



# GÖTEBORGS UNIVERSITET

## HANDELSHÖGSKOLAN

**När information blir makt: Insiderhandel i skuggan av företagsförvärv**

Kandidatuppsats i Industriell och Finansiell Ekonomi

VT2025

Handledare: Ted Lindblom

Dennis Hjelm - 000401

Linn Johansson - 020715

## Sammanfattning

Studien undersöker förekomsten av indikationer på insiderhandel i samband med svenska företagsförvärv på Stockholmsbörsen under perioden 2016-2024. Detta undersöks genom en eventstudie där marknadsmodellen används som utgångspunkt för att beräkna abnormal avkastning. Studiens relevans påvisas av aktuell statistik, ny lagstiftning samt ett forskningsgap inom den valda tidsperioden samt geografiska regionen. Den teoretiska referensramen baseras på effektiva marknadshypotesen, asymmetrisk information och signalteorin, vilka tillsammans utgör grunden för hur information kan påverka marknadens förväntningar. Studien finner att vissa signifikanta avvikande avkastningar kan observeras i anslutning till annonseringsdagen, vilket kan indikera informationsläckage eller insiderhandel. Resultaten i studien visar att företagsförvärv ofta är förknippade med kurspåverkande information samt att aktiemarknaden inte alltid är fullt effektiv. Studien bidrar med relevanta insikter till forskningsfältet och väcker frågor om transparens, reglering och behov av utökad tillsyn. Däremot kan resultatet inte direkt hänföras till insiderhandel, vilket påvisar behovet av vidare forskning med mer avancerade regressionsmodeller för att säkerställa kausala samband.

***Nyckelord:** insiderhandel, företagsförvärv, avvikelseavkastning, signifikans, målföretag, eventstudie, stockholmsbörsen*

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b>	<b>4</b>
1.1 Bakgrund	4
1.2 Problemdiskussion	5
1.3 Syfte och frågeställning	7
<b>2. Teoretisk referensram</b>	<b>8</b>
2.1 Effektiva marknadshypotesen	8
2.2 Asymmetrisk information	9
2.3 Signalteorin	9
<b>3. Tidigare forskning</b>	<b>11</b>
3.1 Litteraturstudie	11
3.2 Hypoteser	16
<b>4. Metod</b>	<b>17</b>
4.1 Forskningsansats	17
4.1.1 Eventstudie	17
4.1.2 Deduktiv studie	17
4.2 Datainsamling	18
4.2.1 Urval av företag och förvärv	18
4.2.2 Datakällor	19
4.2.3 Tidsperiod	19
4.3 Övriga källor	20
4.4 Metod för dataanalys	21
4.4.1 Avvikelseavkastning	21
4.4.2 Signifikans	23
4.5 Reliabilitet och validitet	25
<b>5. Resultat</b>	<b>26</b>
<b>6. Diskussion</b>	<b>29</b>
6.1 Resultatdiskussion	29
6.2 Studiens begränsningar och svagheter	31
<b>7. Slutsats och förslag på vidare forskning</b>	<b>34</b>
<b>Källförteckning</b>	<b>36</b>

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

Företag, nyhetsmedier, analytiker och journalister ger investerare daglig information gällande bolagens finansiella prestationer på marknaden. Dessa upplysningar kan vara avgörande underlag vid beslutsfattande och marknaden förlitar sig på att den tillgängliga informationen är öppen, transparent och lika för alla inblandade parter. Uppgifterna som finns tillgängliga för allmänheten bör återspeglas i företagets aktiepris. Dock kan personer med insyn ha tillgång till kurspåverkande information som inte är allmän känd. Vid företagsförvärv kan denna informationsasymmetri uppstå, där individer med insyn kan agera på ett sätt som ger dem en potentiell fördel gentemot den övriga marknaden. Denna obalans skapar en risk för insiderhandel och kan i sin tur försvaga marknaden integritet och möjliggöra orättvis avkastning.

Insiderhandel uppstår när man utnyttjar icke offentliggjord information vid handel av finansiella instrument på börsen, exempelvis optioner, aktier, penningmarknadsinstrument, obligationer, utsläppsrätter och fondandelar (Ekobrottsmyndigheten, u.å.). Finansinspektionen (u.å.a) framhåller att handel med ett företags aktier i sig inte är olagligt, utan att det blir brottsligt först när handeln sker med stöd av ej offentliggjord information. Vidare betonas att det, utöver rena transaktioner, även är olagligt att sprida rykten eller information som kan ge vilseledande signaler till marknaden. I Sverige regleras insiderhandel genom EU:s marknadsmissbruksförordning (MAR) samt lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden och kan ge fängelse i upp till 2 år (Finansinspektionen, u.å.a). Keown och Pinkerton (1981) benämner personer med tillgång till privat information som insiders, det är dock av betydande vikt att göra en tydlig distinktion mellan insynshandel och illegal insiderhandel. Författarna poängterar att insynshandel innebär att registrerade insynspersoner med rapporteringsskyldigheter till myndigheterna handlar med egna aktier. MAR definierar vilka personer som omfattas av anmälningsskyldigheten och därmed är förpliktigade att anmäla sina transaktioner till Finansinspektionens insynsregister, senast tre affärsdagar efter genomförandet av transaktionen (Finansinspektionen, u.å.a). Enligt Keown och Pinkerton (1981) avser illegal insiderhandel istället individer som utnyttjar privat information för att anskaffa sig marknadsfördelar. Vidare lyfts det att både insynspersoner och andra insiders kan vara

involverade i illegal insiderhandel vid företagsförvärv, men den sistnämnda gruppen är svårare att spåra samt att identifiera omfånget av.

Företagsförvärv är ofta förknippade med kurspåverkande information (Fridolfsson och Stennek, 2010), vilket understryker vikten av att diskutera ämnet i relation till insiderhandel. Företagsförvärv är en strategisk process där ett företag köper ett annat för att uppnå bland annat stordriftsfördelar, ökade marknadsandelar samt ökad konkurrenskraft (Liu och Qiu, 2013). Eftersom företagsförvärv, enligt Karnros (2022), syftar till stärkt position och framtida tillväxt är affärstransaktionerna direkt relaterade till aktiepriser vilket påvisar insiderinformationens potentiella marknadspåverkan. Författaren lyfter att företagsförvärv ofta föregås av omfattande analyser för att säkerställa en hållbar och lönsam affär. När det finns ett gemensamt intresse mellan det förvärvande och det förvärvade företaget tecknas, enligt författaren, ett sekretessavtal som möjliggör utbyte av konfidentiell information för vidare utvärdering. Fortsättningsvis lämnas ett budbrev där indikativt bud och överlåtelseprocess specificeras. Avslutningsvis påpekar författaren att ett accepterat bud vanligtvis följs av företagsbesiktning och möten mellan ledning och ägare för att fördjupa förståelsen av verksamheten, varefter ett avtal upprättas med specifikationer kring pris, villkor och rättsliga ramar. De omfattande processerna som rör företagsförvärv medför därmed att flertalet personer kommer i kontakt med kritisk information vilket understryker risken för insiderhandel.

## 1.2 Problemdiskussion

Keown och Pinkerton (1981) kategoriserar, som tidigare nämnt, insiders in i två grupper. Den ena gruppen omfattas av anmälningsskyldigheten och rapporterar sina insidertransaktioner till Finansinspektionens insynsregister (Finansinspektionen, u.å.a). Denna grupp är lätt att övervaka samt vidta åtgärder mot vid överträdelse av befintliga regelverk och är därmed inte lika problematisk i samband med företagsförvärv, då regelbrott direkt observeras samt bestraffas. Författarna beskriver att den andra gruppen består av individer med tillgång till privat information som inte berörs av rådande anmälningsskyldighet. Dessa individer beskrivs i högre utsträckning ha möjlighet att agera på ännu inte offentlig information utan att det upptäcks. Området är därmed särskilt problematiskt, vilket understryker vikten av studier som undersöker dess förekomst.

Majoriteten av tidigare forskning har visat en positiv avvikelseavkastning för målföretag före offentliggörandet av företagsförvärv, vilket kan indikera att individer agerar på privat information. Halpern (1973) upptäcker i sin studie att företag som är involverade i fusioner tenderar att prestera bättre än marknaden redan innan annonsering av det första offentliga budet. Vidare poängterar Mandelker (1974) att information om ett kommande förvärv sannolikt läcker ut på marknaden, vilket inkluderar identiteten på både det förvärvade och förvärvande företaget, något som i sin tur kan leda till positiv avvikelseavkastning redan innan annonsering. Keown och Pinkertons (1981) resultat stärker bilden av att det sker en prisuppgång i aktierna hos företag som blir uppköpta redan innan det första budet blir offentligt. Resultaten i studien bekräftar att information rörande företagsförvärv läcker ut och att handel baserad på denna privata information är vanligt förekommande. Dodd (1980) finner vidare positiva abnormala avkastningar under dagarna före tillkännagivandet av ett offentligt bud vilket stödjer hypotesen om att det förekommer ett visst informationsläckage. Även Augustin, Brenner och Subrahmanyam (2019) visar på att det finns indikationer på informerad aktiehandel men att de endast observeras i cirka 7 % av fallen. Det sistnämnda resultatet belyser vikten av att undersöka olika marknader under olika tidsperioder för att observera aktualiteten i det berörda fallet. Vidare måste det poängteras att tidigare forskning även problematiserar huruvida den positiva avvikelseavkastningen faktisk beror på läckt information eller om det snarare rör sig om regelrätta marknadsspekulationer (Halpern, 1973). Jarrell och Poulsen (1989) menar att prisökningar i stor utsträckning kan förklaras av legitima marknadsfaktorer, som offentlig information och spekulation, och hävdar därför att det inte finns något stöd för påstådd insiderhandel. Jensen och Ruback (1983) antyder att prisökningar innan ett företagsförvärv kan bero på förväntningar på marknaden baserat på tillgänglig information som ökar sannolikheten för ett bud, snarare än enbart läckage av insiderinformation.

Sammanfattningsvis är tidigare forskning inom området till stor del internationell, men det finns även några svenska studier som har utforskat ämnet. Studierna är mestadels samstämmiga om att aktiepriset tenderar att stiga före annonsering men uppvisar variation i storleken på den observerade avvikelseavkastningen beroende på marknad och tidsperiod. Nämnvärt är att forskningen inte helt säkert kan hänföra prisökningar till insiderhandel. Trots att internationell och svensk forskning är överens, skiljer sig lagstiftningen kring insiderhandel vilket understryker vikten av fortsatta studier även på en nationell nivå. Fortsättningsvis har lagstiftningen 2016:1307 kommit till bruk med strängare regleringar

kring marknadsmissbruk jämfört med tidigare lag (Bratt och Flodström, 2018). Det svenska forskningsunderlag som finns tillgängligt baseras på data fram till 2017 (Bratt och Flodström, 2018) och således aktualiseras frågan i ljuset av dagens regelverk och förutsättningar. Ämnets relevans förstärks ytterligare av statistik från Finansinspektionen (u.å.b) som påvisar att antalet anmälda insiderbrott ökat med 33 % mellan 2019-2024. Mot bakgrund av Finansinspektionens sanktionsavgifter på 100 miljoner kronor mot Stockholmsbörsen på grund av bristande rapportering av misstänkt insiderhandel under 2021 och 2022 blir frågan även särskilt relevant att belysa (Finansinspektionen, u.å.c). Sammantaget är denna studie högst aktuell eftersom tidigare forskning inte entydigt påvisar positiva avvikelsetendenser i varje enskilt fall, vilket gör en lokal analys relevant. Därtill har ny lagstiftning skärpt regleringen av marknadsmissbruk, samtidigt som insiderhandel fortsatt förekommer enligt aktuell data. Dessa faktorer motiverar en vidare undersökning av fenomenet i en svensk kontext under tidsperioden som efterföljer förändrade regelverk samt den senast gjorda studien och avser således 2016-2024.

### 1.3 Syfte och frågeställning

Syftet med denna studie är att analysera förekomsten av indikationer på illegal insiderhandel i samband med förvärv av svenska noterade bolag på Stockholmsbörsen mellan 2016 och 2024. Detta syfte mynnar ut i följande frågeställning:

*Finns det indikationer på illegal insiderhandel i samband med svenska företagsförvärv?*

## 2. Teoretisk referensram

För en djupare förståelse kring otillåten insiderhandel redovisas nedan relevanta teorier som bidrar till studiens ramverk. Teorierna syftar till att förklara marknadens funktion samt informationstillgänglighet och dess omfattande inflytande över marknadens förväntningar.

Avsnittet lyfter den effektiva marknadshypotesen, asymmetrisk information samt signalteorin, vilka bygger en teoretisk referensram för att granska förekomsten och konsekvenserna av illegal insiderhandel vid företagsförvärv.

### 2.1 Effektiva marknadshypotesen

Utgångspunkten för den effektiva marknadshypotesen är att priserna på värdepapper i en effektiv marknad fullt ut reflekterar all tillgänglig information (Fama, 1970). Effektiva kapitalmarknader kan, enligt Hillier (2020, s.351-352), delas in i tre olika grupper beroende på dess typ av effektivitet; svag form, semi-stark form och stark form. Indelningen bygger på informationstillgänglighet samt dess påverkan på prisbildningen. Hillier (2020, s.351-352) beskriver att det i den svaga formen endast är tidigare pris som speglar den nuvarande prissättningen på en finansiell tillgång. Vidare menar författaren att den semi-starka formen även inkluderar publik information i prissättningen och att värderingen i den starka formen grundar sig på all tillgänglig information, både publik och privat. Utifrån den effektiva marknadshypotesen har insiders ingen möjlighet att erhålla abnormal avkastningar då marknaden, i dess starka form av effektivitet, redan inkorporerar all tillgänglig information i marknadspriserna, vilket innebär att insiderhandel inte ger något informationsmässigt övertag (Țițan, 2015). Fama (1970) menar att bevisen för marknadshypotesen stödjer teorin, särskilt i den svaga och den halvstarka formen. Däremot poängteras att den starka formen har svaga bevis och inte exakt beskriver verkligheten, utan istället kan användas som en referenspunkt för att bedöma betydelsen av eventuella avvikelser från marknadseffektiviteten. Författaren menar att resultatet indikerar på att insiderhandel, som bygger på ännu ej offentlig information, kan användas för att uppnå positiva avvikelseavkastningar, någonting som utgör ett brott mot den starka formen av den effektiva marknadshypotesen. Vidare presenterar Țițan (2015) resultat från studier som finner abnormal avkastningar hos insiders, vilket leder till slutsatsen att den effektiva marknadshypotesen, i dess starka form, inte kan upprätthållas. Keown och Pinkerton (1981) finner, trots att förvärvade företag uppvisar onormalt höga avkastningar innan annonsering av ett företagsförvärv, att marknaden justerar sig snabbt till den offentliga informationen som publiceras i samband med själva tillkännagivandet, vilket

de argumenterar ger stöd åt den semi-starka formen av effektivitet. Utifrån resultatet, som indikerar att den semi-starka marknadseffektiviteten bäst karakteriserar marknadens funktion, möjliggörs positiva avvikelseavkastningar för insiders, eftersom marknadsprissättningen enbart reflekterar publikt tillgänglig information.

## 2.2 Asymmetrisk information

Asymmetrisk information uppstår när parter besitter olika mängder information (Berk och DeMarzo, 2016, s.1112). Insiders har tillgång till mer information än utomstående investerare, vilket ger dem ett informationsövertag gentemot externa aktörer på marknaden (Seyhun, 1986). Resultatet i studien gjord av Seyhun (1986) visar på att insiders tenderar att köpa aktier före prisökningar och sälja före prisfall, vilket antyder att de agerar på information som ännu inte är känd för allmänheten. Slutsatsen anges som ett direkt exempel på asymmetrisk information, där insiders utnyttjar sin informationsfördel för att anskaffa privata fördelar. Vidare argumenterar Seyhun (1986) för en korrelation mellan högre nivå av privat insyn och förmåga att generera överavkastning, vilket indikerar att ju större informationsasymmetrin mellan insiders och externa investerare är, desto större är möjligheten för framgångsrika insidertransaktioner. Den starka formen av den effektiva marknadshypotesen kan inte upprätthållas på en marknad där insiders förmår att generera överavkastning till följd av asymmetrisk information (Edvardsson och Ruthberg, 2012). Keown, Pinkerton och Bolster (1992) finner en signifikant ökning av handelsvolymen före nyheter om förvärv, vilket stödjer teorin om att asymmetrisk information kan driva handeln. Externa aktörer är medvetna om förekomsten av asymmetrisk information på marknaden, vilket har lett till förändrade handlingsstrategier, där man i vissa fall kan identifiera externa investerare som försöker replikera insidertransaktioner i hopp om överavkastning (Jaffe, 1974). Asymmetrisk information är en grundläggande premis i diskussionerna rörande insiderhandel i samband med företagsförvärv, då man just undersöker i vilken utsträckning detta informationsövertag kan påverka marknaden.

## 2.3 Signalteorin

Ross (1977) beskriver att signalteorin grundar sig i tanken om asymmetrisk information, där man antar att en part har mer information än en annan. Författaren belyser att företagsledningens tillgång till insiderinformation kan göra att affärsmässiga val sänder ut signaler till marknaden, vilket i sin tur kan påverka marknadens uppfattning om företagets

värde. Insiderhandel kan tolkas som en signal om framtida aktiekursutveckling för externa investerare, där säljtransaktioner ofta uppfattas som en varningssignal om framtida utveckling, medan köptransaktioner istället tolkas som en indikation på förväntad värdeökning och stärkt framtidsutsikt (Jeng, Metrick och Zeckhauser, 2003). Suk och Wang (2021) finner i sin studie att ett högre nettoinköp av insiders i målbolaget är kopplade till bättre resultat för det förvärvande bolaget, vilket tyder på att insiderhandel i samband med företagsförvärv sänder ut värdefull information till marknaden. Vidare diskuterar de att signalteorier, på en marknad präglad av informationsasymmetri, kan förklara insiderhandel som ett kommunikationsmedel. Författarna menar att det genom insidertransaktioner sänds signaler ut till marknaden om förväntningar på framtida värdeutveckling vilket kan påverka externa investerares uppfattningar och därmed aktiekursens utveckling i samband med och efter offentliggörandet av förvärvsnyheter.

Signalteorier är endast tillämpbara när marknaden har kännedom om att insidertransaktioner sker, vilket inte är det huvudsakliga fallet i vår studie. Det går dock inte att utesluta att det kan förekomma situationer där marknaden får nys om insiderhandel innan annonseringen av ett företagsförvärv, vilket kan påverka aktiepriset. Det är därför av stor vikt att belysa den bakomliggande teorin för en djupare förståelse av det teoretiska ramverket.

### 3. Tidigare forskning

#### 3.1 Litteraturstudie

Fama (1970) utgår från den starka formen av marknadseffektivitet, där all tillgänglig information redan är reflekterad i marknadspriserna, vilket innebär att insiderhandel inte kan generera överavkastning. Författaren identifierar dock kritik mot denna starka form, vilket implicerar att marknaden inte är fullt effektiv och därmed öppnar upp för möjligheten att insiderhandel kan vara lönsam. Majoriteten av övrig tidigare forskning (se exempelvis Halpern, 1973; Mandelker, 1974; Dodd, 1980; Keown och Pinkerton, 1981; Gupta och Misra, 1989; King, 2009; Bratt och Flodström, 2018) finner positiv överavkastning hos målföretagen innan annonsering av företagsförvärv, och stärker därmed tankarna om att den starka formen av marknadseffektivitet kan förkastas. Bland annat undersöker Mandelker (1974) avkastning hos förvärvade företag och resultatet bidrog till den empiriska basen som ifrågasätter den starka formen av marknadseffektivitet. Studien identifierar att aktieägare i de uppköpta bolagen erhåller en signifikant positiv avvikelseavkastning på i genomsnitt 14 % under de sju månader som föregår förvärvet. Dessutom noterar Keown och Pinkerton (1981) samt Gupta och Misra (1989) att en betydande del av den totala prisuppgången sker innan annonseringsdagen, där de förstnämnda finner att ungefär hälften av marknadsreaktionen sker före det första offentliga tillkännagivandet med start 12 dagar innan annonseringen. Dessutom konstaterar Gupta och Misra (1989) att kursuppgångar före uppköpsbud är betydligt större för företag som det skrivs om i media som potentiella mål jämfört med företag där tillkännagivandet kommer som en överraskning. Däremot finner Eckbo och Smith (1998) avvikande resultat jämfört med övrig tidigare forskning, då de inte uppnår någon signifikant abnormal avkastning hos insiders, utan istället observerar fall där insiders presterar sämre än övriga marknaden. Den mest etablerade metoden i tidigare forskning är eventstudien (se exempelvis Mandelker, 1974; Jarrell och Poulsen, 1989; Jain och Sunderman, 2014; Bratt och Flodström, 2018), anmärkningsvärt i studien av Eckbo och Smith (1998) är att en annan metodik använts vilket i detta fall bidrar till ett annat resultat. Författarna använde sig av en multivariant faktorprismodell och argumenterar för att enklare eventstudier kan vara metodberoende. Studien utmanar därmed både fynd från andra marknader samt metodik som används i tidigare studier.

Augustin, Brenner och Subrahmanyam (2019) observerar abnormala aktieavkastningar innan annonsering av företagsförvärv, dock konstateras det att detta endast återfinns i 7 % av fallen, vilket problematiserar hur utbrett problemet faktiskt är. Sanders Jr och Zdanowicz (1992) finner att aktiepriser i målbolag tenderar att stiga efter att förvärvsprocessen inletts internt, men innan informationen blir offentligt känd. Däremot ser man inga ökade handelsvolymen vilket implicerar att inget bevis finns för onormal insiderhandel före det offentliga tillkännagivandet av budet. I kontrast till detta finner Ascioğlu, McInish och Wood (2002) både onormalt hög handelsvolym och positiva överavkastningar för målbolagen, någonting författarna menar tyder på ökad informerad handel. Vidare hävdar Seyhun (1986) att insiders kan förutsäga framtida onormala aktiekursförändringar. Författaren poängterar även att insiders i mindre bolag tenderar att göra större vinster på sina insidertransaktioner.

Cornell och Sirri (1992) finner att att insiderköp triggar signifikanta kursrörelser, däremot är det också möjligt att hänföra dessa kursrörelser till legal marknadsspekulation (Jensen och Ruback, 1983). Keown och Pinkerton (1981) menar att signifikanta abnormala avkastningar före förvärvsnyheterna tyder på läckage av icke offentlig information och otillåten insiderhandel. Vidare finner Meulbroek (1992) att nästan hälften av kursuppgången före annonsering av ett bud kan hänföras till olagliga insidertransaktioner. Detta möjliggörs genom att studien analyserar fall där insiderhandel faktiskt har identifierats, vilket i sin tur möjliggör en tydlig åtskillnad mellan effekterna av insidertransaktioner och marknadsspekulation. Jain och Sunderman (2014) drar även de slutsatsen om abnormal avkastning som beror på illegal insiderhandel. Jarrell och Poulsen (1989) hänför, i kontrast till ovan nämnda studier, de positiva avvikelseavkastningarna till legal marknadsspekulation då de inte fann något stöd för positiv insiderhandel. Författarna lyfter vikten av att problematisera kring huruvida onormal avkastning beror på otillåten insiderhandel eller marknadsspekulation.

Studien av Bratt och Flodström (2018) är den senaste som genomförts på den svenska marknaden inom området. Resultatet visar på signifikanta avvikelseavkastningar under 3 av de 4 dagar som föregår offentliggörandet av ett uppköpsbud. Författarna konstaterar att cirka 20 % av den kumulativa avvikelseavkastningen inträffar före annonseringen. Dagen innan budet offentliggörs uppgår den genomsnittliga kumulativa avvikelseavkastningen till 5,37 %. Vid själva annonseringen stiger kurspriset kraftigt vilket studien tolkar som ett stöd för den halvstarka formen av marknadseffektivitet. Bratt och Flodström (2018) påvisar ett tydligt

mönster av ökande kumulativ avvikelseavkastning under dagarna som föregår annonseringsdagen. Studien drar slutsatsen att det förekommer indikationer på att illegal insiderhandel kan ha förekommit i samband med annonseringen av företagsförvärv i Sverige. Däremot finner de inte lika kraftfulla prisuppgångar som tidigare internationella studier (se exempelvis Keown och Pinkerton, 1981; Jarrell och Poulsen, 1989; Meulbroek, 1992; King, 2009) vilket möjligtvis kan härledas till att den illegala insiderhandeln inte är lika utbredd i Sverige. Detta är dock inget som kan fastställas med säkerhet inom ramen för studien.

Trots skillnader i urvalsstorlek, tidsperiod, land, och därmed marknadsförhållanden, tyder den samlade forskningen på relativt stark enighet kring prisuppgångar i aktiekurser före annonsering av ett företagsförvärv. Lokala skillnader kan dock identifieras och avvikelseavkastningen går inte direkt att härleda till insiderhandel, givet att inte forskningen analyserar fall med konstaterad insiderhandel.

**Tabell 1:** Sammanfattning av genomgången tidigare forskning

<b>Författare</b>	<b>Land</b>	<b>Urvalsstorlek</b>	<b>Tidsperiod</b>	<b>Resultat</b>
Halpern (1973)	USA	77	1950–1965	Företag som är involverade i fusioner tenderar att prestera bättre än marknaden upp till 18 månader före det offentliga tillkännagivandet.
Mandelker (1974)	USA	241	1948–1967	Aktieägare i de förvärvade företagen erhåller i genomsnitt en onormalt hög avkastning under de sju månaderna som föregår förvärvet.
Keown & Pinkerton (1981)	USA	194	1975–1978	Aktiekurserna hos förvärvade företag uppvisar onormalt höga avkastningar innan den första offentliga annonseringen.

Dodd (1980)	USA	151	1971–1977	Aktieägare i målbolag erhåller betydande positiv avkastning dagarna omedelbart före det offentliga tillkännagivandet.
Augustin, Brenner & Subrahmanyam (2019)	USA	1859	1996–2012	Abnormala aktieavkastningar under perioden som föregick offentliggörandet uppvisades endast i 7 % av fallen.
Jarrell & Poulsen (1989)	USA	172	1981–1985	Signifikant uppgång i aktiekurser före annonsering, förklaras dock till stor del av mediaspekulation då stöd ej funnits för påstådd insiderhandel.
Bratt & Flodström (2018)	Sverige	119	2002–2017	Positiv avvikelseavkastning hos målföretag redan innan annonsering av företagsförvärv, signifikant del av den totala prisuppgången sker innan budet offentliggörs.
Jain & Sunderman (2014)	Indien	831	1996–2010	Uppbyggnad av kumulativ abnormal avkastning från 38 dagar innan annonsering, drar slutsatsen om starka indikationer på insiderhandel.
Gupta & Misra (1989)	USA	87	1985–1986	Betydande kursuppgång innan annonsering. antyder att både offentlig information och potentiell insiderhandel kan bidra till prisrörelserna.

Meulbroek (1992)	USA	183	1974–1988	Betydande del av kursuppgången som observeras före offentliggörandet av information sker under dagar då insiderhandel förekommer. Illegal insiderhandel leder till signifikanta aktiekursrörelser.
Sanders Jr & Zdanowicz (1992)	USA	30	1978–1986	Förhöjda aktiepriser i målbolag inför potentiellt förvärv börjar stiga först efter att initieringen av transaktionen skett internt, men innan det blir offentligt känt. Finner ingen signifikant ökad handelsvolym innan den första publika nyheten.
Cornell & Sirri (1992)	USA	1	1980–1982	Insiderhandel drev signifikant upp priset på den undersökta aktien före det offentliga tillkännagivandet av uppköpet.
Ascioglu, McInish & Wood (2002)	USA	44	1995	Innan förvärvsannonseringar observeras en onormalt hög handelsvolym och positiva överavkastningar för målbolagen, vilket tyder på ökad informerad handel.
Fama (1970) <i>*Litteraturstudie</i>	USA	N/A	N/A	Grundtanken är att marknader befinner sig i dess starka form av effektivitet och att priserna reflekterar all tillgänglig information. Finner dock motstånd mot denna starka form av effektivitet vilket öppnar upp för möjlighet till insiderhandel.

Seyhun (1986)	USA	769	1975–1981	Insiders kan förutsäga framtida onormala aktiekursförändringar. Insiders i mindre bolag tenderar att göra större vinster på sina insidertransaktioner.
Eckbo & Smith (1998)	Norge	197	1985–1992	Finner ingen signifikant överavkastning hos insiders, argumenterar istället för att insiders i studien till och med underpresterade jämfört med marknaden.
King (2009)	Kanada	399	1985–2002	Påvisar prismönster som tyder på illegal insiderhandel inför annonsering av företagsförvärv.

### 3.2 Hypoteser

Med utgångspunkt i tidigare forskning samt metodologisk ansats har hypoteser formulerats. Dessa är utformade för att möjliggöra en kvantitativ analys av potentiell illegal informerad handel (se avsnitt 4.4.2). Hypoteserna syftar till att testa förekomsten av avvikelseavkastning i samband med svenska företagsförvärv och är därför av central vikt för studiens forskningsfråga. Således har följande hypoteser utformats:

*H<sub>0</sub>: det finns ingen signifikant avvikelseavkastning på aktier innan offentliggörandet av ett företagsförvärv*

*H<sub>A</sub>: det finns en signifikant avvikelseavkastning på aktier innan offentliggörandet av ett företagsförvärv*

## 4. Metod

### 4.1 Forskningsansats

#### 4.1.1 Eventstudie

Studien syftar till att undersöka om det finns indikationer på insiderhandel i samband med annonseringen av företagsförvärv på Stockholmsbörsen. För att analysera detta används en kvantitativ ansats där en eventstudie tillämpas som metodologiskt verktyg. Patel och Davidson (2019, s.51) lyfter att kvantitativ forskning är fördelaktigt lämpad vid statistisk datainsamling för identifiering av orsakssamband vilket påvisar lämpligheten för vår studie. Vidare poängterar författarna att den kvantitativa ansatsen ligger nära positivismen, där man vilar tungt på data och syftar till att finna objektivitet i sina resultat. Eventstudien utgör en del av den kvantitativa metodiken, med avsikt att analysera hur en specifik händelse påverkar marknaden, såsom fusioner, förvärv, nyemissioner samt makroekonomiska nyheter (MacKinlay, 1997). I enlighet med vår frågeställning utnyttjas således en eventstudie för att identifiera relevant statistisk data. Eventstudien omfattar en jämförelse av faktisk avkastning och förväntad avkastning i relation till annonsering av företagsförvärv, för att identifiera den avvikelseavkastning som uppstår i samband med händelsen.

#### 4.1.2 Deduktiv studie

Patel och Davidson (2019, s.54-55) lyfter att kvantitativa metoder vanligtvis utgår från en deduktiv ansats, där teorier används för att utforma frågeställningar och hypoteser. Etablerad empiri utgör grunden för att undersöka hypotesens riktighet i specifika fall. Metoden beskrivs som en vetenskaplig tolkningsram som genom teori möjliggör identifiering av rimliga antaganden som sedan ämnas undersökas. Hypoteserna skall prövas empiriskt genom falsifiering som ett krav på vetenskaplighet (Popper, 2002). Vidare medför en deduktiv ansats en förhöjd objektivitet samtidigt som de belyser risken för att teorin i stor utsträckning kan styra forskningen (Patel och Davidson, 2019, s.54-55). Utifrån tidigare forskning och resonemang har studiens hypoteser och frågeställningar tagit form vilket i enlighet med ovan nämnda aspekter påvisar den deduktiva ansatsens ändamålsenlighet.

## 4.2 Datainsamling

### 4.2.1 Urval av företag och förvärv

Den ursprungliga datan består av alla offentliga bud på Stockholmsbörsen under åren 2016 till 2024. Baserat på detta urval appliceras vissa sorteringskriterier i S&P Capital IQ i enlighet med studien frågeställning. Ett initialt kriterium är att både det förvärvande och förvärvade företaget ska vara baserat i Sverige. Vidare ska målföretaget vara publikt, då studien syftar till att analysera fluktuationer i målföretagets aktiepris. Slutligen, i likhet med Dodd (1980) och King (2009), inkluderas både genomförda förvärv samt bud som senare avböjts, då det är marknadens reaktion på informationen om ett potentiellt förvärv snarare än det faktiska förvärvet som analyseras. När dessa kriterier adderats återstår 216 uppköpsbud, vilket motsvarar studiens initiala urval.

Fortsättningsvis behöver datan vidare justeras för att uppnå ett tillförlitligt urval. Enligt King (2009) bör bud som inkommer inom två år från ett tidigare bud ska exkluderas, då det finns en risk för att marknaden i den situationen förväntar sig ett efterföljande bud. Baserat på det resonemanget exkluderar denna studie därför budhöjningar inom en tidsperiod på två år. När budhöjningar exkluderats återstår 178 offentliga bud, av dessa saknar S&P Capital IQ data för 47 bud, vilket gör att dessa utesluts ur urvalet.

Ett vidare steg i urvalsprocessen berör extremvärden, så kallade outliers, som i denna studie identifierats med hjälp av z-värdesmetoden. Ett z-värde anger den relativa positionen för en observation inom ett datamaterial genom att mäta dess avstånd från medelvärdet uttryckt i antal standardavvikelser. Vid ett tillräckligt högt z-värde kan observationen betraktas som osannolik under antagandet om normalfördelning, och exkluderas därför från analysen på grund av dess klassificering som outlier. Formeln för z-värdet är: (Jaggia, 2025, s.209)

$$Z = \frac{x - \mu}{\sigma}$$

$Z$  = Antal standardavvikelser som  $x$  ligger från  $\mu$

$x$  = Undersökt datapunkt

$\mu$  = Medelvärdet för hela datamängden som antas vara 0 (Se avsnitt 4. 4. 2)

$\sigma$  = Standardavvikelsen för hela datamängden

Det är vanligt förekommande att det kritiska z-värdet sätts till  $\pm 3$  (Jaggia, 2025, s.110). Jamshidi m.fl. (2022) betonar dock att valet av kritiskt z-värde bör anpassas efter urvalets storlek och föreslår ett intervall mellan  $\pm 2,5$  och  $\pm 4$  som rimligt beroende på datamaterialets karaktär. Mot bakgrund av att urvalet i denna studie är relativt begränsat, vilket ökar känsligheten för extrema värden, fastställs det kritiska z-värdet till  $\pm 2,5$ . Baserat på detta z-värde identifieras i studien 12 stycken outliers. Studiens slutgiltiga urval landar därmed på 119 observationer.

**Tabell 2:** Urvalsprocess

Urvalskriterier	Bortfall	Återstående antal
Initialt urval		216
Exkludering av budhöjning	-38	178
Ofullständig data	-47	131
Justering för outliers	-12	119
<b>Slutligt urval</b>		<b>119</b>

#### 4.2.2 Datakällor

Studien baseras på aktiekursdata samlad från S&P Capital IQ, en plattform som erbjuder omfattande analyser, forskning och finansiell data. Databasen tillhandahålls för studenter vid Göteborgs universitet vilket påvisar institutionell anknytning och därmed tillförlitlighet för studien. Tjänsten används för att hämta ändamålsenlig finansiell data för analysering under estimerings- och eventfönstret. Sammantaget möjliggör S&P Capital IQ tillgång till korrekt och pålitlig data för att undersöka daglig förändring av aktiepriser på utvalda förvärvade företag med dagligt intervall.

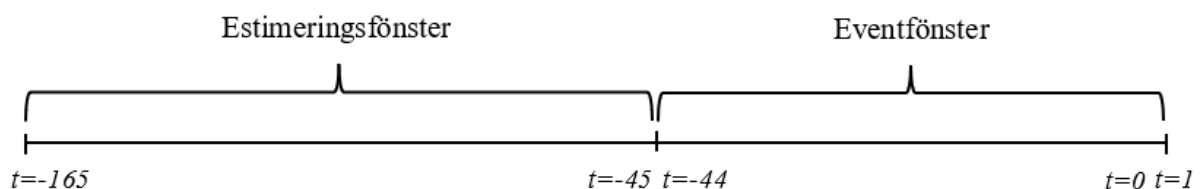
#### 4.2.3 Tidsperiod

I studien definieras två separata tidsperioder av stor vikt, estimeringsfönster samt eventfönster. Estimeringsfönstret utgörs av tiden där aktiens normaltillstånd analyseras. Denna period kommer sedan att jämföras med eventfönstrets faktiska avkastning, för att söka effekter av eventet. Det är under eventfönstret den abnormala avkastningen beräknas.

Estimeringsfönstret ska ligga föra eventfönstret och inte överlappa, då man inte vill inkludera en eventuell effekt av eventet. Vidare utgörs annonseringsdagen av  $t=0$  och event-och estimeringsfönstret sträcker sig bakåt för att undersöka perioden som leder fram till annonseringsdagen. (MacKinlay, 1997)

I denna studie fastställs längden på estimerings- och eventfönstret med utgångspunkt i tidigare empirisk forskning. Tidigare litteratur uppvisar dock vissa variationer i valet av dessa tidsintervall (se exempelvis Halpern, 1973; Dodd, 1980; Keown och Pinkerton, 1981; Jain och Sunderman, 2014). För att hantera denna problematik har ett medelvärde beräknats utifrån de studier som tydligt specificerat längden på respektive fönster (Halpern, 1973; Dodd, 1980; Keown och Pinkerton, 1981; Jarrell och Poulsen, 1989; Meulbroek, 1992; Jain och Sunderman, 2014; Bratt och Flodström, 2018). Baserat på detta beräknade genomsnitt, som ligger väl i linje med tidigare forskning, tillsammans med MacKinlay's (1997) antagande om att eventfönstret bör sträcka sig minst en dag efter annonsering, tillämpas i denna studie ett estimeringsfönster om (-165, -45) och eventfönster om (-44, +1) handelsdagar.

**Figur 1:** Studiens tidsintervall



\* Figuren visar studiens tidslinje under estimerings- och eventfönstret (-165, 1),

\*\*  $t$  = dag innan annonsering av företagsförvärv

### 4.3 Övriga källor

Studiens övriga källor har i så hög utsträckning som möjligt hämtats från kvalitetsgranskade vetenskapliga publikationer som tillhandahålls av Göteborgs Universitetsbibliotek. Tillvägagångssättet har tillämpats för att skapa en stark akademisk förankrad grund, för att erhålla hög tillförlitlighet och vetenskaplig relevans. Sammantaget möjliggörs således en fördjupad referensram för studien att vidareutvecklas från, vilket ytterligare stärker dess

legitimitet. Vidare har AI-tjänster, i vissa fall använts, som bollplank för att upprätthålla hög språklig kvalitet. Detta genom förslag på synonymer samt korrekturläsning.

#### 4.4 Metod för dataanalys

För att uppnå syftet med studien granskas förekomsten av överavkastning hos målföretag under perioden som föregår det första offentliga budet. Genom att identifiera avvikande kursrörelser och mönster i aktiehandeln ämnar studien att bedöma huruvida det finns indikationer på insiderhandel i samband med dessa transaktioner. Efter att händelsen av intresse identifierats, event-samt estimeringsfönstret har definierats, urvalet har gjorts och datan har samlats in ska avvikelseavkastningen beräknas. Detaljerad beskrivning av tillvägagångssättet beskrivs nedan.

##### 4.4.1 Avvikelseavkastning

Inledningsvis behöver en daglig normalavkastning beräknas. MacKinlay (1997) lyfter att detta kan göras genom antingen statistiska eller ekonomiska modeller. CAPM och APT är två vanliga ekonomiska modeller som författaren i sin studie kritiserar lämpligheten av. Vidare lyfter studien att de statistiska modellerna är mer fördelaktiga på grund av deras möjlighet att enkelt undvika bristerna med de ekonomiska modellerna. Författaren lyfter två huvudsakliga statistiska metoder för att beräkna daglig normalavkastning, marknadsmodellen och den konstanta medelvärdesmodellen. Den konstanta medelvärdesmodellen är enkel men förutsätter att tillgångens genomsnittliga avkastning är stabil över tid. Marknadsmodellen å andra sidan relaterar avkastningen till marknadens avkastning och tillåter därmed att den normala avkastningen varierar med marknaden. Modellen tar hänsyn till det övergripande marknadsklimatet och dess inverkan på enskilda tillgångars avkastning, vilket inte den konstanta medelvärdesmodellen gör. Författaren argumenterar därför för att marknadsmodellen är det rekommenderade valet i eventstudier, då den kontrollerar för marknadsrörelser, vilket är en viktig faktor som påverkar de flesta aktiers avkastning. MacKinlays (1997) hänvisning till att använda marknadsmodellen i kombination med att flertalet tidigare studier (Dodd, 1980; King, 2009; Bratt och Flodström, 2018) använt modellen påvisar lämpligheten att använda modellen även i denna studien.

Dataanalysen har utformats genom en stegvis process, där marknadsmodellen används för att estimerar alfa och beta, genom minsta kvadratmetoden, i estimeringsfönstret för att få objektivitet kring värdena innan eventet. Skattningen görs under restriktionen att residualen

är lika med noll, vilket är ett rimligt antagande då estimeringsfönstret ligger före eventfönstret och därmed inte påverkas av eventet. Syftet med att beräkna normalavkastningen är att se hur avkastningen hade varit om eventet inte hade inträffat. Formeln som används utgår från (MacKinlay, 1997) och definieras enligt nedan:

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

$R_{it}$  = Avkastning för värdepapper  $i$  under period  $t$

$\alpha_i$  = Intercept för det linjära förhållandet mellan värdepapper  $i$  och marknaden

$\beta_i$  = Lutningen för det linjära förhållandet mellan värdepapper  $i$  och marknaden

$R_{mt}$  = Avkastning för marknaden (OMXSPI)

$\varepsilon_{it}$  = Residual, där  $E(\varepsilon_{it}) = 0$  och  $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$

Marknadsmodellen tar fram skattade värden för alfa ( $\alpha$ ) och beta ( $\beta$ ) som appliceras i eventfönstret för beräkning av avvikelseavkastning. Residualen i marknadsmodellen, som visats ovan, motsvarar avvikelseavkastningen, vilket nu inte antas vara lika med noll, och representerar skillnaden mellan faktisk avkastning och normalavkastning. Enligt (MacKinlay, 1997) definieras avvikelseavkastningen således enligt följande:

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

$AR_{it}$  = Avvikelseavkastning för värdepapper  $i$  under period  $t$

$R_{it}$  = Avkastning för värdepapper  $i$  under period  $t$

$\hat{\alpha}_i$  = Estimerat intercept baserat på OLS regression i marknadsmodellen

$\hat{\beta}_i$  = Estimerad lutning baserat på OLS regression i marknadsmodellen

$R_{mt}$  = Avkastning för marknaden (OMXSPI)

Vidare beräknas det dagliga aritmetiska medelvärdet i eventfönstret utifrån alla observationer för att få fram urvalets genomsnittliga avvikelseavkastning där följande formel använts (MacKinlay, 1997):

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

$\overline{AR}_t$  = Genomsnittlig avvikelseavkastning för det totala urvalet under period  $t$

$AR_{it}$  = Avvikelseavkastning för värdepapper  $i$  under period  $t$

$N$  = Antal observationer

Som avslutande steg beräknas den genomsnittliga kumulativa avvikelseavkastningen genom att summera dagliga avvikelseavkastningar. Beräkningen illustrerar andelen av den totala avvikelseavkastningen inom eventfönstret som uppstått vid varje enskild tidpunkt och görs genom följande formel (MacKinlay, 1997):

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t$$

$\overline{CAR}(t_1, t_2)$  = Genomsnittlig kumulativ avvikelseavkastning under period  $t$

$\overline{AR}_t$  = Genomsnittlig avvikelseavkastning för det totala urvalet under period  $t$

#### 4.4.2 Signifikans

När genomsnittlig avvikelseavkastning har beräknats testas dess signifikans, på hela eventfönstret, för att avgöra om den definierade nollhypotesen kan förkastas. MacKinlay (1997) påpekar att signifikansen bör testas genom ett t-test (student's t) som fastställer om den observerade effekten av eventet är större än vad som kan förväntas bero på slumpmässiga variationer. Nollhypotesen ska enligt författaren förkastas om det beräknade t-värdet är större än det kritiska värdet vid den valda signifikansnivån ( $\alpha$ ). För att genomföra ett t-test krävs det att den genomsnittliga avvikelseavkastningen,  $\overline{AR}$ , är normalfördelad (Jaggia, 2025,

s.316-317) vilket den kan antas vara under antagandet att nollhypotesen är sann (MacKinlay, 1997). Antagandet om normalfördelning bygger på att nollhypotesen säger att eventet inte skapar någon avvikelseavkastning och att  $\overline{AR}$  därför har en normalfördelad spridning kring medelvärdet noll (MacKinlay, 1997). Formeln för t-testet är: (Jaggia, 2025, s.317)

$$t_{df} = \frac{\overline{AR}_t - \mu_0}{\frac{s_t}{\sqrt{n}}}$$

$t_{df}$  = Standardiserat värde för  $\overline{AR}_t$  vid frihetsgrader (df)  $n - 1$

$\overline{AR}_t$  = Genomsnittlig avvikelseavkastning för det totala urvalet under period  $t$

$\mu_0$  = Förväntad genomsnittlig avvikelseavkastning (0)

$n$  = Antal observationer i urvalet

$s_t$  = Urvalets standardavvikelse under period  $t$

Baserat på studiens urval om 119 observationer har de kritiska värdena för student's  $t$  beräknats utifrån 118 frihetsgrader. De kritiska  $t$ -värdena som krävs för att förkasta nollhypotesen vid respektive signifikansnivå redovisas nedan.

**Tabell 3:** Signifikansnivå

Signifikansnivå	Student's $t$ ( $t >$ )
10 %	1,289
5 %	1,658
1 %	2,358

## 4.5 Reliabilitet och validitet

För att bedöma studiens kvalitet är det, enligt Patel och Davidson (2019, s.129-131), avgörande att granska både reliabilitet och validitet. Detta förklaras, enligt författarna, med att kvantitativa studier kan ge upphov till osäker information. Följaktligen blir det centralt att studien genomförs på ett tillförlitligt sätt, vilket rör frågan om reliabilitet, men även att den faktiskt undersöker det den avser att undersöka, det vill säga validiteten. Författarna lyfter att en hög reliabilitet karaktäriseras av replikerbarhet utan påverkan från slumpmässiga felvärden, där en annan forskare med samma material ska kunna få samma resultat. Denna studie tar utgångspunkt i etablerad forskning, beprövade metoder och objektiv historisk data vilket ger stöd åt antagandet att replikerbarheten och således reliabiliteten är hög. Noterbart är att datainsamlingen och beräkningarna påverkas av den mänskliga faktorn, vilket öppnar upp för diskussion om avvikande värden. Därmed utförs studien vid upprepade tillfällen av två individer som kontrollerar samtliga steg för att stärka tillförlitligheten och minska avvikelser i datamaterialet.

En hög reliabilitet är inte en garanti för en hög validitet (Patel och Davidson, 2019, s.129-131). Därför är det också nödvändigt att säkerställa validiteten, vilken enligt Newton och Shaw (2014, s.55-58) kan delas in i två grupper, intern- och extern validitet. Med intern validitet menas hur väl studien lyckats mäta vad den ämnat undersöka. Eftersom studien tar sin utgångspunkt i etablerad forskning för att utforma frågeställningar och tillvägagångssätt kan den interna validiteten anses hög. Ett alternativt perspektiv är att studiens resultat kan vara svåra att härleda till insiderhandel vilket utmanar den interna validiteten. Fluktuationer i aktiepris i samband med annonsering av företagsförvärv kan bero på informationsläckor, marknadsförväntningar eller ryktesspridning och behöver därmed inte direkt korrelera med insiderhandel. Mot bakgrund av detta undersöks 119 företag under en 165 dagarsperiod med avsikt att fånga upp annonseringen som en orsak till prisförändringar för att stärka den interna validiteten. Vidare lyfter Newton och Shaw (2014, s.55-58) den externa validiteten som handlar om studiens generaliserbarhet. Studien inriktar sig på den svenska aktiemarknaden som genom regleringar och skiftande marknadynamiker skiljer sig från internationella marknader vilket talar emot generaliserbarheten. Trots en avgränsning mot den svenska marknaden och ständigt föränderliga marknadsförhållanden ämnas resultaten jämföras med befintlig forskning för att identifiera liknande utfall som kan stärka generaliserbarheten och därigenom den externa validiteten.

## 5. Resultat

Studiens resultat presenteras i tabell 4, där varje dag i eventfönstret redovisas med dess respektive genomsnittliga avvikelseavkastning ( $\overline{AR}$ ), genomsnittliga kumulativ avvikelseavkastning ( $\overline{CAR}$ ) samt t-värde för att avgöra dess signifikans.

**Tabell 4:** Resultat

<i>Dag (t)</i>	$\overline{AR}$	$\overline{CAR}$	<i>Student's</i>
-44	0,102	0,102	0,174
-43	0,154	0,256	0,267
-42	0,263	0,519	0,453
-41	0,454	0,973	0,808
-40	0,383	1,356	0,705
-39	0,231	1,587	0,446
-38	0,295	1,882	0,573
-37	0,349	2,231	0,678
-36	0,520	2,751	1,024
-35	0,474	3,224	0,946
-34	0,509	3,733	1,027
-33	0,621	4,354	1,264
-32	0,668	5,022	1,374*
-31	0,634	5,656	1,309*
-30	0,624	6,281	1,311*
-29	0,503	6,784	1,077
-28	0,483	7,267	1,000
-27	0,327	7,594	0,642
-26	0,419	8,013	0,858
-25	0,413	8,426	0,890
-24	0,340	8,766	0,692
-23	0,307	9,073	0,681
-22	0,433	9,507	0,960
-21	0,486	9,993	1,061
-20	0,555	10,548	1,175

-19	0,630	11,178	1,267
-18	0,685	11,864	1,404*
-17	0,749	12,613	1,572*
-16	0,826	13,438	1,540*
-15	0,744	14,182	1,414*
-14	0,753	14,935	1,381*
-13	0,521	15,457	1,016
-12	0,644	16,101	1,267
-11	0,656	16,758	1,372*
-10	0,658	17,416	1,399*
-9	0,657	18,073	1,344*
-8	0,543	18,616	1,108
-7	0,683	19,299	1,421*
-6	0,792	20,091	1,596*
-5	0,515	20,606	0,967
-4	0,582	21,188	1,045
-3	0,506	21,694	0,866
-2	0,434	22,128	0,702
-1	0,248	22,375	0,399
0	1,175	23,550	1,731**
1	1,261	24,812	1,912**

\* Signifikansnivå på 10 %

\*\* Signifikansnivå på 5 %

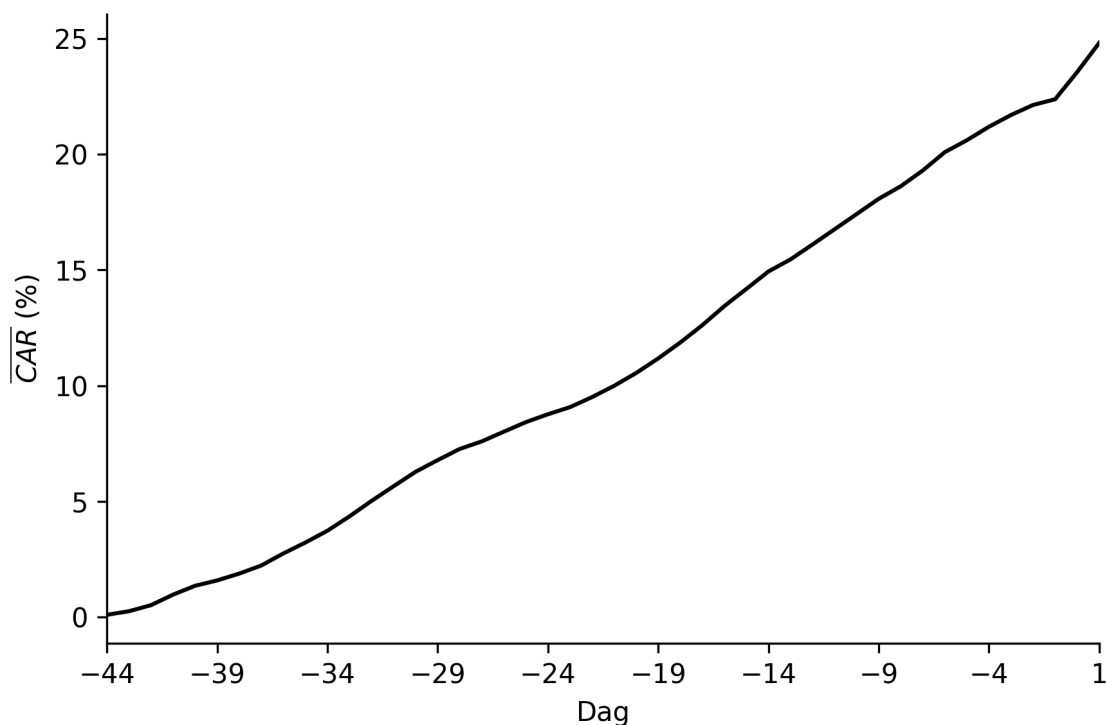
Inom det definierade eventfönstret (-44, 1), identifieras signifikanta genomsnittliga avvikelseavkastningar ( $\overline{AR}$ ) under 15 dagar. Det motsvarar cirka en tredjedel av observationsperioden, vilket tyder på en återkommande avvikelse från förväntad avkastning i samband med annonseringen.

De ovan nämnda signifikanta avvikelseavkastningar ( $\overline{AR}$ ) är samtliga signifikanta på 10 %-nivån. Det är endast observationerna från dag 0 och dag 1 som är signifikanta även på 5 %-nivån. Vidare finner studien inga signifikanta resultat på 1 %-nivån. Värdena på de signifikanta avvikelseavkastningarna ( $\overline{AR}$ ) sträcker sig från 0,624 % till 1,261 %. Under

eventfönstrets första 12 dagar observerades inga signifikanta värden vilket innebär att första signifikanta värdet observeras 32 dagar innan annonseringen. När ett signifikant värde uppstår observeras ofta flertalet signifikanta värden i rad. Under perioden (-18, -6) observeras endast 3 värden som saknar signifikans. Vidare visar resultatet inga signifikanta observationer för de fem dagar som föregår annonseringsdagen. Det är även noterbart att inga signifikanta negativa avvikelseavkastningar observeras under eventfönstret.

Den kumulativa abnormala avkastningen ( $\overline{CAR}$ ) illustreras i figur 2.  $\overline{CAR}$  från dag -44 till dag -1 uppgår till 22,375 %, vilket innebär en total kumulativ avvikelseavkastning på drygt 22 % redan innan annonseringen av ett företagsförvärv. Nivån på den ackumulerade avvikelseavkastningen tyder på att det finns en systematisk trend av prisuppgång innan ett förvärvsbud offentliggörs. Denna studie visar på en prisuppgång som är utspridd över tiden snarare än koncentrerad till enskilda datum. Ett avvikande mönster observeras dag 0, där den kumulativa avvikelseavkastningen ökar markant i förhållande till den tidigare relativt jämna utveckling.

**Figur 2:**  $\overline{CAR}$



\* Figuren visar genomsnittlig kumulativ avvikelseavkastning under eventfönstret (-44, 1)

## 6. Diskussion

### 6.1 Resultatdiskussion

Resultatet i studien visar indikationer på abnormala marknadsreaktioner innan annonsering av ett företagsförvärv. Att så pass många dagar som 15 uppvisar signifikanta resultat kan tolkas som att marknadsreaktionen utvecklas över tid, i takt med informationsspridning och spekulation. En viktig observation är att studien enbart finner signifikans vid 10 % och 5 %, vilket innebär att det finns en högre osäkerhet kopplad till studiens resultat, jämfört med om högre signifikansnivåer hade observerats. 10 % samt 5 % är en accepterad nivå, men identifiering av 1 % signifikans hade stärkt studiens tillförlitlighet. Högst signifikant nivå återfinns dag 0 samt 1, vilket är i linje med förväntningarna då dag 0 innebär annonsering av ett förvärvsbud, vilket är en marknadshändelse av stor betydelse som ofta har en direkt och påtaglig inverkan på aktiekursen. Värdena på de signifikanta avvikelseavkastningarna ( $\overline{AR}$ ) sträcker sig från 0,624 % till 1,261 %, vilket kan anses vara marginella, men studien visar tydligt på att kumulativa effekter av små förändringar kan leda till omfattande resultat. Under eventfönstret uppgår den genomsnittliga kumulativa avvikelseavkastningen ( $\overline{CAR}$ ) till 24,812 % varav 22,375 % uppstår redan innan annonseringen vilket tydligt understryker att flera mindre bidrag kan generera ett betydande resultat. En så hög kumulativ effekt kan antyda att vissa marknadsaktörer kan ha agerat på privat information före det offentliga tillkännagivandet, alternativt att förväntningar successivt påverkat prissättningen under perioden. Avsaknaden av negativa avvikelseavkastningar i resultatet tolkas som en indikation på att marknadsreaktionerna i samband med annonseringen av ett företagsförvärv i huvudsak är positiva.

Studien identifierar inga signifikanta observationer under eventfönstrets 12 inledande dagar (-44, -31), vilket innebär att potentiell insiderhandel alternativt marknadsspekulation inte kan påvisas. Eftersom den kvarvarande tiden till annonsering är relativt lång, kan det finnas en stor osäkerhet som leder till passivt agerande, vilket kan vara den förklarande faktorn. Studien finner istället de största indikationerna på insiderhandel under perioden (-18, -6), där endast 3 värden utan signifikanta resultat observeras. De avvikande aktieprisförändringarna kan indikera på otillåten insiderhandel där privat information utnyttjas för att erhålla ekonomiska fördelar. Perioden där signifikanta resultat återfinns tyder på att insiderhandel sker i nära, men inte direkt anslutning till annonseringsdagen. Baserat på studiens ansats

föreligger det dock otillräcklig information för att kunna fastställa insiderhandel som den primära orsaken bakom den abnormala avkastningen. Utöver insiderhandel som potentiell förklaring kan resultatet alternativt motiveras av ryktesspridning och mediaspekulation. I kontrast till detta visar resultaten inga signifikanta observationer under de fem dagar som föregår annonseringsdagen (-5, -1). Avsaknaden av signifikans under dessa fem dagar kan tolkas som att marknaden, i detta urval, inte reagerar på förvärvsrelaterad information i direkt anslutning till annonseringen, alternativt att eventuell informerad handel sker utanför detta intervall. Vidare kan det även tyda på god informationskontroll alternativt låg grad av informationsläckage under denna kritiska period. Ytterligare en möjlig förklaring till resultatet kan kopplas till en ökad försiktighet bland insiders att agera i nära anslutning till annonseringsdagen, då sådana transaktioner kan kopplas till en förhöjd känsla av att bli påkommen och därmed lagförd.

Resultatet i studien kan appliceras och undersökas i relation till de tre olika formerna av marknadseffektivitet; svaga formen, halvstarka formen samt den starka formen. Den svaga formen av marknadseffektivitet kan i denna studie förkastas med anledning av abnormal avkastning identifieras. Det finns inget mönster som indikerar att det är den tidigare prissättningen som påverkar den nuvarande prisbilden. Att de mest signifikanta resultaten identifieras på dag 0 och dag 1 är däremot förenligt med den halvstarka formen av marknadseffektivitet då publik information reflekteras i aktiepriserna. Marknaden reagerar snabbt och effektivt på ny offentlig kurspåverkande information. Vidare innebär den starka formen av marknadseffektivitet att även privat information är inkorporerad i prissättningen. Även denna form av marknadseffektivitet kan förkastas då det inte skulle vara möjligt att uppnå abnormal avvikelseavkastning om all privat information fanns tillgänglig för marknaden. Sammanfattningsvis är det den halvstarka formen av marknadseffektivitet som bäst förklarar resultatet i studien. Aktörer kan ha agerat på privat information, som ännu inte varit känd för övriga marknaden, och på så sätt genererat den positiva avvikelseavkastningen som resultatet i studien påvisar. Resultatet i studien hade inte varit möjligt att uppnå om den svaga, alternativt den starka formen av marknadseffektivitet representerade verkligheten. Vidare kan studiens resultat analyseras i relation till teorin om asymmetrisk information, där insiders antas ha ett informationsövertag gentemot övriga externa investerare. Signifikanta avvikelseavkastningar före annonseringen av ett företagsförvärv kan indikera att aktörer utnyttjar privat information för att anskaffa sig marknadsfördelar. I denna studie identifieras flertalet positiva avvikelseavkastningar vilket kan tyda på att asymmetrisk information

utnyttjas under eventfönstret. Dessutom är de starka signifikanta resultaten under dag 0 och 1 förenliga med signalteorin, då offentliggörandet av ett företagsförvärv utgör en informationssignal som snabbt tas upp av marknaden och prissätts i aktiekursen.

I linje med majoriteten av tidigare forskning (se exempelvis Halpern, 1973; Mandelker, 1974; Dodd, 1980; Keown och Pinkerton, 1981; Gupta och Misra, 1989; King, 2009; Bratt och Flodström, 2018) finner denna studie abnormal avkastning innan annonseringen av företagsförvärv. Exempelvis hänför Keown och Pinkerton (1981) samt Meulbroek (1992) prisuppgången till insiderhandel. I kontrast till detta problematiserar Jarrell och Poulsen (1989) samt Gupta och Misra (1989) detta resonemang och poängterar att även regelrätt marknadsspekulation kan ligga bakom prisuppgångar vilket ligger i linje med denna studiens resultat. En återkommande iakttagelse i flera tidigare studier inom området är förekomsten av signifikanta avvikelseavkastningar under perioden i direkt anslutning till annonseringsdagen. Jain och Sunderman (2014) identifierar exempelvis signifikanta värden under de 10 dagar som föregår offentliggörandet vid industriella förvärv. På liknande sätt redovisar Keown och Pinkerton (1981) signifikanta avvikelseavkastningar sju dagar innan annonsering och Gupta och Misra (1989) en enprocentig signifikans under de 6 dagar som föreligger annonseringsdagen. Även Bratt och Flodström (2018) observerar värden med statistisk signifikans under 3 av 4 dagar före offentliggörandet. Denna studie identifierar, till skillnad mot det relativt entydiga tidigare resultatet, inga sådana signifikanta värden. Istället finner denna studie att den period med mest signifikanta värden återfinns under dagarna (-18, -6). En tänkbar orsak till avvikelserna mellan studiernas resultat kan bero på tidsperiod, marknad och urvalskriterier.

## 6.2 Studiens begränsningar och svagheter

Studien påvisar, i likhet med den senaste svenska studien inom området (Bratt och Flodström, 2018), signifikanta abnormal avvikelseavkastningar vissa dagar innan annonsering av ett företagsförvärv. Däremot identifieras varken lika starkt signifikanta resultat eller lika stora numeriska avvikelseavkastningar som i Bratt och Flodströms (2018) studie. Dessa skillnader kan bero på flera faktorer, vilka med hänsyn till denna studiens frågeställning och metod endast kan behandlas spekulativt.

En tänkbar förklaring till de observerade skillnaderna är att en ny lagstiftning trätt i kraft efter att Bratt och Flodströms (2018) studie publicerades. Detta är en skärpt lagstiftning för den som agerar på icke offentlig information, vilket potentiellt kan haft en avskräckande effekt på illegal insiderhandel och därmed påverkat förekomsten av abnormala avkastningar i samband med företagsförvärv. En ytterligare faktor som kan ha påverkat resultatet är den makroekonomiska och geopolitiska kontext som präglat perioden 2016-2024. Under dessa år har marknaden påverkats av bland annat en pandemi och ett krig i studiens geografiska närhet. Dessa händelser, som här nämns som exempel för att nyansera bilden av studiens resultat, har bidragit till en aktiemarknad som delvis präglats av stor osäkerhet och volatilitet. Detta kan ha försvårat identifieringen av tydliga mönster i avvikelseavkastning. Det finns således en risk att externa chocker och kraftiga marknadsrörelser överskuggar svagare men potentiellt systematiska trender.

En begränsning med studien kan vara dess urvalsprocess där totalt 97 värden har exkluderats från det initiala urvalet. Det är av stor vikt att analysera dessa värden för att säkerställa att den kvarvarande datan inte uppvisar en snedfördelning på grund av de exkluderingar som gjorts. Avsikten med studiens urval är att skapa en representerbarhet samt generaliserbarhet, och det är därför viktigt att exkluderingar görs med försiktighet, särskilt med hänsyn till studiens relativt begränsade urval. Inledningsvis har budhöjningar exkluderats då de inte representerar den initiala marknadsreaktionen som studien ämnar att undersöka och därmed förstör resultatets generaliserbarhet. Eftersom det saknas aktiekursdata kring de förvärv som exkluderas mot bakgrund av ofullständig data blir bortfallet relativt svåranalyserat. Följaktligen uppstår en risk för systematiskt bortfall, givet att de värden som exkluderas har samma karaktär. Utifrån de värden som går att observera identifieras inget systematiskt mönster i form av storlek, tidsperiod och prisförändringar. Därmed kan risken för systematiskt bortfall kring denna urvalspunkt bedömas som tämligen låg. Slutligen har studien identifierat 12 förvärv som outliers med hjälp av z-värdesmetoden som således exkluderats. Dessa uppgår till drygt 9% av urvalet och det är därmed nämnvärt att denna justering kan innebära att data som faktiskt är representativa för verkligheten exkluderas och att studien således porträtterar ett snedvridet resultat. Vid djupare analys finner studien däremot att bortfallet av outliers är någorlunda jämnt, med 7 negativa samt 5 positiva värden, vilket talar emot risken för ett snedvridet resultat. Sammantaget visar bortfallsanalysen på att de exkluderingar som gjorts inte bör bidra till ett icke representerbart urval, vilket följaktligen stärker urvalets relevans och riktighet.

En vidare begränsning med studien berör datainsamlingens initiala faser, där stängningskurser har använts för att se till de förvärvade bolagens historiska avkastning. Nämnvärt är att historisk totalavkastning är ett alternativt metodval, där man kan argumentera för att det sistnämnda ger en bättre helhetsbild. Genom att inkludera såväl utdelning som öppning-och stängningskurs fångas bolagets verkliga avkastning. Däremot ämnar studien isolera marknadens reaktion vid ett specifikt tidsfönster oberoende av utdelningar eller andra kassaflöden, vilket innebär att stängningskursen trots allt blir representativ och jämförbar mellan bolagen och OMXSPI.

Slutligen begränsas studien av marknadsmodellens möjlighet att identifiera exakt orsak till abnormala avkastningar. Exempelvis använder sig Jarrell & Poulsen (1989) av en utökad metodik som innefattar mer djupgående regressioner för att säkerställa resultatets kausalitet. Författarna menar vidare att användning av statistiska modeller, såsom i denna studie, medför att slutsatser endast kan dras med stor försiktighet. Trots den utbredda användningen av marknadsmodellen i eventstudier påvisas här dess begränsningar. Följaktligen kan fördjupande metoder vara fördelaktiga för att erhålla resultat direkt hänförliga till insiderhandel. Denna studie utesluter användning av mer avancerade metoder utifrån studiens tidsram samt omfattning, då dessa metoder kräver omfattande datamängder och innefattar en hög teknisk komplexitet. Valet att begränsa studien till marknadsmodellen, trots dess påvisade svagheter, baseras på en bred acceptans inom tidigare forskning samt lämplighet i förhållande till studiens syfte och omfattning. Modellen anses därmed vara ett rimligt och metodologiskt försvarbart verktyg för att visa på indikationer av informerad handel i anslutning till företagsförvärv.

## 7. Slutsats och förslag på vidare forskning

Studien undersöker indikationer på insiderhandel i samband med svenska företagsförvärv under perioden 2016-2024. Studiens relevans påvisas genom aktuell statistik, ny skärpt lagstiftning samt avsaknad av tidigare forskning inom vald tidsperiod och geografisk plats. Under perioden (-18, -6) identifieras 10 signifikanta dagar med abnormal avkastning, vilket kan tolkas som en indikation på informerad handel. Under de fem dagar som föregår offentliggörandet (-5, -1) redovisas inga signifikanta värden, vilket kan tyda på effektiv informationskontroll alternativt ökad försiktighet bland insiders att agera under denna tidsperiod. Den genomsnittliga kumulativa avvikelseavkastningen ( $\overline{CAR}$ ) uppvisar en relativt stor värdeökning som kan tolkas som ett tecken på informationsläckor och insiderhandel. Att majoriteten av den genomsnittliga kumulativa avvikelseavkastningen inträffar före offentliggörandet av ett förvärvsbud förstärker bilden av att marknadsreaktioner gradvis kan byggas upp. Däremot går inte resultatet att härledas till endast dessa faktorer, utan kan vidare förklaras av marknadsspekulation och ryktesspridning.

Resultatet är förenligt med den halvstarka formen av marknadseffektivitet, samt teorier om asymmetrisk information och signalteori. Studien finner delvis resultat som överensstämmer med tidigare forskning men identifierar också olikheter, där avsaknad av signifikans under dagarna i direkt anslutning till annonseringsdagen är den mest uppseendeväckande. Skillnaderna kan möjligen härledas till skiftande juridiska ramverk, makroekonomiska faktorer eller urvalskriterier. Vidare har studiens resultat analyserats för att nyansera bilden utefter identifierade begränsningar. Studien identifierar faktorer som inte kontrollerats för vilka sammantaget kan ha påverkat resultatets generaliserbarhet samt datans tillförlitlighet och därmed försvårat identifieringen av distinkta samband.

Studiens slutsats är att det finns indikationer på förekomst av insiderhandel i samband med företagsförvärv, vilket utgör ett orosmoment för en rättvis börshandel. Studien har bidragit med relevanta insikter till forskningsfältet inom insiderhandel på den svenska marknaden. Studien har tillfört empirisk evidens under en tidigare outforskad tidsperiod på den valda marknaden. Trots att insiderhandel inte kan hänföras som enda orsak till abnormal avkastningar har studien ökat förståelsen för marknadspåverkande informationsläckage, vilket väcker frågor om transparens, reglering och behovet av tillsyn i finansmarknaden. Mot bakgrund av studiens begränsningar påvisas behovet av vidare forskning för att förstärka

tillförlitligheten av studiens resultat. För framtida studier föreslås användandet av ett mer omfattande urval som sträcker sig över en längre tidsperiod för att stärka generaliserbarheten. Vidare kan det vara intressant att undersöka om det går att observera skillnader mellan små och stora bolag, då det är ett rimligt antagande att informationsläckaget kan påverkas av antalet inblandade aktörer. Samtidigt skulle studien med fördel kunna genomföras på den svenska marknaden under en tidsperiod som sträcker sig såväl före som efter den förändrade lagstiftningen 2016 för att kunna identifiera dess inverkan mot insiderhandeln. Slutligen föreslås en grundlig genomgång av anmälda fall av insiderhandel för att kunna dra slutsatser kring huruvida dessa stämmer överens med de mönster som har identifierats i denna studie.

## Källförteckning

- Ascioglu, N. Asli, McInish, Thomas H. och Wood, Robert A. (2002). Merger Announcements and Trading. *Journal of Financial Research*, 25(2), s. 263–278, doi:10.1111/1475-6803.t01-1-00007.
- Augustin, Patrick, Brenner, Menachem och Subrahmanyam, Marti G. (2019). Informed Options Trading Prior to Takeover Announcements: Insider Trading? *Management Science*, 65(12), s. 5697–5720, doi:10.1287/mnsc.2018.3122.
- Berk, Jonathan och DeMarzo, Peter (2016). *Corporate Finance, Global Edition*. 4. uppl. Harlow: Pearson Education UK.
- Bratt, Gustaf och Flodström, Andreas (2018). *Prisuppgångar inför annonseringen av svenska företagsförvärv : Illegal insiderhandel eller marknadsspekulation?*  
<https://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:uu:diva-355089>.
- Cornell, Bradford och Sirri, Erik R. (1992). The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading. *The Journal of Finance*, 47(3), s. 1031–1059, doi:10.2307/2328976.
- Dodd, Peter (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 8(2), s. 105–137, doi:10.1016/0304-405X(80)90014-8.
- Eckbo, B. Espen och Smith, David C. (1998). The Conditional Performance of Insider Trades. *The Journal of Finance*, 53(2), s. 467–498, doi:10.1111/0022-1082.205263.
- Edvardsson, David och Ruthberg, Fredrik (2012). *Genererar insiderhandel överavkastning? : En studie om insiderhandel på Stockholmsbörsen*.  
<https://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:sh:diva-18388>.
- Ekobrottsmyndigheten (u.å.). *Finansmarknadsbrott*. Ekobrottsmyndigheten.  
<https://www.ekobrottsmyndigheten.se/om-ekobrott/brotten-vi-utredet/finansmarknadsbrott/> [Hämtad: 2025-03-31].
- Fama, Eugene F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), s. 383–417, doi:10.2307/2325486.

Finansinspektionen (u.å.a). *Insynshandel*.

<https://www.fi.se/sv/marknad/investerare/insynshandel/fi.se/sv/marknad/investerare/insynshandel/> [Hämtad: 2025a-03-31].

Finansinspektionen (u.å.b). *Marknadsmisbruk*.

<https://www.fi.se/sv/publicerat/statistik/marknadsmisbruk/fi.se/sv/publicerat/statistik/marknadsmisbruk/> [Hämtad: 2025b-04-02].

Finansinspektionen (u.å.c). *Nasdaq Stockholm får en anmärkning och 100 miljoner kronor i sanktionsavgift*.

<https://www.fi.se/sv/publicerat/sanktioner/finansiella-foretag/2024/nasdaq-stockholm-far-en-anmarkning-och-100-miljoner-kronor-i-sanktionsavgift/fi.se/sv/publicerat/sanktioner/finansiella-foretag/2024/nasdaq-stockholm-far-en-anmarkning-och-100-miljoner-kronor-i-sanktionsavgift/> [Hämtad: 2025c-04-02].

Fridolfsson, Sven-Olof och Stennek, Johan (2010). Industry Concentration and Welfare: On the Use of Stock Market Evidence from Horizontal Mergers. *Economica*, 77(308), s. 734–750, doi:10.1111/j.1468-0335.2009.00795.x.

Gupta, Atul och Misra, Lalatendu (1989). Public information and pre-announcement trading in takeover stocks. *Journal of Economics and Business*, 41(3), s. 225–233, doi:10.1016/0148-6195(89)90020-9.

Halpern, Paul J. (1973). Empirical Estimates of the Amount and Distribution of Gains to Companies in Mergers. *Journal of Business*, 46(4), s. 554–575, doi:10.1086/295577.

Hillier, David (2020). *Corporate finance*. Fourth European edition. London: McGraw-Hill Education.

Jaffe, Jeffrey P. (1974). Special Information and Insider Trading. *Journal of Business*, 47(3), s. 410–428, doi:10.1086/295655.

Jaggia, Sanjiv (2025). *Business Statistics: : Communicating with Numbers ISE*. 5. uppl. McGraw Hill LLC.

Jain, Pawan och Sunderman, Mark A. (2014). Stock price movement around the merger announcements: insider trading or market anticipation? *Managerial Finance*, 40(8), s.

821–843, doi:10.1108/MF-09-2013-0256.

Jarrell, Gregg A. och Poulsen, Annette B. (1989). Stock Trading before the Announcement of Tender Offers: Insider Trading or Market Anticipation? *Journal of Law, Economics, & Organization*, 5(2), s. 225–248.

Jeng, Leslie A., Metrick, Andrew och Zeckhauser, Richard (2003). Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective. *The Review of Economics and Statistics*, 85(2), s. 453–471, doi:10.1162/003465303765299936.

Jensen, Michael C. och Ruback, Richard S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), s. 5–50, doi:10.1016/0304-405X(83)90004-1.

Karnros, Niklas (2022). *Nå dina tillväxtmål med hjälp av förvärv*. PWC.  
<https://blogg.pwc.se/foretagarbloggen/forvarv> [Hämtad: 2025-03-31].

Keown, A. j., Pinkerton, J. m. och Bolster, Paul J. (1992). Merger Announcements, Asymmetrical Information, and Trading Volume: An Empirical Investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(6), s. 901–910, doi:10.1111/j.1468-5957.1992.tb01188.x.

Keown, Arthur J. och Pinkerton, John M. (1981). Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 36(4), s. 855–869, doi:10.2307/2327551.

King, Michael R. (2009). Prebid Run-Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem? *Financial Management*, 38(4), s. 699–726, doi:10.1111/j.1755-053X.2009.01053.x.

Liu, Qing och Qiu, Larry D. (2013). Characteristics of Acquirers and Targets in Domestic and Cross-border Mergers and Acquisitions. *Review of Development Economics*, 17(3), s. 474–493, doi:10.1111/rode.12044.

MacKinlay, A. Craig (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), s. 13–39.

Mandelker, Gershon (1974). Risk and return: The case of merging firms. *Journal of Financial*

- Economics*, 1(4), s. 303–335, doi:10.1016/0304-405X(74)90012-9.
- Meulbroek, Lisa K. (1992). An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. *The Journal of Finance*, 47(5), s. 1661–1699, doi:10.2307/2328992.
- Newton, Paul E. och Shaw, Stuart D. (2014). *Validity in Educational and Psychological Assessment*. London, UNITED KINGDOM: SAGE Publications, Limited.  
<http://ebookcentral.proquest.com/lib/gu/detail.action?docID=1689451>.
- Patel, Runa och Davidson, Bo (2019). *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Femte upplagan. Lund: Studentlitteratur.
- Popper, Karl (2002). *The logic of scientific discovery*. London: Routledge.
- Ross, Stephen A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), s. 23–40, doi:10.2307/3003485.
- Sanders Jr, Ralph W. och Zdanowicz, John S. (1992). Target Firm Abnormal Returns and Trading Volume around the Initiation of Change in Control Transactions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(1), s. 109–129, doi:10.2307/2331301.
- Seyhun, H. Nejat (1986). Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics*, 16(2), s. 189–212, doi:10.1016/0304-405X(86)90060-7.
- Suk, Inho och Wang, Mengmeng (2021). Does target firm insider trading signal the target's synergy potential in mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 142(3), s. 1155–1185, doi:10.1016/j.jfineco.2021.05.038.
- Țițan, Alexandra Gabriela (2015). The Efficient Market Hypothesis: Review of Specialized Literature and Empirical Research. *Procedia Economics and Finance*, 32, s. 442–449, doi:10.1016/S2212-5671(15)01416-1.