denna studie. Det kan alltså finnas alternativa förklaringar till varför resultaten skiljer sig åt, samtidigt som Laamanen & Keils (2008) studie är mer generaliserbar beroende på storleken på dess population.

På samma vis som Laamanen & Keil (2008) pekar på vilka egenskaper och faktorer som gör en förvärvare framgångsrik, pekar Robert Bruner (2004) på olika egenskaper och faktorer som gör en förvärvare misslyckad i sin förvärvsverksamhet. Att verka i en sektor med låg lönsamhet och dåliga möjligheter till vinst är en vanlig anledning till varför förvärv av bolag i samma sektor sällan leder till finansiellt värdeskapande vilket i sin tur hindrar aktieavkastningen att utvecklas. Att koppla denna anledning till varför förvärv inte lyckas är utmanande givet att studiens population baseras på de största bolagen på Stockholmsbörsen. Således har ingen av de sektorer som ingår i Large Cap låga möjligheter till lönsamhet. En annan anledning som pekas ut av Bruner (2004) är förvärvarens förmåga att förvärva inom sitt kompetensområde, oavsett om målet är att diversifiera eller fokusera. Osäkerheten kring skapandet av synergier är också en anledning Bruner (2004) tar upp i varför ett förvärv inte skapar en högre aktieavkastning.

Genom att studera de tre olika gruppernas medelvärde i CAGR aktieavkastning ser vi signifikanta skillnader mellan Grupp 1 och övriga två grupper. Grupp 1 överpresterar markant, med ett medelvärde på 26,5% i årlig aktieavkastning. Grupp 2 och Grupp 3 har ett medelvärde på 7,7% respektive 12,6% i årlig aktieavkastning. Medelvärde för de tre grupperna tillsammans är 13,3% vilket överpresterar Grupp 2 och 3 och indikerar att Grupp 1 är den grupp som står för överprestation gällande aktieavkastning. Genom att jämföra resultaten av studien med det likaviktade aktieindexet för Stockholmsbörsens Large Cap kan det göras intressanta iakttagelser. Årlig beräknad CAGR för OMX Large Cap PI Index är 6,36%, vilket ger en överprestation av alla grupper. Viktigt att belysa är att detta index inte är rensat enligt studiens slutgiltiga urval. Fastighetsbolag, investmentbolag, banker och övriga bolag som är borttagna i studiens urval är alla samtliga inkluderade i detta index. Detta påverkar årlig CAGR för jämförelseindex, men ger samtidigt en översiktlig jämförelse. Genom denna jämförelse kan studien konstatera att Grupp 1 överpresterar i CAGR aktieavkastning gentemot index snarare än att Grupp 2 och Grupp 3 underpresterar. En stor förklaring till detta utfall kan vara att Grupp 1 består av relativt unga bolag med högre

tillväxttakt och låg förvärvstakt. Detta jämfört med mer erfarna bolag i Grupp 2 och 3 som då står för en lägre tillväxttakt ihop med en högre förvärvstakt. Exempel på detta är Fortnox från Grupp 1 som genomfört nio förvärv och har haft en årlig CAGR aktieavkastning på 55,4%. Detta jämfört med Atlas Copco från Grupp 3 som genomfört 118 förvärv och har haft en årlig CAGR aktieavkastning på 16,6%.



Tabell 8. OMX Stockholm Large Cap PI Index 2014-2022.

Källa: (Refinitiv Workspace 2023)

5.1 Studiens begränsningar

Studien fokuserade enbart på företag som är listade som Large Cap-bolag i Sverige vilket betyder att generaliserbarheten kan vara svag om man skulle göra en liknande studie på andra typer av företag som till exempel mindre bolag och företag som inte är börsnoterade. Det är också viktigt att förstå att antal förvärv inte är hela sanningen bakom aktieavkastningen hos företag utan det kan finnas många flera faktorer som påverkar aktieavkastningen.

Studien använde sig av antal förvärv som förklarande variabel till hur aktieavkastningen påverkas. Detta är en förenklad modell av hur förvärv kan påverka bolag och flera andra motiv till företagsförvärv har på så sätt inte kunnat ta hänsyn till i studien. Att använda sig av en sådan variabel gör det svårt att mäta kvaliteten och storleken på förvärv, företag kan även ha andra strategiska motiv till att förvärva bolag såsom monopol, teknologi och tillgång till nya marknader. Genom att använda sig av en annan design på studien och inkludera flera variabler hade detta kunnat göra studien bättre eftersom denna studie främst fokuserar på korrelationen mellan endast antal förvärv och aktieavkastning.

Datamaterialet som används i studien behövdes överföras manuellt och det går inte att utesluta att den mänskliga faktorn kan ha lett till felaktigheter och på genom detta snedvridit resultaten trots att stickprov genomfördes under datainsamlingen.

Något som studien inte har tagit hänsyn till är hur länge företaget har varit noterat på börsen. Det finns vissa teorier som menar att bolag kan uppleva en högre tillväxt i början för att sedan mattas av efter tid. Detta kan bero på vad företaget i fråga har för strategi och affärsmodell, genom att vara framgångsrik i ett tidigt stadium kan locka till sig investerare. Detta kan vara en faktor som påverkat vårt resultat och hade kunnat fungerat som en kompletterande variabel i dataanalysen.

6. Slutsats

I detta avsnitt presenteras de slutsatser som dras från studiens forskning.

Syftet med studien var att ta reda på om det kan finnas ett samband mellan antal förvärv och aktieavkastning. För att ta reda på detta undersöktes svenska bolag listade på Large Cap under tidsperioden 2014-2022. De resultat som studien kommit fram till är att det finns ett signifikant samband mellan dessa två variabler. De bolag som förvärvade mindre frekvent hade en högre aktieavkastning jämfört med bolag som förvärvade mer frekvent. För att kunna identifiera detta samband tydligare delades bolagen in i grupper. Resultatet av grupperna visade en tydlig skillnad mellan Grupp 1 och de övriga två grupperna. Enligt resultatet visar sig ett mindre antal förvärv vara den vinnande strategin.

Vidare dras slutsatsen att förvärv har ett signifikant samband med CAGR-aktieavkastning. Huruvida förvärv är en framgångsrik strategi för att skapa aktieägarvärde råder det fortfarande delade meningar om studien till trots. Däremot kan studien fastslå att under perioden 2014 till 2022 var ett mindre antal förvärv den vinnande strategin för att skapa aktieägarvärde på Stockholmsbörsens Large Cap-lista.

6.1 Vidare forskning

För att vidare utforska och utöka studien om förvärvens effekt på aktieavkastningen finns det flera möjliga områden att undersöka. Först och främst kan urvalet av bolag breddas för att inkludera inte bara svenska Large Cap-bolag utan även bolag från andra länder och storleksklasser. Genom att inkludera företag från olika geografiska regioner och med olika marknadsvärden kan man få en mer rik och nyanserad bild av hur förvärv påverkar aktieavkastningen på en bredare skala. Studien skulle också kunna utvecklas genom att modifiera, komplettera och integrera nya grupperingar för att bidra och bekräfta de observerade sambanden mellan förvärv och aktieavkastning.

Utöver att ändra urvalet av bolag kan det vara intressant att undersöka andra nyckeltal för att mäta aktieavkastning och utvärdera förvärvens påverkan. CAGR (Compound Annual Growth Rate) är ett vanligt använt nyckeltal för att beräkna årlig genomsnittlig tillväxt över en given tidsperiod. I vidare forskning kan man överväga att inkludera andra nyckeltal som Return on Investment (ROI), Total Shareholder Return (TSR) eller Earnings Per Share (EPS) för att få en mer nyanserad bild av aktieavkastningen i samband med förvärv. Förklarande variabel som skulle kunna utforskas för vidare forskning skulle kunna vara storleken på förvärven och hur betalningen av förvärvet har genomförts på, kan ha ett stort inflytande på det förvärvade bolagets aktieavkastning. Att inkludera och komplettera med sådana förklarande variabler skulle även bidra till en ännu mer nyansrik studie.

Tidsperioden för studien kan också justeras för att utforska och undersöka förvärvens påverkan över olika tidsintervall. Istället för att begränsa studien till tidsperioden 2014-2022 kan man undersöka längre eller kortare tidsramar för att analysera förvärvens påverkan över

tid och eventuella förändringar i resultat samt att eventuellt undersöka bolagets aktieavkastning före ett förvärv och sedan analysera värdet efter en viss precis tidsperiod.

Källförteckning

- Airisto, T, Byrne, D, Jensen, J. (2023) *M&A holds the line in the Nordics with robust performance*. White & Case. <https://mergers.whitecase.com/highlights/ma-holds-the-line-in-the-nordics-with-robust-performance#>
- Alexandridis, G. et al. (2010) Gains from Mergers and Acquisitions Around the World: New Evidence. *Financial management*. [Online] 39 (4), 1671–1695.
- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103–120.
- Barney, J. B. (1988) Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis. *Strategic Management Journal*, 9, 71-78.
<https://doi.org/10.1002/smj.4250090708>
- Barney, J. B. & Clark, D. N. (2007) *Resource-based theory: creating and sustaining competitive advantage*. Oxford,: Oxford University Press.
<https://ebookcentral.proquest.com/lib/boras-ebooks/reader.action?docID=415721>
- Bauer, F. Friesl, M. (2022). Synergy Evaluation in Mergers and Acquisitions: An Attention-Based View. *Journal of Management Studies*.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/joms.12804>
- Berk, J. B. & DeMarzo, P. M. (2017) *Corporate finance*. 4. ed., Global ed. Harlow: Pearson.
- Berkovitch, E., & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347.
<http://costello.pub.hb.se/login?url=https://www.proquest.com/scholarly-journals/motives-takeovers-empirical-investigation/docview/211942951/se-2>
- Brahma, S., Boateng, A., & Sardar, A. (2018). Motives of mergers and acquisitions in the European public utilities: An empirical investigation of the wealth-anomaly. [Motives of mergers and acquisitions] *The International Journal of Public Sector Management*, 31(5), 599-616. <https://doi.org/10.1108/IJPSM-01-2017-0024>
- Bruner, R. (2004), Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16: 63-76. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2004.00007.x>
- Bryman, A., & Bell, E. (2011). *Business Research Methods*. 3. utg. Oxford University Press. isbn: 9780199583409.
- Chatterjee, S. (2009). The Keys to Successful Acquisition Programmes. *Long Range Planning*. 42(2), 137-163.
<https://doi-org.lib.costello.pub.hb.se/10.1016/j.lrp.2008.12.001>
- Downey, L. (2023) Efficient Market Hypothesis (EMH): Definition and Critique. *Invstopedia*. <https://www.investopedia.com/terms/e/efficientmarkethypothesis.asp>

E. L. Lehmann. (1958) "Significance Level and Power," *The Annals of Mathematical Statistics*, Ann. Math. Statist. 29(4), 1167-1176

Epstein, M. J. (2005). *The determinants and evaluation of merger success*. Business Horizons, 48(1), 37-46.

Eschen, E. Bresser, R. (2005) Closing resource gaps: toward a resource-based theory of advantageous mergers and acquisitions. *European Management Review*. 2. 167-178.
<https://doi.org/10.1057/palgrave.emr.1500039>

Fama, E.F. (1970) "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work", *Journal of finance*, vol. 25, no. 2, pp. 383-417.
<https://doi.org/10.2307/2325486>

Galofré Ferrer, A. (2019). *Value Creation in M&A transactions*. Masteruppsats, Grande Ecolé Program. HEC Paris.
<https://upcommons.upc.edu/bitstream/handle/2117/173098/researchpaper2018-a-galofre-valuecreationinmatransactions.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Gregoriou, G. N. & Renneboog, L. (2007) *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis*. [Online]. London: Elsevier Science.

IMAA (2023). *M&A statistics*.
<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> [2023-04-26]

Jacobsen, D. I. et al. (2002) *Vad, hur och varför: om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentlitteratur

Kengelbach, J., Klemmer, D, C., Schwetzler, B., Sperling, M, O. (2012). An Anatomy of serial acquirers, M&A learning, and the role of post-merger integration. *Available at SSRN*.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1946261>

Kenton, W. (2022) What Is an Economic Man? Definition, Use in Analysis, and History. *Investopedia*. <https://www.investopedia.com/terms/e/economic-man.asp>

Kolev, K., Haleblan, J., & McNamara, G. (2012). A review of the merger and acquisition wave literature. In D. Faulkner, S. Teerikangas, & R. Joseph (Eds.), *Handbook of mergers and acquisitions* (pp. 19-39) Oxford, U.K: Oxford University Press.

Koller, T. Goedhart, M. Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
https://learning.oreilly.com/library/view/valuation-measuring-and/9780470889930/null_9780470889930_oeb_tp_rl.html

Laamanen, T. & Keil, T. (2008) Performance of serial acquirers: toward an acquisition program perspective. *Strategic management journal*. [Online] 29 (6), 663–672.

Larsson, R. & Finkelstein, S. (1999) Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization science (Providence, R.I.)*. [Online] 10 (1), 1–26.

<http://costello.pub.hb.se/login?url=https://www.proquest.com/scholarly-journals/integrating-strategic-organizational-human/docview/213832171/se-2>

Loeb, Margaret. (2022) *Global M&A market slows in 2022 first half - but shows signs of strength*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/global-m-and-a-market-slows-in-2022-first-half-but-shows-signs-of-strength>

Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32 (10), 2148–2177.
Stigler, G. (1950). Monopoly and oligopoly by merger. *The American Economic Review*, 40(2), 23–34

McGuckin, R. H. & Nguyen, S. V. (1995) On Productivity and Plant Ownership Change: New Evidence from the Longitudinal Research Database. *The Rand journal of economics*. [Online] 26 (2), 257–276.

Merton, Robert C, 1987. "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 42(3), pages 483-510, July.

Nambisan, S. & Sawhney, M (2007). *The Global Brain: Your Roadmap for Innovating Faster and Smarter in a Networked World*, Uppl 1, New Jersey: Wharton School Publishing

Nasdaq (u. å.) *Var handlar man aktier?*.
<https://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/varhandlarmanaktier/?languageId=3>
[Hämtad: 2023-05-02]

PWC (2023). *Global M&A industrial trend: 2023 outlook*.
<https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html> [2023-04-26]

Refinitiv. (2023). *Refinitiv Eikon Merger and Acquisitions Workspace*. [Hämtad: 04/04–2023].

Rehm, W., Uhlener, R., & West, A. (2012). *Taking a longer - term look at M&A value creation*. McKinsey & Company
<https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/taking-a-longer-term-look-at-m-and-a-value-creation> [2023-04-27]

Rosenzweig, P. M. (1993) *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*
Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal, by Haspeslagh Ruxton, G.D. & Beauchamp, G. 2008, "Time for some a priori thinking about post hoc testing", *Behavioral ecology*, vol. 19, no. 3, pp. 690-693.

Philippe C. Jemison David B. New York: The Free Press, 1991, 416 pp., \$29.95, cloth. *The Academy of Management review*. [Online] 18 (2), 370–374.

Schweizer, L. (2005) Organizational Integration of Acquired Biotechnology Companies into Pharmaceutical Companies: The Need for a Hybrid Approach. *Academy of Management journal*. [Online] 48 (6), 1051–1074.

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1991) *Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and implications*. *Strategic management journal*. [Online] 12 (S2), 51–59.

Siegenthaler, P. (2009). *Perfect M&As - The Art of Business Integration*, Uppl 1, Cornwall: Ecademy Press Limited

Sudarsanam, S. (2003). *Creating value from mergers and acquisitions*. Essex, U.K.: Pearson Education

Zollo, M. & Meier, D. (2008) What Is M&A Performance? *Academy of Management perspectives*. [Online] 22 (3), 55–77.

Appendix

Company Name	Aktiepris 31/12-13	Aktiepris 31/12-22	CAGR
AAK AB (publ)	68,667	177,85	0,111534293
Addnode Group AB (publ)	9,7	98,4	0,293607712
Addtech AB	23,843	148,7	0,225540832
Afry AB	100,151	170,9	0,061176
Alfa Laval AB	165	301,1	0,069116916
Assa Abloy AB	113,267	223,7	0,07855001
Atlas Copco AB	31,431	123,1	0,163798416
Axfood AB	79,995	285,9	0,152023284
Beijer Ref AB (publ)	14,244	134,694	0,283550383
Bilia	41	114,3	0,120659294
Billerud AB (publ)	75,691	127,1	0,05928118
BioTage	10	185,5	0,38333416
Boliden AB	89,426	391,25	0,178205842
Electrolux AB	127,239	140,78	0,011300168
Elekta AB (publ)	98,35	62,8	-0,048620213
Fortnox	0,865	47,29	0,559853061
Getinge AB	180,416	216,3	0,020360168
Hennes & Mauritz	296,2	112,24	-0,102212359
Hexagon AB	29,043	109	0,158298671
Hexatronic Group AB	1,8834	141,55	0,615997974
Hexpol AB	48,2	111,1	0,09722662
HMS Networks AB	34,125	339,6	0,290854297
Holmen AB	116,95	413,9	0,150769534
Husqvarna AB	38,72	73,12	0,073193097
Indutrade AB	29,833	211,1	0,242857267
Intrum AB	180	126,2	-0,038686136
Kindred Group PLC	34,953	108,6	0,134240214
Lagercrantz Group AB	13	103,3	0,258975971
Lindab AB	63,4	127,4	0,080626403
Loomis AB	152,5	286	0,072368432
Millicom	511,168	132,15	-0,139555997
MTG	78,2546	89,1	0,014525791
Mycronic Ab (publ)	10,777	195,8	0,380142301

NCC	126,8464	97,25	-0,029089827
New wave	32,9	206,4	0,226344941
Nibe Industrier AB	8,642	136,75	0,359117511
Nolato AB	14,65	54,65	0,157518818
Orrön	121,4597	22,46	-0,171002805
Peab AB	36,5044	59,1	0,054991938
Saab AB	159,279	410,7	0,110982847
Sandvik AB	86,323	188,4	0,090590216
SCA	35,523	131,95	0,15697026
Sectra AB	12,534	148,8	0,316407537
Securitas AB	56,8332	86,96	0,04839311
Skanska AB	131,4	165	0,025622689
SKF AB	168,7	159,15	-0,006454064
SSAB AB	36,9882	56,94	0,049100613
Sweco AB (publ)	33,936	99,85	0,127395715
Swedish Orphan Biovitrum AB (publ)	66,75	215,7	0,139199734
Systemair AB	33,375	71,8	0,088847401
Tele2	58,248	85,1	0,043023954
Telefonaktiebolaget LM Ericsson	78,5	60,9	-0,027813161
Telia Company AB	52,5839	26,66	-0,072694066
Trelleborg AB	127,9	240,8	0,072832128
Vitec Software Group AB (publ)	17,7	418,2	0,42102329
Vitrolife AB	18,85	186,2	0,2897891
Volvo AB	80,719	188,48	0,098806084

$$CAGR = [(Slutvärde / Startvärde)^{(1 / Antal \text{ år})}] - 1$$



UNIVERSITY OF BORÅS

Visiting address: Allégatan 1 · Postal address: 501 90 Borås · Phone: 033-435 40 00 · E-mail: registrator@hb.se · Webb: www.hb.se