



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen
FEKH89
Examensarbete i finansiering på kandidatnivå
HT22

Den som gapar efter mycket mister ofta hela stycket

En kvantitativ studie om kvinnors påverkan på budpremien vid företagsförvärv

Författare

Sofie Andersson
Moa Nordstedt
Sofia Sjöholm

Handledare

Maria Gårdängen

Sammanfattning

<i>Titel:</i>	<i>Den som gapar efter mycket mister ofta hela stycket – En kvantitativ studie om kvinnors påverkan på budpremien vid företagsförvärv</i>
<i>Seminariedatum:</i>	11 januari 2023
<i>Kurs:</i>	FEKH89: Examensarbete kandidatnivå i finansiering, 15 högskolepoäng
<i>Författare:</i>	Sofie Andersson, Moa Nordstedt och Sofia Sjöholm
<i>Handledare:</i>	Maria Gårdängen
<i>Nyckelord:</i>	Budpremie, kvinnor, förvärv, styrelse, riskaversion
<i>Forskningsfråga:</i>	Påverkas budpremien vid företagsförvärv när det finns en större representation av kvinnor i styrelsen hos intressenterna?
<i>Syfte:</i>	Syftet med studien är att analysera om det finns något samband mellan storleken på budpremien vid förvärv och högre andel kvinnor i styrelsen hos intressenterna på den svenska marknaden.
<i>Metod:</i>	Studien är av kvantitativ karaktär med en deduktiv ansats. En multipel regression har utförts och sekundärdata använts för att ta reda på sambandet mellan variablerna. Data är huvudsakligen hämtat från Orbis, Zephyr, S&P Capital IQ och Retriever Business. Det empiriska resultatet utgår från 81 förvärv genomförda mellan åren 2007 och 2021.
<i>Teoretiska perspektiv:</i>	Det teoretiska ramverket utgörs av finansiella teorier om förvärv och beteendeteoretiska synsätt. Studien utgår även från tidigare forskning kring budpremien och dess påverkan på kvinnor samt övriga variabler som är relevanta i hänsyn till budpremien samt kvinnor.
<i>Resultat:</i>	Resultatet påvisar inget signifikant samband mellan budpremien och andelen kvinnor i studien.
<i>Slutsats:</i>	Det finns inte någon skillnad mellan mäns och kvinnors beslutsfattande vid företagsförvärv, eller har kvinnor svårt att få sin röst hörd och kan därför inte påverka beslutsfattandet för sådana affärshändelser.

Abstract

- Title:* *Grasp all, lose all – A quantitative study of women's influence on the bid premium in business acquisitions*
- Seminar date:* 11th of January 2023
- Course:* FEKH89: Degree project in Financial Management, Business administration, Undergraduate level, 15 ECTS
- Authors:* Sofie Andersson, Moa Nordstedt and Sofia Sjöholm
- Advisor:* Maria Gårdängen
- Key words:* Bid premium, women, acquisition, board, risk aversion
- Research question:* Is the bid premium affected in acquisitions when there is a greater representation of women on the board?
- Purpose:* The purpose of the thesis is to determine whether a correlation exists between the size of bid premiums upon acquisitions and a higher percentage of women on the board in Swedish companies.
- Methodology:* The thesis is quantitative with a deductive approach. A multiple regression has been performed with the help of secondary data to research the relationship between the variables. The data is mainly retrieved from Orbis, Zephyr, S&P Capital IQ and Retriever Business. The empirical results are based on 81 acquisitions carried out between the years 2007 and 2021.
- Theoretical perspectives:* The theoretical framework is based on financial theories on acquisitions and behavioral approach. The study is also based on previous research about the bid premium and its impact on women and other variables that are relevant.
- Results:* The results show no significant difference between bid premium and a higher percentage of women on the board.
- Conclusions:* There is no difference between men's and women's decision-making in acquisitions, or women find it difficult to have their voice heard and therefore cannot influence decision-making for such business events.

Förord

Vi vill ägna ett stort tack till alla nära och kära som har stöttat oss på vägen och ett speciellt tack till vår handledare Maria Gårdängen som varit behjälplig med fantastiska råd och intressanta diskussioner som tagit oss hit.

Lund den 9:e januari 2023



Sofie Andersson



Moa Nordstedt



Sofia Sjöholm

Begreppslista

<i>Debt ratio</i>	Totala skulder i förhållande till totalt kapital
<i>Förvärvsvåg</i>	Tidsperiod med förhöjd aktivitet av förvärv
<i>Intressenter</i>	Företaget som genomför uppköpet
<i>Målföretag</i>	Företaget som blir uppköpt
<i>Toehold</i>	Tidigare ägande i målföretaget
<i>Winsorizing</i>	Begränsning av extrema värden i datamaterial som minskar effekten av extremvärden

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	8
1.1 Bakgrund	8
1.2 Problemdiskussion	9
1.2.1 Problemformulering	11
1.3 Syfte	11
1.4 Studiens relevans	11
1.5 Avgränsning	11
1.6 Disposition	12
2 TEORETISK REFERENS RAM	13
2.1 Litteraturöversikt	13
2.1.1 Definition av förvärv	13
2.1.2 Är företagsförvärv värdeförstörande?	13
2.1.3 Kvinnors roll i företagsförvärv	14
2.1.4 Budpremien och synergihypotesen	16
2.2 Beteendeteoretiskt perspektiv på förvärv	17
2.2.1 Agentteorin	17
2.2.1.1 The free cash flow theory of takeovers	17
2.2.2 Empire Building	18
2.2.3 Hybrishypotesen	18
2.2.3.1 Övertro	19
2.2.4 The winner's curse	19
2.2.5 Riskaversion	19
2.3 Undersökningsvariabeln	20
2.3.1 Andel kvinnor i styrelsen	20
2.4 Kontrollvariabler	20
2.4.1 Styrelsens storlek	20
2.4.2 Verkställande direktör är även styrelseledamot i samma bolag	21
2.4.3 ROA intressenter samt målföretag	22
2.4.4 Debt ratio (Totala skulder i förhållande till totalt kapital)	23
2.4.5 Tidigare ägande (toehold)	23
2.4.6 Betalningsmetod	23
2.5 Hypotesformulering	24
3 METOD OCH DATAINSAMLING	25
3.1 Val av metod	25
3.2 Urval	25
3.2.1 Urvalskriterier	26
3.2.2 Datainsamling och databehandling	26
3.2.3 Bortfall	28
3.2.3.1 Bortfallsanalys	28

3.3 Beroende variabel	28
3.4 Undersökningsvariabel och kontrollvariabler	29
3.4.1 Variabler relaterade till styrelsen	30
3.4.2 Finansiella prestationsmått	30
3.4.3 Tidigare ägande	31
3.4.4 Betalningsmetod	31
3.4.5 Sammanställning av de oberoende variablerna	32
3.5 Statistisk undersökningsmetodik	32
3.5.1 Multipel regression	32
3.5.2 Minsta-kvadrat-metoden och regressionsdiagnostik	33
3.5.2.1 Sammanställning av statistiska test	35
3.5.3 Signifikansnivå	35
3.5.4 Förklaringsgrad	36
3.6 Metoddiskussion	36
3.6.1 Datakritik	37
4 EMPIRISKA RESULTAT	39
4.1 Deskriptiv statistik	39
4.2 Diagnostiska tester	41
4.2.1 Icke-linjäritet	41
4.2.2 Heteroskedasticitet	42
4.2.3 Multikollinearitet	42
4.2.4 Normalfördelade felterm	42
4.3 Hypotes	42
4.3.1 Nollhypotes	43
5 ANALYS	44
5.1 Avsaknaden av statistiskt samband mellan budpremie och andel kvinnor	44
5.2 Förklaringsgraden	45
5.3 Beteendeteoretiskt perspektiv	46
5.4 Analys av finansiella prestationsmått	49
6 SLUTSATS	51
6.1 Slutsatser och kunskapsbidrag	51
6.2 Förslag till vidare forskning	52
KÄLLFÖRTECKNING	53
APPENDIX	59
Bilaga 1: Lista över förvärv 2007-2021.	59
Bilaga 2: Sökstrategi genom databas Zephyr	62
Bilaga 3: Budpremie	62
Bilaga 4: Andel kvinnor	63
Bilaga 5: Ramsey RESET test	63

Bilaga 6: White test	64
Bilaga 7: Variance inflation factor (VIF)	64
Bilaga 8: Korrelationsmatris	65
Bilaga 9: Jarque-Bera Test, normalfördelade felterm	65
Bilaga 10: Regressionsanalys	66
Bilaga 11: Korrelationen mellan budpremien och andel kvinnor i styrelsen	66

1 INLEDNING

Studiens inledning ger en överblick kring ämnesområdet samt argumenterar för varför studien är relevant att genomföra. Avsnittet mynnar ut i problemformulering och presenterar syftet.

1.1 Bakgrund

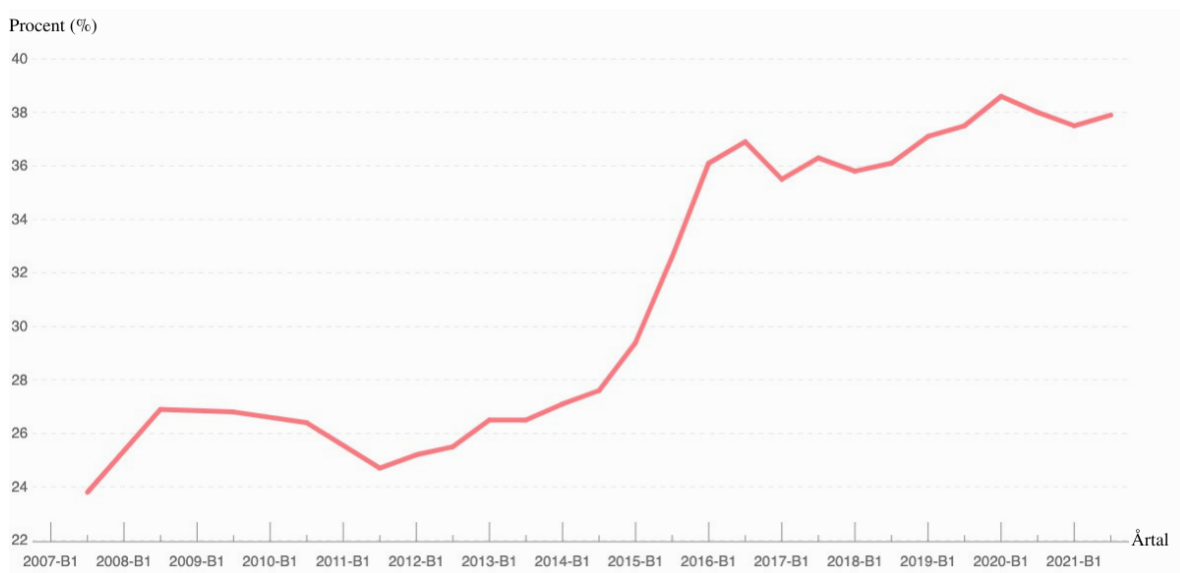
I januari 2000 inleddes förhandlingarna av förvärvet mellan America Online och Time Warner för 183 miljarder dollar, vilket skulle komma bli den största förlusten till dagens datum. Två år efter förvärvet redovisade America Online en förlust på hela 99 miljarder dollar (Benner, 2015). Sverige har likaså drabbats av stora förvärvsmisslyckanden. I februari 2009 köpte Vattenfall energibolaget Nuon, vilket blev den största kontantuppgörelsen i Sverige historiskt. Fyra år senare har förvärvet kostat Vattenfall över 15 miljarder kronor och skattebetalarna hisnande 89 miljarder kronor (Lindvall, 2013; Svensson, 2017). Ändock fortsätter företag att förvärva andra företag, trots att det förstör aktieägarvärdet och kostar företag miljarder i dollar. Huruvida företagsförvärv är något positivt för intressenterna, det vill säga det företag som genomför förvärvet, är omdiskuterat (Fernandes, 2020).

En central del av företagsförvärv är att förstå värdet av ett företag (Mellen & Evans, 2010). Styrelsen spelar inte minst en viktig roll vid sådana beslut med tanke på att de har anförtrots att leda den övergripande riktningen för företaget. Mishra och Jhunjhunwala (2013) förklarar vikten av en diversifierad styrelse, och beskriver en fullständighet vilken endast är möjlig om ledamöterna kommer från olika bakgrunder vad gäller utbildning, erfarenhet, nationalitet och inte minst – kön.

Globalt uppgår företag med kvinnliga styrelser till 9,8 procent, och endast 58,3 procent av alla företag har en eller fler kvinnor i styrelsen. Detta i jämförelse med endast manliga styrelser som globalt uppmätts vara över 40 procent (Mishra & Jhunjhunwala, 2013). Sverige ligger däremot i framkant vad gäller kvinnlig representation i styrelser. På den svenska marknaden fanns det under 2019 nästan 40 procent kvinnor i styrelser på de största börsnoterade bolagen enligt Europeiska jämställdhetsinstitutet (2022). Siffran har stigit gentemot de föregående 15 åren där det 2007 i genomsnitt var 23,8 procent kvinnor (se *figur 1*). Det kan härledas till den i jämförelse höga sysselsättningsgraden hos kvinnor i Sverige,

vilken år 2020 var 81 procent, och bland män 86 procent. Däremot har gapet minskat från sex till fem procentenheter under perioden 2006 till 2020 och fortsätter att göra så (Folkhälsomyndigheten, 2022).

Figur 1: Andel kvinnor (%) i styrelsen i de största börsnoterade svenska bolagen från 2007 till 2021 (Europeiska jämställdhetsinstitutet, 2022)



1.2 Problemdiskussion

Professor Li förklarar i en intervju publicerad av Carmichael (2013) vad som gör aktiviteter som företagsförvärv, i relation till styrelsedynamik, idealt att undersöka ur ett genus- och ledarskapsperspektiv. Företagsförvärv en affärshändelse med stor inverkan på framtida succé eller nedgång. Li lyfter paradoxen att trots att majoriteten av uppköp är värdeförstörande, fortsätter vågorna av företagsförvärv. Vilken således kan förklaras av skillnader i beteende och risk som påverkar ett företags benägenhet att genomföra förvärv. Vidare skiljer sig företagsförvärv från ordinär organisk tillväxt eftersom fullföljandet av en sådan affär är förknippat med större osäkerhet, och vid svårbedömliga situationer påvisar kvinnor mindre övertro än män. Då styrelsen leder affärsprocessen kommer de kvinnliga styrelseledamöterna kunna påverka dess beslutsfattande (Carmichael, 2013).

Tidigare studier talar för att styrelser med högre andel kvinnor i ett förvärvande företag är förknippat med ett bättre förvärvsresultat och en lägre budpremie. Ravaonorohanta (2020) påvisar i sin undersökning av 332 kanadensiska förvärv under 2012 till 2017 att högre representationen av kvinnor i styrelsen resulterar i en signifikant lägre budpremie vid

företagsförvärv. Vidare förklaras upptäckten av att män tenderar att ha en övertro, och för optimistisk syn, på synergier som uppstår av förvärv, vilket resulterar i en högre budpremie. Ahmed, Song och Elsayed (2022) finner likväl att andelen kvinnor i styrelsen är negativt korrelerade med sannolikheten att genomföra företagsförvärv i sin studie av 17 899 förvärv av amerikanska publika bolag mellan 2012 och 2018.

Levi, Li och Zhangs (2014) undersökning påvisar ett signifikant samband mellan andel kvinnor i styrelsen och lägre budpremie i USA:s 1 500 största bolag och dess förvärv under 1997 till 2009. Studien visar att kvinnor inte påvisar en övertro vid finansiella beslut och överestimerar därav inte resultatet som sammanslagningen skulle innebära. Författarna förklarar att detta leder till färre företagsförvärv och generellt lägre budpremier vid närvaron av kvinnor i styrelsen. Resultatet av studien är att för varje ytterligare kvinna i styrelsen sker 7,6 procent färre förvärv, och budpremien reduceras med 15,4 procent.

Med ovanstående fascinerande resultat ställs därför frågan hur detta fenomen ter sig inom svenska bolag som genomför företagsförvärv. Det är intressant eftersom andelen kvinnor i svenska börsnoterade styrelser i genomsnitt är 40 procent, och sysselsättningsgraden är högre än den i USA (Europeiska jämställdhetsinstitutet, 2022). Speciellt eftersom Sverige ligger i framkant vad gäller ett jämställt näringsliv utan lagstadgad kvotering, vilket exempelvis är ett faktum hos grannlandet Norge (Wachtmeister, 2016). Denna undersökning kommer därför att antingen accentuera tidigare genomförd forskning på en marknad med högre andel kvinnor i styrelser, eller tvärtom gå i motsatt riktning på grund av att andelen kvinnor är högre.

Eftersom 80 procent av företagsförvärv är värdeförstörande för det uppköpande företaget och en förhöjd budpremie har en negativ påverkan på avkastningen (Denis, Denis & Yost, 2002) – avser denna studie undersöka om en högre andel kvinnor i styrelsen reducerar benägenheten för företag att fatta värdeförstörande beslut vid företagsförvärv. Vi ämnar därför att undersöka om det finns ett samband mellan styrelsens sammansättning, med avseende på genus, och betalningsbenägenheten hos svenska företag att genomföra uppköp på den inhemska och utländska marknaden. En upptäckt vilken kan vara både fördelaktig för det enskilda bolaget och näringslivet. Det eftersom företag gynnas av en mer diversifierad styrelse, och för ett mer jämställt näringsliv i stort.

1.2.1 Problemformulering

1. Påverkas budpremien vid företagsförvärv av att det finns en högre andel kvinnor i styrelsen hos intressenterna?
2. *Om* budpremien påverkas av en högre andel kvinnor i styrelsen hos intressenterna, i vilken utsträckning sker detta?

1.3 Syfte

Syftet med studien är att analysera om det finns något samband mellan storleken på budpremien vid förvärv och högre andel kvinnor i styrelsen hos intressenterna på den svenska marknaden.

1.4 Studiens relevans

Bazel-Shoham et al. (2020) påvisade signifikans vad gäller kvinnors inverkan på företagsförvärv i USA över gränserna, närvaron av fler kvinnor minskade andel förvärv. Företagen som undersöktes hade ett genomsnitt på nio procent kvinnor i styrelsen. I Levi, Li och Zhangs (2014) undersökning var kvinnlig representation i styrelser i genomsnitt 11 procent. Av denna anledning är det intressant att undersöka ett land vars kvinnliga representation i styrelser är i jämförelse hög och där sysselsättningsgraden bland kvinnor är hög, trots att kvotering inte är ett krav.

Genom att undersöka om genus spelar roll i ett företagsförvärv kan studien bidra till en förståelse kring om kvinnor och deras, påstådda, lägre riskbenägenhet, kan bidra till att företagsförvärv leder till mindre värdeförstörande förvärv. Studien har för avsikt att bidra till redan befintliga empiriska resultat från tidigare studier med en svensk utgångspunkt.

1.5 Avgränsning

Studien omfattar enbart svenska bolag, såväl privata som publika, som genomför företagsförvärv. Förvärvet ska vara genomfört och avslutat mellan första januari 2007 och sista december 2021. Intressenten får inte inneha mer än 50 procent av målföretaget vid tillkännagivandet och vid avslutat förvärv ska intressenten äga 100 procent av målföretaget. Styrelsen avgränsas till enbart ordförande samt styrelseledamöter, och exkluderar därför eventuella suppleanter.

1.6 Disposition

Det teoretiska ramverket presenterar relevanta teorier för studien, beskriver dess relevans och behandlar tidigare forskning kring området. Kapitlet avrundas med redogörelse av hypoteserna som baseras på tidigare presenterad problemformulering. I metod och datainsamling beskrivs tillvägagångssättet för hur syftet med undersökningen ska uppnås. Där presenteras val av metod, urvalsanalys, datainsamling och behandling, statistisk undersökningsmetodik och avslutas med en metoddiskussion samt datakritik. Vidare presenteras studiens empiriska resultat av genomförd forskning tillsammans med diagnostiska tester. Det empiriska resultatet knyts samman med det teoretiska ramverket och genererar studiens analys. De centrala punkterna i analysen formuleras till en slutsats vilken besvarar studiens syfte, presenterar vårt kunskapsbidrag och avslutas med förslag till framtida forskning.

2 TEORETISK REFERENSRAM

Avsnitt två leder oss vidare till behjälpliga teoretiska ramverk samt tidigare forskning inom det aktuella området vilka presenterar viktiga insikter och resultat som ligger till grund för de slutligen ställda hypoteserna.

2.1 Litteraturöversikt

2.1.1 Definition av förvärv

Ett företagsförvärv definieras som ett uppköp där ett företag, intressenten, köper upp ett annat bolag, målföretaget (Berk & DeMarzo, 2020). Enligt Gaughan (2011) har företagsförvärv skett sedan tidigt 1800-tal och det går att urskilja sex vågor av förhöjda antal förvärvstransaktioner. Tidigare var företagsförvärv ett amerikanskt fenomen men under de två senare vågorna, framförallt den sjätte vågen som varade mellan åren 2003 och 2007, har även Europa samt Asien involverat sig i fler företagsförvärv.

2.1.2 Är företagsförvärv värdeförstörande?

Enligt Gaughan (2017) har flertalet studier påvisat att det finns ett samband mellan förvärv och att intressenternas aktier sjunker i värde vid tillkännagivandet. Däribland finns Dodds (1980) studie som bekräftar denna signifikans av marknadsreaktion. Författaren poängterar att vid såväl avbrutna som genomförda förvärv kommer intressenternas aktieägare förlora mellan 5,5 och 7,22 procent.

Moeller, Schlingemann och Stultz (2005) observerade amerikanska förvärv gjorda mellan 1998 och 2001. Under denna period förlorade intressenternas aktieägare i genomsnitt 12 cents per spenderad dollar på förvärvet. Detta motsvarar 240 miljarder i förlorade dollar. Studien påpekar däremot att anledningen varför denna siffra är så hög är på grund av ett fåtal förvärv som gjorde stora övervärderingar och misslyckades utvinna synergier. Detta sammanfaller enligt studien med negativa synergier som bidrar till sämre prestation i företaget. Författarna konstaterade även att stora förvärv i genomsnitt förlorar 10,6 procent. Två procent av förvärven stod för 43,4 procent av de medel som spenderats på förvärv under hela tidsperioden. Uteslöt de dessa två procent av förvärven som representerade de största förlusterna kunde de uttyda att intressenternas aktieägare under perioden 1990 till 2001 i genomsnitt gynnades av förvärven.

Asquith (1983) finner däremot inte ett samband mellan tillkännagivandet av förvärv och nedgång i aktieägarnas aktier. Asquith (1983) mäter, till skillnad från Dodd (1980), intressenternas aktier under en längre tid – 480 dagar innan budet skett och 240 dagar efter budet lagts. Asquith (1983) fann ingen signifikans för att intressenternas aktier permanent sjunker i värde under denna långa period och konkluderar därför att det inte finns en långvarig värdeförstörande effekt av företagsförvärv.

Huruvida förvärv bidrar till en långvarig förlust för intressenternas aktieägare eller en temporär effekt av tillkännagivandet är något omtvistat. Det kan vara att större misslyckade förvärv har en påverkan på den övergripande statistiken och leder till en missvisande bild av den förevarande sanningen. Vidare blir det svårt att jämföra empiriska studiers resultat med varandra då mätningar skett utifrån olika underlag och förutsättningar. Det går därför inte att fastställa huruvida förvärv på lång sikt är värdeskapande eller värdeförstörande.

2.1.3 Kvinnors roll i företagsförvärv

Tampakoudis et al. (2022) undersökte huruvida kvinnors roll påverkar företagsförvärv genomförda av europeiska banker mellan år 2003 och 2017, vilket resulterade i ett samband mellan kvinnlig representation och ökat aktieägarvärde. Deras upptäckt var följande: (i) närvaron av kvinnor i styrelsen har en positiv signifikant effekt på intressenternas vinst, och (ii) när den kvinnliga representationen överstiger 25 procent av styrelseposterna syns ett ännu tydligare samband med förvärvsvinster. Denna upptäckt går att ställa i relation till Tampakoudis et al. (2020) som genomfört en liknande undersökning av banker i USA. Mellan år 2003 och 2018 finner de i stället ett negativt samband mellan kvinnlig representation och aktieägarvärde efter finanskrisen. Resultatet tyder på att styrelsens köns mångfald bör främjas med försiktighet, och beslutsfattare bör erkänna dess begränsningar som en företagsstyrningsmekanism. Vidare argumenterar forskarna för att män är mer effektiva än kvinnor, och är överlägsna vid förhandlingar som innebär att maximera vinst (Tampakoudis et al., 2020). Däremot bör man ha i åtanke att den totala kvinnliga representationen i de amerikanska bankernas styrelser endast i genomsnitt är tio procent.

Tran, Jubb och Rajendran (2022) undersökte totalt 182 företagsförvärv i Singapore och Australien med fokus på hur kvinnliga styrelseledamöter påverkar företagsprestationen efter ett förvärv. Resultatet visade att förvärvare med högre kvinnlig representation presterade

bättre än de med färre kvinnor. Forskarna argumenterar för att kvinnor bringar unik kompetens i form av bättre öga för detaljer och är mer riskaverta vilket kan bidra till ett mer komplext och genomtänkt beslutsfattande vid företagsförvärv.

I tidigare undersökning gjord av Levi, Li och Zhang (2014) återfanns ett samband mellan andel kvinnor i styrelsen och budpremien. Detta samband baserades på en undersökning av amerikanska bolag där det i materialets femte percentil fanns noll procent kvinnor i styrelsen hos intressenterna och i den 95:e percentilen fanns 25 procent kvinnor. I genomsnitt var det 11 procent kvinnor i styrelsen hos intressenterna medan det i målföretaget var omkring 9 procent. Undersökningen resulterade i att för varje ytterligare kvinnlig styrelseledamot hos intressenterna skedde en sänkning av budpremien på 15,4 procent. Den genomsnittliga budpremien i studien var cirka 35 procent. Samtidigt minskade även sannolikheten att förvärv skulle genomföras med 7,6 procent för varje kvinna. Däremot fann de inget signifikant samband mellan andel kvinnor i målföretagets styrelse och budpremien. Denna brist på signifikans beskrivs av Levi, Li och Zhang (2014) som resultatet av att målföretagets ägare har en bättre uppfattning av vad bolaget är värt och uppfattningen beror inte på skillnader i genus. Därför reduceras risken att utsättas för hybris vid värdering av bolaget.

Levi, Li och Zhangs (2014) studie avser tidsperioden 1997 till 2009, vilket innebär att det vore problematiskt att endast förlita sig på en äldre undersökning. Det med tanke på att mycket har förändrats vad gäller kvinnors rättigheter och inflytande sedan perioden deras studie avser och perioden denna studie avser. Både i Sverige och USA där undersökningen tog plats. Till exempel antog ILO (*International Labour Organization*) år 2019 konventionen om trakasserier i arbetslivet gällande kvinnor i förebyggande syfte och med intentionen att få ett avslut på detta (Jämställdhetsmyndigheten, 2022.). Det vore därför svårt att endast utgå ifrån Levi, Li och Zhang (2014) eftersom vår tidsperiod startar när deras slutar. Valet av tidsperiod beror på eftersträvan av ett nutida resultat. Därför utgår denna studie även från liknande studier närmare mätperioden för en nutida jämförelse. Dessa är Tampakoudis et al. (2020), Tampakoudis et al. (2022) och Tran, Jubb och Rajendran (2022). Vidare kan det diskuteras huruvida kvinnors rättigheter och inflytande skiljer sig i Sverige, där denna undersökning tar plats, och i USA där Levi, Li och Zhangs (2014) undersökning genomfördes. Det återspeglas även i det faktum att Sverige ligger i topp vad gäller sysselsättningsgrad för kvinnor och andel kvinnor i styrelser. Därför kan denna forskning komplettera Levi, Li och Zhangs (2014) då den genomförs i ett land där fler kvinnor,

procentuellt, arbetar. Detta gör studierna svårare att jämföra då vår undersökning kan få ett annat utfall på grund av just denna omständighet.

Vad gäller Tampakoudis et al (2020) och Tampakoudis (2022) är tidsperioden snarlik vår, och forskningen tar plats både i USA och Europa vilket flyttar marknaden närmare Sverige. Däremot avser bådadera endast banker, vilket exkluderas i denna studie för att nå ett mer rättvist resultat. Forskning visar dessutom att den finansiella sektorn i USA, med alla stora banker, nästintill uteslutande består av vita män. Detta gäller inte bara bankernas personalstyrkor, utan även deras styrelser, leverantörer och kapitalförvaltare (Waters & Beatty, 2020). Å ena sidan bör bristen av kvinnliga styrelseledamöter på banker i USA finnas i åtanke vad gäller resultatet av Tampakoudis (2020) undersökning. Å andra sidan är det en spännande kontrast till Levi, Li och Zhangs studie (2014). För att belysa båda sidor av myntet, och fördjupa förståelsen kring fenomenet, hålls samtliga studier i åtanke.

2.1.4 Budpremien och synergihypotesen

Budpremien är det procentuella överpris, priset utöver den aktiekursen målförtaget har vid uppköpet, ett företag betalar för att förvärva ett bolag (Berk & DeMarzo, 2020). Gaughan (2017) förklarar att budpremien värderas utifrån de förväntade synergieffekterna intressenterna förväntar sig uppnå genom förvärvet. Synergi kan enkelt beskrivas som att genom förvärv förväntas bolag uppnå större effekter av sammanslagningen än vad bolaget på egen hand kunnat uppnå. Effekten förklaras som: “ $2 + 2 = 5$ ” (Gaughan, 2017, s. 136). Genom att kombinera de två företagens resurser kommer de kunna reducera kostnaderna för resurser som överlappar varandra eller kunna öka inkomsterna.

Bradley, Desai och Kim (1983) presenterar synergihypotesen som en av flera möjliga anledningar till att företag genomför förvärv. Synergihypotesen utgår från att företag endast genomför förvärv för att utvinna synergier. Enligt denna teori är det därför förflyttningen av målföretagets resurser till intressenterna som gör att målföretagets aktier stiger i värde vid tillkännagivandet. Vid misslyckad budgivning kommer, enligt denna hypotes, målföretagets aktier sjunka i värde igen.

Enligt en studie gjord av Diaz, Azofra och Gutiérrez (2009) har budpremien vid företagsförvärv ett samband med avkastningen efter sammanslagningen eller uppköpet.

Studien påvisar att vid en budpremie på mer än 21 procent påvisas ett negativt samband mellan premie och avkastning. Vid en lägre budpremie återfinns däremot ett positivt samband mellan de två variablerna. En lägre budpremie kan därför enligt författaren indikera positiva effekter av sammanslagningen så som utvinnandet av synergier och vidare framtida avkastning för aktieägare.

Rent kritiskt kan undersökningar som avser så tidigt som 1960- till 1990-tal tyckas förlegade (Asquith, 1983; Bradley, Desai & Kim, 1983). Å andra sidan innefattar studierna hela tre *förvärvsvågor* och har dessutom blivit erkända och omtalade i senare studier samt läroböcker. För att därtill få en senare tappning av ämnet har även studier från 2009 och 2017 tillämpats (Diaz, Azofra & Gutiérrez, 2009; Gaughan, 2017).

2.2 Beteendeteoretiskt perspektiv på förvärv

2.2.1 Agentteorin

Agentproblemet uppstår enligt Jensen och Meckling (1976) genom att ägandet hos aktieägarna separeras från kontrollen av bolaget som den verkställande direktören har. Konflikten mellan ledning och aktieägare inträder sedan när det finns incitament för verkställande direktör att agera bortom aktieägarnas intresse för egen vinning. Det är upp till styrelsen att undvika denna konflikt genom att kontrollera den verkställande direktören. Problematiken i att verkställande direktör annars agerar i sitt eget intresse är att intresset kan drivas av exempelvis prestige (Jensen & Meckling, 1976). Agentteorin är relevant för studien eftersom fenomenet kan påverka den verkställande direktörens riskbenägenhet att fatta mer riskfyllda förvärv med incitament till högre compensation. Eller tvärtom avstå för att konsekvenserna blir för stora.

2.2.1.1 The free cash flow theory of takeovers

Jensens (1986) teori *the free cash flow theory of takeovers* kan förklara anledningen till att förvärv genomförs trots att det anses värdeförstörande. Teorin utgår från agentteorin och menar att ledningen i bolaget vill investera likvida medel medan aktieägarna vill ta del av utdelning. Eftersom chefer och verkställande direktörer förvaltar viss del av det kapital som finns internt kommer eventuellt utdelning av detta kapital minska deras makt. Då ledningen ofta har incitament att få företaget att växa bortom sin optimala storlek påstår författaren att ledningen hellre vill spendera likvider på exempelvis förvärv och investeringar utan ett

positivt nettonuvärde. I enlighet med detta påstående kommer därför företag med mycket tillgängliga medel och stort kassaflöde vara mer benägna att göra värdeförstörande förvärv (Jensen, 1986). Det är relevant eftersom styrelsen kan genomföra icke-optimala förvärv och samtidigt genom resultatmanipulation blåsa upp intäkter i syfte att dölja den värdeförstörande effekten av sådana investeringar.

2.2.2 Empire Building

Att personer i ledande position har en vilja att utöka sitt imperium har varit teoretiserat sedan 1911 av Schumpeter (Hope & Thomas, 2008). Teorin utgår delvis från agentteorin, att såvida styrelsen inte kan kontrollera den verkställande direktören kommer denna person vilja utöka sitt imperium. Denna utökning sker enligt författarna främst genom överdriven tillväxt eller omåttliga investeringar som inte gynnar aktieägarna. Den verkställande direktören kommer i dessa fall drivas av status och makt men även kompensation. Huruvida män eller kvinnor främst drivs av status och makt blir avgörande för teorins relevans för studien. Ändock kan teorin vara en bidragande faktor till skillnader mellan män och kvinnors påverkan på budpremien, och om inte – en förklaring till incitamenten bakom varför värdeförstörande förvärv sker.

2.2.3 Hybrishypotesen

Roll (1986) presenterar hybrishypotesen vilken utgår från ett tankesätt att försöka förstå varför företag gör företagsförvärv när dessa inte anses bidra till värdeökning. Författaren ställer sig därför frågande till hur företag kan betala mer för ett förvärv än det redan utmäta marknadspriset. Hypotesen utgår från att marknaden är effektiv och att all information finns tillgänglig. Eftersom det inte finns någon vinning i företagsförvärv bör detta enligt författaren vara en indikation för rationella bolag att värderingen innehåller fel som övervärderat målföretaget. Den bakomliggande orsaken till att ledningen ändå genomför förvärvet beskrivs i studien vara hybris i ledningen. Hybris åskådliggörs genom att intressenterna tror sig veta vad målföretaget är värt och är därför villiga att betala mer för företaget än vad marknaden utgör (Roll, 1986). Berk och DeMarzo (2020) framför att undersökningar påvisat att en person med övertro på sig själv behöver upprepade misslyckande för att inse att de inte är exceptionellt bra på en viss sak. Kritiken som därför kan riktas mot hypotesen är att en verkställande direktör i Sverige inte får många möjligheter att genomföra förvärv under sin befattning och därför kan hybrisen bli svår att motbevisa.

2.2.3.1 Övertro

Huang och Kisgen (2013) granskade företags investeringsbeslut som fattas av kvinnliga jämfört med manliga chefer, och påvisade att manliga chefer genomför fler företagsförvärv än kvinnliga. Författarna förklarar det genom att kvinnliga chefer sätter snävare vinstuppskattningar än sina manliga kollegor, och mäns övertro resulterar i övervärderade företag, och i sin tur en högre budpremie. Vidare visar sig männen mer självsäkra i osäkra situationer och är därför inte lika tveksamma till sådana affärer. Resultaten är relevanta för den aktuella studien eftersom skillnaden i beteendemönster även gör tidigare nämnda teorier mer eller mindre applicerbara på män kontra kvinnor. Å andra sidan bygger antagandena på tydliga manliga och kvinnliga skillnader, vilka i dagens samhälle blivit alltmer flytande och svårdefinierade.

2.2.4 The winner's curse

Varaiya (1988) beskriver *the winner's curse* genom att intressenten lägger ett bud som anses vara högre än vad företaget är värt. Detta sammanfaller med att den budgivaren som övervärderar ett bolag mest kommer vinna budgivningen, i stället för den som har den mest exakta värderingen, och priset kommer således drivas upp. Enligt studien var övervärderingen av bolagen i budgivning under 1974 till 1983 i genomsnitt 67 procent. Vidare kunde studien fullständigt tillskriva *the winner's curse* till 33 procent av de observerade förvärven. Detta påvisar både *the winner's curse* och hybrishypotesens närvaro vid förvärv enligt Gaugher (2017). Resultatet kan således ställas i relation till det faktum att män uppvisar övertro i företagsbeslutsfattande enligt Huang och Kisgen (2013), och kan därför korreleras med en högre vilja att vinna budgivningen med större representation av män i styrelsen. Å andra sidan kan kritik riktas då en överrepresentation av män i styrelser försvårar mätningen av beteendeskilnader mellan könen.

2.2.5 Riskaversion

Det har i tidigare studier diskuterats huruvida kvinnor är mindre benägna att anta risk gentemot män i ekonomiskt beslutsfattande. Bland annat finns en studie av Schubert et al. (1999) som talar för att detta påstående endast stämmer under vissa omständigheter. Män och kvinnor påvisar systematiska skillnader vid vad författarna kallar *abstract gambles* – när de svarande fattar beslut i lotterisammanhang. Kvinnor anses då vara mindre riskbenägna än män när det gäller ökad vinstchans men visar större riskbenägenhet när det innebär en

reducerad förlust. Författarna genomförde även en undersökning där deltagarna fick fatta beslut utifrån finansiella vinster och förluster gällande försäkringar och investeringar, kallat *context treatment*. Resultatet differentierade synnerligen från lotteriundersökningen. När deltagarna fick kontext kunde ingen systematisk skillnad mellan män och kvinnor tydas.

I tidigare studier av Bajtelsmit och VanDerhei (1997) har författarna konkluderat att kvinnor i ett amerikanskt bolag påvisar mindre riskbenägenhet gällande deras pension. Kvinnor placerade i studien större delar av sina pensionstillgångar i fonder med lägre risk medan män i genomsnitt placerade en högre andel i högriskfonder. Studien kunde därför justera kontexten till att handla om likvida medel även om det fortfarande var av privat karaktär snarare än ur ett företagsperspektiv.

Det är därför tveksamt huruvida man kan anta att kvinnor är mindre riskbenägna eller inte. Studierna tyder på varierande resultat beroende på kontext och utformning. Det skiljer sig mellan studierna vilka problem och situationer som studiedeltagarna presenteras med. Därför kan även resultatet och jämförbarheten skiljas åt och antagandet att kvinnor fattar beslut utifrån andra förutsättningar i en sammansatt styrelse kan inte antas.

2.3 Undersökningsvariabeln

2.3.1 Andel kvinnor i styrelsen

Den omdiskuterade frågan huruvida kvinnor är mindre riskaverta än män och därmed fattar beslut utifrån andra förutsättningar blir en intressant vinkel på de något oförklarliga företagsförvärven som genomförs. Möjligen skulle en mer diversifierad styrelse med hänsyn till genus bidra till ett förändrat tillvägagångssätt vid genomförandet av förvärv. Flertalet faktorer påtalar att kvinnor förändrar dynamiken i styrelsens beslutsfattande. Likt Mishra och Jhunjhunwala (2013) förklarar Harjoto, Leksmana och Lee (2015) att en styrelse med fler kvinnor kan tillfredsställa fler av aktieägarnas behov. Detta beror enligt studien på att de tar mer effektiva beslut, kan introducera fler utomstående perspektiv och större kunskap.

2.4 Kontrollvariabler

2.4.1 Styrelsens storlek

Enligt Lipton och Lorsch (1992) har styrelseledamöter i stora styrelser svårt att uttrycka sina åsikter eftersom det finns ett begränsat antal styrelsemöten under ett år. De förespråkar

mindre styrelser för att uppnå effektivitet inom styrelsen och ledningen. På så vis kan de få styrelseledamöterna i större mån påverka styrelsebeslut och eventuellt vidare påverka beslut om företagsförvärv.

Att en mindre styrelse kan leda till bättre resultat hos ett företag instämmer även Jensen (1993) om. Författaren fortsätter med att det vid större styrelser är lättare för den verkställande direktören att influera och få mer makt vid beslutsfattande. Större styrelser kan därför bli mer påverkade av exempelvis hybris eller *empire building*. Eisenberg, Sundberg och Wells (1998) undersökning av finska företag resulterade också i ett negativt samband mellan styrelsens storlek och företagets avkastning. Detta stämmer överens med Jensens (1993) studie att små och medelstora styrelser ofta står i mindre affekt till problematiken av agentteorin.

Det skulle därför eventuellt vara lättare för kvinnor att influera mindre styrelser snarare än större styrelser. Storleken på styrelsen antar därför formen av en proxy för kvinnors inverkan på styrelsen och i sin tur budpremien. Storleken på styrelsen poneras därför ha en påverkan på budpremien.

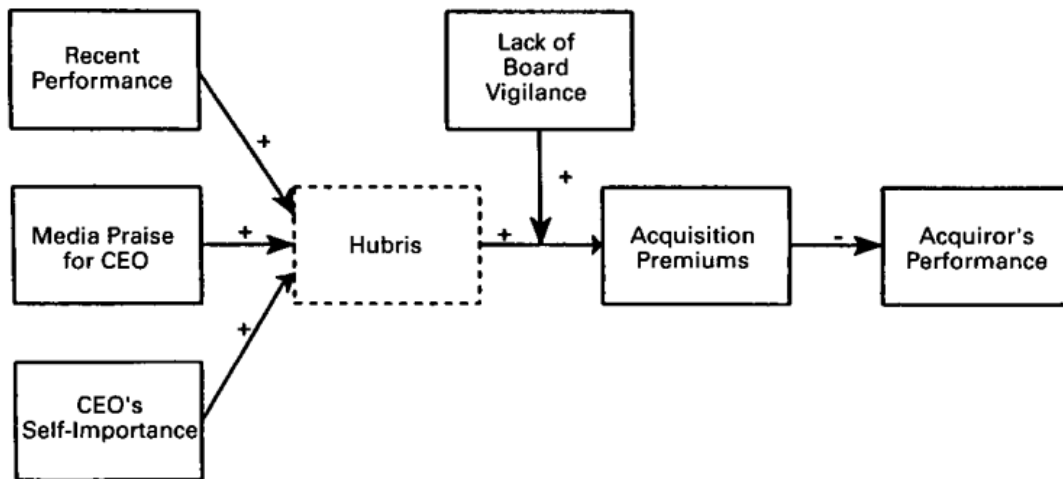
2.4.2 Verkställande direktör är även styrelseledamot i samma bolag

Med hänvisning till agentteorin där aktörer har olika önskemål kring hur företaget ska allokera resurser och investeringar inhämtas en kontrollvariabel i form av om företagets verkställande direktör ingår i styrelsen. Detta kan ha betydelse för genomförandet av förvärvet då tidigare studier påvisat att verkställande direktörer ofta upplevs drabbade av *empire building* alternativt hybrishypotesen.

Malmendier och Tate (2008) påstår att verkställande direktörer med övertro tenderar att överestimera sin förmåga att värdera kommande avkastning. De framhåller att detta resulterar i en övervärdering av företag vid förvärv och en hög budpremie vilket sedan innebär att förvärvet blir värdeförstörande. Därutöver kan detta beteendemässiga fenomen innebära sämre kvalitet vid genomförandet av företagsförvärven när intressenten har rikligt med intern finansiering. Malmendier och Tate (2008) finner också att deras studie komplimenterar tidigare bevisning att verkställande direktör med hybris i synnerhet gör värdeförstörande förvärv för sina aktieägare. Likt föregående studier anser Jensen (1993) att verkställande

direktör inte bör inneha plats som styrelseordförande i samma företag. Detta på grund av att det kan påverka effektiviteten hos styrelsen att verka i aktieägarnas intresse på grund av den verkställande direktörens egna intressen, vilket åskådliggörs i *figur 2*. I de företag där den verkställande direktören också har en plats i styrelsen förutses det ha en positiv påverkan på budpremien.

Figur 2: Hybrismodellen (Hayward & Hambrick, 1997)



2.4.3 ROA intressenter samt målföretag

ROA, *return on assets*, är ett sätt för att mäta företagets prestation som baseras på avkastning från tillgångar och används som avkastningsmått hos både intressenter och målföretag (Haslam et al., 2010).

Tidigare studier har både kunnat påvisa ett samband mellan andelen kvinnor i styrelsen och det objektiva redovisningsbaserade prestationsmått ROA. Haslam et al. (2010) genomförde en studie på topp 100 företagen på Londonbörsen (FTSE 100 index) mellan år 2001 och 2005. Författarna konstaterade likt flertalet tidigare studier att ingen relation mellan andelen kvinnor i styrelsen samt ROA och andra redovisningsbaserade prestationsmått kan återfinnas. Däremot kunde Brahma, Nwafor och Boateng (2021) visa motsatsen på samma marknad mellan år 2005 och 2016. De fann att sambandet mellan andel kvinnor och ROA blev mer entydigt när tre eller fler kvinnor var med i styrelsen. Om de blandade resultaten beror på en förändring mellan de redovisade tidsperioderna eller att Brahma, Nwafor och Boateng (2021) observerade en längre tidsperiod går inte att konstatera. I denna studie hanteras ROA som en indikerande variabel för andel kvinnor i bolagen och förutspås därför påverka budpremien

negativt för både målföretaget och intressenterna. Intressenterna förutspås mer benägna att genomföra förvärv av högpresterande företag för att undvika risken att göra värdeförstörande förvärv. Eftersom kvinnor kan associeras med ett högre ROA torde dessutom intressenter med en hög andel kvinnor vilja förvärva målföretag med en högre andel kvinnor.

2.4.4 Debt ratio (Totala skulder i förhållande till totalt kapital)

Enligt De Bodt, Cousin och Roll (2018) är skuld negativt korrelerat med överbudning vid förvärv. Föregående studier skulle dessutom ge empiriska bevis för Jensens teori *the free cash flow theory of takeovers* (1986). Nadeem, Suleman och Ahmeds (2019) fann i sin studie att företag i Storbritannien med högre representation av kvinnor i styrelsen har högre skuldsättning än de med färre eller ingen representation alls. Intressenter med högre *debt ratio* påvisar således mindre påverkan av överbudning än intressenter med lägre *debt ratio*. Denna variabel antas därför påverka budpremien negativt.

2.4.5 Tidigare ägande (toehold)

Tidigare ägande innebär att intressenterna äger en andel av målföretaget innan förvärvet av hela bolaget och används ofta för att initiera ett uppköp enligt Berk och DeMarzo (2020). Tidigare ägande kan därför innebära mer insikt i målföretaget vid värdering av den budpremie som betalas vid förvärv av hela bolaget. Detta påvisas bland annat av Bodt, Cousin och Roll (2018) som finner att tidigare ägande är negativt korrelerat med överpris vid budgivning.

Antagandet blir således relaterad till att ett tidigare ägande kan minska budpremien oavsett närvaron av kvinnor på grund av större insikt i målföretaget. Detta sammanfaller med att det inte anses finnas en skillnad mellan män och kvinnor vid värdering av det egna bolaget enligt Levi, Li och Zhang (2014). Tidigare ägande förutses därför påverka budpremien negativt.

2.4.6 Betalningsmetod

Vilken metod olika företag väljer för att betala förvärv kan vara av betydelse för hur stor budpremien blir. Även här kommer *the free cash flow theory of takeovers* enligt Jensen (1986) vara framträdandet eftersom förvärv finansierade med likvida medel och skulder kommer generera större fördelar än de som är finansierade med utbyte av aktier. Betalningsmetoden förväntas därför ha en positiv påverkan på budpremien, i synnerhet för

förvärv gjorda med likvida medel. Även Malmendier och Tate (2008) föreslår att övertro hos den verkställande direktören i intressenter med mycket likvida medel är negativt inställda till annan typ av finansiering av köp. Verkställande direktörer med övertro kan också förväntas binda mer likvida medel för framtida förvärv. Då övertro associeras med män antar denna kontrollvariabel en proxy för andel kvinnor i intressenterna. Vid betalning med likvida medel väntas därför ett positivt samband med en högre budpremie.

2.5 Hypotesformulering

Med avseende på vad tidigare forskning kommit fram till har följande hypotes formulerats:

H0: Andelen kvinnor i styrelsen hos intressenterna har en negativ påverkan på storleken av budpremien.

H1: Andelen kvinnor i styrelsen hos intressenterna har ingen påverkan på storleken av budpremien.

3 METOD OCH DATAINSAMLING

I kapitel tre redogörs och motiveras studiens tillvägagångssätt och insamling av data. Dessutom kommer tillförlitligheten av metoden att diskuteras samt statistisk undersökningsmetodik presenteras.

3.1 Val av metod

Studiens forskningsstrategi syftar till att bringa djupgående kunskap om kvinnors påverkan på budpremien under en vald tidsperiod. Därmed är den forskningsdesign som studien har av typen tvärsnittsstudie (Bryman & Bell, 2017). Studien baseras på finansiell teori och vid framtagning av information, vilken är avsedd att besvara frågeställningarna, används en kvantitativ forskningsansats där sekundärdata från 81 förvärv samlas in för att testas via regressionsanalys.

Studien tar avstamp i relevanta teorier vilka bygger på tidigare forskning kring sambandet mellan andel kvinnor i styrelser och budpremien. Då hypoteserna formuleras utifrån tidigare forskning och appliceras på den insamlade datan antar undersökningen en deduktiv ansats (Bryman & Bell, 2017).

3.2 Urval

För undersökningen av studien används sekundärdata. Datan som används kommer från ett flertal databaser för att kunna besvara studiens frågeställningar som formulerats i problemdiskussionen. Med tanke på att sekundärdata tillämpas saknas fullständig kontroll över data. Detta är något som kan leda till reliabilitetsproblem vilket diskuteras mer utförligt under metoddiskussionen.

Banker exkluderas från urvalet på grund av urvalsfel. Bankernas redovisningsprinciper differentierar sig från övriga bolag och anses därav inte vara representativa för urvalet. Fyra intressenter är, trots sökstrategin i Zephyr (*bilaga 2*), av utländsk karaktär vilka därav också exkluderas då de inte heller är representativa för urvalet.

3.2.1 Urvalskriterier

Studien genomförs med hjälp av ett flertal applicerade kriterier. Först och främst avgränsas en tidsperiod. Förvärvet ska vara genomfört mellan 2007-01-01 till och med 2021-12-31. Perioden har valts ut för att få ett brett urval men samtidigt inte gå för långt bak för att riskera datan blir bristfällig, vilket hade resulterat i ett större bortfall. Studien ämnar därför till att reflektera nutid utan effekten av en våg. Då genus är en ständigt tilltagande fråga och som på senare tid appliceras på allt fler kontexter i samhället antar detta en intressant nutida synvinkel på företagsförvärv.

Bolaget som genomför förvärvet ska vara svenskt men kan vara såväl publika som privata bolag för att generera ett större urval. Levi, Li och Zhang (2014) har tidigare genomfört liknande studie på amerikanska bolag och Ravaonorohanta (2020) på kanadensiska bolag, därför kan denna studie bidra till att det geografiska gapet fylls.

Likt Levi, Li och Zhang (2014) är ett kriterium att bolaget inte får inneha mer än 50 procent av målföretaget innan förvärvet genomförs. Vid ett större innehav av aktierna har intressenterna mer insyn vilket vidare kan leda till en större påverkan på budpremien. Gränsen på 50 procent anses emellertid vara relevant för denna studie med stöd i tidigare studier. Efter avslutat förvärv ska intressenterna inneha 100 procent av aktierna i målföretaget. Uppköpet ska vara genomfört med aktier eller likvida medel som betalningsmetod alternativt en blandning av flera betalsätt, för vilket det återfinns stöd i Levi, Li och Zhang (2014).

Ovan angivna kriterier genererar ett urval på 101 enligt sökstrategin i Zephyr, se *bilaga 2*, och därefter har två banker exkluderats samt fyra intressenter av utländsk karaktär. Det slutliga urvalet består av 95 förvärv.

3.2.2 Databasinsamling och databehandling

Databasen Zephyr används för att få fram vilka transaktioner som genomförts under vald tidsperiod och avser därmed grunden för studien. Orbis, Retriever Business och S&P Capital IQ bidrar därefter med information som Zephyr saknar, för att ge fullständig information till undersökningen. Databaserna tillför olika data och används som komplement till varandra och bidrar till att tillräcklig information urskiljs för att kunna besvara studiens

frågeställningar. Flertalet svenska bolag har bytt namn under perioden vilket försvårat datainsamlingen. Genom inhämtning av vidare information från Retriever Business kunde årsredovisningar med det tidigare bolagsnamnet säkerställas och påverkar därför inte studien.

Tabell 1: Tillämpade databaser

Databas	Data
Zephyr	Affärs-status, Publika/Privata bolag, Betalningssätt, Affärstyp, Tidsperiod, Land intressenter, Tidigare ägande, Budpremie, Offertpris för affären
Orbis	ROA vinst/förlust före skatt (%), Totala tillgångar SEK, Totala skulder SEK
Retriever Business	Årsredovisning svenska bolag, Befattningshavare i svenska bolag
S&P Capital IQ	Årsredovisning utländska bolag, Befattningshavare utländska bolag

Zephyr är en databas inriktad specifikt på sammanslagningar av företag samt företagsförvärv vilket utgör basen för den framtagna datan. I databasen återfinns detaljerad information angående förvärven, bland annat informationen angiven i *tabell 1*. Däremot har denna databas ett fåtal bristfälligheter som inte kan inkluderas vid inhämtning av data. Viss finansiell information samt styrelsesammansättningar har inte kunnat inhämtas och kompletteras därför med information från databasen Orbis.

Orbis bidrar med finansiell information för urvalet, såsom information angående totala tillgångar, totala skulder och nyckeltal. Retriever Business samt S&P Capital IQ har liknande funktioner. Från Retriever Business inhämtas data för svenska bolag rörande vilka som har suttit med i styrelsen vid tidpunkten innan förvärvet, och för att erhålla finansiell information för de bolag Orbis saknar uppgifter om. S&P Capital IQ används i liknande sammanhang men för de utländska bolagen. Likt Retriever Business inhämtas även finansiell information i de publicerade årsredovisningarna. Även styrelsens sammansättning innan genomfört förvärv hämtas från S&P Capital IQ för de utländska bolagen.

Ur datan urskiljs ett antal extremvärden. Denna data behandlas genom winsorizing av extremvärdena med 5 procent i vardera änden – i 5:e percentilen samt i 95:e percentilen. De variabler som genomgår winsorizing är budpremie, beroende variabeln samt de två kontrollvariablerna ROA och *debt ratio*.

3.2.3 Bortfall

Datarensning leder till bortfall ur vårt ursprungliga urval på 95 slutförda förvärv. På grund av ofullständig information vid inhämtning av data exkluderas 14 slutförda förvärv. En analys görs av de företag som exkluderats på grund av ofullständig information i den framtagna datan för att försäkra sig om att någon systematisk påverkan för studien inte återfinns.

3.2.3.1 Bortfallsanalys

Vid behandling av data har bortfall skett på grunderna att databaserna inte kunnat generera den eftersökta informationen om styrelsens sammansättning och nödvändig finansiell information såsom ROA, totala skulder och dylikt. Av de 14 förvärv som exkluderas finns en stor spridning i urvalet för när förvärvet genomförts, bortfallet påverkar således inte spridningen i studiens totala urval i någon större utsträckning. Däremot är bortfallet för år 2007 större än övriga år med fyra bortfall. Totalt innan bortfall består urvalet av nio genomförda förvärv 2007. Bortfallet får däremot ingen systematisk påverkan på resultatet eftersom det även finns en spridning av budpremien inom det berörda året och även bortfallet innehöll stor spridning. Att bortfallet är större detta år kan bero på att information av naturliga skäl blir mer svåråtkomlig längre bak i tiden.

Med ovanstående argumentation anser författarna att urvalet, trots nämnda bortfall, utgör en representativ bild av populationen. Då bortfallet inte anses vara av systematisk karaktär förutsätts ett slumpmässigt urval.

3.3 Beroende variabel

Studiens beroende variabel är budpremien. Budpremien mäts i procent av det förvärvade bolagets marknadspris vid förvärvstillfället och som intressenterna betalar utöver marknadspriset. Budpremien hämtas från databasen Zephyr för samtliga förvärv. Enligt

Bureau van Dijk (n.d) är budpremien beräknad med ett genomsnitt av aktiepriset av följande tidsperioder:

- Tre månader före rykte angående förvärv
- Tre månader före tillkännagivande
- En dag före rykte och tillkännagivande
- En vecka efter genomfört förvärv
- En månad efter genomfört förvärv

Däremot finns det en viss risk enligt Asquith (1983) att rykten angående förvärvet kan ha en inverkan på aktiepriset och därmed påverka den slutgiltiga budpremien. Vidare kan det argumenteras för att en längre tidsperiod kan tillämpas vid beräkningen av budpremie för att dels undvika eventuell påverkan av rykten, och dels justera för andra påverkansfaktorer i aktiepriset. Däremot skulle en sådan beräkning kunna bli missvisande och något godtycklig.

Beroende variabel: *Budpremie_i*

3.4 Undersökningsvariabel och kontrollvariabler

Tidigare studier av amerikanska förvärv har utgått från liknande variabler. Levi, Li och Zhang (2014) utgick från nedanstående regression, se *figur 3*.

Figur 3: Regression enligt Levi, Li och Zhang (2014)

$$\begin{aligned} \text{Bid Premium}_i = & \alpha_0 + \beta_1 \text{Bidder fraction of female directors}_i + \beta_2 \text{Target fraction of female directors}_i \\ & + \beta_3 \text{Bidder board size}_i + \beta_4 \text{Bidder fraction of independent directors}_i \\ & + \beta_5 \text{Bidder CEO being COB}_i + \beta_6 \text{Target board size}_i \\ & + \beta_7 \text{Target fraction of independent directors}_i \\ & + \beta_8 \text{Target CEO being COB}_i + \text{Other Controls} + e_i \end{aligned}$$

Flertalet av dessa variabler används även i denna studie. Flera bakomliggande studier samt teoretiska ramverk påvisar även att dessa variabler har en påverkan på budpremien. Även Ravaonorohanta (2020) tillämpar ett flertal av de använda variablerna. Däremot utesluts flera variabler under denna studie på grund av brist på bakomliggande studier och teori kring dess eventuella påverkan på regressionen. *Bidder/target fraction of independent directors*, det vill säga andel oberoende styrelseledamöter för intressenter samt målföretag, exkluderas på grund av databasernas utformning och ingen differentiering görs för oberoende styrelseledamöter.

Vi finner jämväl att det inte finns något starkt incitament i tidigare studier att hämta denna data separat.

De oberoende variablerna som används för vidare analys är följande: (1) andel kvinnor i styrelsen, intressenter samt målföretag (2) styrelsen storlek, intressenter samt målföretag (3) verkställande direktör en del av styrelsen, intressenter (4) ROA, intressenter samt målföretag (5) *debt ratio*, intressenter (6) tidigare ägande, intressenter (7) betalningsmetod.

3.4.1 Variabler relaterade till styrelsen

Andelen kvinnor i styrelsen, styrelsens storlek samt om den verkställande direktören är en del av styrelsen är inhämtad data från den senast valda styrelsen innan slutfört förvärv. Informationen hämtas från Retriever Business alternativt S&P Capital IQ. Andel kvinnor i styrelsen samt styrelsens storlek hämtas för både intressenter samt för målföretaget. Om den verkställande direktören är en del av styrelsen hämtas enbart för intressenterna. Den oberoende variabeln *verkställande direktör är en del av styrelsen* behandlas som en dummyvariabel där noll (0) innebär att den verkställande direktören inte är en del av styrelsen. Medan om påståendet stämmer tilldelas det slutförda förvärvet siffran ett (1).

3.4.2 Finansiella prestationsmått

I studien tillämpas två finansiella prestationsmått som variabler – ROA och *debt ratio*. I *avsnitt 2.4.3* presenteras de förutsättningar som är relevanta för användningen av ROA i regressionen. Denna variabel är även tillämpad i studien gjord av Levi, Li och Zhang (2014). För att göra måttet mer jämförbart mellan branscher samt länder då skattesatsen kan variera används resultat före skatt i täljaren (Fraser & Ormiston, 2013). Variabeln som tillämpas i denna studie baseras på formel (1):

$$ROA \text{ vinst/förlust före skatt } \% = \frac{\text{Resultat före skatt}}{\text{Totala tillgångar}} \quad (1)$$

Prestationsmättet hämtas från databasen Orbis. Värdet är uppmätt den sista december året innan slutfört förvärv. För målföretaget används den sista fullständiga årsredovisningen innan förvärv.

Debt ratio kalkyleras genom att inhämta totala skulder samt totala tillgångar från databasen Orbis. Både Ravaonorohanta (2020) samt Levi, Li och Zhang (2014) tillämpar detta mått i sina studier. Till skillnad från ROA används detta mått enbart för intressenterna. Likt ovan är värdet uppmätt för den sista december året innan slutfört förvärv.

Som variabel i denna studie kommer formel (2) att användas:

$$Debt\ ratio = \frac{Totala\ skulder}{Totala\ tillgångar} \quad (2)$$

3.4.3 Tidigare ägande

Tidigare ägande ska vara mindre än 50 procent innan genomfört förvärv. Denna variabel behandlas som en dummyvariabel där noll (0) tillämpas för intressenter som inte har tidigare ägande i målföretaget och ett (1) för de intressenter som har ett tidigare ägande i målföretaget, likt användningen av variabeln i Levi, Li och Zhangs (2014) studie.

3.4.4 Betalningsmetod

De betalningsmetoder som inkluderas är de mest utbredda metoderna, det vill säga betalning med likvida medel, aktier och blandad betalningsform. Betalningen i urvalet avgränsas till tre metoder (i) enbart likvida medel, (ii) enbart aktier och (iii) blandad betalningsmetod där antingen likvida medel eller aktier är inberäknat. Betalningsmetoderna appliceras enligt Dougherty (2011) som två dummyvariabler i regressionen samt en referensgrupp som inte är med i regressionen för att undvika multikollinearitet. Dummyvariablerna jämförs därefter mot den angivna referensgruppen för tolkning av resultatet (Dougherty, 2011). För dummyvariablerna gäller följande: Ett (1) innebär att förvärvet genomförts med aktier eller blandad betalning, och noll (0) signalerar att förvärvet genomförts med något av de andra betalningsmetoderna. Referensgruppen bör enligt Dougherty (2011) vara den största kategorin. För denna studie kommer därav likvida medel vara referensgruppen då variabeln innehåller flest antal slutförda förvärv. Detta innebär att enbart betalning med aktier samt blandad betalning inkluderas i regressionen.

3.4.5 Sammanställning av de oberoende variablerna

Tabell 2: Sammanställning av de oberoende variablerna

Oberoende variabel	Definition
<i>Andel kvinnor</i>	Antal kvinnor i styrelsen delat på totalt antal styrelseledamöter
<i>Storlek styrelse</i>	Antal styrelseledamöter
<i>VD styrelseledamot</i>	Dummy för när verkställande direktör i ett bolag även är styrelseledamot i bolaget
<i>ROA</i>	Return on assets – Resultat före skatt dividerat på totala tillgångar
<i>Debt ratio</i>	Total skuld dividerat med totala tillgångar
<i>Tidigare ägande</i>	Tidigare ägande mätt i procent
<i>Likvida medel</i>	Referensgrupp och inte inkluderad i regression
<i>Enbart aktier</i>	Dummy för när betalning är gjord enbart med aktier
<i>Blandad betalning</i>	Dummy för när betalning är gjord med blandade betalningssätt

3.5 Statistisk undersökningsmetodik

3.5.1 Multipel regression

Det tillvägagångssätt som används för att undersöka om det finns ett statistiskt samband mellan variablerna är multipel regressionsanalys. En multipel regressionsanalys beskrivs enligt Baltagi (2021) som ekonomiska samband som har mer än bara en förklaringsvariabel, vilket är väl överensstämmande för studiens konstruerade variabler i *avsnitt 3.3* samt *3.4*. Enligt Brooks (2014) ska den beroende variabeln anta ett slumpmässigt värde, det vill säga vara av stokastisk karaktär, medan de oberoende variablerna ska vara av icke-stokastisk karaktär. För den aktuella studien är budpremien den beroende variabeln, andel kvinnor i intressenternas styrelse är undersökningsvariabeln och det finns ett flertal kontrollvariabler som därav gör en multipel regression aktuell och tillämpningsbar för studien. Baltagi (2021) beskriver en multipel regression enligt följande formel (3):

$$y_i = \alpha + \beta_2 x_{2i} + \beta_3 x_{3i} + \dots + \beta_k x_{ki} + u_i \quad (3)$$

y = beroende variabel
 i = antal observationer
 x = oberoende variabel
 α = intercept

β = koefficient
 k = antal förklarande variabler
 u = felterm / residual

Vilket kan appliceras på den aktuella studien med följande formel (4):

$$\begin{aligned}
 \text{Budpremie} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{andel kvinnor styrelse intressenter} + \\
 & + \beta_2 \text{andel kvinnor styrelse målföretag} + \\
 & + \beta_3 \text{storlek styrelse intressenter} + \beta_4 \text{storlek styrelse målföretag} \\
 & + \beta_5 \text{VD styrelseledamot intressenter} + \beta_6 \text{ROA intressenter} + \\
 & + \beta_7 \text{ROA målföretag} + \beta_8 \text{Debt ratio intressenter} + \\
 & + \beta_9 \text{tidigare ägande} + \beta_{10} \text{enbart aktier} + \beta_{11} \text{blandad betalning} \quad (4)
 \end{aligned}$$

3.5.2 Minsta-kvadrat-metoden och regressionsdiagnostik

För att modellen ska vara användbar finns sex antaganden som behöver uppfyllas för att kunna tillämpa minsta-kvadrat-metoden. Minsta-kvadrat-metoden används för att minimera summan av de kvadratiska feltermerna. Tillvägagångssättet används när en kontinuerlig variabel agerar beroende variabel (Wooldridge, 2009). Detta stämmer väl överens med denna studie eftersom budpremien är en sådan variabel. För att ta reda på om antagandena håller för regressionsmodellen utförs diagnostiska tester.

Antagande ett: $y_i = \alpha + \beta_2 x_{2i} + \beta_3 x_{3i} + \dots + \beta_k x_{ki} + u_i$. Wooldridge (2009) framhåller att variablerna ska uppfylla en linjär funktion. Antagandet testas genom ett Ramsey RESET Test. Detta test visar om det finns variabler som inte uppfyller kravet för linjäritet (Wooldridge, 2009). Om något av värdena visar signifikans åskådliggör detta en typ av icke-linjäritet och nollhypotesen förkastas (Dougherty, 2011).

Antagande två: $E(u_i) = 0$ för alla i . Medelvärdet av feltermen, residualen, ska vara lika med noll. Detta kriterium kommer alltid att uppfyllas så länge det finns en konstant som ingår i

den tillämpade formeln för regressionen (Brooks, 2014). Detta antagande är därav inte nödvändig att testa enligt Brooks (2014) då formeln för vår studie innehåller ett intercept (0) och är en konstant term.

Antagande tre: $var(u_i) = \sigma^2 < \infty$, testar för homoskedasticitet, att variansen av feltermen ska vara konstant för alla observationer i (Brooks, 2014). Om detta inte uppfylls uppstår det heteroskedasticitet (Dougherty, 2011). Detta testas via White test, vilket går ut på att undersöka ett eventuellt samband av de oberoende variabelernas varians och feltermen. Överstiger p-värdet signifikansnivån kan homoskedasticitet konstateras och nollhypotesen kan inte förkastas. Om heteroskedasticitet förekommer kan detta bero på ett litet urval där uteliggare förekommer och rubbar modellen. (Brooks, 2014).

Antagande fyra: $cov(u_i, u_j) = 0$ för $i \neq j$, kovariansen mellan feltermerna ska vara lika med noll och därmed okorrelerade (Brooks, 2014). Om detta inte uppfylls kommer autokorrelation att uppstå. Autokorrelation förekommer främst i tidsserieanalyser (Wooldridge, 2009), och testas därför inte på studiens regression.

Antagande fem: De oberoende variabelerna, x , ska inte vara av stokastisk karaktär och inget exakt linjärt samband mellan de oberoende variabelerna ska återfinnas (Brooks, 2014). Detta kontrolleras med hjälp av en korrelationsmatris. Skulle korrelationen mellan två variabler överstiga 0,8 eller understiga -0,8, en tumregel, bör man utesluta en av variabelerna för att inte multikollinearitet ska uppstå. Vidare görs ett test med namn *Variance inflation factor (VIF)* för att se så att inte korrelationen utgör vidare problem. Testet utgår från referensvärdet 10, vilket betyder att om det överskrids anses det vara ett problem (Wooldridge, 2009).

Antagande sex: $u_i \sim N(0, \sigma^2)$ feltermerna, u , ska vara normalfördelade. Antagandet innebär att ju större urvalet av observationer är, desto mer normalfördelad kommer fördelningen att bli. Vidare används ett test med namn *Jarque-Bera* för att pröva antagandet. Testet mäter skevheten samt kurtosis (hur sannolika de extrema värdena är) på observationerna och jämför det med hur det i teorin borde se ut om de vore normalfördelade. Enligt antagandet förutsätts det att feltermerna är normalfördelade, och detta innebär att ingen korrelation mellan

y-värdena får uppstå. Värdet måste överstiga signifikansnivån för att inte nollhypotesen ska förkastas (Brooks, 2014).

Om ovan sex antagande inte skulle uppfyllas finns en rad åtgärder som kan tillämpas. För antagande tre och fyra kan robusta standardfel tillämpas (Brooks, 2014). Vidare för antagande ett samt fem kan winsorizing eller uteslutande av uteliggare vara aktuellt (Wooldridge, 2009). Då urvalet har flera uteliggare som kan påverka minsta-kvadrat-metoden behandlas de med winsorizing för att säkerställa linjäritet.

Något som även kan bli problematiskt för den multipla regressionen är att en liten urvalsstorlek kan leda till stora variationer i urvalet vilket kan påverka korrelationen i de oberoende variablerna (Wooldridge, 2009).

3.5.2.1 Sammanställning av statistiska test

Nedan framgår en sammanställning av genomförda statistiska test enligt ovan i *avsnitt 3.5.2*.

Tabell 3: Sammanställning av statistiska test

Kriterium	Förhållande	Test
1	<i>Icke-Linjäritet</i>	Ramsey RESET test
3	<i>Heteroskedasticitet</i>	White test
5	<i>Multikollinearitet</i>	Korrelationsmatris, Variance inflation factor
6	<i>Normalfördelade felterm</i>	Jarque-Bera

3.5.3 Signifikansnivå

I denna studie tillämpas en signifikansnivå på fem procent. Signifikansnivån avgör när nollhypotesen kan förkastas eller inte förkastas. Förkastning sker om p-värdet understiger signifikansnivån (Brooks, 2014). En femprocentig signifikansnivå är av adekvat storlek för denna typ av studie då Brooks (2014) menar att en enprocentig signifikansnivå enbart bör användas för stora urval samt fem procent hör till vanligheterna att tillämpa.

3.5.4 Förklaringsgrad

Förklaringsgraden, betecknad R^2 , definieras som kvadratsumman av korrelationskoefficienten mellan y och \hat{y} . Förklaringsgraden visar hur bra modellen passar den data som applicerats i modellen och ska ligga mellan noll (0) och ett (1). Ju högre korrelation, desto mer välanpassad data för regressionen. Motsatsen gäller för lägre korrelation, nära noll (0), (Brooks, 2014). Ett problem som Baltagi (2021) tar upp med förklaringsgraden är att genom att addera extra variabler till regressionen kan man enbart förbättra förklaringsgraden och i värsta scenario förblir förklaringsgraden densamma trots att variabeln inte tillför något till modellen. Modellen fallerar aldrig med ovan anledning trots att signifikans inte kan påvisas, vilket leder till ett missvisande resultat (Baltagi, 2021).

Detta problem kan avhjälpas med hjälp av den justerade förklaringsgraden, \bar{R}^2 . Den justerade förklaringsgraden tar hänsyn till variabler som inte tillför något och sänker i stället förklaringsgraden om ytterligare en variabel adderas som inte bidrar till något för regressionsmodellen (Brooks, 2014). Denna studie kommer därför ta hänsyn till den justerade förklaringsgraden.

3.6 Metoddiskussion

Studiens interna validitet avser om fenomenet som undersökningen ämnar mäta är det som faktiskt mäts (Bryman & Bell, 2017). Detta säkerhetsställs genom att använda metoder som är väl erkända inom forskningsområdet, bland annat ett liknande tillvägagångssätt som Levi, Li och Zhangs (2014) variabler i regressionen. Det har likväl uteslutits en del variabler med anledning av att de inte bidrar till att svara på frågeställningen och att teorin kring dessa varit bristfällig, vilket hade försvagat denna undersökning. För att vidare säkerställa undersökningens interna validitet görs kontrolltester för att styrka regressionen med minsta-kvadrat-metoden vilka återfinns i *avsnitt 3.5.2*. En regression med minsta-kvadrat-metoden är även den mest etablerade metoden för att undersöka förhållandet mellan en beroende variabel och flera kontrollvariabler. Testerna kontrollerar och justerar för heteroskedasticitet, autokorrelation, multikollinearitet, normalfördelade feltermar och säkerställer ett linjärt samband.

Den externa validiteten syftar till studiens generaliserbarhet, det vill säga användbarhet i andra kontexter (Bryman & Bell, 2017). Åren 2007 till 2021 innebär en längre tidsperiod,

vilken innefattar både hög- och lågkonjunkturer, slutet av den sjätte *förvärvsvågen*, finanskrisen och COVID-19 pandemin. Genomförandet av en tvärsnittsstudie, och dessutom över olika branscher och typer av bolag, bidrar till god generaliserbarhet. Dock kan det uppmärksammas att landspecifika faktorer kan påverka generaliserbarheten. I detta fall undersöks endast Sverige, och det faktum att Sverige har en hög sysselsättningsgrad bland kvinnor samt en relativt hög andel kvinnor i styrelser i jämförelse med övriga världen, kommer att påverka generaliserbarheten.

Reliabilitet redogör för studiens tillförlitlighet. En god reliabilitet innebär att undersökningen ska kunna replikeras med samma resultat utan att påverkas av tillfälliga betingelser (Bryman & Bell, 2017). För att säkerställa en god reliabilitet baseras undersökningen på vedertagna modeller, såsom hybrishypotesen, agentteorin samt synergihypotesen. Vidare är data inhämtat från samma databaser med identiskt insamlings sätt för att garantera att beräkningar för de olika variablerna inte skiljer sig mellan de olika förvärven. Den data som tvingades hämtas på andra sätt kommer från offentliga årsredovisningar granskade av revisorer. Robusthetstest, såsom stickprov, görs på den hämtade data från databaser och jämförs mot årsredovisningar för att konstatera tillförlitligheten i studien.

3.6.1 Datakritik

Båda databaserna Zephyr och Orbis är utgivna från Bureau van Dijk (Bureau van Dijk, n.d. a) vilket är ett dotterbolag till moderbolaget Moody's (n.d). Stickprov har genomförts på siffror från de båda databaserna vilka stämts av mot offentlig årsredovisning och antas därför hög tillförlitlighet. Däremot riktas kritik mot Zephyr då samma sökning, enligt tidigare angivna kriterier, gav något olika resultat med ett par dagars mellanrum.

Orbis saknar information i databasen hur de beräknat de olika nyckeltalen och även specifikationer som huruvida siffror är hämtade från moderbolaget eller koncernen uteblev. Specificerande av Orbis nyckeltal kunde däremot inhämtas från en manual som Bureau van Dijk (n.d. b) publicerat. Då Orbis endast ger Lunds universitet begränsad åtkomst till visst material har årsredovisningar, trots dess existens i Orbis, krävt inhämtning från andra källor.

Retriever Business, utgiven av Retriever Sverige AB (Retriever Group, n.d), samt S&P Capital IQ, utgiven av McGraw Hill Financial (S&P Global, n.d), har som tidigare nämnts

liknande funktion för studien. I enstaka fall då ingen av dessa databaser kunnat bidra med tillräcklig information har även årsredovisningar hämtats från företagens egna hemsidor, och i ett förekommande fall har även årsredovisningen inhämtats från U.S. Securities and Exchange commission (SEC).

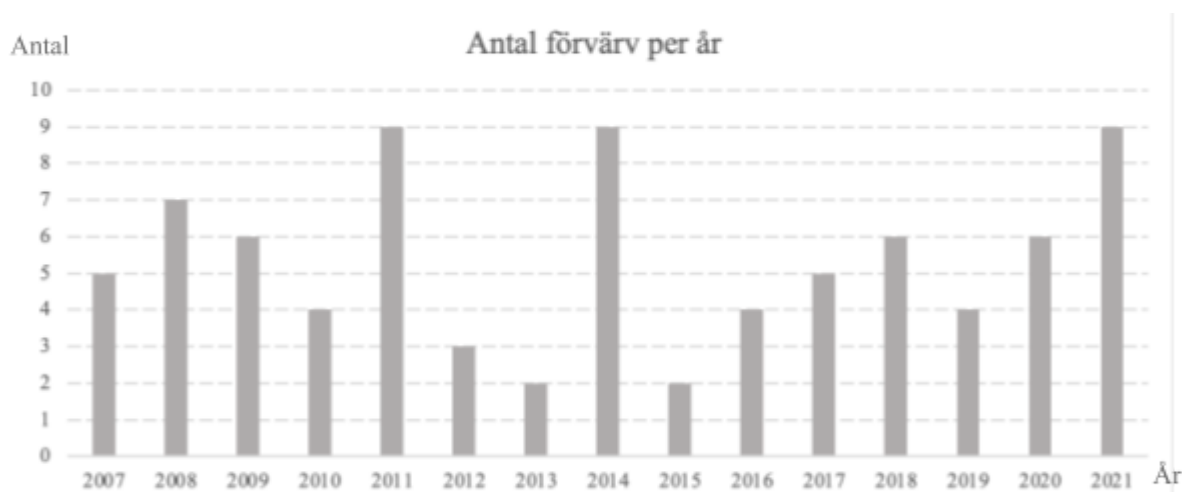
4 EMPIRISKA RESULTAT

I följande kapitel presenteras studiens resultat. Först kommer den deskriptiva statistiken att presenteras följt av regressionsdiagnostik innan kapitlet avslutas med regressionsmodellen som prövar hypoteserna.

4.1 Deskriptiv statistik

Studien inkluderar, som tidigare nämnts i *avsnitt 3.2*, 81 slutförda förvärv mellan 2007 och 2021. *Figur 4* visar fördelningen av genomförda förvärv årsvis. Trots att tidsperioden inte omfattar någon förvärvsvåg finns det vissa år som utmärker sig i antal förvärv. 2011 och 2014 har stor förvärvsaktivitet som efterföljs av ett år med mindre förvärvsaktivitet. 2011 och 2014 tillsammans med år 2021 står för nästintill en tredjedel av urvalet.

Figur 4: Antal slutförda förvärv mellan 2007 och 2021 som uppfyller studiens urvalskriterier

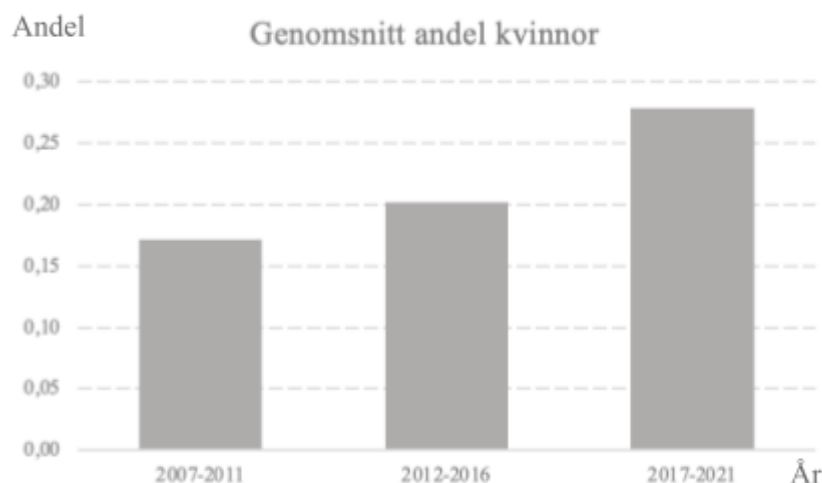


Vidare statistik visar ett medelvärde på cirka 23,6 procent i budpremie. Däremot fluktuerar det mellan 151 procent och minus 41,5 procent. 151 procent ligger dock i den 99-nde percentilen och vid bearbetning av uteliggare ligger snarare minimum på minus 16,8 procent och maximum på 61 procent. Medelvärdet sjunker därför något till 21,9 procent, se *bilaga 3*. I bilagan syns även fördelningen av budpremien, det finns en hög topp runt medelvärdet vilket stämmer väl överens med en hög kurtosis som enligt Brooks (2014) signalerar leptokurtisk fördelning där det finns ett högt antal observationer runt medelvärdet men “svansarna” är bredare än en normalfördelningskurva.

I flera observerade fall finns det inga kvinnor i styrelsen. Dessa företag står för 32 procent av urvalet och är till antalet 26 observationer. Endast ett företag har en styrelse med 100 procent kvinnor. Vid 16,6 procent finns en samling med 7 observationer och vidare vid 20 procent finns 10 observationer. Medelvärdet för andel kvinnor i de observerade fallen är cirka 21,8 procent vilket är lägre än genomsnittet för andel kvinnor i styrelsen i de största börsnoterade företagen i Sverige. För andelen kvinnor i målföretaget ligger medelvärdet på 16,2 procent, se *bilaga 4*. Precis som i Levi, Li och Zhang (2014) påvisar målföretaget ett något lägre medelvärde är intressenterna. Likväl i målföretaget är medelvärdet lägre än genomsnittet för svenska bolag.

Vid vidare undersökning av andelen kvinnor utläses en uppåtgående trend fördelat per femårsperiod. För de första fem åren är genomsnittet 17,2 procent och påföljande femårsperiod 20,2 procent. Vid den senaste perioden ökar andel kvinnor i genomsnitt tämligen mycket gentemot föregående två perioder. Andelen kvinnor ökar med nästan åtta procentenheter till 27,8 procent. Trots att genomsnittet inte motsvarar medelvärdet för de största svenska börsnoterade bolagen kan man återfinna en uppåtgående trend, se *figur 5*, av andel kvinnor i styrelsen, likt trenden i *figur 1*.

Figur 5: Andel kvinnor intressenter



De finansiella prestationsmåttarna ROA och *debt ratio* saknar för intressenterna vissa observationer på grund av brist på information kring bolagens tillgångar och skulder. Data för ROA avseende målföretaget är däremot fullständig. Likt budpremien innefattar observationerna flertalet extremvärden som behandlas genom winsorizing. ROA hos

intressenterna har ett positivt medelvärde på 0,6 procent (14,6 procent vid winsorizing) även om det finns observationer som påvisar en negativ ROA, det vill säga en negativ avkastning på tillgångar hos intressenterna. Däremot är medelvärdet för målföretagens ROA negativ (-1,6 procent) trots att minimum och maximum liknar statistiken för intressenterna. *Debt ratio* har ett medelvärde på 47,5 procent.

De värden som presenteras som dummyvariabler är betalningssätt, tidigare ägande och huruvida intressenternas verkställande direktör också är styrelseledamot. Likvida medel är det vanligaste betalningssättet bland observationerna med 62 procent av det totala antalet. Endast 10 procent av de genomförda förvärven har gjorts med ett blandat betalsätt och vidare har 25 procent gjorts med aktier som betalningssätt.

Tidigare ägande observeras endast i 12 av 81 fall. Majoriteten av förvärven har därför varit uppköp av bolag från inget ägande till fullt ägande. I nästan hälften hos alla intressenter är den verkställande direktören styrelseledamot.

Tabell 4: Dummyvariabler betalningssätt

Betalningssätt	Frekvens	Andel
All cash	48	59%
All stock	20	25%
Blandad	10	12%
Saknade observ.	3	4%
	81	100%

Tabell 5: Övriga Dummyvariabler

Övriga dummies	Frekvens	Andel
Toehold	12	15%
VD styrelseledamot	38	47%

4.2 Diagnostiska tester

Regressionsmodellen som används i studien har som tidigare nämnts i *avsnitt 3.3.3* genomgått tester för att kontrollera att alla kriterier uppfylls för genomförandet av en regression genom minsta-kvadrat-metoden.

4.2.1 Icke-linjäritet

Ramsey RESET test, *bilaga 5*, som genomförs på studiens regression visar på ett p-värde på 0,6611 vilket överstiger signifikansnivån på fem procent. Med andra ord kan inte nollhypotesen förkastas och linjäritet kan konstateras.

4.2.2 Heteroskedasticitet

Om homoskedasticitet förekommer testas genom *White test*, se *bilaga 6*. Testet visar att p-värdet är över signifikansnivån på fem procent och därmed kan nollhypotesen inte förkastas. Detta betyder att ingen heteroskedasticitet förekommer och att feltermerna är konstanta.

4.2.3 Multikollinearitet

För att testa multikollinearitet genomförs ett test för Variance inflation factor (VIF) samt konstrueras en korrelationsmatris. Testet för VIF, se *bilaga 7*, visar att ingen av variablerna är i närheten av referenspunkten 10, högst uppmätta är 1,57 och ett medelvärde för samtliga variabler uppmätts till 1,27. Med dessa angivna värden kan det därav konstateras att ingen multikollinearitet förekommer med god marginal. I *bilaga 8* återfinns en korrelationsmatris. Inget värde överstiger 0,8, och därav behöver ingen oro för multikollinearitet väckas. Den högst uppmätta korrelationen är 0,3723 mellan ROA för intressenterna och ROA för målföretaget.

4.2.4 Normalfördelade felterm

För att kontrollera att regressionen har normalfördelade felterm genomförs Jarque-Bera testet, *bilaga 9*. Det går att utläsa ett p-värde som med stor marginal överskrider signifikansnivån på fem procent, vilket innebär att nollhypotesen inte kan förkastas. P-värdet för testet uppmättes till 0,9387. Med andra ord kan man konstatera att de oberoende variablerna är normalfördelade, vilket beskrivs av *bilaga 9*.

4.3 Hypotes

Nedan presenteras regressionsmodellen med samtliga variabler. Detaljerad information för regressionen återfinns i *bilaga 10*.

Följande värden genomgår winsorizing: budpremie, ROA samt *debt ratio*. Som skådas i *tabell 6* återfinns ingen signifikans, det vill säga att inget värde underskrider signifikansnivån på fem procent, på varken den oberoende variabeln eller kontrollvariablerna.

Tabell 6: Regressionsmodell

Oberoende variabel	Koefficient	P-värde
<i>Andel kvinnor (intressenter)</i>	0,1908773	0,133
<i>Storlek styrelse (intressenter)</i>	0,0031123	0,734
<i>Andel kvinnor (målföretag)</i>	0,0098362	0,947
<i>Storlek styrelse (målföretag)</i>	-0,0133815	0,441
<i>VD styrelseledamot</i>	-0,048599	0,413
<i>ROA (intressenter)</i>	-0,1517578	0,480
<i>ROA (målföretag)</i>	-0,3589703	0,069
<i>Debt ratio (intressenter)</i>	-0,08687	0,422
<i>Tidigare ägande</i>	-0,0247443	0,729
<i>Bara aktier</i>	-0,1099865	0,074
<i>Blandad betalning</i>	0,0332442	0,636

Som tidigare nämnts ska förklaringsgraden befinna sig mellan noll (0) och ett (1). För den genomförda studien uppgår förklaringsgraden enligt regressionen till 0,1792 samt den justerade förklaringsgraden till 0,0119.

4.3.1 Nollhypotes

I hypotes ett (1) studerar författarna om det finns ett positivt eller negativt samband mellan kvinnor och budpremien. För att studera sambandet genomförs en regression varpå *tabell 6* visar på ett p-värde på 0,133, vilket överskrider signifikansnivån på fem procent. Det finns med andra ord inget samband mellan dessa två variabler och därav förkastas nollhypotesen. Eftersom en av frågeställningarna gäller om budpremien påverkas vid större andel kvinnor genomförs en korrelation mellan den beroende variabeln, budpremien, samt den oberoende variabeln, andelen kvinnor i styrelsen, för att närmare studera hur sambandet ser ut. Detta icke signifikanta samband kan även uttydas av *bilaga 11*.

5 ANALYS

I följande kapitel kommer de empiriska resultaten från ovan kapitel att analyseras. Analysen utgår ifrån tidigare teoretiska ramverk och frågeställningar studien baseras på.

5.1 Avsaknaden av statistiskt samband mellan budpremie och andel kvinnor

Studien visar att ingen signifikans går att konstatera mellan budpremien och andelen kvinnor i styrelsen vilket skiljer sig från Levi, Li och Zhangs (2014) tidigare genomförda studie. Det finns ett par anledningar som kan diskuteras påverka utfallet för denna specifika studie.

Den första anledningen som kan tänkas påverka resultatet är urvalet storlek. Tidigare studier har haft ett avsevärt större urval. Som kan ses i *figur 4*, finns det en avsaknad av kvinnor i styrelsen i en stor del av urvalet trots spridning. Man kan diskutera huruvida detta hade kunnat se annorlunda ut om urvalet varit av större skala. Denna fördelning skiljer sig därutöver markant från den statistik som tidigare redovisats av Europeiska jämställdhetsinstitutet (2022) där Sverige har ett genomsnitt år 2019 på 40 procent kvinnor i styrelsen gentemot urvalets medelvärde på 21,8 procent.

För att få en bredare förståelse av resultatet, och med tanke på det låga genomsnittet för andel kvinnor under studerad tidsperiod, undersöks den utveckling som skett under tidsperioden vidare då statistik från 2019 av förklarliga skäl inte är representativ för studiens tidiga urval. Det skulle även kunna vara en av anledningarna till att signifikans inte påvisas. Som kan utläsas av *figur 5*, åskådliggörs en uppåtgående trend vilken gör den senaste perioden mer representativ för andelen kvinnor i dagens styrelser i jämförelse med andelen i de två föregående perioderna. Det betyder att studiens genomsnitt blir påverkat av två mindre representativa perioder. Däremot skiljer sig fortfarande resultatet från Europeiska jämställdhetsinstitutets (2022) siffra på 40 procent med cirka 13 procentenheter. Detta skulle kunna bero på att urvalet i studien inkluderar både publika och privata bolag. Publika bolag är mer kontrollerade och kan därför påvisa ett annat resultat än de privata bolagen som inte är lika styrda av omvärlden. På grund av urvalets fåtaliga observationer i den sista femårsperioden kan ingen ny regression utföras, däremot kan man fundera på i ifall en kortare tidsperiod uppvisat ett annorlunda resultat.

Ytterligare en faktor som kan spela roll för utfallet är bolagens storlek som applicerats på studierna. Levi, Li och Zhangs (2014) genomförde sin studie på S&P 1500, det vill säga de 1500 största börsnoterade bolag i USA. Vår studie är gjord på både börsnoterade samt icke-börsnoterade bolag för att få ett bredare urval på vår marknad. Huruvida en studie med enbart börsnoterade svenska bolag hade förändrat resultatet eller signifikansen i regressionen kan ligga till grund för vidare undersökning.

En annan orsak till de stora skillnaderna kan vara det uppmätta tidsspannet, vilket även delvis går hand i hand med urvalets storlek. Levi, Li och Zhang (2014) genomförde sin studie mellan åren 1997 till och med 2009 vilket ingriper den sjätte förvärvsvågen med förhöjda förvärvstransaktioner (Gaughan, 2011). Eventuellt hade fler slutförda förvärv kunnat urskiljas under denna period, däremot hade en avsaknad av ett nutidsperspektiv varit en konsekvens av detta.

Vidare kan en möjlig grund till differentierade resultat vara beräkningen av budpremien. Beräkningen för denna studie kan skilja sig mot hur tidigare studier beräknat budpremien. Tidsperspektivet för beräkningen kan skilja såväl som justeringar för påverkansfaktorer.

5.2 Förklaringsgraden

Som beskrivet i *avsnitt 4.3* uppgår den justerade förklaringsgraden 1,19 procent. Detta är en låg förklaringsgrad och talet befinner sig nära noll.

Orsaken till utfallet av den låga förklaringsgraden kan bero på flera bakomliggande omständigheter. En av orsakerna kan enligt Brooks (2014) vara att datan inte är väl anpassad till modellen. Den andra möjliga förklaringen till utfallet skulle kunna vara att det är svårt att förklara budpremien med de yttre variabler som studien grundar sig i.

Modellen inkluderar totalt sett elva variabler, inklusive konstanten. Givetvis finns det fler variabler än dessa som kan vara av intresse att studera vid ett företagsförvärv men som i denna studie inte finner ett syfte för den angivna frågeställningen. Det är därav nödvändigt att göra en begränsning av antalet variabler som används. Att inkludera fler variabler hade höjt förklaringsgraden enligt Brooks (2014). Med tanke på att det finns flertalet påverkansfaktorer för budpremien utöver de som är inkluderad i studien, såsom branscher, är det svårt att

konstatera att den justerade förklaringsgraden hade ökat med fler variabler. Det är dock troligt att detta hade varit utfallet. Däremot är det naturligt för att besvara frågeställningen att variabler för intressenterna står i större fokus. Det finns däremot en risk att modellen för regressionen inte kunnat utläsa den viktiga informationen på variabler som påverkas av budpremien. Brooks (2014) nämner att det kan finnas variabler i modellen som inte har någon påverkan på budpremien och därmed drar ner den justerade förklaringsgraden. Det kan även finnas andra viktiga variabler som påverkar budpremien som inte är inkluderade i modellen och därav blir resultatet enligt ovan.

5.3 Beteendeteoretiskt perspektiv

Vid förvärv utgår studierna ofta från att anledningen varför förvärv genomförs är för att utvinna synergieffekter, alltså att synergihypotesen är närvarande. Varför detta senare ifrågasätts är för att bolag gör värdedeförstörande förvärv som i studier kunnat förutse. Dessa förvärv kan därför i efterhand tillskrivas hybris eller *empire building* som underliggande anledning till genomförandet. Synergihypotesen kan däremot samexistera med hybrishypotesen då syftet med genomförandet kan vara synergiutvinning men genomförandet färgas av hybris och övertro.

Utifrån Rolls hybristeori (1986) torde ett samband finnas mellan verkställande direktörens stol i styrelsen och budpremien. Däremot tycks detta vara ytterst individuellt och inte applicerbart på alla verkställande direktörer. Att denna variabel således inte är signifikant är inte i sig något som motbevisar hybristeorin men heller inte bekräftar den utan snarare inte kunde påvisas i detta urval. Då företag redan övervärderar bolag trots att marknaden anses vara effektiv och därmed misslyckas utvinna synergier kan vara ett starkt bevis för att det däremot finns hybris även hos styrelser och inte endast hos verkställande direktörer. Dess påverkan på styrelsen kan även differentiera mellan bolag och därmed inte påvisa någon signifikans då styrningen av den verkställande direktören minskat eller uteslutit agentproblemet. Likväl kan detta även utesluta utrymmet för den verkställande direktören att utöva viljan att utveckla sitt imperium alternativt att styrelsen också bidrar till en omgivning som stävar efter ett större imperium. Hanteringen av problematiken av agentteorin i detta område kan vara ytterst avgörande för hur den verkställande direktören agerar både som verkställande direktör och som styrelseledamot. Har den verkställande direktören och styrelseledamöterna exempelvis aktieinnehav i bolaget kan det vara kritiskt för både

budpremien och genomförandet av förvärvet eftersom de agerar mer i enlighet med aktieägarnas vilja och vill undvika förluster till följd av värdeförstörande förvärv.

Att hybris och *empire building* ofta tillskrivs män på grund av deras övertro kan ligga till grund för ett planlöst genomförande av förvärv som i slutändan blir värdeförstörande. Det är däremot svårt att påvisa detta samband eftersom studien inte finner någon signifikans gällande kvinnors påverkan på budpremien vilket enligt teorierna motsatsvis skulle minska storleken på budpremien. Detta kan vara en produkt av att teorierna inte går att tillskriva ett specifikt kön eller att teorierna inte har någon effekt vid förvärv på den svenska marknaden. Däremot finns det stora skillnader mellan tidigare studier som Levi, Li och Zhang (2014) där budpremien i genomsnitt var 35 procent medan det i denna studie var 21,9 procent. Redan vid tidigare observationer kan det därför uttydas en skillnad mellan den amerikanska studien och denna studie. Det skiljer sig även i andelen kvinnor som observerats i både intressenternas och målföretagets styrelser.

Huruvida kvinnor är mindre riskbenägna än män i finansiella sammanhang har inte kunnat säkerställas varken i tidigare studier eller i denna uppsats. Att det finns skillnader mellan könen anses vara vedertaget i annan kontext men påvisar ingen indikation på att så är fallet vid företagsförvärv. Att kvinnor inte har någon signifikant påverkan på budpremien vid företagsförvärv kan, ur en positiv bemärkelse, vara för att det inte finns någon skillnad mellan män och kvinnor i denna typ av beslutsfattande. Eftersom det tidigare inte kunnat påvisas någon skillnad är denna slutsats inte att utesluta. Alternativt är kvinnorna så få att de inte har någon påverkan i en styrelse med övervägande män. Detta är ett något negativistiskt synsätt men inte heller osannolikt. Specifikt för denna studie kan därför kvinnorna haft väldigt lite inflytande eftersom 32 procent av de observerade styrelserna endast bestod av män. Trots de fåtal kvinnor som representerar urvalet är de större i andelen än de som återfanns i Levi, Li och Zhangs studie (2014). Förhoppningen är därför att anledningen till differensen mellan den amerikanska studien och denna är att jämställdhetsutvecklingen kommit längre i det svenska samhället. Detta behöver dock inte vara fallet.

Att det inte finns någon signifikans för att andelen kvinnor i målföretaget och budpremien var inte oväntat eftersom tidigare teorier talar för att både män och kvinnor i målföretaget har en mer precis värdering av företaget. Eftersom insynen bidrar till en bättre bild av företaget minskar skillnaden mellan män och kvinnors eventuellt olika förutsättningar vid

beslutsfattande. Därför kommer målföretaget acceptera en budpremie de anser motsvarar deras värdering av företaget utan inverkan av könstillhörigheter. Ur detta perspektiv finns heller inget utrymme för hybris eftersom styrelsen inte övervärderar sin förmåga att värdera bolaget.

Jensens teori *the free cash flow theory of takeovers* (1986) utgår från att företag gör värdeförstörande förvärv i brist på andra investeringar med positiva nettonuvärden och i enlighet med *empire building* vill utveckla företaget till en större version trots att det inte är värdeökande för bolaget i stort. Detta sker enligt författaren när företag har mycket likvida medel. Teorin föreslår därför att företag med mycket likvida medel kommer vara villiga att betala en större budpremie än de som använder en annan betalningsmetod. I denna studie finns inget samband för att så skulle vara fallet. Det kan finnas flera anledningar till det obefintliga sambandet. Det kan vara att teorin inte stämmer i sin helhet eller att den inte går att applicera på den svenska marknaden alternativt att teorin inte går att påvisa på just detta urval som studeras. Detta är inte heller enbart applicerbart på ledningen av företaget utan kan även ha inverkan på styrelsen. När företaget inte kan utvecklas ytterligare kommer företaget göra investeringar som kan vara värdeförstörande. Om kvinnor anses vara mer benägna att ta beslut som innebär minskad risk torde denna teori bli mindre framträdande i styrelser som består av fler kvinnor.

Det finns inget signifikant samband i denna studie att betalningsmetoden har någon påverkan på budpremien. För alla tre inkluderade betalningsmetoder återfinns ingen signifikans. Detta kan delvis bero på att det inte fanns mycket spridning i urvalet kring betalningsmetod. Endast 10 förvärv skedde med blandad betalningsmetod medan 48 gjordes med endast likvida medel. På grund av de fåtal observerade förvärv med blandad betalningsmetod och de betalade med aktier kan det inte uttydas en generell slutsats kring huruvida det går att utesluta att ett visst betalningssätt inte har någon påverkan på budpremien.

Att ett tidigare ägande skulle bidra till mindre risk för övervärdering på grund av större insyn kan inte fastställas. Studien finner ingen signifikans för tidigare ägandets påverkan på budpremien. Detta kan delvis bero på det endast fanns ett fåtal företag som hade ett tidigare ägande i målföretaget. Denna siffra uppgick till enbart 15 procent. Det går inte att utesluta att tidigare ägande inte påverkar budpremien trots studien inte finner någon signifikans. Med hänvisning till tidigare studier finns det fortfarande anledning att tro att ju mer insyn

intressenterna har i målföretaget, desto mer ackurat kommer värderingen av företaget att vara och i sin tur minska risken att hybris inträder. Vidare skulle tidigare ägande också kunna få en negativ påverkan på *the winner's curse* och motverka överbudgivning som leder till en större budpremie utan motsvarande synergieffekter. Det går inte heller att utesluta dess närvaro men kan inte visas genom urvalet vilket kan bero på de få förvärv som haft ett tidigare ägandeförhållande.

Det finns inga belägg eller tidigare studier som påvisar att *the winner's curse* ter sig till ett specifikt kön. Överinvestering i ett företag på grund av budgivningens attribut och inte för dess potentiella synergier kan därför ligga till grund för styrelsen beslutsfattande i sin helhet. Att kvinnor skulle motarbeta *the winner's curse* på grund av deras minskade riskaversion är svårt att påvisa och fenomenet ligger därför inte till grund för vidare analys.

Det har vidare inte kunnat återfinnas ett samband mellan storleken på styrelsen och budpremien. Möjligen skulle en mindre styrelse kunna bidra till att enskilda personer har ett större inflytande. I detta fall skulle det betyda att en kvinna i en mindre styrelse har ett större inflytande än i en större styrelse. Det finns också studier som talar för att det är lättare för den verkställande direktören att influera en större styrelse och att styrelsebesluten därav i större mån kan påverkas av hybris och *empire building*. En mindre styrelse kan också leda till minskat gap mellan verkställande direktör och aktieägare i enlighet med agentteorin. Då det inte återfinns någon signifikans kan dessa teorier vare sig fastställas eller förkastas.

Budpremien kan således fortfarande påverkas av hybris, *empire building* och *the winner's curse* antingen på grund av att teorierna inte kan tillskrivas ett visst kön eller för att kvinnor inte har någon påverkan på mäns beslutsfattande och teorierna anses vara närvarande oavsett. Dess närvaro vid företagsförvärv är svårt att säkerställa genom de undersökta variablerna men kan inte heller förkastas utifrån bristande signifikans.

5.4 Analys av finansiella prestationsmått

ROA har i tidigare studier varit något omdiskuterat huruvida det har en koppling till andelen kvinnor i styrelsen av bolaget. Denna studie finner inte något statistiskt samband gällande prestationsmåtts påverkan på budpremien, varken hos intressenterna eller målföretagen. Detta går emot det förväntade sambandet att påverka budpremien negativt för både

målföretaget och intressenterna. Vidare kan detta bero på att ROA inte har något samband med budpremien och trots att kvinnor har en påverkan på ROA kommer inte detta att synas i regressionen. Tvärtom skulle det också kunna vara att kvinnor inte har någon påverkan på ROA.

I tidigare studier har skulder kunnat påvisas ha ett negativt samband med överbudning och således med *the winner's curse*. Även enligt *the free cash flow theory* kan intressenter med en större andel skuld vara mindre benägna att göra frekventa förvärv och undvika att göra värdeförstörande förvärv eller förvärv utan positivt nettonuvärde. I denna studie har det inte återfunnits någon signifikans för att *debt ratio* har någon påverkan på budpremien. Även om skuld tidigare ansågs vara negativt korrelerat till andel kvinnor talar vissa studier för att så inte är fallet, att *debt ratio* därmed inte har någon signifikans kan bero på flertalet anledningar. Att kvinnor inte anses ha någon påverkan på skuld alternativt att de inte väljer företag med en högre skuldsättningsgrad kan göra att *debt ratio* inte kan anses vara en representativ variabel för närvaron (eller frånvaron) av kvinnor. Det skulle även kunna vara att *debt ratio* inte har någon påverkan på budpremien i sin helhet och därför inte visar en påverkan av kvinnor.

6 SLUTSATS

Slutligen kopplas resultatet och studiens analys ihop med syftet och problematiseringen. En redogörelse för studiens kunskapsbidrag samt förslag baserat på den genomförda studien för vidare forskning kommer även att presenteras.

6.1 Slutsatser och kunskapsbidrag

Syftet med studien är undersöka om andelen kvinnor i styrelser har en påverkan på budpremien vid företagsförvärv på den svenska marknaden. Där studien tar sitt antagande i att en högre andel kvinnor leder till en lägre budpremie i vilket korrelerar med tidigare genomförd forskning. Resultatet påvisar att inget p-värde understiger signifikansnivån på fem procent, vilket betyder att ingen signifikans återfinns mellan budpremien och andelen kvinnor. Detta innebär för studien att nollhypotesen inte kan förkastas. I övriga kontrollvariabler återfinns heller ingen signifikans. Den justerade förklaringsgraden uppgår till enbart 1,19 procent. En analys och diskussion kring resultatet presenterar möjliga faktorer till studiens utfall. Urvalet skulle således kunna vara en bidragande faktor till att inget samband går att påvisa. Det vill säga urvalet vad gäller marknads storlek, tidsperiod samt kulturella betingelser. Även studiens låga förklaringsgrad kan bero på antalet kontrollvariabler till budpremien inte kunnat analyseras med tanke på studiens omfattning.

Till skillnad från tidigare studier blir vårt kunskapsbidrag att det inte återfinns signifikans på den svenska marknaden. Om detta beror på studiens urval eller är en realitet på den svenska marknaden kvarstår att se.

Vidare implikationer av resultatet, aningen normativa och spekulativa sådana, är att avsaknaden av signifikans kan bero på att kvinnors minoritet i styrelser skapar ett missvisande beteendemönster vilket efterliknar de manliga kollegorna. Det vill säga att kvinnorna (i) beter sig vad som anses vara stereotypiskt manligt för att uppnå en position i styrelsen och (ii) konfirmerar med männen för att således behålla sin position. Det skulle dessutom kunna spekuleras att den så kallade glastakeffekten, som osynligt blockerar kvinnor från ledande befattningar, är närvarande.

Utifrån resultatet, vilket inte nödvändigtvis bör ses som ett negativt utfall för studien, är det svårt att fatta en konkret slutsats. Ett mer positivt resonemang av utfallet är att det inte finns

någon skillnad mellan mäns och kvinnors beslutsfattande vid företagsförvärv. Likväl ett mer negativt resonemang är att kvinnor har svårt att få sin röst hörd och kan därför inte påverka beslutsfattandet för sådana affärshändelser.

6.2 Förslag till vidare forskning

Vid tillfälle för vidare forskning kan det vara av intresse att undersöka könskvoterings effekt vid företagsförvärv, och om det hade resulterat i signifikans för andel kvinnor och budpremien. Flera länder inom Europa har infört kvotering i börsnoterade bolag, bland annat grannlandet Norge har infört en förhållandevis strikt lagstiftning för inkvotering. Kvotering hade kunnat bidra till en normalisering av fler kvinnor i styrelser då det i dagsläget finns en överrepresentation av män, vilket i sin tur kunnat stärka kvinnors inflytande.

Vidare hade det varit intressant att, i mån av större urval, studera den senaste tiden av företagsförvärv på den svenska marknaden. Detta grundas i vår iakttagelse att den senaste femårsperioden i vårt urval återspeglar realiteten av kvinnor i styrelser på ett mer rättvisande sätt. Därför kan vidare forskning av en mer nutida tidsperiod bidra med andra spännande upptäckter kring kvinnors påverkan på budpremien.

KÄLLFÖRTECKNING

Ahmed, Y., Song, Y., & Elsayed, M. (2022). On the likelihood and type of merger and acquisition in the US listed companies: the role of females on the board. *International Journal of Accounting & Information Management*. 30(3), pp. 391-407. Tillgänglig online: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJAIM-10-2021-0205/full/html> [Hämtad 2022-12-16]

Aktas, de Bodt, Roll (2008). "The elapsed time between acquisitions". *UCLA Anderson School of Management working paper*. Tillgänglig online: https://scholar.google.com/scholar?cluster=5333126296391682984&hl=sv&as_sdt=0,5#:~:text=%5BPDF%5D-,The%20elapsed%20time%20between%20acquisitions,-N%20Aktas%2C%20E%20De%20Bodt%2C%20R%20Roll%20%2D%20researchgate [Hämtad 2022-11-14]

Asquith, P 1983, 'Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns', *Journal of Financial Economics*, vol. 11, no. 1–4, pp. 81–83. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-01]

Bajtelsmit, V. L., VanDerhei, J. L. (1995). Risk aversion and pension investment choices. *Wharton Pension Research Council Working Papers*. 580. Tillgänglig online: https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1591&context=prc_papers [Hämtad 2023-01-06]

Baltagi, B.H. and SpringerLink (Online service) (2021) *Econometrics*. [Elektronisk resurs]. 6th ed. 2021. Springer International Publishing (Classroom Companion: Economics). Tillgänglig via LUBcat: <https://lubcat.lub.lu.se/> [Hämtad 2022-12-14]

Bazel-Shoham, O. et al. (2020) 'Impact of the female board members and gaps in linguistic gender marking on cross-border M&A', *Journal of World Business*, 55(2). Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-11]

Benner, K. (2015). Lessons From the AOL-Time Warner Disaster. Tillgänglig online: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2015-01-14/lessons-from-the-aoltime-warner-disaster?leadSource=verify%20wall> [Hämtad 2020-12-16]

Berk, J., DeMarzo, P. (2020). *Corporate Finance*, 5:e upplagan, London: Pearson

Bradley, M.(1), Desai, A.(2) and Kim, E.H.(3) (1983) 'The rationale behind interfirm tender offers. Information or synergy?', *Journal of Financial Economics*, vol. 11, no. 1–4, pp. 183-206–206. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-05]

Brahma, S., Nwafor, C. and Boateng, A. (2021) 'Board gender diversity and firm performance: The UK evidence', *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), pp. 5704–5719. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-29]

Brooks, C (2014). *Introductory econometrics for finance*. 3. ed. Cambridge: Cambridge University Press

Bureau van Dijk. (n.d. a). Zephyr. Tillgänglig online: <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/greenfield-investment-and-ma/zephyr> [Hämtad 2022-12-09]

Bureau van Dijk. (n.d. b). Orbis Internet User Guide. Tillgänglig online: <https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:5SEpfcqdBmwJ:https://www2.bib.uni-mannheim.de/fileadmin/ub/pdf/Fachref/BWL/OrbisInternetUserGuide.pdf&cd=1&hl=sv&ct=clnk&gl=se&client=safari> [Hämtad 2022-12-09]

Carmichael, G.S. (2013). Boards with More Women Pay Less for Acquisitions. Tillgänglig online: <https://hbr.org/2013/12/boards-with-more-women-pay-less-for-acquisitions> [Hämtad 2020-11-15]

De Bodt, E., Cousin, J.-G. and Roll, R. (2018) 'Empirical Evidence of Overbidding in M&A Contests', *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 53(4), pp. 1547–1579. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-30]

Denis, D.J., Denis, D.K. and Yost, K. (2002) 'Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value', *The Journal of Finance*, 57(5), pp. 1951–1979. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-20]

Díaz, K.B.D., Azofra, S.S. and Gutiérrez, C.L. (2009) 'Are M&A Premiums Too High? Analysis of a Quadratic Relationship between Premiums and Returns', *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 48(3), pp. 5–21. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-06]

Dodd, P. (1980) 'Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth', *Journal of Financial Economics*, 8(2), pp. 105–138. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-14]

Dougherty, C. (2011). *Introduction to Econometrics*. 4th edn, Oxford, Oxford University Press.

Eisenberg, T., Sundgren, S. and Wells, M.T. (1998) 'Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms', *Journal of Financial Economics*, 48(1), pp. 35–54. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-04]

Fernandes, N. (2020). The Value Killers. Tillgänglig online: <https://corp.gov.law.harvard.edu/2020/01/08/the-value-killers/#:~:text=Over%20the%20decades%2C%20multiple%20studies,equal%203%20instead%20of%205> [Hämtad 2022-12-16]

Folkhälsomyndigheten. (2022). Sysselsättning. Tillgänglig online: <https://folkhalsomyndigheten.se/fu-sysselsattning> [Hämtad 2022-11-06]

Fraser, L. M., Ormiston, A. (2013). Understanding financial statements. 10. ed., International ed. Boston: Pearson

Gaughan, P. A. (2017). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, 7. uppl., Hoboken: Wiley

Hambrick, D.C. (1997) 'Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris', *Administrative Science Quarterly*, 42(1), pp. 103–127. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-03]

Harjoto, M, Laksmana, I & Lee, R 2015, 'Board Diversity and Corporate Social Responsibility', *Journal of Business Ethics*, vol. 132, no. 4, pp. 641–660. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2023-01-07]

Haslam, S.A. et al. (2010) 'Investing with Prejudice: the Relationship Between Women's Presence on Company Boards and Objective and Subjective Measures of Company Performance', *British Journal of Management*, 21(2), p. 484. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-30]

Hope, O.-K. and Thomas, W.B. (2008) 'Managerial Empire Building and Firm Disclosure', *Journal of Accounting Research*, 46(3), pp. 591–626. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-26]

Huang, J. and Kisgen, D.J. (2013) 'Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives?', *Journal of Financial Economics*, 108(3), pp. 822–839. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-21]

Jensen, M.C. (1986) 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323–329. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-01]

Jensen, M.C. (1993) 'The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems', *The Journal of Finance*, 48(3), pp. 831–880. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-04]

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure', *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2023-01-06]

Jämställdhetsmyndigheten. (2022). Viktiga årtal. Tillgänglig online: <https://jamstalldhetsmyndigheten.se/fakta-om-jamstalldhet/viktiga-artal/#:~:text=%C3%85r%201979%20antogs%20i%20Sverige,och%20andra%20arbetsvillkor%20och%20utvecklingsm%C3%B6jligheter> [Hämtad 2022-12-16]

Levi, M., Li, K. and Zhang, F. (2014) 'Director gender and mergers and acquisitions', *Journal of Corporate Finance*, 28, pp. 185–200. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-10-31]

Lindvall, P. (2013). Sveriges sämsta affär – någonsin. SvD Näringsliv. Tillgänglig online: <https://www.svd.se/a/14c793fb-3dce-3a4f-8834-4d8d57e37e22/sveriges-samsta-affar-nagonsin> [Hämtad 2023-01-08]

Lipton, M. and Lorsch, J.W. (1992) 'A Modest Proposal for Improved Corporate Governance', *Business Lawyer (ABA)*, 48(1), pp. 59–78. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-28]

Malmendier, U. and Tate, G. (2008) 'Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction', *Journal of Financial Economics*, 89(1), pp. 20–43. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-29]

Mellen, C.M. and Evans, F.C. (2010). Valuation for M & A. building value in private companies. [Elektronisk resurs] 2. ed. Wiley. Tillgänglig via LUBcat: <https://lubcat.lub.lu.se/> [Hämtad 2022-11-07]

Mishra, R.K. and Jhunjhunwala, S. (2013). Diversity and the Effective Corporate Board. [Elektronisk resurs]. Academic Press. Tillgänglig via LUBcat: <https://lubcat.lub.lu.se/> [Hämtad 2022-11-05]

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. and Stulz, R.M. (2005) 'Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave', *The Journal of Finance*, 60(2), pp. 757–782. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-06]

Moody's.(n.d). Our Companies and Affiliates. Tillgänglig online: <https://www.moodys.com/web/en/us/about/who-we-are/our-companies-and-affiliates.html> [Hämtad 2022-12-06]

Nadeem, M., Suleman, T. and Ahmed, A. (2019) 'Women on boards, firm risk and the profitability nexus: Does gender diversity moderate the risk and return relationship?',

International Review of Economics and Finance, 64, pp. 427–442. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-05]

Ravaonorohanta, N. (2020) 'Gender-diverse Boards Get Better Performance on Mergers and Acquisitions'. *Corporate Ownership & Control*, 17(4), pp. 222-233. Tillgänglig online: https://scholar.google.se/scholar?q=GENDER-DIVERSE+BOARDS+GET+BETTER+PERFORMANCE+ON+MERGERS+AND+ACQUISITIONS&hl=sv&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholar [Hämtad 2022-12-16]

Retriever Group. (n.d). Business Suite. Tillgänglig online: <https://www.retrievergroup.com/sv/business-suite> [Hämtad 2020-12-10]

Roll, R. (1986) 'The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers', *The Journal of Business*, 59(2), pp. 197–216. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-05]

S&P Global. (n.d). Introducing S&P Capital IQ pro. Tillgänglig online: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/campaigns/sp-capital-iq-pro> [Hämtad 2022-12-06]

Schubert, R. et al. (1999) 'Financial Decision-Making: Are Women Really More Risk-Averse?', *The American Economic Review*, 89(2), pp. 381–385. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-11-06]

Security and Exchange Commission. (2012). Edwards Group Limited. Tillgänglig online: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1544175/000104746912005708/a2209526zf-1a.htm> [Hämtad 2022-11-07]

Sila, V., Gonzalez, A. and Hagendorff, J. (2016) 'Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk?', *Journal of Corporate Finance*, 36, pp. 26–53. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-05]

Svensson, N. (2017). Maud Olofsson öppnar upp om miljardfiaskot Nuon. Expressen. Tillgänglig online: https://www.expressen.se/nyheter/maud-olofsson-oppnar-upp-om-miljardfiaskot-nuon/?fbclid=IwAR0cupMjTGJnUQC2YUG_GK1cwc5G2UQ4wUYrFfC8N9M5Qfd1cslk8qcs2ow [Hämtad 2023-01-08]

Tampakoudis, I. et al. (2020) 'Does boardroom gender diversity affect shareholder wealth? Evidence from bank mergers and acquisitions', *International Journal of Finance and Economics*, 27(3), pp. 3315-3344–3344. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-12]

Tampakoudis, I. et al. (2022) 'The impact of gender diversity on shareholder wealth: Evidence from European bank M&A', *Journal of Financial Stability*, 60. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-12]

Tran, N.T.A.(1), Jubb, C.(2) and Rajendran, D.(2) (2022) 'Female directors and firm performance following mergers and acquisitions', *Human Resource Management Journal* [Preprint]. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-12]

Varaiya, N.P. (1988) 'The "Winner's Curse" Hypothesis and Corporate Takeovers', *Managerial and Decision Economics*, 9(3), pp. 209–219. Tillgänglig via LUBsearch: <http://lubsearch.lub.lu.se> [Hämtad 2022-12-05]

Wachtmeister, L. (2016). Norsk kritik: "Kvotering inte rätt väg att gå". Tillgänglig online: https://www.svensktnaringsliv.se/sakomraden/arbetsmarknadspolitik/norsk-kritik-kvotering-inte-ratt-vag-att-ga_1007153.html [Hämtad 2022-12-16]

Waters, M., Beatty, J. (2020). Diversity and Inclusion: Holding America's Large Banks Accountable. Tillgänglig online: <https://financialservices.house.gov/issues/diversity-and-inclusion-holding-america-s-large-banks-accountable.htm> [Hämtad 2022-12-16]

Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory Econometrics - A Modern Approach*. 4. uppl., Mason, OH: Cengage Learning

Figurer

Europeiska jämställdhetsinstitutet. (2022). Gender Statistics Database. Tillgänglig online: https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs/indicator/wmidm_bus_bus__wmid_comp_comp_m/bar/year:2007-B2/geo:SE/EGROUP:COMP/sex:M,W/UNIT:PC/POSITION:MEMB_BRD/NACE:TOT [Hämtad 2022-11-24]

Levi, M., Li, K. and Zhang, F. (2014) 'Director gender and mergers and acquisitions', *Journal of Corporate Finance*, 28, pp. 185–200. Tillgänglig online: <https://ludwig.lub.lu.se/login?url=https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,uid&db=edselp&AN=S0929119913001120&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 2022-10-31]

APPENDIX

Bilaga 1: Lista över förvärv 2007-2021.

Acquiror name	Target name	Bid_premium	andelkvinnor_bidder	andelkvinnor_targe	total_bidd	total_targ	VD_styr	ROA_bidder	Debratio_bidder	initial_stake	ROA_target	All cash	All shares	Blandad
A-COM AB (Retail united)	SPITS ASA	15,27%	20,00%	40,00%	5	5	0	-0,78%	55,67%	0,00%	2,98%	0	1	0
ACANDO AB	CONNECTA AB	28,24%	33,33%	33,33%	9	3	1	13,50%	13,43%	0,00%	9,85%	0	1	0
ADOPERATOR AB (Tidyapp Sweden AB)	ADTAIL AB	7,27%	0,00%	0,00%	4	3	0	-40,89%	74,21%	0,00%	-67,88%	0	1	0
AEGIRBIO AB	LIFEASSAYS AB	61,01%	0,00%	0,00%	4	3	1	-23,41%	11,94%	0,00%	2,79%	0	0	1
ALEXION PHARMA NORDICS HOLDING AB	WILSON THERAPEUTICS AB	70,34%	66,67%	28,57%	3	7	0	0,00%	0,00%	0,00%	-30,57%	1	0	0
ALPCOT AGRO AB (Agrokultura AB)	LANDKOM INTERNATIONAL PLC	-16,80%	16,67%	42,86%	6	7	0	0,96%	1,11%	0,00%	19,71%	0	1	0
AMASTEN FASTIGHETS AB	SSM HOLDING AB	8,92%	33,33%	16,67%	6	6	0	-0,78%	24,65%	29,60%	-3,01%	0	1	0
ANDERS HEDIN INVEST AB (Hedin Group AB)	MABI RENT AB	50,00%	20,00%	0,00%	5	4	0	14,16%	12,30%	0,00%	-4,11%	1	0	0
AROCCELL AB	IDL BIOTECH AB	55,60%	80,00%	40,00%	5	5	1	-39,77%	6,97%	0,00%	-40,65%		1	0
ASSA ABLOY AB	ACTIVITYENTITY CORPORATION	43,17%	20,00%	0,00%	10	7	0	8,77%	55,01%	0,00%	-5,23%	1	0	0
ATLAS COPCO AB	EDWARDS GROUP LTD	24,26%	27,27%	0,00%	11	7	1	18,51%	59,31%	0,00%	4,33%		0	1
BETSSON AB	NETPLAY TV PLC	14,21%	16,67%	0,00%	6	6	0	14,95%	44,07%	0,00%	2,64%	1	0	0
BREDBAND2 I SKANDINAVIEN AB	A3 ALLMANNA IT OCH TELEKOMAKTIEBOLAGET AB	37,60%	20,00%	14,29%	5	7	0	16,03%	75,25%	0,00%	-4,82%	0	1	0
BURE EQUITY AB	SKANDITEK INDUSTRIFÖRVALTNING AB	48,10%	20,00%	0,00%	5	6	1	1,27%	30,87%	0,00%	6,38%			
CARL LAMM HOLDING AB (Ricoh Sverige Holding AB)	CARL LAMM AB	0,00%	0,00%	0,00%	6	7	0	12,12%	83,91%	0,00%	12,12%	1	0	0
CASTELLUM AB	KUNGSLEDEN AB	7,49%	42,86%	42,86%	7	7	0	6,68%	52,92%	0,00%	4,21%	1	0	0
CATENA AB	TRIBONA AB	17,19%	33,00%	66,67%	6	3	1	8,50%	64,34%	29,55%	1,82%	1	0	0
CERATIIDAE III AB (Zmarta Holding AB)	INSPLANET AB	20,37%	0,00%	20,00%	3	5	1	-1,99%	62,46%	0,00%	-43,05%	1	0	0
COREM PROPERTY GROUP AB	KLOVERN AB	27,02%	33,33%	0,00%	6	3	1	0,57%	61,03%	16,60%	-5,18%		1	0
DANIR AB	SIGMA AB	25,00%	0,00%	12,50%	4	8	0	79,17%	6,51%	48,81%	1,45%	1	0	0
ELECTROLUX AB	CTI COMPAÑÍA TECNO INDUSTRIAL SA	-0,33%	41,67%	0,00%	12	7	1	7,22%	71,96%	0,00%	24,03%	1	0	0
ELLEVIO HOLDING 1 AB	ELVERKET VALLENTUNA AB	27,63%	28,57%	60,00%	7	5	0	-0,73%	93,80%	0,00%	16,31%	1	0	0
ETIB HOLDING II AB (Nsp Restaurants AB (Publ))	NORDIC SERVICE PARTNERS HOLDING AB	24,26%	25,00%	16,67%	4	6	0			0,00%	-5,29%	0	0	1
FASTIGHETS BALDER AB	DIN BOSTAD SVERIGE AB	51,21%	20,00%	0,00%	5	7	0	-6,06%	76,67%	0,00%	-5,11%	0	1	
FOOTWAY GROUP AB	SPORTAMORE AB (TSR Noisiver 7 AB)	27,55%	50,00%	25,00%	6	4	1	0,87%	65,16%	0,00%	-2,71%	0	0	1
GALDERMA HOLDING AB	Q-MED AB	4,29%	50,00%	16,67%	4	6	1			0,00%	12,36%	1	0	0
GEMED AB	BOSS MEDIA AB	19,62%	0,00%	20,00%	4	5	0			0,00%	9,83%	1	0	0
GETINGE AB	DATASCOPE CORPORATION	7,66%	16,67%	0,00%	6	7	0	6,44%	67,75%	0,00%	9,79%	1	0	0
GRUNDSTENEN 122 485 AB (Arenakoncernen AB)	ARENA PERSONAL AB	37,06%	0,00%	20,00%	2	5	0			0,00%	7,17%	1	0	0
GUSGUS FORVALTNINGS AB	HEDSON TECHNOLOGIES INTERNATIONAL AB	21,21%	0,00%	20,00%	6	5	0	-7,27%	7,27%	0,00%	3,21%	1	0	0
HANDICARE GROUP AB	PRISM MEDICAL LTD	12,00%	0,00%	0,00%	5	2	0	-12,63%	75,15%	0,00%	1,37%	1	0	0

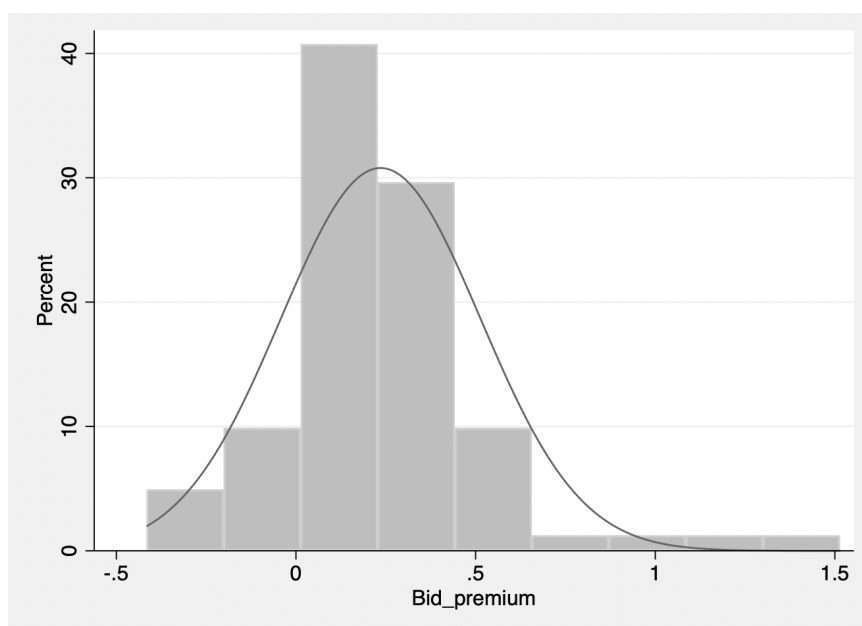
HEXAGON AB	VERIPOS INC,	1,09%	50,00%	0,00%	6	4	1	8,38%	48,00%	27,44%	5,69%	1	0	0
HITECH & DEVELOPMENT WIRELESS SWEDEN AB	MVV HOLDING AB													
HJELP24 SVERIGE AB (Avonova Holding AB)	AVONOVA SVERIGE AB	89,41%	0,00%	0,00%	1	4	0	-61,05%	17,91%	48,77%	-31,31%	0	1	0
INREDHEMMA SVERIGE AB	SLEEPO AB	36,00%	100,00%	33,33%	1	9	1		0,00%	9,97%		1	0	0
INVESTMENT AB LATOUR	SÅKI AB	24,30%	0,00%	20,00%	2	5	0	-0,22%	12,48%	0,00%	-25,98%	1	0	0
IP-ONLY AB	AVAILO AB	-2,77%	28,57%	20,00%	7	5	1	5,93%	16,51%	0,00%	5,90%		1	0
KAIDOZ AB	ZODIAK TELEVISION AB	-41,56%	0,00%	0,00%	7	6	1	-7,32%	36,95%	0,00%	70,45%	1	0	0
KAMIC ELECTRONICS AB	ELEKTRONIKGRUPPEN BK AB	33,78%	0,00%	28,57%	3	7	0		0,00%	0,01%		1	0	0
KARO PHARMA AB	WEIFA ASA	31,03%	0,00%	0,00%	2	2	0	-0,52%	33,55%	0,00%	5,65%	1	0	0
KLARIA PHARMA HOLDING AB	KARESSA PHARMA HOLDING AB	10,06%	20,00%	50,00%	5	6	0	1,12%	59,56%	0,00%	2,26%	1	0	0
KLÖVERN AB (Corem Kelly AB)	DAGON AB	-25,00%	0,00%	20,00%	3	5	0	-22,11%	19,29%	0,00%	-23,25%	0	1	0
LSTH SVENSKA HANDELSFASTIGHETER AB	TRE KRONOR PROPERTY INVESTMENT AB	24,38%	42,86%	0,00%	7	4	0	4,15%	19,29%	0,00%	-0,25%	0	1	0
MANNERHEIM INVEST AB	MEGACON AB	1,88%	20,00%	33,33%	5	6	1	7,79%	56,88%	0,00%	-0,42%	0	0	1
ME DENTAL AB	ORASOLV AB	5,02%	0,00%	20,00%	2	5	1	0,66%	28,46%	43,21%	6,53%	1	0	0
MEDIVIR AB	BIOPHAUSIA AB	57,89%	0,00%	25,00%	1	4	1		0,00%	-12,95%		1	0	0
MELLBY GARD AB	KAPPAHL AB	44,74%	25,00%	20,00%	4	5	1	-18,50%	16,30%	0,00%	-24,81%	1	0	0
MIDSONA AB	BRINGWELL AB	42,96%	0,00%	66,67%	7	9	0	13,33%	31,17%	29,60%	0,95%	1	0	0
MOBISPINE AB (Jojka Communications AB)	MYSCOOP INTERNATIONAL AB	29,03%	28,57%	0,00%	7	4	1	2,21%	48,51%	0,00%	-12,89%	0	0	1
MOMENTUM GROUP AB (Alligo AB)	SWEDOL AB	-27,50%	0,00%	0,00%	4	6	0	-53,22%	12,02%	0,00%	-13,73%	0	1	0
NASDAQ TECHNOLOGY AB	CINNOBER FINANCIAL TECHNOLOGY AB	39,01%	40,00%	20,00%	5	5	1	4,76%	51,38%	0,00%	10,48%	1	0	0
NEW WAVE GROUP AB	CUTTER & BUCK INC,	10,97%	50,00%	40,00%	4	5	1	8,33%	41,19%	0,00%	-21,41%		0	1
NIBE INDUSTRIER AB	WATERFURNACE RENEWABLE ENERGY INC,	24,07%	20,00%	16,67%	5	6	1	8,34%	62,33%	0,00%	11,97%	1	0	0
NIBE INDUSTRIER AB	SCHULTHESS GROUP AG	20,38%	16,67%	0,00%	6	5	1	8,02%	61,78%	0,00%	26,51%	1	0	0
NORTH INVESTMENT GROUP AB	ACAP INVEST AB	13,53%	16,67%	0,00%	6	5	1	14,47%	51,95%	0,00%	11,23%		0	1
NPNC INTRESSENER AB	NEFAB AB	37,93%	66,67%	0,00%	3	4	0		0,00%	-1,02%		1	0	0
OPTIFREEZE AB (OptiCept Technologies AB)	ARCAROMA AB	22,01%	25,00%	16,67%	4	6	0		0,00%	15,07%		1	0	0
ORC SOFTWARE AB (Broadridge Trading and Connectivity Solutions AB / Itiviti Group AB)	NEONET AB	-24,48%	25,00%	0,00%	4	6	0	-36,21%	10,94%	0,00%	-37,57%	0	1	0
PEAB AB (Broadridge Trading and Connectivity Solutions AB)	PEAB INDUSTRI AB	21,89%	20,00%	0,00%	5	5	0	27,58%	41,20%	0,00%	-5,21%	0	1	0
PETROSIBIR AB	SHELTON CANADA CORPORATION	0,60%	12,50%	30,00%	8	10	0	3,95%	75,21%	0,00%	-3,63%	0	1	0
POOLIA AB (PION Group AB)	UNIFLEX AB	151,43%	14,29%	0,00%	7	5	0	-151,62%	4,10%	0,00%	18,51%	0	1	0
QLIKTECH INTERNATIONAL AB	ATTUNITY LTD	-3,67%	33,33%	0,00%	3	3	0	3,26%	72,74%	0,00%	10,44%	0	1	0
		17,91%	0,00%	20,00%	3	5	1	85,75%	66,80%	0,00%	7,02%	1	0	0

RANDSTAD NORDIC AB	PROFFICE AB	25,63%	0,00%	0,00%	1	3	1			0,00%	10,61%	1	0	0
SAMHALLSBYGGNADSBOLAGET I NORDEN AB	HEMFOSA FASTIGHETER AB													
SAVARIA (SWEDEN) AB	HANDICARE GROUP AB	22,71%	28,57%	50,00%	7	8	0	3,01%	70,35%	0,00%	-1,28%	1	0	0
SBD HOLDING AB	NISCAYAH GROUP AB	19,62%	0,00%	28,57%	1	7	1			0,00%	-14,91%	1	0	0
SKF AB	KAYDON CORPORATION	14,65%	66,67%	0,00%	3	3	0			0,00%	3,13%	1	0	0
SOFRONIC AB	MODUL 1 DATA AB	21,99%	18,18%	0,00%	11	6	0	13,67%	65,71%	0,00%	2,00%	1	0	0
SSAB AB	RAUTARJUUKKI OYJ	27,69%	14,29%	0,00%	7	3	1	12,25%	37,63%	0,00%	-6,79%	1	0	0
STENA ADACTUM AB	BALLINGSLOV INTERNATIONAL AB	18,24%	16,67%	42,86%	12	7	1	-1,77%	51,10%	0,00%	-1,38%			
SWECO AB	GRONTMIJ NV	22,11%	0,00%	16,67%	5	6	1	0,08%	76,74%	38,40%	11,44%	1	0	0
TELE2 AB	COM HEM HOLDING AB	31,77%	45,45%	20,00%	11	5	1	5,09%	60,98%	0,00%	-0,90%	0	0	1
TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON AB	ENVIVIO INC,	11,79%	37,50%	42,86%	8	7	1	3,45%	56,00%	0,00%	3,19%	0	0	1
TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON AB	TANDBERG TELEVISION ASA	115,79%	35,71%	37,50%	14	8	0	5,39%	50,50%	0,00%	-27,89%	1	0	0
TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON AB	REDBACK NETWORKS INC,	5,74%	23,08%	0,00%	13	7	1	16,75%	43,75%	11,70%	11,09%	1	0	0
THUBAN AB	LEDSTIERNAN AB	20,66%	23,08%	0,00%	13	7	1	16,75%	43,75%	0,00%	-6,49%	1	0	0
TIETO SWEDEN AB	AVEGA GROUP AB	23,73%	0,00%	0,00%	1	5	1			18,20%	-69,97%			
VEGA RONNEBY AB	WATER JET SWEDEN AB	19,05%	33,33%	33,33%	6	6	0	14,23%	55,37%	0,00%	16,46%	1	0	0
WALDIR AB (SIBA Invest Aktiebolag)	NETONNET AB	19,66%	0,00%	0,00%	4	3	1	-8,27%	20,23%	0,00%	-6,00%	1	0	0
XPONCARD GROUP AB (IDEMIA SWEDEN COMPANY AB)	ALL CARDS SERVICE CENTER AB	-10,40%	0,00%	0,00%	2	6	0	14,56%	10,24%	30,18%	3,40%	1	0	0
ÅF POYRY AB (AFRY AB)	POYRY OYJ	11,29%	16,67%	0,00%	6	3	1	1,73%	54,78%	0,00%	5,93%	0	1	0
		45,70%	33,33%	25,00%	9	4	0	8,35%	58,62%	0,00%	-1,36%	1	0	0

Bilaga 2: Sökstrategi genom databas Zephyr

	Step result	Search result
1. Current deal status: Completed - confirmed	1,732,412	0
2. Listed/Unlisted/Delisted companies: unlisted acquiror, listed acquiror	1,646,440	0
3. Methods of payment: Cash, Shares	1,261,373	1,261,373
4. Deal type: Acquisition	849,322	236,097
5. Time period: on and after 01/01/2007 and up to and including 31/12/2021 (completed-confirmed, completed-assumed)	1,637,116	143,156
6. Country (primary addresses): Sweden (SE) (Acquiror)	32,243	2,056
7. Percentage of stake: Percentage of initial stake (min: 0 % max: 50 %); Percentage of final stake (min: 100 %)	670,092	1,646
8. Bid premium - Announced date: all deals with known value	29,221	101
9. Deal offer price (SEK): all deals with known value	55,932	101
TOTAL		101

Bilaga 3: Budpremie



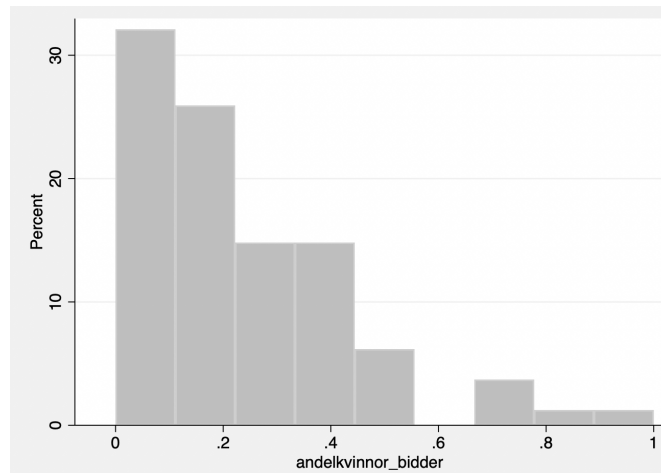
Budpremie utan winsorizing (bid_premium) och med winsorizing (bid_premium~r)

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
bid_premium	81	.2358238	.2778888	-.41564	1.51429
bid_premium~r	81	.2195807	.1962187	-.168	.61014

Bilaga 4: Andel kvinnor

Andel kvinnor intressenter

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
andelkvinn~er	81	.2176151	.2100639	0	1



Andel kvinnor i målföretaget

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
andelkvinn~t	81	.1621105	.1811451	0	.6666667

Bilaga 5: Ramsey RESET test

```
Ramsey RESET test for omitted variables
Omitted: Powers of fitted values of bid_premium_windsor

H0: Model has no omitted variables

F(3, 51) = 0.53
Prob > F = 0.6611
```


Bilaga 6: White test

White's test
H0: Homoskedasticity
Ha: Unrestricted heteroskedasticity

chi2(65) = 66.00
Prob > chi2 = 0.4421

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	66.00	65	0.4421
Skewness	8.07	11	0.7073
Kurtosis	0.35	1	0.5568
Total	74.41	77	0.5624

Bilaga 7: Variance inflation factor (VIF)

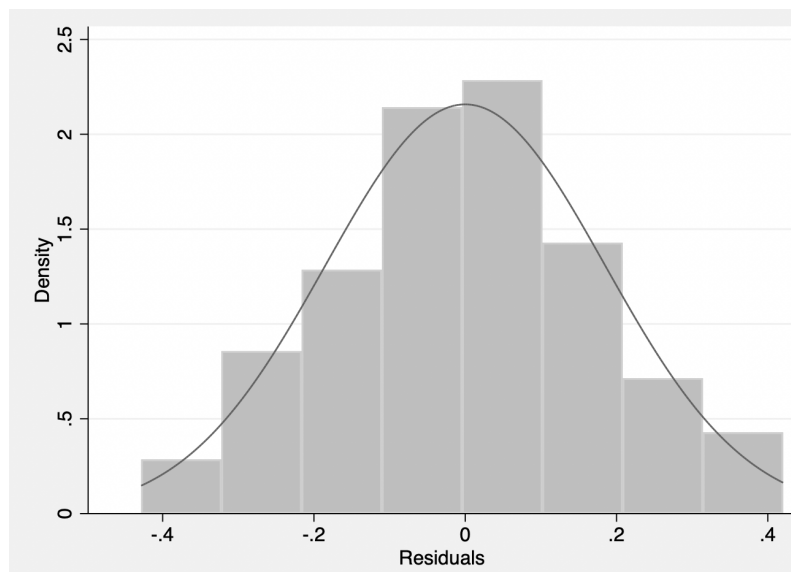
Variable	VIF	1/VIF
roa_bidder~r	1.57	0.637499
vdstyr_dummy	1.38	0.725500
total_target	1.35	0.739047
total_bidder	1.27	0.786333
allshares_~y	1.27	0.789694
roa_target~r	1.24	0.805712
blandad_du~y	1.24	0.805766
andelkvinn~t	1.21	0.828111
andelkvin~er	1.15	0.872876
debtratio~or	1.14	0.875119
toehold_du~y	1.12	0.889147
Mean VIF	1.27	

Bilaga 8: Korrelationsmatris

	andelk~r	andelk~t	total_~r	total_~t	roa_b~or	debtr~or	roa_ta~r	allsha~y	blanda~y	toehol~y	vdstyr~y
andelkvinn~r	1.0000										
andelkvinn~t	0.2232	1.0000									
total_bidder	0.2057	0.0591	1.0000								
total_target	0.1176	0.3439	0.2658	1.0000							
roa_bidder~r	0.1278	0.0833	0.3232	0.2636	1.0000						
debratio~or	0.0823	0.0869	0.0382	-0.0278	0.1906	1.0000					
roa_target~r	0.0326	-0.0221	0.2129	0.0644	0.3723	0.1115	1.0000				
allshares~y	-0.0565	-0.0965	-0.0387	-0.1088	-0.3790	-0.2126	-0.1988	1.0000			
blandad_du~y	0.0728	0.0017	0.1297	0.0062	0.0710	0.1405	-0.0822	-0.0929	1.0000		
toehold_du~y	-0.1484	-0.0078	-0.1074	0.0241	0.0918	-0.1556	-0.0740	0.0436	-0.1193	1.0000	
vdstyr_dummy	0.1358	-0.0730	0.0939	-0.1823	0.1668	0.2086	0.1133	-0.2257	0.3756	0.0000	1.0000

Bilaga 9: Jarque-Bera Test, normalfördelade feltermen

```
. jb resid
Jarque-Bera normality test: .1265 Chi(2) .9387
Jarque-Bera test for Ho: normality:
```



Bilaga 10: Regressionsanalys

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	66
Model	.485020455	11	.044092769	F(11, 54)	=	1.07
Residual	2.22228265	54	.041153382	Prob > F	=	0.4010
				R-squared	=	0.1792
				Adj R-squared	=	0.0119
Total	2.70730311	65	.041650817	Root MSE	=	.20286

bid_premium_windsor	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
andelkvinnor_bidder	.1908773	.1251121	1.53	0.133	-.0599574	.4417121
andelkvinnor_target	.0098362	.1473586	0.07	0.947	-.2856	.3052724
total_bidder	.0031123	.0091073	0.34	0.734	-.0151468	.0213714
total_target	-.0133815	.0172437	-0.78	0.441	-.0479529	.02119
roa_bidder_windsor	-.1517578	.2131756	-0.71	0.480	-.5791493	.2756336
debratio_bidder_windsor	-.08687	.1073142	-0.81	0.422	-.302022	.1282819
roa_target_windsor	-.3589703	.1937655	-1.85	0.069	-.7474468	.0295062
allshares_dummy	-.1099865	.0603295	-1.82	0.074	-.2309398	.0109668
blandad_dummy	.0332442	.0699456	0.48	0.636	-.1069884	.1734767
toehold_dummy	-.0247443	.0710576	-0.35	0.729	-.1672061	.1177176
vdstyr_dummy	-.048599	.0588768	-0.83	0.413	-.1666399	.0694419
_cons	.3256994	.1206864	2.70	0.009	.0837378	.5676611

Bilaga 11: Korrelationen mellan budpremien och andel kvinnor i styrelsen

