



Företagsekonomiska Institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT 2024

Bolagsstyrning och förvärvsprestation

En kvantitativ studie av bolagsstyrningens effekter på förvärvsprestation i
Sverige

Författare

Berglund, Agnes

Guldstrand, Tilda

Sjö, Carl

Handledare

Gårdängen, Maria

Sammanfattning

Titel: Bolagsstyrning och förvärvsprestation - En kvantitativ studie av bolagsstyrningens effekter på förvärvsprestation i Sverige

Seminariedatum: 30-05-2024

Kurs: FEKH89 - Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 högskolepoäng

Författare: Berglund Agnes, Guldstrand Tilda, Sjö Carl

Handledare: Gårdängen, Maria

Nyckelord: Förvärv, Bolagsstyrning, Agentteorin, Stewardshipteorin, Eventstudie

Forskningsfråga: I vilken grad påverkar olika aspekter av bolagsstyrning förvärvsprestation i Sverige?

Syfte: Syftet med denna studie är att undersöka hur olika aspekter av bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation vid tillkännagivandet av ett förvärv med fokus på börsnoterade bolag i Sverige.

Metod: Studien är av kvantitativ karaktär med en deduktiv ansats där en eventstudie har utförts för att räkna ut abnormal avkastning. Därefter görs en multipel regression för att fastställa sambandet mellan abnormal avkastning och bolagsstyrning.

Teoretiskt ramverk: Det teoretiska ramverket utgörs av agentteorin och stewardshipteorin samt tidigare forskning om förvärvsprestation i relation till bolagsstyrning.

Resultat: Ägarkoncentration, institutionellt ägande och styrelsestorlek påverkar förvärvsprestation vid olika händelsefönster. Internt ägande har ingen påverkan på förvärvsprestation.

Slutsats: Bolagsstyrning påverkar kortsiktig förvärvsprestation

Abstract

Title: Corporate governance and M&A performance - a quantitative study of the effects of corporate governance on M&A performance in Sweden

Seminar date: 30-05-2024

Course: FEKH89, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS

Authors: Berglund Agnes, Guldstrand Tilda, Sjö Carl

Advisor: Gårdängen, Maria

Key words: Acquisitions, Corporate Governance, Agency Theory, Stewardship Theory, Event Study

Research question: To what degree do different aspects of corporate governance affect acquisition performance in Sweden?

Purpose: The purpose of this study is to examine how different aspects of corporate governance affect M&A performance at the announcement of an acquisition

Methodology: The study is of a quantitative nature with a deductive approach, where an event study has been conducted to calculate abnormal returns. Thereafter, a multiple regression analysis is performed to determine the relationship between abnormal returns and corporate governance.

Theoretical perspectives: Agency Theory and the Stewardship Theory, as well as previous research on M&A performance in relation to corporate governance.

Result: Ownership concentration, institutional ownership, and board size influence M&A performance during different event windows. Internal ownership has no impact on M&A performance

Conclusions: Corporate governance affects short-term M&A performance.

Förord

Denna studie är ett resultat av vår kandidatuppsats vid Lunds universitet som vi hoppas ger värdefulla insikter och inspiration till vidare forskning inom området. Studien har fördjupat vår förståelse av bolagsstyrningens effekter på förvärvsprestationer och hur dessa yttrar sig på den svenska marknaden. Vi vill uttrycka stor tacksamhet till vår handledare, Maria Gårdängen, för hennes värdefulla vägledning och råd under studiens gång.

Carl Sjö

Tilda Guldstrand

Agnes Berglund

Lund, 2024-05-27

Definitioner och begrepp

| | |
|------------|---|
| M&A | Mergers and Acquisitions (fusioner och förvärv) |
| CAR | Cumulative Abnormal Return |
| CAAR | Cumulative Average Abnormal Return |
| Målföretag | Företaget som blir förvärvat |

Innehållsförteckning

| | |
|---|-----------|
| 1. Inledning..... | 7 |
| 1.1 Bakgrund..... | 7 |
| 1.2 Problematisering..... | 8 |
| 1.3 Syfte & Frågeställning..... | 9 |
| 1.4 Avgränsning..... | 10 |
| 2. Teoretisk referensram..... | 11 |
| 2.1 Agentteorin..... | 11 |
| 2.1.1 Agentteorins kritik..... | 12 |
| 2.2 Stewardshipteorin..... | 12 |
| 2.2.1 Stewardshipteorins kritik..... | 13 |
| 3. Tidigare empirisk forskning..... | 14 |
| 3.1.1 Styrelsens storlek..... | 14 |
| 3.2 Ägarstruktur..... | 16 |
| 3.2.1 Institutionellt ägande..... | 16 |
| 3.2.2 Internt ägande..... | 17 |
| 3.2.3 Ägarkoncentration..... | 18 |
| 3.2.4 Sammanställning av hypoteser..... | 19 |
| 4. Metod..... | 20 |
| 4.1 Val av metod och forskningsdesign..... | 20 |
| 4.2 Litteraturöversikt..... | 20 |
| 4.3 Datainsamling..... | 21 |
| 4.3.1 Urval..... | 22 |
| 4.3.2 Bortfallsanalys..... | 22 |
| 4.4 Variabler..... | 23 |
| 4.4.1 Beroende variabel..... | 23 |
| 4.4.1.1 Eventstudie..... | 24 |
| 4.4.2 Undersökningsvariabler..... | 26 |
| 4.4.3 Kontrollvariabler..... | 27 |
| 4.5 Statistisk prövningsmetodik..... | 29 |
| 4.5.1 Regressionsmodell..... | 29 |
| 4.5.2 Antaganden för regressionsmodell..... | 30 |
| 4.5.3 Determinationskoefficient..... | 31 |
| 4.5.4 Signifikansnivå..... | 31 |
| 4.6 Reliabilitet och Replikerbarhet..... | 32 |
| 4.7 Validitet..... | 32 |
| 4.8 Metodkritik..... | 33 |
| 4.9 Användning av AI-verktyg och personuppgifter..... | 34 |
| 5. Resultat..... | 35 |
| 5.1 Deskriptiv statistik..... | 35 |

| | |
|--|-----------|
| 5.2 Regressionsresultat..... | 37 |
| 5.3 Regressionsdiagnostik..... | 39 |
| 5.3.1 Linjäritet..... | 39 |
| 5.3.2 Homoskedasticitet..... | 39 |
| 5.3.3 Normalfördelade feltermen..... | 40 |
| 5.3.4 Multikollinearitet..... | 40 |
| 6. Analys och diskussion..... | 41 |
| 6.1 Styrelsestorlek..... | 41 |
| 6.2 Institutionellt ägande..... | 42 |
| 6.3 Internt ägande..... | 43 |
| 6.4 Ägarkoncentration..... | 44 |
| 7. Slutsats..... | 46 |
| 7.2 Förslag till vidare forskning..... | 46 |
| Bilagor..... | 57 |

1. Inledning

I kapitel 1 introduceras bakgrunden till företagsförvärv och bolagsstyrning. Utöver detta framgår problematiseringen av bolagsstyrning i relation till företagsförvärv, syftet och studiens frågeställning. Studiens avgränsningar tydliggörs också i kapitel 1.

1.1 Bakgrund

Det kan argumenteras för att den viktigaste aspekten för ett företag är att skapa tillväxt vilket kan uppnås på två sätt. För det första kan företag växa organiskt genom att utnyttja företagets egna resurser och interna åtgärder. Det andra sättet för företag att uppnå tillväxt är genom M&A, vilket innebär att köpa ett annat företag eller slå samman sin verksamhet med ett annat företag genom en fusion. Genom M&A kan företag på ett snabbare sätt vinna marknadsandelar och uppnå synergier samt skalfördelar, vilket ökar tillväxttakten (DePamphilis, 2012). M&A-aktivitet har blivit en nyckelstrategi för många företag, vilket återspeglas i att 40 000 förvärv registrerats globalt det senaste året (IMAA, 2024). Studier visar däremot att de flesta förvärv som genomförs är värdeförstörande för det förvärvande företaget (Reddy et al., 2019; Moeller et al., 2004; Denis et al., 2002). Det kan därför ifrågasättas om motivet bakom förvärv alltid är att främja tillväxt och öka aktieägarvärdet. Enligt Berkovitch och Narayanan (1993) finns det två andra motiv till förvärv: *hybrismotivet* och *agentmotivet*. *Hybrismotivet* antyder att ledningen genomför förvärv trots brist på synergier, vilket förklaras av att ledningen har hybris (Berkovitch & Narayanan, 1993). *Agentmotivet* antyder istället att ledningen förvärvar andra företag för att främja sina egna intressen på bekostnad av aktieägarna (Berkovitch & Narayanan, 1993).

Utifrån *agentmotivet* finns det därmed behov av effektiv bolagsstyrning för att skydda aktieägarnas intressen vid förvärv, vilket vidare bekräftas av The Corporate Governance Institute (2024) som antyder att bolagsstyrning har blivit alltmer betydelsefullt i samband med förvärv. Bolagsstyrning karaktäriseras vidare som de aspekter i bolagets styrning och ägande som ska se till att bolaget drivs i linje med aktieägarnas intressen (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020). Anledningen till att bolagsstyrning behövs regleras kan vidare förklaras med utgångspunkt i agentteorin som förutsätter att agenten (ledningen) agerar

utifrån egenintresse, där intresset inte alltid är samma som principalens (aktieägare) (Jensen & Meckling, 1976). I och med detta är det av intresse att undersöka hur olika aspekter av bolagsstyrning påverkar ledningens intressen och i sin tur hur förvärvsprestationer påverkas.

1.2 Problematisering

Eftersom förvärv är en vanlig strategi globalt utförs omfattande forskning för att undersöka vilka aspekter som kan förklara utfallen av förvärv. Tidigare forskning är till största del överens om att det förvärvande företags bolagsstyrning är en aspekt som påverkar förvärvsprestation (Cornett et al., 2007; Liu & Wang, 2013; Tampakoudis et al., 2018; Ma, 2019). Forskningen är däremot tudelad kring hur olika aspekter inom bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation. Lewellen et al. (1985) finner ett signifikant positivt samband mellan graden av internt ägande och förvärvsprestation på den amerikanska marknaden. Sambandet kan även urskiljas i Boateng et al. (2017) studie som gör en liknande undersökning på den kinesiska marknaden. Däremot finner Bhaumik och Selarka (2008) i sin studie som fokuserar på den indiska marknaden ett signifikant negativt samband mellan internt ägande och förvärvsprestation. Forskningen är vidare inte överens om ägarkoncentrationens korrelation med förvärvsprestation. Carline et al. (2009) påvisar ett positivt samband mellan ägarkoncentration och förvärvsprestation på den brittiska marknaden. Däremot finner Bhaumik och Selarka (2012) i sin studie, på den indiska marknaden, ett negativt samband mellan ägarkoncentration och förvärvsprestation.

Forskningen påvisar olika resultat angående hur bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation och därmed kan det antas att skillnaderna i resultaten beror på vilket land som undersöks. Det finns en brist på forskning som undersöker sambandet i Sverige och eftersom sambandet mellan bolagsstyrning och förvärvsprestationer skiljer sig åt mellan länder anses det vara relevant att genomföra en liknande studie med svenska bolag. Dessutom har Sverige en speciell reglering och modell för bolagsstyrning och därmed är det av intresse att undersöka hur sambandet skiljer sig i Sverige. Svensk bolagsstyrning regleras huvudsakligen genom aktiebolagslagen och svensk kod för bolagsstyrning. Aktiebolagslagen är tvingande och fokuserar till stor del på aktieägarnas rättigheter samt olika bolagsstyrningsfrågor (Lekvall, 2009). Svensk kod för bolagsstyrning är inte tvingande utan innehåller riktlinjer för bolagsstyrning som bör följas och om bolaget inte efterföljer riktlinjerna behöver detta

förklaras (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020). Svensk kod skiljer sig från den amerikanska motsvarigheten, Sarbanes-Oxley Act, som är tvingande (Lekvall, 2009).

Enligt Lekvall (2009) är den svenska modellen för bolagsstyrning unik i jämförelse med den enhetliga modellen som används i bland annat USA och Storbritannien samt den tvådelade modellen som exempelvis används i Tyskland. Bolagsstyrningsmodellen som används i Sverige skiljer sig åt från både den enhetliga och den tvådelade modellen. Den svenska modellen för bolagsstyrning innefattar en styrelse som innehar en övervakningsfunktion i bolaget där bara en person från ledningen får vara medlem, vanligtvis VD:n, som i sin tur inte får inneha ordförandeposten. Likt den svenska modellen har den enhetliga modellen bara en styrelse, men VD:n och styrelseordföranden får vara samma person och styrelsen ses som både operativ och övervakande. Jämförelsevis har den tvådelade modellen istället två separata styrelser, varav en fungerar som ett övervakande organ medan den andra är verksam i bolaget. Den svenska modellen skiljer sig även från de andra modellerna när det gäller aktieägarnas inflytande. Aktieägarna kan utöva sitt inflytande genom bolagsstämman som är högst upp i styrningshierarkin. Genom bolagsstämman ges ägarna en mer direkt roll i bolagets styrning jämfört med den enhetliga modellen eftersom ägarna i svenska bolag har rätt att besluta i alla företagsfrågor, till skillnad från i bolagsstämman i den enhetliga modellen. I den tvådelade modellen kan aktieägarna utöva sitt inflytande både genom en bolagsstämma, men även genom ett separat organ (Lekvall, 2009).

Det anses därför vara relevant att komplettera forskningen genom att enbart undersöka hur olika aspekter av bolagsstyrning påverkar svenska börsnoterade bolag. Studien kommer därmed bidra till en ökad förståelse av sambandet mellan bolagsstyrning och aktieägarnas reaktion vid ett förvärv, vilket kommer belysa hur bolagsstyrning kan sammanfoga ledningens och aktieägarnas intressen vid förvärv.

1.3 Syfte & Frågeställning

Denna rapport syftar till att undersöka hur olika aspekter av bolagsstyrning påverkar förvärvsprestationen vid tillkännagivandet av ett förvärv med fokus på börsnoterade bolag i Sverige. För att fullgöra studiens syfte kommer därmed följande frågeställning besvaras och analyseras:

I vilken grad påverkar olika aspekter av bolagsstyrning förvärvsprestation i Sverige?

1.4 Avgränsning

Studien är avgränsad till svenska börsnoterade bolag som genomfört förvärv mellan åren 2017-2023. Vidare exkluderas finansiella institut och banker från studien eftersom deras verksamhet och redovisningsprinciper skiljer sig avsevärt från övriga företag.

2. Teoretisk referensram

I kapitel 2 presenteras den teoretiska referensram studien grundas på: agentteorin och stewardshipteorin.

2.1 Agentteorin

Agentteorin definierar förhållandet mellan en *principal* och en *agent* där en *principal-agent-relation* uppstår när principalen delegerar beslutanderätt och kontroll till en agenten (Jensen & Meckling, 1976). I ett företagssammanhang uppstår förhållandet genom att ledningen agerar som agenter för aktieägarna (Jensen & Meckling, 1976). En viktig aspekt är att agenten inte alltid agerar utifrån aktieägarnas bästa intresse, framförallt i situationer där båda parter vill uppnå maximal nytta (Jensen & Meckling, 1976). Det medför att det uppstår en betydande skillnad mellan ägande (aktieägare) och kontroll (ledning), där separationen leder till "*problem of agency*" (Jensen & Meckling, 1976). Eftersom ledningen har mer information än aktieägarna om den operativa verksamheten uppstår *informationsasymmetri*, vilket leder till att de kan fatta beslut som inte ligger i aktieägarnas bästa intresse (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Vidare leder detta till uppkomsten av *agentkostnader* som är de totala kostnaderna för att hantera intressekonflikter och informationsasymmetri mellan ledningen och aktieägarna (Jensen & Meckling, 1976). För aktieägarna innebär detta kostnader för att kontrollera ledningens agerande och därmed säkerställa att ledningen agerar utefter aktieägarnas intressen (Jensen & Meckling, 1976). Trots detta består en divergens mellan ledningens beslut och de optimala besluten som leder till maximalt värde för aktieägarna (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). I och med detta så är principalen i behov av övervakning över ledningen och enligt den *effektiva övervakningshypotesen* leder mer omfattande och effektiv övervakning till att agenten i större utsträckning agerar i linje med principalens intressen (Jensen & Meckling, 1976). I praktiken försöker styrelser även sammanfoga ledningens intresse med aktieägarnas genom att tillämpa prestationsbaserade belöningar som ska resultera i att ledningen i högre grad agerar i linje med aktieägarnas intressen (Eisenhardt, 1989).

Agentteorin kopplas ofta till M&A-transaktioner, speciellt i företag där aktieägarna inte har tillräckligt med resurser för att övervaka ledningen. I sin tur kan detta leda till incitament för ledningen att genomföra M&A-transaktioner i syfte att öka värdet på företaget, vilket i sin tur kan leda till högre löner, större bonusar och fler förmåner för ledningen (Ahern & Weston, 2007). Ledningens beteende kan leda till att företag genomför förvärv som inte skapar värde för aktieägarna utan som istället gynnar ledningen.

2.1.1 Agentteorins kritik

Trots att många studier menar att agentteorin är revolutionerande och bidrar till forskningen om organisationer (Eisenhardt, 1989; Jensen, 1983) menar vissa att agentteorin och dess antaganden är bristfälliga vid sin tillämpning. Donaldson och Davis (1991) menar att agentteorins antagande där människan agerar för att maximera sin egen nytta är diskutabel. Vidare finner författarna inget empiriskt stöd för teorin i sin studie. Fortsättningsvis betonar Perrow (1986) att agentteorin medför ett snävt perspektiv på hur människan fungerar samtidigt som teorin inte behandlar något tydligt problem. Även Perrow (1986) kritiserar teorin för dess antagande om att människan agerar utifrån egenintresse, vilket alltid inte är fallet eftersom människan även kan vara motiverad till att gynna företaget. Yusof (2016) betonar även att teorin är inflytelserik, men att den inte ger tillräcklig förståelse för praxis av bolagsstyrning eftersom bolagsstyrning kan påverkas av institutionella faktorer och lokala sammanhang.

2.2 Stewardshipteorin

Stewardshipteorin beskriver att ledningen agerar som *förvaltare* (stewards) åt aktieägarna och bygger på antagandet att det är mer fördelaktigt för ledningen att agera i organisationens och ägarnas bästa intresse än att agera utifrån egna intressen (Donaldson & Davis, 1991). Enligt teorin är sambandet mellan organisationens framgång och ägarnas tillfredsställelse starkt, vilket leder till att ledningens beteende kommer maximera ägarnas värde (Donaldson & Davis, 1991). Om ledningen lyckas skapa värde för ägarna bidrar detta till att ledningens egna tillfredsställelse även maximeras (Donaldson & Davis, 1991). Vidare beskriver Donaldson och Davis (1991) att även om ledningen agerar i organisationens och ägarnas bästa intresse innebär det inte alltid att de bortser från sina egna personliga behov. Teorin menar att ledningens agerande i slutändan ändå leder till att deras behov tillgodoses genom att fokusera på organisationen i första hand (Donaldson & Davis, 1991). Till skillnad från

agentteorin menar stewardshipteorin att det är fördelaktigt om ledningen har mycket inflytande samt ingår i styrelsen. Att det alltid inte är så, trots att teorin förklarar det som uppenbart gynnsamt, förklaras i att de riskaverta ägarnas intresse i relation till deras investering kan leda till att man anser att en *förvaltare* med för mycket inflytande är för riskfyllt (Donaldson & Davis, 1991).

I samband med M&A antar stewardshipteorin att ledningen engagerar sig i transaktioner som är värdeskapande eftersom deras intressen sammanfaller med aktieägarnas. Ledningen fokuserar därmed på att möta långsiktiga mål och maximera aktieägarvärdet (Donaldson & Davis, 1991).

2.2.1 Stewardshipteorins kritik

Donaldson (1990) ifrågasätter stewardshipteorins antagande om att ledningen alltid agerar i organisationens bästa intresse samt tilliten till ledningen och menar att detta synsätt är en förenklad bild av verkligheten. Grundei (2008) kritiserar även antagandet om förtroendet för ledningen eftersom det negativt kan påverka bolagets styrning. Om ledningen och styrelsens relation baseras på för hög grad av förtroende kan detta leda till att det blir svårt att framföra befogad kritik gentemot ledningen (McEvily et al., 2003). Slutligen riktas kritik mot stewardshipteorin eftersom den inte har genomgått systematisk empirisk testning för att validera dess förekomst i praktiken (Grundei, 2008).

3. Tidigare empirisk forskning

I kapitel 3 presenteras tidigare forskning kring relationen mellan bolagsstyrning och förvärvs prestationer som ligger till grund för studiens hypoteser. Forskning om bolagsstyrningen delas upp i 2 olika delar: styrelsen och ägarstruktur.

3.1 Styrelsen

I enlighet med agentteorin finns det incitament för företagsledningen att delta i aktiviteter som gynnar dem själva på bekostnad av aktieägarna. I relation till detta uppkommer *agentkostnader* för att övervaka att ledningen agerar i linje med agentens intressen (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Enligt John & Senbet (1998) är en agentkostnad att tillsätta en styrelse vars roll är att övervaka ledningen. Därmed finns det ett intresse att undersöka vilka aspekter som påverkar styrelsens förmåga att övervaka ledningen. Tidigare studier konstaterar att styrelsens storlek, sammansättning och struktur är faktorer som påverkar förmågan att övervaka ledningen och säkerställa att ledningen agerar utefter aktieägarnas intressen (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Jensen, 1993; Klein, 1998). Vidare påstår Hermalin och Weisbach (2003) att en styrelse inte bara har inflytande över ett företags prestation, utan även kan påverka kvaliteten av ledningens beslut i kritiska situationer. Därmed påverkas ledningens utrymme att agera utifrån eget intresse och ägna sig åt aktiviteter som inte gynnar aktieägarna (Jensen & Meckling, 1976), exempelvis värdeförstörande förvärv. Det finns därmed ett intresse att undersöka hur styrelsens storlek påverkar förvärvsbeslut.

3.1.1 Styrelsens storlek

Det finns två huvudförklaringar till varför det finns ett samband mellan styrelsens storlek och företagsprestation. Den första förklaringen betraktar styrelsen som en mellanhand som tillhandahåller företag med viktiga resurser. (Barroso et al. 2011). I kontexten av förvärv kan fler styrelseledamöter bidra till ökad kompetens och därmed positivt påverka ett företags M&A-verksamhet. Den andra förklaringen innebär att styrelsens storlek påverkar hur väl ledningen övervakas. Tidigare litteratur är till stor del överens om att styrelsens storlek påverkar styrelsens effektivitet som övervakande organ men är tudelad kring hur storleken påverkar effektiviteten (Lipton & Lorsch, 1992; Judge & Zeithaml, 1992; Dalton et al., 1999).

Ett samband mellan styrelser med fler ledamöter och sämre övervakning av ledningen påvisas av tidigare forskning. Detta förklaras av att styrelser med fler ledamöter både kännetecknas av sämre sammanhållning och möjlighet för ledamöter att engagera sig, vilket i sin tur påverkar kommunikationen och effektiviteten negativt (Lipton & Lorsch, 1992; Judge & Zeithaml, 1992). Vidare bekräftas detta perspektiv i Liu och Wangs (2013) studie som undersöker 36 M&A-fall i Kina under 2008-2009 och visar att styrelsens storlek är negativt korrelerad med förvärvsprestation. Liu och Wang (2013) belyser att sämre kommunikation och övervakning leder till ökat utrymme för ledningen att agera utifrån egenintresse och ägna sig åt förvärv som är till deras fördel på bekostnad av aktieägarna. Detta styrks även av Tampakoudis et al. (2018) som undersöker sambandet på den europeiska marknaden under perioden 2003-2017. I studien kan Tampakoudis et al. (2018) urskilja ett negativt samband mellan företag med fler än 8 styrelseledamöter och abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ett förvärv. Resultatet bekräftas även av Brown och Maloney (1998) som också finner ett signifikant negativt samband mellan *styrelsestorlek* och förvärvsprestation.

Tidigare forskning påvisar även ett motsatt samband mellan styrelser med fler ledamöter och bättre övervakning av ledningen. Argumentet grundar sig dels i att styrelser med fler ledamöter besitter en större kunskapsbas, vilket kan bidra till färre beslut som missgynnar aktieägarna (Defrancq et al., 2020). Vidare grundar sig argumentet i att en styrelse med fler ledamöter har större möjlighet att övervaka ledningen eftersom arbetet kan delegeras i en större omfattning (Klein, 2002; Lipton & Lorsch, 1992). Dalton och Dalton (2005) menar att styrelser med fler ledamöter bidrar till ökad mångfald i styrelsen vilket även förbättrar övervakningen. Trots att det finns delade meningar finner majoriteten av tidigare empirisk forskning bevis för att en styrelse med fler ledamöter bidrar till sämre övervakning av ledningen. Tidigare forskning styrker därmed att det finns ett negativt samband mellan fler styrelseledamöter och abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ett förvärv och därav formuleras följande hypotes:

H_{1a} : Det finns ett negativt samband mellan styrelsens storlek och förvärvsprestation

3.2 Ägarstruktur

Ägarstruktur innebär vilka olika typer av ägare som finns i ett företag och hur ägandet är fördelat. Även ägarstruktur kan kopplas samman med agentteorin. Kumar och Zattoni (2014) antyder att en brist på inflytelserika aktieägare ökar risken för agentproblem utifrån Jensen och Mecklings (1976) teori. I brist på inflytelserika ägare kan ledningen i större utsträckning utgå från egna intressen på bekostnad av aktieägarna (Kumar & Zattoni, 2014). Enligt Zattoni (2011) är ett företags ägarstruktur en viktig faktor för att analysera ett företags bolagsstyrning eftersom det speglar vem som har bestämmanderätten i bolaget. Vidare menar Kumar och Zattoni (2015) att ägarstruktur kan analyseras i flera dimensioner och utgör därmed ett värdefullt verktyg för att analysera företags bolagsstyrning. Demsetz och Villalonga (2001) belyser att flera aspekter av ägarstrukturen bör beaktas på grund av företags komplexitet samt att det är viktigt att ta hänsyn till de olika intressen som uppstår på grund av den specifika ägarstrukturen i företaget. I och med detta kommer denna studie beakta institutionellt ägande, internt ägande och ägarkoncentration.

3.2.1 Institutionellt ägande

Institutionella ägare refererar till aktieägare i ett företag som investerar pengar åt antingen andra människor eller organisationer, och är ofta ägare med stora aktieinnehav "blockägare" (Velte, 2024). Institutionellt ägande bidrar till att motverka agentproblemet mellan ledning och aktieägare eftersom ett stort aktieinnehav innebär ökad övervakning av ledningen (Hartzell & Starks, 2003). Vidare påvisar Chung et al. (2002) i sin studie att institutionella ägare har expertisen och resurser som en privat investerare inte besitter, vilket leder till att institutionella investerare effektivare kan övervaka ledningen. I sin tur bidrar effektiv övervakning till ökat aktieägarvärde eftersom ledningen i större uträkning agerar i linje med aktieägarnas intressen (Chung et al., 2002). Sambandet mellan institutionella investerare och ökat aktieägarvärde antas därmed vara positivt, vilket även bekräftas av andra studier (Cornett et al., 2007; Ferreira & Matos, 2008). Brickley et al. (1988) visar i sin studie att det finns en stark korrelation mellan nivån av institutionellt ägande och andelen "nej-röster" vid beslutsfattande, framförallt vid beslut som bidrar till minskat aktieägarvärde. Vidare hävdar Heard och Sherman (1987) att institutionella investerare vanligtvis antingen stödjer ledningen eller, om de inte är överens, säljer av sina aktier.

Liu och Wang (2013) studerar sambandet mellan institutionellt ägande och förvärvsprestation bland fastighetsbolag i Kina och visar att det finns ett positivt samband mellan nivån av institutionellt ägande och företagsprestation. Även Cornett et al. (2007) finner ett positivt samband mellan institutionellt ägande och företagsprestation, vilket förklaras av både antalet institutionella ägare i företaget och deras procentuella andel av aktierna. Slutsatsen stöds vidare av Ma (2019) som också kunde urskilja ett signifikant positivt samband mellan institutionellt ägande och förvärvsprestation på den kinesiska marknaden. Cornett et al. (2007) belyser däremot att sambandet endast gäller för institutionella ägare som inte har andra relationer med företaget.

Den tidigare forskningen är inte överens om hur mycket inflytande institutionella ägare har eller hur mycket institutionellt ägande påverkar aktieägarvärdet. Däremot verkar de flesta forskare vara eniga om att högre procentuell andel av institutionellt ägande har en positiv korrelation med förvärvsprestation. Utifrån detta formuleras följande hypotes:

H_{1b}: Det finns ett positivt samband mellan andelen institutionella investerare och förvärvsprestation

3.2.2 Internt ägande

Internt ägande är andelen aktier som innehas av ledningen i företaget. I enlighet med Jensens och Mecklings (1976) agentteori antas internt ägande öka incitamenten för ledningen att fatta beslut som förbättrar aktieägarvärdet. Högre nivåer av internt ägande leder därmed till bättre företagsprestationer medan lägre nivåer resulterar i sämre beslut för aktieägarna eftersom ledningen tenderar att ta beslut som gynnar dem själva (Jensen & Meckling, 1976). Fenomenet kallas av litteraturen för "*convergence of interests' hypothesis*", vilket innebär att ledningens intresse konvergerar med aktieägarnas eftersom ledningens egen förmögenhet påverkas av aktiepriset (Mehran, 1995).

Förvärv kan innebära betydande fördelar för ledningen på bekostnad av aktieägarna på grund av skillnaden som kan uppstå mellan aktieägarnas och ledningens intressen (Masulis et al. 2007; Morck et al. 1990). Därmed resulterar förvärv i utökad behov av intensivare övervakning av ledningen (Crocì & Mazur, 2023), vilket överensstämmer med agentteorin som belyser att vid brist av övervakning tenderar ledningen att agera utefter eget intresse

(Jensen & Meckling, 1976). En effekt av detta kan vara minskat aktieägarvärde (Jensen & Meckling, 1976). Boateng et al. (2017) påvisar ett positivt samband mellan internt ägande och aktieavkastning i samband med förvärv på den kinesiska marknaden. Vidare bekräftas detta av Lewellen et al. (1985) som visar att större andel internt ägande bidrar till högre grad av positiv abnormal aktieavkastning. Aktieägarnas och ledningens intressen är därmed bättre samordnade när ledningen äger en stor del av företagets aktier (Lewellen et al., 1985). Bhaumiks och Selarkas (2008) urskiljer däremot ett negativt samband mellan internt ägande och förvärvsprestation på den indiska marknaden. Vidare beskriver Bhaumiks och Selarkas (2008) att detta beror på att de negativa effekterna av internt ägande överväger de positiva effekterna.

Flera studier visar att styrelsens engagemang i ett företag kan kopplas till deras ägarandel i företaget (Minow & Bingham, 1995; Vafeas & Theodorou, 1998). I enlighet med *effektiva övervakningshypotesen* (Jensen & Meckling, 1976) bör högre andel av styrelseägande leda till både ökat engagemang hos styrelsen samt övervakning av ledningen, vilket resulterar i att ledningen i större utsträckning agerar utefter aktieägarnas intressen. Detta styrks av Bhagat och Bolton (2013) som belyser ett positivt samband mellan styrelsens ägande och företagsprestation. Även Carline et al. (2009) finner en positiv relation mellan styrelsens ägande och redovisningsbaserad aktieavkastning i samband med förvärv. Demsetz och Lehn (1985) finner i sin studie däremot ingen korrelation mellan styrelsens ägande och företagsprestation.

Tidigare forskning är tudelad när det gäller sambandet mellan internt ägande och förvärvsprestation. De flesta är dock överens om att både internt ägande och styrelseägande har en positiv påverkan (Vafeas & Theodorou, 1998; Lewellen et al., 1985; Bhagat & Bolton, 2013), därmed formuleras följande hypotes:

H_{1c}: Det finns ett positivt samband mellan andelen internt ägande och förvärvsprestation

3.2.3 Ägarkoncentration

Ägarkoncentration syftar till fördelningen av aktier. Hög ägarkoncentration innebär att en liten grupp ägare har en stor andel av aktierna medan låg ägarkoncentration innebär att aktierna är jämnt fördelade över fler ägare. Shleifer och Vishny (1997) påpekar att det finns

både fördelar och nackdelar med ägare som har större aktieinnehav. Enligt den *effektiva övervakningshypotesen* blir ägare med större aktieinnehav mer påverkade av företagets prestation och har därmed ett större behov av att övervaka bolagets verksamhet (Jensen & Meckling, 1976). Denis och McConnell (2003) anser att stora aktieinnehav i kombination med ökad övervakning minskar intressekonflikter mellan aktieägare och ledning. Bhaumik och Selarka (2008) beskriver att hög ägarkoncentration kan leda till "*entrenchment*", vilket innebär att ledningens agerande inte överensstämmer med ägarnas intressen gällande värdemaximering. Nashier och Gupta (2020) kan i sin studie urskilja ett positivt samband mellan ägarkoncentration och företagsprestation. Resultatet förklaras av att hög ägarkoncentration leder till ökad övervakning av ledningen som därmed i högre grad agerar utefter ägarnas intressen (Nashier & Gupta, 2020). Att högre ägarkoncentration leder till minskade intressekonflikter stöds vidare av flertalet studier (Barclay & Holderness, 1991; Chen & Yus-Austin, 2007; Thomsen & Conyon, 2012).

Zahid et al. (2023) finner däremot i sin studie att hög ägarkoncentration påverkar företags redovisnings- och marknadsbaserade prestation negativt. Vidare påvisar Yaacob (2014) ett negativt samband mellan större aktieinnehav och långsiktig redovisningsbaserad aktieavkastning, vilket påvisar att högre ägarkoncentration bidrar till sämre förvärvsprestationer.

Tidigare forskning är tudelad kring sambandet mellan ägarkoncentration och förvärvsprestation. Majoriteten av forskningen visar på ett positivt samband och därmed formuleras följande hypotes:

H_{1d}: Det finns ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och förvärvsprestation

3.2.4 Sammanställning av hypoteser

H_{1a}: Det finns ett negativt samband mellan styrelsestorlek och förvärvsprestation

H_{1b}: Det finns ett positivt samband mellan andelen institutionellt ägande och förvärvsprestation

H_{1c}: Det finns ett positivt samband mellan andelen internt ägande och förvärvsprestation

H_{1d}: Det finns ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och förvärvsprestation

4. Metod

I detta kapitel presenteras val av metod, litteraturöversikt och datainsamling. Sedan presenteras studiens variabler, statistisk prövningsmetodik och metodkritik.

4.1 Val av metod och forskningsdesign

Studien är av kvantitativ karaktär med en deduktiv ansats där hypoteser formuleras utifrån teorier och tidigare forskning för att sedan appliceras på den insamlade datan (Bryman & Bell, 2017). Hypoteserna utvecklas baserat på teoretiska grunder och tidigare studier som undersöker sambandet mellan aspekter av bolagsstyrning och förvärvsprestation. Dessa hypoteser prövas sedan med hjälp av empirisk data genom en regressionsanalys (Bryman & Bell, 2017). Metoden väljs med hänsyn till att forskningen är kvantitativ i sin natur, där Bryman och Bell (2017) betonar att en kvantitativ forskningsansats vanligtvis börjar med en teoretisk grund från vilken hypoteser sedan utvecklas. Detta resulterar i en deduktiv ansats där teorin styr vilka hypoteser som formuleras och om den insamlade datan samt regressionens resultat stödjer eller motsäger de teoretiska antagandena (Bryman & Bell, 2017). Valet av kvantitativ metod är strategiskt för studiens syfte, vilket är att undersöka i vilken grad bolagsstyrning påverkar marknadens reaktion vid ett förvärv.

4.2 Litteraturöversikt

Sökning och användning av tidigare forskning är av stor vikt för denna studie. Både primär- och sekundärkällor består främst av artiklar som har hämtats från LubSearch och Econlit. Båda datakällorna är elektroniskt tillgängliga för studenter på Lunds universitet. Fördelarna med dessa två hemsidor är att det går att göra avgränsningar direkt i sökningen och de avgränsningar som görs är att artiklarna ska vara "peer-reviewed" samt publicerade i "academic journals". Att en artikel är peer-reviewed innebär att artikeln granskas av ämnesexperter, vilket säkerställer artiklarnas trovärdighet. Att artikeln har blivit publicerad i en "academic journal" är också fördelaktigt eftersom dessa artiklar har blivit publicerade med syftet att utöka kunskapen inom ett visst område och har på så sätt blivit granskade av andra. Båda dessa kriterier är fundamentala för att säkerställa att forskningen som denna studie använder är både trovärdig och relevant.

Det är dock värt att nämna att flertalet av artiklarna som används i studien kan anses utdaterade eftersom de publicerades för ett tag sedan. Eftersom en stor del av dessa artiklar fortfarande citeras idag kan deras relevans i stort sett säkerställas. Viss problematik med den tidigare forskningen berör även de geografiska områdena som studierna baseras på. En stor del av forskningen är baserad i Kina och på tillväxtmarknader, vilket innebär att det inte alltid går att dra direkta kopplingar till Sverige. Detta är något som tas i beaktning och är också en anledning till varför studien fokuserar på Sverige.

I de elektroniska söktjänsterna används sökord för att hitta relevant litteratur. Nedan presenteras använda sökord.

Sökord

| | |
|----------------------|-------------------------|
| Corporate Governance | Ownership Concentration |
| M&A Performance | Institutional Ownership |
| Ownership Structure | Block Holder |
| Board Structure | Internal Ownership |

4.3 Datainsamling

För att sammanställa datan som behövs för regressionsanalysen används tre databaser. För det första hämtas data gällande företagsförvärv från Zephyr (2024), vilken är en förvärvsdatabas med stor täckning av M&A-deals runt om i världen. Valet av denna databas motiveras av dess rika informationsinnehåll och mängden alternativ som finns tillgängliga för att göra avgränsningar i databasen. Vidare används databasen Börldata (2024) i syfte att samla in samtliga dagliga relevanta aktiekurser för att räkna ut abnormal avkastning för de valda företagen. Börldata används även för att samla in data för kontrollvariablerna *ROE*, *leverage*, *FCF-marginal* och *Tobins Q*. Börldata hämtar sin information från databasen Morningstar (2024). Slutligen används databasen Modular Finance Holdings (2024) för att hämta information kopplat till bolagsstyrning. All data sammanställs och exporteras till ett excelark för att sedan laddas upp i Stata. På den sammanställda datan utförs stickprov där datan jämförs med respektive årsredovisning.

4.3.1 Urval

För att det ska vara möjligt att undersöka aktiemarknadens reaktion till företagsförvärv i Sverige måste vissa specifika kriterier uppfyllas. Studien fokuserar på hur relationen mellan bolagsstyrning och förvärvsprestation ser ut i Sverige och därav måste förvärvaren vara baserad i Sverige. Dessutom måste förvärvaren vara noterad på Stockholmsbörsen för att det ska vara möjligt att mäta marknadsreaktionen till förvärvet. Tidsramen för förvärv begränsas mellan 1 januari 2017 och 31 december 2023, vilket motiveras av att det har varit en M&A-våg under denna tidsram (IMAA, 2024) och säkerställer därmed att studien fångar upp tillräckligt med data. För att förvärvet ska inkluderas i studien måste förvärvet anses utgöra en betydande ägarandel där minst 51% av målföretagets aktier förvärvats. Studien mäter aktiemarknadens reaktion med hjälp av en eventstudie och för att säkerställa att den abnormala avkastningen beror på företagsförvärvet och inga andra faktorer får inga nya förvärv göras av företaget under händelsefönstret. Det sista kriteriet som formuleras gällande urvalet är att förvärvet ska vara tillräckligt stort för att generera en marknadsreaktion och därmed krävs det att betalningen är större än 5% av förvärvarens tillgångar.

Sammanställning av urvalskriterier för företagsförvärv:

1. Förvärvaren ska vara listat på Stockholmsbörsen
2. Förvärvaren ska vara baserad i Sverige
3. Förvärvet ska ha skett mellan 1 januari 2017 och 31 december 2023
4. Förvärvaren måste ha förvärvat minst 51% av målföretagets aktier
5. Inga nya förvärv ska ha gjorts 5 dagar innan eller 5 dagar efter förvärvstillkännagivandet
6. Betalningen ska vara större än 5% av förvärvarens tillgångar

I databasen Zephyr (2023) används urvalskriterierna ett till fem och 119 förvärv identifieras. Det sjätte urvalskriteriet kontrolleras manuellt eftersom avgränsningen inte går att göra direkt i Zephyr och därefter kvarstår 72 förvärv.

4.3.2 Bortfallsanalys

På grund av brist på data har 19 förvärv inte kunnat tas med i studien. Den huvudsakliga orsaken bakom bortfallen är att företagen inte varit börsnoterade tillräckligt länge för att möjliggöra en analys av deras förväntade och abnormala avkastning och därmed inte platsar i

en eventstudie. En ytterligare orsak till bortfallen är att vissa företag inte har uppdaterad information kring företagets bolagsstyrning på använda databaser och kan därmed inte heller vara med i studien. Det slutgiltiga urvalet består av 53 förvärv.

Eftersom bortfallet i studien är stort finns det risk för minskad statistisk styrka i resultatet, vilket gör det svårare att upptäcka signifikanta samband. Majoriteten av bortfallen beror på att bolagen inte varit noterade på börsen tillräckligt länge. Bolagen är därmed irrelevanta för studien eftersom den beroende variabeln (CAR) inte kan beräknas. Resterande bolag som inte tas med i studien beror på att relevant data inte finns tillgänglig. Vidare är urvalet relativt litet vilket kan leda till att resultaten blir mindre generaliserbara och statistiskt mindre robusta. Det kan därför vara svårare att dra säkra slutsatser om sambanden mellan bolagsstyrning och förvärvsprestation eftersom urvalsstorleken påverkar analysens tillförlitlighet.

Tabell 1

Slutgiltigt urval av förvärv

| År | Antal |
|------|-------|
| 2017 | 6 |
| 2018 | 5 |
| 2019 | 5 |
| 2020 | 10 |
| 2021 | 9 |
| 2022 | 8 |
| 2023 | 10 |
| | 53 |

4.4 Variabler

4.4.1 Beroende variabel

Den beroende variabeln är förvärvsprestation som beräknas genom abnormal avkastning (AR) och sedan kumulativ abnormal avkastning (CAR). För att beräkna abnormal avkastning genomförs en eventstudie som identifierar abnormal avkastning som uppkommer vid en specifik ekonomisk händelse, som i denna studie är tillkännagivandet av ett förvärv, justerad för hur avkastningen varit om händelsen inte inträffat (MacKinlay, 1997).

4.4.1.1 Eventstudie

För att mäta förvärvsprestation genomförs således 53 eventstudier för att beräkna den abnormala avkastningen vid tillkännagivandet av förvärvet för respektive företag. Den abnormala avkastningen beräknas genom följande formel (MacKinlay, 1997):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t} | X_t) \quad (1)$$

$AR_{i,t}$ = abnormal avkastning

$R_{i,t}$ = faktisk avkastning

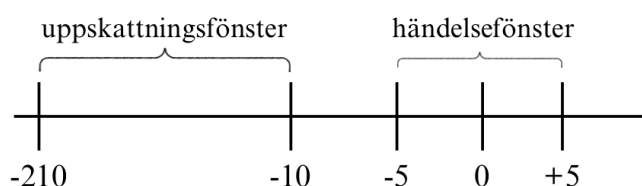
$E(R_{i,t} | X_t)$ = förväntad avkastning för ett företag i vid tidpunkten t .

De eventstudier som används idag introducerades av Ball och Brown (1968) samt Fama och French (1996) och används världen över. Valet av att använda en eventstudie för att mäta förvärvsprestation baseras på en studie av Sethi och Krishnakumar (2010) som analyserar publicerat material om M&A i akademiska tidskrifter under de senaste tre decennierna. Sethi och Krishnakumar (2010) fastställer att eventstudier är den mest använda metoden internationellt.

MacKinlay (1997) beskriver tillvägagångssättet för en eventstudie. För det första måste ett händelsedatum bestämmas, vilket redovisas som dag 0 i figuren nedan. I denna studie används datumet för tillkännagivandet av förvärvet som händelsedatum istället för dagen förvärvet är färdigställt i enlighet med "*Efficient Market Hypothesis*" (Fama, 1980). Valet görs eftersom denna hypotes menar att ny och tillgänglig information omedelbart kommer att återspeglas i aktiepriset (Bodie et al., 2017). Abnormala avkastningar vid tillkännagivandet av förvärvet är därmed en bra indikator för förvärvsprestation. För att bestämma datumet för tillkännagivandet av förvärvet har företagets första pressmeddelande använts. Det andra steget är att bestämma ett relevant händelsefönster. Under detta händelsefönster mäts den abnormala avkastningen och därav ska dagen för tillkännagivandet ingå i tidsramen (MacKinlay, 1997). Flertalet tidigare studier har använt sig av tidsramen 11 dagar (-5 och +5) dagar vid tillkännagivandet) och därmed kommer denna studie använda sig av samma tidsram (Masulis et al., 2007; Krishnan et al., 2009; García & Herrero, 2022).

Anledningen till att studien väljer fem dagar före tillkännagivandet beror på att det finns risk för att informationen om förvärvet spridits innan det officiella pressmeddelandet (Andrade &

Stafford, 2004; MacKinlay, 1997). Efter händelsefönstret är bestämt ska uppskattningsfönstret fastställas (MacKinlay, 1997). En förväntad avkastning beräknas under uppskattningsfönstret för att ungefärligt bestämma hur avkastningen skulle sett ut om förvärvet inte tillkännagivits (MacKinlay, 1997). Sethi och Krishnakumar (2010) finner att den vanligaste längden på uppskattningsfönstret är 200 dagar innan händelsen, vilket motiverar att samma längd på händelsefönstret används i denna studie.



Vidare beskriver MacKinlay (1997) två metoder för att uppskatta normal avkastning: den konstanta medelavkastningsmodellen och marknadsmodellen. Den konstanta medelavkastningsmodellen förväntar sig att medelavkastningen är konstant över tid medan marknadsmodellen jämför marknads avkastning med aktiens avkastning (MacKinlay, 1997) Denna studie använder sig av marknadsmodellen för att uppskatta den normala avkastningen. Enligt Sethi och Krishnakumar (2010) är marknadsmodellen den mest använda vilket motiverar att den väljs för denna studie. Valet styrks även av att marknadsmodellen används i flera andra studier (Fama et al., 1969; Brown & Warner, 1985). Enligt MacKinlay (1997) är fördelen med marknadsmodellen att variansen av abnormal avkastning minskar eftersom avkastning relaterad till marknads rörelser inte beaktas. Vidare används OMX30 som proxy för marknadsavkastning eftersom det är ett välkänt index som representerar de 30 mest handlade bolagen på Stockholmsbörsen.

Avkastningen beräknas enligt marknadsmodellen på följande sätt (MacKinlay, 1997):

$$R_{i,t} = a_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$R_{i,t}$ = Tillgångens avkastning för företag i vid tidpunkten t

$R_{m,t}$ = Marknadsavkastning vid tidpunkten t

β_i = Betavärde för företag i

a_i = Avkastning som inte förklaras av marknaden för företag i

$\varepsilon_{i,t}$ = Förväntas vara 0

När den förväntade och faktiska avkastningen är fastställd kan den abnormala avkastningen (AR) beräknas enligt formel 1. För att sammanställa abnormal avkastning under det fastställda händelsefönstret beräknas den kumulativa abnormala avkastningen genom följande formel (MacKinlay, 1997):

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{i=1}^N CAR_{i,t}(t_1, t_2) \quad (4)$$

4.4.2 Undersökningsvariabler

För att mäta olika aspekter av bolagsstyrning, styrelsen och ägarstruktur formas fyra undersökningsvariabler: *styrelsestorlek*, *institutionellt ägande*, *internt ägande* och *ägarkoncentration*. Eftersom studiens fokus är på förvärvaren är det aspekter av bolagsstyrning hos förvärvaren som används i de statistiska testerna.

Den första undersökningsvariabeln i regressionen är *styrelsestorlek*. Som proxy för styrelsens storlek används antalet ledamöter i styrelsen. Data för styrelsens storlek hämtas från årsredovisningen räkenskapsåret innan tillkännagivandet av förvärvet, vilket är i linje med tidigare forskning (Yermack, 1996; Chadam, 2019). Den andra undersökningsvariabeln är *institutionellt ägande* och mäts som andelen institutionella ägare företaget har året innan tillkännagivandet av förvärvet, vilket överensstämmer med tidigare forskning (Liu & Wang, 2013; Ma, 2019). Den tredje variabeln är *internt ägande* och mäts som andelen av företagets

aktiekapital som ägs av styrelsen och ledningen i varje företag året innan tillkännagivandet av förvärvet (Vafeas & Theodorou, 1998; Lewellen et al., 1985; Bhagat & Bolton, 2013). Den sista undersökningsvariabeln är *ägarkoncentration* som mäts av hur många aktieägare som innehar mer än 5% av det totala kapitalet, så kallade blockägare, (Carline et al., 2009).

Valet av variablerna motiveras utifrån vilka variabler som tidigare studier inom samma område valt, med vissa justeringar med hänsyn till svensk kod för bolagsstyrning. Exempelvis är VD-dualitet en variabel som använts i tidigare studier (Liu & Wang, 2013; Pham et al., 2015; Teti et al., 2017). Denna studie kommer inte att ta VD-dualitet i beaktning eftersom en person inte får ha en VD-post och samtidigt vara styrelseordförande i ett publikt aktiebolag i Sverige (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020). Ett annat exempel på en vanlig variabel som används i liknande studier är andelen oberoende styrelseledamöter, något som inte heller beaktas i denna studie eftersom i enlighet med svensk kod för bolagsstyrning (2020) måste minst hälften av ledamöterna vara oberoende i förhållande till företaget.

4.4.3 Kontrollvariabler

Vidare införs fler oberoende variabler i form av kontrollvariabler för att säkerställa att det är aspekter av bolagsstyrning som påverkar abnormal avkastning vid ett tillkännagivandet av ett förvärv och inte andra faktorer. Kontrollvariablerna bestäms utifrån tidigare forskning som identifierar potentiella faktorer som har en påverkan på förvärvsprestation. I denna studie delas kontrollvariablerna upp i företagsegenskaper och transaktionsegenskaper. Fyra kontrollvariabler är kopplat till det förvärvande bolaget och en kontrollvariabel är kopplat till förvärvets egenskaper. Datan för kontrollvariablerna gällande företagets egenskaper baseras på räkenskapsåret innan förvärvet skedde.

Företagsegenskaper

Till att börja med inkluderas *Tobins Q* som används frekvent i tidigare liknande forskning (Gao et al., 2019; Tampakoudis et al., 2018). I linje med liknande studier beräknas *Tobins Q* genom att dividera det förvärvande företagets totala marknadsvärde av eget kapital genom totalt bokfört värde av eget kapital (se formel 4) (Lang et al., 1989; Masulis et al., 2007). Valet att inkludera *Tobin's Q* som en kontrollvariabel baseras på att Lang et al. (1989) i sin studie finner att företag med högt *Tobins Q* påvisar bättre förvärvsprestationer i jämförelse med företag som har lägre kvot. Anledningen till detta är att företag med högre kvoter anses

vara mer välskötta och därmed ta bättre beslut gällande förvärv (Lang et al., 1989). Den andra kontrollvariabeln som används i regressionen är *leverage* som beräknas i enlighet med formel 5. Måttet används som kontrollvariabel eftersom Maloney et al. (1993) påvisar att det finns en positiv relation mellan *leverage* och abnormal avkastning. Den sista kontrollvariabeln kopplat till förvärvarens egenskaper är *ROE* (se formel 6). Avkastning på eget kapital (*ROE*) används i enlighet med tidigare studier för att mäta företags lönsamhet (Ferreira & Matos, 2008). *ROE* mäts som nettoresultat dividerat med eget kapital, vilket visar hur effektivt företag använder kapital från aktieägarna för att generera vinst. *FCF-marginal* (fritt kassaflödesmarginal) används även som kontrollvariabel i enlighet med Okofo-Dartey och Kwenda (2021).

Transaktionsegenskaper

Kontrollvariabeln *gränsöverskridande förvärv* är den enda som är kopplad till egenskaperna hos transaktionen. Denna variabel hänvisar till vilket land målföretaget kommer ifrån. Variabeln tillämpas i tidigare forskning för att undersöka effekterna av gränsöverskridande förvärv, där Aybar och Ficici (2009) i sin studie finner att marknaden har en negativ reaktion till gränsöverskridande förvärv. Vidare påvisas att dessa förvärv genererar lägre abnormal avkastning (Aybar & Ficici, 2009). Likt tidigare studier utformas denna variabel till en dummyvariabel, där "1" representerar att målföretaget är beläget utanför Sverige och "0" att det är beläget i Sverige.

Sammanställning av formler för kontrollvariabler:

$$Tobins\ Q = \frac{Marknadsvärde\ av\ eget\ kapital}{Bokfört\ värde\ av\ eget\ kapital} \quad (4)$$

$$Leverage = \frac{Totala\ skulder}{Totala\ tillgångar} \quad (5)$$

$$ROE = \frac{\text{Årets Resultat}}{\text{Eget Kapital}} \quad (6)$$

$$FCF\ marginal = \frac{EBIT \times (1 - skattesats) + Avskrivningar - \Delta R\ddot{ö}relsekapital - Kapitalkostnad}{Nettoomsättning} \quad (7)$$

Tabell 2*Variabellista*

| Beroende variabel | Undersökningsvariabler | Kontrollvariabler |
|-------------------------------------|--|--|
| 1. Cumulative abnormal return (CAR) | 1. Styrelsestorlek 2. Institutionellt ägande 3. Internt ägande 4. Ägarkoncentration | 1. Tobins Q 2. Leverage 3. ROE 4. FCF-marginal 5. Gränsöverskridande förvärv |

4.5 Statistisk prövningsmetodik

För att testa studiens hypoteser utförs en regression som följs av en granskning av modellens grundläggande antaganden.

4.5.1 Regressionsmodell

För att undersöka hur bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation görs en *ordinary least squares* (OLS) regressionsmodell. Metoden används i flera andra studier (Byrd & Hickman, 1992; Moeller et al., 2004; Rani et al., 2013).

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 \text{styrelsestorlek} + \beta_2 \text{internt. ägande} + \beta_3 \text{institutionellt. ägande} + \beta_4 \text{ägarkoncentration}_i + \beta_5 \text{ROE}_i + \beta_6 \text{TobinsQ}_i + \beta_7 \text{gränsöverskridande. förvärv} + \beta_8 \text{FCF. marginal}_i + \beta_9 \text{leverage}_i + \epsilon_i$$

CAR_i = kumulativ abnormal avkastning

β_0 = intercept

$\beta_1 \text{styrelsestorlek}$ = antal ledamöter i styrelsen

$\beta_2 \text{internt. ägande}_i$ = procentuell nivå av internt ägande

$\beta_3 \text{institutionellt. ägande}_i$ = procentuell nivå av institutionella ägare

$\beta_4 \text{ägarkoncentration}_i$ = antalet blockägare

β_{5-9} = kontrollvariablerna: ROE, Tobins Q, Gränsöverskridande Förvärv, FCF-marginal och Leverage

ϵ_i = felterm

4.5.2 Antaganden för regressionsmodell

Vissa grundantaganden behöver uppfyllas för att kunna utföra en OLS regression. För att säkerställa att datan i studien är passande för denna typ av regression har grundantaganden tagits i beaktning och testats med lämpliga statistiska test.

1. *Linjäritet*

OLS-regressionen bygger på att sambandet mellan den beroende och de oberoende variablerna är linjärt. Om detta antagande inte är uppfyllt kan detta leda till förvrängda resultat och att felaktiga slutsatser dras (Wooldridge, 2012). För att kontrollera linjäritet kommer Ramseys RESET test (1969) utföras. Testet undersöker icke-linjära relationer mellan den beroende och de oberoende variablerna under nollhypotesen att modellen är korrekt specificerad, det vill säga att relationen mellan variablerna är linjärt.

2. *Homoskedasticitet*

Homoskedasticitet syftar på att variansen hos en grupp variabler är konstant. Detta är ett viktigt antagande för OLS-regressionen då avvikelser från detta antagande kan indikera på heteroskedasticitet. Heteroskedasticitet innebär att varianserna inte är konstanta, vilket kan påverka giltigheten och tillförligheten av resultatet (Wooldridge, 2012). Förekomsten av heteroskedasticitet testas med hjälp av Whites test (1980) under nollhypotesen att variansen är konstant, vilket innebär att ett högt p-värde innebär att vår modell inte har problem med heteroskedasticitet.

3. *Autokorrelation*

Autokorrelation innebär att det förekommer en korrelation mellan feltermerna i en regression, vanligtvis över tid i tidsserieanalyser (Wooldridge, 2012). Däremot kan autokorrelation förekomma i tvärsnittsanalyser trots att det är vanligare i tidsserieanalyser. Eftersom det inte finns något direkt test för autokorrelation kopplat till en tvärsnittsstudie, kommer denna studie inte att utföra ett test för autokorrelation.

4. *Normalfördelade feltermmer*

Ytterligare ett antagande för OLS-regressionen är att feltermerna, skillnaden mellan de faktiska värdena och de värden modellen förutsäger, följer en normalfördelning (Wooldridge,

2012). Detta antagande är viktigt då de påverkar validiteten av de statistiska slutsatserna som kan dras från regressionen. Att feltermerna är normalfördelade kontrolleras grafiskt genom histogram, samt genom ett Jarque-Bera test (1980) vilket testar nollhypotesen att feltermerna följer en normalfördelning.

5. *Multikollinearitet*

Multikollinearitet innebär att de förklarande variablerna i modellen har hög korrelation till varandra. Detta betyder att en eller fler oberoende variabler kan förklara en annan variabel i modellen, vilket kan medföra problem vid tolkning av resultatet. Alla regressionsmodeller har en viss multikollinearitet, förutom om alla variabler är helt okorrelerade, men problemet uppstår när denna multikollinearitet blir allt för hög (Wooldridge, 2012). För att testa multikollinearitet utförs ett VIF-test där värden mellan 1 och 10 anses vara acceptabla. Utöver VIF-testet görs en korrelationsmatris för att granska att inga variabler har en högre korrelation med varandra än 80%.

4.5.3 Determinationskoefficient

Determinationskoefficient, R^2 , är ett mått på hur väl de oberoende variablerna förklarar den beroende variabeln i en regressionsmodell. I denna studie förklarar determinationskoefficienten hur mycket av variationen i CAR som kan förklaras av undersökningsvariablerna och kontrollvariablerna. Koefficienten antar ett värde mellan 0 och 1. Om koefficienten är närmare 1 innebär detta att modellen passar datan bättre. En låg koefficient kan dels förklaras av att modellen inte passar datan men även av att det finns andra variabler som kan förklara variationen som inte beaktas. I en multipel regression brukar justerad R^2 föredras eftersom fler variabler kan leda till en ökad R^2 , oavsett om variablerna tillför mer till modellen eller inte.

4.5.4 Signifikansnivå

Studien testar signifikansnivån 1%, 5% och 10%. Signifikansnivå syftar på hur stor sannolikheten är att förkasta en nollhypotes som egentligen är sann, så kallat typ I-fel. Utifrån valda signifikansnivåer kommer nollhypotesen förkastas om p-värdet är mindre.

4.6 Reliabilitet och Replikerbarhet

Begreppet reliabilitet syftar på tillförlitligheten i en undersökning och huruvida den kan generera konsekventa och stabila resultat vid upprepning (Bryman & Bell, 2017). För att öka studiens tillförlitlighet genomförs datainsamlingen på ett konsekvent sätt och hämtas från pålitliga databaser som är till för akademiska undersökningar samt analys av bolag. Vid avsaknad av data hämtas ytterligare information från reviderade årsredovisningar. Detta bidrar till att säkerställa korrekt data som genererar tillförlitliga resultat. Vid behandling av information finns det även risk för olika tolkningar, vilket enligt Bryman och Bell (2017) benämns som interbedömarreliabilitet. Eftersom datainsamlingen innehåller numerisk information är därmed tolkningsutrymmet begränsat. Detta bidrar till högre grad av interbedömarreliabilitet på grund av minskad sannolikhet för personliga tolkningar. Däremot finns det risk för felaktigheter vid manuell inhämtning och beräkning av data. För att minimera risken för slarvfel granskas datan noggrant och beräkningarna genomförs upprepade gånger. Dessutom genomförs slumpmässiga stickprov bland all data för att säkerställa informationens korrekthet. Via stickproven kontrolleras manuellt insamlad data och information från databaser jämförs med respektive årsredovisning. Inga avvikelser hittas i stickproven vilket tyder på hög reliabilitet. Studiens interna reliabilitet förbättras även genom användning av konsekventa och väl använda mätmetoder (Bryman och Bell 2017). Metoden för beräkning av abnormal avkastning och samtliga variabler görs i enlighet med flera tidigare studier, vilket ökar studiens tillförlitlighet.

Replikerbarhet innebär att en studie är utformad på ett sådant sätt att den kan genomföras på nytt (Bryman & Bell, 2017). Studiens använda metod och tillvägagångssätt beskrivs i en logisk följd där de använda modellerna och beräkningarna noggrant dokumenteras. Detsamma gäller för underlaget som använts i studien där både källor och hantering av data redovisas. Detta möjliggör för en replikering av samma undersökning. Vidare är använd data tillgänglig för externa parter vilket förbättrar replikerbarheten.

4.7 Validitet

Validitet syftar på hur väl en metod eller studie mäter det som den avser att mäta och kan vidare delas upp i intern och extern validitet (Bryman & Bell, 2017). Intern validitet avser i vilken utsträckning resultatet är en konsekvens av sambandet mellan de undersökta variablerna (Bryman & Bell, 2017). Studien baseras på modeller och variabler som tidigare

forskning använder för att mäta sambandet mellan olika aspekter av bolagsstyrning och marknadens reaktion vid tillkännagivandet av ett förvärv. För att analysera variabelernas effekt på den beroende variabeln (CAR) genomförs en regression. I regressionen inkluderas kontrollvariabler som tar hänsyn till andra faktorer som kan påverka den beroende variabeln utöver de primära oberoende variablerna. Detta säkerställer att de observerade effekterna på CAR verkligen beror på de undersökta variablerna. Det genomförs vidare lämpliga statistiska tester för att verifiera regressionens resultat. Följaktligen kan studien anses ha intern validitet.

Extern validitet handlar om i vilken utsträckning resultaten från studien kan generaliseras och tillämpas i andra sammanhang, populationer eller tidsperioder (Bryman & Bell, 2017). Resultaten ska därmed vara applicerbara utanför den specifika kontext som studien genomförs i (Bryman och Bell, 2017). Denna studie har ett representativt urval som inkluderar alla industrier och olika typer av förvärv i Sverige under den undersökta tidsperioden, vilket ökar studiens externa validitet. Däremot begränsas urvalet av specifika kriterier som måste vara uppfyllda för att undersöka marknadens reaktion på företagsförvärv, vilket negativt påverkar den externa validiteten. Eftersom studien endast undersöker svenska förvärv och hur svensk bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation kan generaliserbarheten till andra länder vara begränsad. Bolagsstyrning och marknadsförhållanden kan variera mellan olika länder, vilket påverkar resultatets överförbarhet. Ur ett geografiskt perspektiv kan studiens externa validitet därmed anses vara relativt svag. Däremot kan studien ge insikter om hur specifika aspekter av bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation, vilket kan vara relevant för andra länder med liknande förutsättningar. Vidare kan resultaten användas för att jämföra hur bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation mellan olika länder.

4.8 Metodkritik

Metoden för att mäta förvärvsprestation kan kritiseras. I studien mäts förvärvsprestation som den abnormala avkastningen som genereras vid tillkännagivandet av förvärv med hjälp av en eventstudie. Eventstudie är den vanligast använda metoden och är enligt Lubatkin och Shrieves (1986) lätt att mäta samt svår att manipulera. Trots detta finns brister med den valda metoden. Till att börja med kritiserar Sethi och Krishnakumar (2010) metoden eftersom den förutsätter effektiva kapitalmarknader, vilket inte alltid är fallet i verkligheten. Det är möjligt att marknaden inte reagerar korrekt vid tillkännagivandet av ett förvärv på grund av att information om värdefulla synergier inte offentliggörs (Harrison et al., 1991). Metoden får

även kritik på grund av dess känslighet för val av perioder för händelsefönster och uppskattningsfönster samt för vilket datum som bestäms som händelsedatum (Sethi & Krishnakumar, 2010). Utmaningen med att fastställa ett relevant händelsedatum är att bestämma vilken dag som marknaden för första gången "prisar in" förvärvet i aktiepriset, eftersom vissa händelser kan förutspås av marknaden eller för att det kan dröja innan marknaden reagerar. Det finns även en risk att andra nyheter eller liknande faktorer påverkar aktiepriset under den valda perioden.

Kritik kan även riktas mot valet av mätmetod för abnormal avkastning. Det finns två vanliga metoder för att mäta abnormal avkastning: CAR eller BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return) (Sethi & Krishnakumar, 2010). Valet av CAR motiveras av att det överensstämmer med tidigare forskning. Det finns även tidigare studier som använt BHAR men metoden används främst vid långsiktig mätning av förvärvsprestation. Eftersom denna studie fokuserar på kortsiktig mätning av förvärvsprestation är CAR den mest lämpliga metoden.

Variabeln *internt ägande* kan också kritiseras eftersom den inkluderar både andelen som ledningen äger och andelen som styrelsen äger. Enligt Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2020) bör majoriteten av styrelsen bestå av oberoende ledamöter och därmed har styrelsen inget större inflytande över beslut av förvärv. Variabeln inkluderas ändå i studien eftersom databasen som använts inte separerar mellan ledningens och styrelsens ägande. Utöver detta kan kritik riktas mot att studien inkluderar för få oberoende variabler. Studien exkluderar flera variabler som tidigare studier inkluderat på grund av bristfällig data. Om en studie inkluderar fler variabler kan regressionen få en bättre förklaringsgrad och ge ett mer rättvisande resultat. Avsaknaden av variabler kan även leda till "omitted variable bias" (OVB), vilket i sin tur kan leda till endogenitet. Slutligen kan kritik riktas mot bristen på kontrollvariabler som kan förklara prisrörelser på en individuell aktie.

4.9 Användning av AI-verktyg och personuppgifter

Uppsatsen använder varken personuppgifter eller AI-verktyg.

5. Resultat

I kapitel 5 presenteras deskriptiv statistik, resultaten från regressionsmodellen och regressionsdiagnostik.

5.1 Deskriptiv statistik

Tabell 3

Resultat från eventstudierna

| Händelsefönster CAR | CAAR | Min CAR | Max CAR |
|---------------------|----------|---------|---------|
| CAR [1;+1] | 2,47%*** | -10,97% | 15,35% |
| CAR [-2;+2] | 1,91%* | -24,19% | 22,14% |
| CAR [-3;+3] | 2,80%*** | -16,97% | 33,44% |
| CAR [-4;+4] | 3,83%*** | -17,67% | 31,02% |
| CAR [-5;+5] | 3,95%*** | -26,99% | 52,86% |

*** - Signifikans 1%

** - Signifikans 5%

* - Signifikans 10%

Ett ursprungligt händelsefönster på 11 dagar [-5;+5] tillämpas. I tabell 3 kan CAAR (Cumulative Average Abnormal Return) utläsas för olika långa händelsefönster under den valda tidsperioden. Det går även att urskilja att händelsefönstret [-5;+5] visar störst total CAAR samtidigt som händelsefönstret [-2;+2] visar lägst CAAR. Händelsefönster signifikanta på 1%. De händelsefönster som är signifikanta på 1%-nivå är [-1;+1], [-3;+3], [-4;+4] och [-5;+5] medan händelsefönstret [-2;+2] är signifikant på 10%-nivå. I enlighet med tidigare studier används händelsefönster med CAR som har en signifikansnivå på minst 5% i regressionen.

Tabell 4

Deskriptiv statistik över oberoende variabler

| | Medelvärde | Median | Min | Max | Std. Av |
|-------------------------------|------------|--------|-----------|--------|---------|
| Antal i styrelse | 5,96 | 6 | 3 | 10 | 1,69 |
| Internt ägande | 24,38% | 20,61% | 0,02% | 69,31% | 19,82% |
| Institutionellt ägande | 36,35% | 36,08% | 0,18% | 81,65% | 25,40% |
| Ägarkoncentration | 3,06 | 3 | 1 | 7 | 1,51 |
| ROE | 6,24% | 8% | -78,30% | 56,80% | 23,21% |
| Tobins Q | 3,78 | 2,62 | -6,37 | 29,52 | 4,77 |
| Leverage | 0,53 | 0,52 | 0,06 | 1,33 | 0,23 |
| Gränsöverskridande | 0,49 | 0 | 0 | 1 | 0,5 |
| FCF-marginal | -169,64% | 5,6% | -2684,00% | 30,20% | 589,49% |

Tabell 4 visar genomsnittsvärdet för de oberoende variablerna som används i regressionen. Den genomsnittliga *styrelsestorleken* i studiens urval är 5,96 ledamöter. Tabellen visar vidare att genomsnittligt *internt ägande* är 24,26% och genomsnittligt *institutionellt ägande* är 36,35%. Företagen har i genomsnitt tre blockägare, vilket kan utläsas ur variabeln *ägarkoncentration*. De företagsspecifika kontrollvariablerna visar i tabell 3 en genomsnittlig avkastning på eget kapital (*ROE*) på 6%, genomsnittligt *Tobins Q* på 3,78, genomsnittligt *leverage* på 0,53 och genomsnittlig *FCF-marginal* på -160,64%. *Gränsöverskridande förvärv* visar att 26 förvärv är gränsöverskridande (1) medan i resterande 27 förvärv är båda företagen baserade i Sverige (0).

5.2 Regressionsresultat

Tabell 5

OLS Regression

| | Modell 1 CAR [1;+1] | Modell 2 CAR [-3;+3] | Modell 3 CAR [-4;+4] | Modell 4 CAR [-5;+5] |
|-----------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| Prob > F | 0,0856* | 0,0831* | 0,2177 | 0,0388** |
| Adjusted R² | 0,1289 | 0,1307 | 0,0650 | 0,1748 |
| Styrelsestorlek | 0,010 | 0,018* | 0,017 | 0,032** |
| Internt ägande | -0,015 | -0,056 | -0,043 | -0,087 |
| Institutionella ägare | -0,081 | -0,084 | -0,137* | -0,168* |
| Ägarkoncentration | 0,024*** | 0,026*** | 0,022** | 0,031** |
| ROE | -0,000 | -0,024 | -0,046 | -0,147* |
| Tobins Q | 0,001 | 0,002 | 0,004 | 0,006 |
| Gränsöverskridande förvärv | -0,030 | -0,028 | -0,004 | -0,010 |
| FCF-marginal | 0,003** | 0,003 | 0,004* | 0,002 |
| Leverage | 0,011 | 0,121** | 0,109* | 0,195*** |
| Intercept | -0,063 | -0,173** | -0,134 | -0,273*** |
| Observationer | 53 | 53 | 53 | 53 |

*** - Signifikans 1%

** - Signifikans 5%

* - Signifikans 10%

OLS-regressionen genomförs med olika längder på CAR som beroende variabel och fyra undersökningsvariabler samt fem kontrollvariabler inkluderas. Resultaten kan utläsas ur tabell 5. Tabellen visar att modell 1 och modell 2 som använder händelsefönster på 3 respektive 7 dagar uppnår en signifikansnivå på 10%. Modell 4 som använder händelsefönster på 11 dagar uppnår en signifikansnivå på 5% medan modell 3 som använder händelsefönster på 9 dagar inte uppnår någon signifikansnivå eftersom p-värdet är 0,2177. Detta innebär att det inte går att avgöra om sambandet mellan den beroende variabeln och de oberoende variablerna i modell 3 är statistiskt signifikant eller om det beror på slumpmässiga variationer i datan. Även fast några av de enskilda variablerna är signifikanta i modell 3 måste försiktighet tillämpas vid tolkning av resultatet och därmed kommer denna modell inte att analyseras. Justerad R², som ger en indikation på modellens förklaringskraft, är lägst i modell 3 på 6,5%

och högst i modell 4 på 17,48%. Sammanfattningsvis är samtliga R^2 värden relativt låga men detta är vanligt i finansiella modeller.

Det fastställs ett positivt samband mellan *styrelsens storlek* och abnormal avkastning i samtliga modeller, vilket tyder på att företag som har styrelser med fler ledamöter i större utsträckning påvisar högre abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ett förvärv. Resultaten är enbart statistiskt signifikanta i modell 2 och 4 men inte i modell 1 och 3, vilket innebär att resultaten inte kan fastställas med säkerhet i modell 1 och 3 eftersom de kan vara slumpmässiga. Den andra aspekten av bolagsstyrning som undersöks är *internt ägande* där resultatet från regressionen påvisar ett negativt samband mellan denna variabel och abnormal avkastning för samtliga händelsefönster. Däremot är inget resultat signifikant i någon av modellerna och sambandet mellan *internt ägande* och abnormal avkastning kan därmed bero på slumpmässiga variationer. Ett negativt samband kan vidare urskiljas mellan *institutionellt ägande* och abnormal avkastning för samtliga händelsefönster. I modell 3 och 4 påvisas ett signifikant samband mellan *institutionellt ägande* och abnormal avkastning men tolkning av modell 3 ska göras med försiktighet eftersom modellen inte är signifikant i sig.

Resultatet visar att bolag med högre nivå av institutionellt ägande påvisar lägre nivåer av abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ett förvärv under en elvadagars-period. Den sista undersökningsvariabeln i regressionen är *ägarkoncentration* som mäts av antalet blockägare. Samtliga resultat visar ett positivt samband mellan antalet blockägare och abnormal avkastning, vilket indikerar att desto fler blockägare ett företag har desto högre abnormal avkastning genereras oavsett längden på händelsefönstret. *Ägarkoncentration* är signifikant i alla modeller men på olika nivåer. I modell 1 och 2 uppvisas en signifikansnivå på 1% medan modell 3 och 4 påvisar en signifikansnivå på 5%.

ROE visar ett positivt samband i samtliga modeller men resultatet är enbart signifikant i modell 4. I samtliga modeller observeras ett positivt samband mellan *Tobins Q* och abnormal avkastning men sambandet kan inte fastställas på grund av brist på signifikans. Den tredje kontrollvariabeln i regressionen är gränsöverskridande förvärv där resultatet inte är signifikant i någon av modellerna. Kontrollvariabeln *FCF-marginal* uppvisar ett negativt samband i alla modeller. Variabeln visar ett signifikant resultat i modell 1 och modell 3, vilket innebär att företag med högre nivåer av fritt kassaflöde genererar lägre abnormal avkastning under en

tredagars-period och en niodagars-period. Slutligen visar *leverage* ett positivt samband i samtliga modeller och är signifikant i modell 2, 3 och 4. I modell 2 visar resultatet en signifikansnivå på 5%, i modell 3 visar resultatet en signifikansnivå på 10% och i modell 4 visar resultatet en signifikansnivå på 1%. Tolkningen av resultatet är att företag med högre nivå av *leverage* genererar högre nivåer av abnormal avkastning i samband med tillkännagivandet av ett förvärv.

Då undersökningsvariablerna mäts i olika enheter presenteras de standardiserade koefficienterna, beta-koefficienterna, i bilaga 9. Detta underlättar jämförelsen mellan variablerna eftersom det är möjligt att enklare utläsa vilken variabel som har störst påverkan oavsett enhet.

5.3 Regressionsdiagnostik

För vidare analys av valda regressionsmodeller 1, 2 och 4 testas modellerna för olika antaganden som krävs för en OLS-regression. Modell 3 kommer inte att analyseras på grund av modellens brist på signifikans i helhet.

5.3.1 Linjäritet

För att testa linjäriteten utförs ett Ramsey-RESET test (se bilaga 1). Resultaten visar att endast modell 1 har ett p-värde över 0,05, vilket innebär att nollhypotesen för linjäritet inte kan förkastas för denna modell. Däremot har modell 2 och modell 4 p-värden mindre än 0,05, vilket leder till att nollhypotesen förkastas för dessa modeller. Detta indikerar att modell 2 och modell 4 inte uppvisar ett linjärt samband vilket kommer att beaktas i vidare analys.

5.3.2 Homoskedasticitet

Förekomsten av heteroskedasticitet bland de oberoende variablerna testas med White's test (se bilaga 2). Eftersom p-värdet är större än 0,05 kan inte nollhypotesen om förekomsten av homoskedasticitet förkastas, vilket betyder att det inte finns några tecken på att modellerna har problem med heteroskedasticitet.

5.3.3 Normalfördelade feltermmer

För att testa antagandet om feltermerna är normalfördelade utförs Jarque-Bera-test (se bilaga 3) för samtliga modeller. Under nollhypotesen att feltermerna följer en normalfördelning visar samtliga resultat att denna hypotes inte kan förkastas. Därmed kan antagandet att feltermerna är normalfördelade anses vara uppfyllt för alla modeller. För grafisk analys av feltermerna se bilaga 4-6.

5.3.4 Multikollinearitet

För att testa multikollinearitet utförs ett VIF-test (se bilaga 7) och för att vidare analysera korrelationen mellan variablerna upprättas en korrelationsmatris. VIF-testet visar att ingen av de oberoende variablerna har ett värde överstigande 10 och att medelvärdet är 1,50, vilket är nära det minsta värdet på 1. I korrelationsmatrisen (se bilaga 8) går det att utläsa att den högsta korrelationen är 52,75% och förekommer mellan institutionellt ägande och styrelsestorlek. Korrelationen är relativt hög men inte tillräckligt hög för att orsaka oro om multikollinearitet eftersom gränsen normalt är runt 80%. Sammanfattningsvis visar både VIF-testet och korrelationsmatrisen att multikollinearitet inte verkar vara ett problem för modellerna.

Tabell 11

Sammanfattning regressionsdiagnostik

| Antagande | Test | Modell 1 | Modell 2 | Modell 4 |
|----------------------------|--------------|----------|----------|----------|
| Linjäritet | Ramsey RESET | ✓ | × | × |
| Homoskedasticitet | White | ✓ | ✓ | ✓ |
| Normalfördelade feltermmer | Jarque-Bera | ✓ | ✓ | ✓ |
| Multikollinearitet | VIF | ✓ | ✓ | ✓ |

6. Analys och diskussion

I kapitel 6 analyseras resultaten från regressionsmodellen. Tidigare forskning och teori ligger till grund för att tolka resultaten.

6.1 Styrelsestorlek

Med utgångspunkt i agentteorin formuleras hypotesen “*Det finns ett negativt samband mellan styrelsens storlek och förvärvsprestation*”, vilket innebär att företag som har styrelser med fler ledamöter tenderar att generera lägre abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ett förvärv. Hypotesen formuleras i enlighet med agentteorins antagande om att ledningen agerar utifrån egenintresse och därmed är aktieägarna i behov av en styrelse som övervakar ledningen (Jensen & Meckling, 1976). Andra studier finner att styrelser med fler ledamöter kännetecknas av både sämre kommunikation och effektivitet, vilket i sin tur påverkar styrelsens förmåga att övervaka ledningen negativt (Lipton & Lorsch, 1992; Judge & Zeithaml, 1992). Det kan därmed argumenteras för att ledningen i större grad kan agera utifrån egenintresse och genomföra förvärv som gynnar dem själva snarare än aktieägarna.

Resultatet från regressionen visar ett positivt samband mellan styrelsens storlek och abnormal avkastning under samtliga händelsefönster, vilket innebär att företagen i urvalet som har styrelser med fler ledamöter påvisar högre nivåer av abnormal avkastning. Modell 2 och 4 visar ett signifikant samband mellan antal ledamöter och abnormal avkastning. Resultatet går därmed emot hypotesen och nollhypotesen kan inte förkastas.

Ur ett agentteoretiskt perspektiv kan resultaten förklaras genom att styrelser med fler ledamöter möjligen har bättre förmåga att övervaka ledningens agerande jämfört med styrelser med färre ledamöter. Styrelser med fler ledamöter bidrar därmed till en mer effektiv övervakning, vilket kan öka ledningens incitament för att genomföra förvärv som är till fördel för aktieägarna. Argumentet överensstämmer med Defrancq et al. (2020) som menar att en styrelse med fler ledamöter besitter en större kunskapsbas och kan därmed bidra till mer genomtänkta och gynnsamma beslut gällande förvärv.

Resultatet kan även förklaras med utgångspunkt i stewardshipteorin. Till skillnad från agentteorin förutsätter stewardshipteorin att ledningen agerar ansvarsfullt och i linje med aktieägarnas intressen för att främja och skydda företaget långsiktigt (Donaldson & Davis, 1991). I kombination med att styrelsen betraktas som en mellanhand, mellan ledningen och aktieägarna, som tillhandahåller företag med viktiga resurser kan det argumenteras för att en styrelse med fler ledamöter ökar kompetensen av förvärv. Ökad kompetens bidrar i sin tur till att mer fördelaktiga beslut kring förvärv fattas. Lägre abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ett förvärv behöver därför inte tolkas som att ledningen prioriterar sina egna intressen på bekostnad av aktieägarna. Istället kan lägre abnormal avkastning snarare vara resultatet av brist på kompetens hos en styrelse med färre medlemmar och därmed genomförs mindre gynnsamma förvärv.

Studiens resultat motsäger även tidigare forskning som visat att styrelser med fler ledamöter korrelerar med sämre förvärvsprestationer. (Brown & Maloney, 1998; Liu & Wang, 2013; Tampakoudis et al., 2018). Resultatet kan förklaras av att studien undersöker svenska bolag som följer svensk bolagsstyrningskod och bolagsstyrningsmodell, vilket kan påverka sambanden mellan variablerna. Enligt svensk bolagsstyrningskod ska minst hälften av ledamöterna i styrelsen vara oberoende i relation till företaget och ledningen samtidigt som enbart en person i ledningen får sitta i styrelsen (Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2020). I andra länder utan motsvarande riktlinjer kan det finnas fler beroende ledamöter i styrelsen vars intressen går i linje med ledningens. Styrelsens förmåga att övervaka ledningen försämras därmed i takt med att antalet styrelsemedlemmar ökar, vilket kan leda till lägre abnormal avkastning vid tillkännagivandet av ett förvärv. Till följd av svenska riktlinjer kan sambanden vara annorlunda eftersom styrelsen kan bestå av fler oberoende ledamöter som ser till att ledningen agerar i linje med aktieägarnas intressen vid beslut av förvärv.

6.2 Institutionellt ägande

Utifrån tidigare forskning och agentteorin formuleras hypotesen *“Det finns ett positivt samband mellan andelen institutionella investerare och förvärvsprestation”*. Resonemanget bakom hypotesen är att institutionella ägare förväntas ha både förmågan och resurserna för att effektivt övervaka ledningens agerande och säkerställa att det är i linje med deras intressen (Chung et al., 2002). Samtliga regressioner visar på ett negativt samband mellan institutionellt ägande och förvärvsprestation, men enbart modell 4 påvisar ett signifikant samband.

Resultatet visar därmed att företag med högre andel institutionella investerare tenderar att påvisa lägre abnormal avkastning och nollhypotesen kan inte förkastas. Ur ett agentteoretiskt perspektiv kan resultatet förklaras genom att högre andel institutionellt ägande leder till sämre övervakning av ledningens arbete, vilket innebär att ledningen i högre grad kan genomföra förvärv som är till nackdel för aktieägarna. Följaktligen påvisas lägre abnormal avkastning hos företag med höga nivåer av institutionellt ägande.

Antagandet att högre nivåer av institutionellt ägande förbättrar övervakningen kritiserar av Heard och Sherman (1987) som menar att institutionella ägare säljer eller behåller sina ägarandelar baserat på hur nöjda de är med ledningens arbete. Institutionella ägare kan därmed inte betraktas som ett övervakande organ. I kombination med att institutioner anses vara mer riskaverta kan resultatet förklaras genom att institutioner är mer benägna att sälja sina aktier vid förvärv som inte överensstämmer med deras intressen, vilket i sin tur påverkar abnormal avkastning.

Resultatet kan även vara missvisande eftersom proxyn inte tar hänsyn till investerares avsikter att behålla sina innehav över tid. Koh (2003) menar att institutionernas investeringshorisont varierar beroende på hur stor andel de äger i företaget. Institutioner med mindre ägarandelar tenderar att ha en kortsiktig investeringshorisont och övervakar därför inte ledningen i samma omfattning som institutioner med större ägarandelar. Eftersom den totala andelen institutionella investerare används som proxy, finns det risk för att ett företag med hög grad av institutionellt ägande faktiskt består av fler mindre institutioner med kortsiktiga mål. Även om företagen i urvalet har en hög nivå av institutionellt ägande behöver detta inte leda till ökad övervakning av ledningen, vilket ger dem utrymme till att genomföra förvärv som kan vara till nackdel för aktieägarna. Resultatet behöver därmed inte betyda att institutionellt ägande försämrar övervakningen och därmed minskar abnormal avkastning. Istället kan det bero på att företagen som ingår i studiens urval ägs av fler institutioner med mindre andelar.

6.3 Internt ägande

För internt ägande formuleras hypotesen *“Det finns ett positivt samband mellan andelen internt ägande och förvärvsprestation”*. Hypotesen formuleras utifrån tidigare forskning och agentteorins *“convergence of interests’ hypothesis”* som antar att ifall ledningen äger en större andel av bolaget så är de mer benägna att agera i linje med aktieägarnas intressen, vilket i

samband med förvärv innebär ökat aktieägarvärde. Resultatet från regressionen visar att sambandet mellan *internt ägande* och abnormal avkastning är negativt. Sambandet saknar däremot signifikans i samtliga modeller, vilket innebär att resultatet kan vara slumpmässigt och inga direkta slutsatser kring variabeln kan dras. Därmed kan nollhypotesen inte förkastas.

Resultatet skiljer sig från tidigare forskning i andra länder som urskiljer ett signifikant positivt samband mellan graden av internt ägande och abnormal avkastning (Lewellen et al., 1985; Boateng et al., 2017). Resultatet i denna studie visar att ledningens och styrelsens ägande inte spelar en betydande roll för att sammanfoga ledningens intressen med aktieägarnas på den svenska marknaden. Enligt Lekvall (2009) kännetecknas svenska företag generellt av en hög grad koncentrerat ägande jämfört med företag från USA och Storbritannien. Ägare med större aktieinnehav förväntas ta ett långsiktigt ansvar för företaget och fungerar därmed som ett övervakande organ. Eftersom svenska bolag i större utsträckning har en hög ägarkoncentration som ser till att ledningen agerar i linje med deras intressen, kan effekten av internt ägande vara mindre påtaglig i Sverige. I och med att studien använder kortsiktig abnormal avkastning för att mäta förvärvsprestation kan det också argumenteras för att om ledningen äger en större andel i företaget så är de mer intresserade av långsiktig tillväxt än kortsiktig aktieavkastning av förvärvet.

6.4 Ägarkoncentration

I enlighet med den *effektiva övervakningshypotesen* och tidigare forskning som påvisar ett positivt samband mellan ägarkoncentration och förvärvsprestation formas hypotesen "*Det finns ett positivt samband mellan hög ägarkoncentration och förvärvsprestation*". Regressionen påvisar ett signifikant positivt samband mellan ägarkoncentration och abnormal avkastning i samtliga modeller. Därmed kan nollhypotesen förkastas och det kan fastställas att ägarkoncentration påverkar abnormal avkastning positivt.

Med utgångspunkt i agentteorin indikerar resultatet att det förekommer ökad övervakning av ledningens arbete vid förekomsten av fler blockägare i företaget. Blockägare påverkas i större grad av företagets prestation, vilket ger dem incitament för att i högre grad övervaka ledningen. Ökad övervakning är förenligt med agentteorins *effektiva övervakningshypotes* och resulterar i att ledningen i högre grad agerar i linje med aktieägarnas intressen, vilket i

samband med förvärv ökar aktieägarvärdet. En alternativ förklaring till att fler blockägare leder till ökad övervakning är att blockägare ofta har en långsiktig investeringsstrategi. Detta leder till ökad motivation för att minska ledningens opportunistiska beteende vilket i sin tur bidrar till att minska risken för värd förstörande förvärv. Ytterligare en anledning som kan förklara det positiva sambandet mellan variablerna är *signaleffekten* som blockägare skapar i samband med förvärv. *Signaleffekten* innebär att blockägare signalerar sitt förtroende för beslutet till marknaden vilket reflekteras i högre abnormal avkastning.

7. Slutsats

I detta kapitel presenteras studiens slutsats och förslag till vidare forskning.

Syftet med studien är att undersöka hur olika aspekter av bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation hos svenska företag. Enbart en undersökningsvariabel, *internt ägande*, är inte signifikant i någon av modellerna medan resterande tre undersökningsvariabler är signifikanta i åtminstone en av modellerna.

Av variablerna har *ägarkoncentration* störst påverkan på förvärvsprestation och är också den enda variabel som är signifikant i samtliga modeller. Resultatet kan tolkas som att fler blockägare leder till högre abnormal avkastning hos de undersökta företagen, vilket kan förklaras av att ägare med större aktieinnehav har mer inflytande över ledningen. I sin tur kan detta indikera att aktieägare med stort innehav spelar en avgörande roll i att försäkra sig om att förvärvet är värdeskapande i Sverige. Detta går i linje med tidigare forskning i andra länder som också påvisar ett signifikant positivt samband mellan variablerna. *Styrelsestorlek* är signifikant i två av tre modeller och resultaten kan förklaras av att den svenska styrelsesammansättningen skiljer sig från andra länder. Vidare skiljer sig resultatet av *institutionellt ägande* från tidigare forskning vilket kan förklaras av att institutionerna i urvalet kan ha ett kortsiktigt intresse.

Sammanfattningsvis visar resultatet att bolagsstyrning påverkar kortsiktig förvärvsprestation i Sverige. Däremot avviker resultaten från andra studier som fokuserar på andra länder, vilket tyder på att den svenska modellen för bolagsstyrning påverkar sambandet mellan bolagsstyrning och förvärvsprestation på ett annorlunda sätt.

7.2 Förslag till vidare forskning

I vidare forskning kan det vara intressant att inkludera ett större urval av företag samt fler variabler gällande styrelsens sammansättning för att få ett mer generaliserbart resultat. I denna studie undersöks enbart styrelsens storlek och ett förslag till vidare forskning är att inkludera fler variabler som relaterar till styrelsens sammansättning, exempelvis diversitet och

erfarenhet. Vidare finns det fler variabler som kan inkluderas relaterat till bolagsstyrning som kan bidra till en djupare förståelse kring hur bolagsstyrning i Sverige påverkar förvärvsprestation. Studien finner att två modeller inte uppfyller ett linjärt samband och det kan därför vara givande att undersöka hur och varför så är fallet. Det finns antagligen fler variabeltransformationer som kan utföras för att få en djupare förståelse av hur och i vilken grad bolagsstyrning påverkar förvärvsprestation.

Källförteckning

- Ahern, K. R., & Weston F. J. (2007). M&A:s The Good, the Bad, and the Ugly. *Journal of Applied Finance*, vol. 17, no. 1, s.5-20, <https://ssrn.com/abstract=2085006>
- Andrade, G., & Stafford, E. (2004). Investigating the Economic Role of Mergers. *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, no. 1, s.1-36, [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00023-8](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00023-8)
- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-border Acquisitions and Firm Value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, vol. 40, no. 8, s. 1317–1338, <http://dx.doi.org/10.1057/jibs.2009.15>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, vol. 6, no. 2, s. 159-178, <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barclay, M., & Holderness, C. (1991). Negotiated Block Trades and Corporate Control. *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 3, s.861-878, <https://doi.org/10.2307/2328546>
- Barroso, C., Villegas, A. M., Perez-Calero, L. (2011). Board Influence on a Firm's Internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, vol.19, no. 4, s.351-367, <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00859.x>
- Bell, E., Bryman, A., & Harley, B. (2017). Företagsekonomiska forskningsmetoder. Stockholm: Liber
- Berkovitch, E., & M. P., Narayanan. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 28, no. 3, s.347-362, <https://doi.org/10.2307/2331418>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2013). Director Ownership, Governance, and Performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 48, no. 1, s.105-135, <https://doi.org/10.1017/S0022109013000045>
- Bhaumik, S. K., & Selarka, E. (2008). Impact of M&A on Firm Performance in India: Implications for Concentration of Ownership and Insider Entrenchment, no. 907, University of Michigan https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=970001
- Bhaumik, S. K., & Selarka, E. (2012). Does Ownership Concentration Improve M&A Outcomes in Emerging Markets?: Evidence from India. *Journal of Corporate Finance*, vol. 18, no. 4, s.717-726, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.001>

Boateng, A., Bi, X., & Brahma, S. (2017). The impact of Firm ownership, Board monitoring on Operating performance of Chinese Mergers and Acquisitions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 49, s.925-948, <http://dx.doi.org/10.1007/s11156-016-0612-y>

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2017). *Essentials of Investments*, London: McGraw-Hill Education

Brickley, J. A., Lease, R. C., & Smith Jr, C. W. (1988). Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, s. 267-291, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90047-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90047-5)

Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event studies. *Journal of Financial Economics*, vol. 14, no. 1, s.3-31, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90042-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90042-X)

Brown, W. O., & Maloney, M. T. (1998). Exit, Voice, and the Role of Corporate Directors: Evidence from Acquisition Performance, Department of Economics, working paper, no. 1999-27, Claremont McKenna College

Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence from Tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, vol. 32, no. 2, s.195-221, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90018-S](https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90018-S)

Börsdata Terminal. (2024). <https://borsdata.se/terminal> [Hämtad 22 april 2024]

Carline, N.F., Linn, S.C., & Yadav, P. K. (2009). Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance. *Journal of Banking & Finance*, vol. 33, no. 10, s.1829-1841, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.03.012>

Chadam, A. A. (2019). Does the Structure of the Board of Directors Improve M&A Performance?. *International Journal of Synergy and Research*, vol. 7, no. 15, s.15-31, <http://dx.doi.org/10.17951/ijsr.2018.7.0.15-31>

Chen, X., & Yur-Austin, J. (2007). Re-measuring Agency Costs: The Effectiveness of Blockholders. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 47, no. 5, s.588-601, <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.003>

Chung, R., Firth, M., & Kim, J-B. (2002). Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management. *Journal of Corporate Finance*, vol. 8, s.29-48. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119901000396>

Cornett, M. M., Alan, M., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating performance. *Journal of Banking & Finance*, working paper, no.03-033, s. 1771-1794, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.468800>

Croci, E. & Mazur, M. (2023). Coordinated Monitoring and Mergers and Acquisitions. *European Financial Management*, vol. 1, no. 38, <https://doi.org/10.1111/eufm.12449>

Dalton, C. M., & Dalton, D. R. (2005). Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. *British Journal Management*, vol. 16, no. 1, s. 591-597, [10.1111/j.1467-8551.2005.00450.x](https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2005.00450.x)

Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *The Academy of Management Journal*, vol. 42, no. 6, s.674–686, <https://www.jstor.org/stable/256988>

Defrancq, C., Huyghebaert, N., & Luypaert, M. (2020). Influence on Acquirer Boards on M&A Valuation Creation: Evidence from Continental Europe. *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 32, no. 1, s.21-62, <https://doi.org/10.1111/jifm.12124>

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 6, s. 1155-1177, <http://www.jstor.org/stable/1833178>

Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, no. 3, s.209–233, [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)

Denis, D. J., Denis, D. K., & Yost, K. (2002). Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value. *The Journal of Finance*, vol. 57, no. 5, s.1951-1959, <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00485>

Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, no. 1, s.1-36, <https://doi.org/10.2307/4126762>

DePamphilis, D. M. (2012). Merger, Acquisition, and Other Restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, London: Academic Press.

Donaldson, L. (1990). The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory. *The Academy of Management Review*, vol. 15, no. 3, s.369-381, <https://doi.org/10.2307/258013>

Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, vol. 16, s.49-64, <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, vol. 14, no. 1, s.57-74, <https://doi.org/10.2307/258191>

Fama, E. F., & French, K. R. (1996). Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies. *The Journal of Finance*, vol. 51, no. 1, s. 55-84, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, vol. 10, no. 1, s.1-21, <https://doi.org/10.2307/2525569>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, vol. 26, no. 2, s.301-325, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>

Fama, E.F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, vol. 88 no. 2, s.288-307, <https://doi.org/10.1086/260866>

Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The Colors of Investors' Money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, vol 88, no. 3, s. 499-533, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>

Gao, W., Huang, Z., & Yang, P. (2019). Political Connections, Corporate Governance and M&A Performance: Evidence from Chinese Family Firms. *Research in International Business and Finance*, vol. 50, s.. 38-53, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.04.007>

García, J., & Herrero, B. (2022). Corporate Entrepreneurship and Governance: Mergers and Acquisitions in Europe. *Technological Forecasting and Social Change*, vol. 182, no. 2, <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2022.121845>

Grundei, J. (2008). Are Managers Agent or Stewards of their Principals?. *Journal für Betriebswirtschaft*, vol. 58, no. 3, s.141-166, <http://dx.doi.org/10.1007/s11301-008-0038-2>

Harrison, J., Hitt, M., Hoskisson, R., & Ireland, R. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. *Journal of Management*, vol. 17, no. 1, s.173, <https://doi.org/10.1177/014920639101700111>

Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 6, s. 2351-2374, <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00608.x>

Heard, J. E., & Sherman, H. D. (1987). Conflicts of Interest in the Proxy Voting System, Washington DC: Investor Responsibility Research Center.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, vol. 9, no. 1, s.7-26, <https://ssrn.com/abstract=794804>

IMAA. (2024). M&A Statistics, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/> [Hämtad 10 april 2024]

Janis, I. L. (1991). Victims of Groupthink. *Political Psychology*, vol. 12, no. 2, s.247-278. <https://doi.org/10.2307/3791464>

Jarque, C. M., & Bera, A. K. (1980). Efficient Tests for Normality, Homoscedasticity and Serial Independence of Regression Residuals. *Economic Letters*, vol. 6, no. 3, s.255-259, [https://doi.org/10.1016/0165-1765\(80\)90024-5](https://doi.org/10.1016/0165-1765(80)90024-5)

Jensen, M. C. (1983) Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, vol. 58, no. 2, s.319-289, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94036>

Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, vol. 3, no. 48, s.831-80, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, no. 4, s.305-360, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate Governance and Board Effectiveness. *Journal of Banking & Finance* vol. 22, no. 4, s.371-403, [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3)

Judge, W. Q., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and Strategic Choice Perspectives on Board Involvement in the Strategic Decision Process. *Academy of Management Journal*, vol. 35, no. 4, s.766-794, <https://doi.org/10.2307/256315>

Klein, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *The Journal of Law & Economics*, vol. 41, no. 1, s.275-303, <https://doi.org/10.1086/467391>

Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, no. 3, s.375-400, [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)

Koh, P. S. (2003). On the Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia. *The British Accounting Review*, vol. 35, no 2, s.105-128. [https://doi.org/10.1016/S0890-8389\(03\)00014-3](https://doi.org/10.1016/S0890-8389(03)00014-3)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. (2020). Svensk kod för bolagsstyrning, https://bolagsstyrning.se/Userfiles/Koden/Dokument/svensk_kod_bolagsstyrning_justerad_SVE_211220.pdf

Kumar, P., & Zattoni, A. (2014). Ownership, Managerial Entrenchment, and Corporate Performance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 22, no. 1, s.1-3, <https://doi.org/10.1111/corg.12053>

Kumar, P., & Zattoni, A. (2015). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 23, no. 6, s.469-471, <http://dx.doi.org/10.1111/corg.12146>

Lang, L. H. P., Stulz, R. M., & Walkling, R. A. (1989). Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers. *Journal of Financial Economics*, vol. 24, s.137-154, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90075-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90075-5)

Lekvall, P. (2009). The Swedish Corporate Governance Model. *The Handbook of International Corporate Governance*, 2 uppl. Kogan Page. London and Philadelphia. s.368-376, https://www.mungralibrary.com/wp-content/uploads/ebooks_misc/2017/11/The_Institute_of_Directors_The_Handbook_of_Inter_DM.pdf#page=387

Lewellen, W., Loderer, C., & Rosenfeld, A. (1985). Merger Decisions and Executive Stock Ownership in Acquiring Firms. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, no. 1-3, s.209-231, [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90038-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90038-2)

Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, vol. 48, no. 1, s.59-77, <https://www.jstor.org/stable/40687360>

Liu, Y., & Wang, Y. (2013). Performance of Mergers and Acquisitions under Corporate Governance Perspective. *Open Journal of Social Sciences*, vol. 1, no. 6, s.17-25, [10.4236/jss.2013.17004](https://doi.org/10.4236/jss.2013.17004)

Lubatkin, M., & Shrieves, R. (1986). Towards Reconciliation of Market Performance Measures to Strategic Management Research. *The Academy of Management Review*, vol. 11, no. 3, s.497-512, <https://doi.org/10.2307/258307>

- Ma, L. (2019). The Effect of Institutional Ownership on M&A Performance: Evidence from China. *Applied Economics Letters*, vol. 27, no. 2, s.1-5, <http://dx.doi.org/10.1080/13504851.2019.1610701>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, no. 1, s. 13-39, <https://www.jstor.org/stable/2729691>
- Maloney, M. T., McCormick, R. E., & Mitchell, M. L. (1993). Managerial Decision Making and Capital Structure. *The Journal of Business*, vol. 66, no. 2, s.189-217, <https://doi.org/10.1086/296601>
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. *The Journal of Finance*, vol. 62, no. 4, s.1851-1889, <https://www.jstor.org/stable/4622319>
- McEvily B., Perrone V., & Zaheer, A. (2003). Trust as an Organizing Principle. *Organization Science*, vol. 14, no. 1, s.91-103, <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.14.1.91.12814>
- Mehran, H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 38, no. 2, s.163–184. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(94\)00809-F](https://doi.org/10.1016/0304-405X(94)00809-F)
- Minow, N., & Bingham, K. (1995). *The Ideal Board*. Corporate Governance, Cambridge, Massachusetts: Blackwell Publishers.
- Modular Finance Holdings. (2024). <https://www.holdings.se/public/login.html> [Hämtad 24 april 2024]
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm Size and the Gains from Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, vol. 73, no. 2, s.201-228, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.07.002>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, vol. 45, no. 1, s.31-48, <https://doi.org/10.2307/2328808>
- Morningstar. (2024), <https://www.morningstar.se/se/> [Hämtad 24 april 2024]
- Nashier, T., & Gupta, A. (2020). Ownership Concentration and Firm Performance in India. *Global Business Review*, vol. 24, no. 2, s. 353-370, <https://doi.org/10.1177/0972150919894395>
- Okofo-Dartey, E., & Kwenda, F. (2021). The Free Cash Flow Hypothesis and M&A Transactions by Acquireres from the Emerging Markets. *Journal of Developing*, vol. 55, no. 2, s.45-58, <http://dx.doi.org/10.1353/jda.2021.0031>

Perrow, C. (1986). Economic Theories of Organizations. *Theory and Society*, vol 15, no. 1/2, s.11-45, <http://www.jstor.org/stable/657174>

Pham, N., Oh, K. B., Pech, R. (2015). Mergers and Acquisitions: CEO Duality, Operating Performance and Stock Returns in Vietnam. *Pacific-Basin Finance Journal Volume*, vol. 35A, s.298-316, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.007>

Rani, N., Yadav S. S., & Jain P. K. (2013). Impact of Corporate Governance Score on Abnormal Returns and Financial Performance of Mergers and Acquisitions. *Decision*, vol. 41, no. 4, s. 371-398, [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00075-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00075-0)

Ramsey, J. B. (1969). Tests for Specification Errors in Classical Linear Least-Squares Regression Analysis. *Journal of the Royal Statistical Society*, vol. 31, no. 2, s.350-371, <https://www.jstor.org/stable/2984219>

Reddy, K., Qamar, M., & Yahanpath, N. (2019). Do Mergers and Acquisitions Create Value? The post-M&A Performance of Acquiring Firms in China and India. *Studies in Economics and Finance*, vol. 36, no. 2, s.240-264. <https://doi.org/10.1108/SEF-01-2018-0027>

Sethi, M., & Krishnakumar, D. (2010). A Review of Methodologies to Determine Merger and Acquisitions' Performance. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, vol. 16, no. 3, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1803922>

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, vol. 52, no. 2, s.737-783, <https://doi.org/10.2307/2329497>

Tampakoudis, I., Nerantzidis, M., Soubeniotis, D., & Soutsas, A. (2018). The Effect of Corporate Governance Mechanisms on European Mergers and Acquisitions. *Corporate Governance*, vol. 18, no. 5. s.965-986, <https://doi.org/10.1108/CG-05-2018-0166>

Teti, E., Dell'Acqua, A., Etro, L., & Volpe, M. (2017). The Impact of Board Independency, CEO Duality and CEO Fixed Compensation on M&A Performance, *Corporate Governance*, vol. 17, no. 5, s. 947-971, <https://doi.org/10.1108/CG-03-2017-0047>

The Corporate Governance Institute. (2024). A Board Member's Guide to Mergers and Acquisitions. <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/guides/ultimate-guide-mergers-and-acquisitions/> [Hämtad 5 april 2024]

Thomsen, S., & Conyon, M. (2012). Corporate Governance Mechanisms and Systems, London: McGraw-Hill.

Vafeas, N., & Theodorou, E. (1998). The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK. *British Accounting Review*, vol. 30, no. 4, s.383-407, <https://doi.org/10.1006/bare.1998.0075>

Velte, P. (2024). Institutional Ownership and Board Governance. A Structured Literature Review on the Heterogeneous Monitoring Role of Institutional investors. *Corporate Governance*, vol. 24, no. 2, s. 225-263, [10.1108/CG-10-2022-0414](https://doi.org/10.1108/CG-10-2022-0414)

White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, vol. 48, no. 4, s.817-838, <https://doi.org/10.2307/1912934>

Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* [e-bok]. Mason, Ohio: South Western Cengage Learning

Yaacob, M. H. (2014). Ownership Structure and M&A Long-Term Performance, MIICEMA 2014, https://www.researchgate.net/publication/270512129_Ownership_Structure_and_MA_Long-Term_Performance [Hämtad 3 maj 2024]

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of directors. *Journal of Financial Economics*, vol. 40, no. 2, s.185-211, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

Yusof, N. Z. M. (2016). Context Matters: A Critique of Agency Theory in Corporate Governance Research in Emerging Countries. *International Journal of Economics and Financial Issues*, vol. 6, no. 7S, s.154-158, <https://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/3599/pdf>

Zahid, A. R. M., Taran, A., Kaleem Khan, M., & Simga Mugan, C. (2023). The Effect of Ownership Composition on Corporate Financial Performance in the European frontier markets. *Baltic Journal of Management*, vol. 18, no. 4, s.242-261, <http://dx.doi.org/10.1108/BJM-12-2021-0457>

Zattoni, A. (2011). Who Should Control a Corporation? Towards a Contingency Stakeholder Theory for Allocating Ownership Rights. *Journal of Business Ethics*, vol. 103, no. 2, s.255-274, <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-011-0864-3>

Zephyr. (2024). <https://zephyr-r1-bvdinfo-com.ludwig.lub.lu.se/version-20230704-3-5/home.serv?product=ZephyrNeo&> [Hämtad 22 april 2024]

Bilagor

Bilaga 1

Ramsey RESET test

| | Modell 1 CAR3dagar | Modell 2 CAR7dagar | Modell 4 CAR11dagar |
|-----------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| F(3, 40) | 1,25 | 9,31 | 7,99 |
| p-värde | 0,3034 | 0,0001 | 0,0003 |

Bilaga 2

White's test

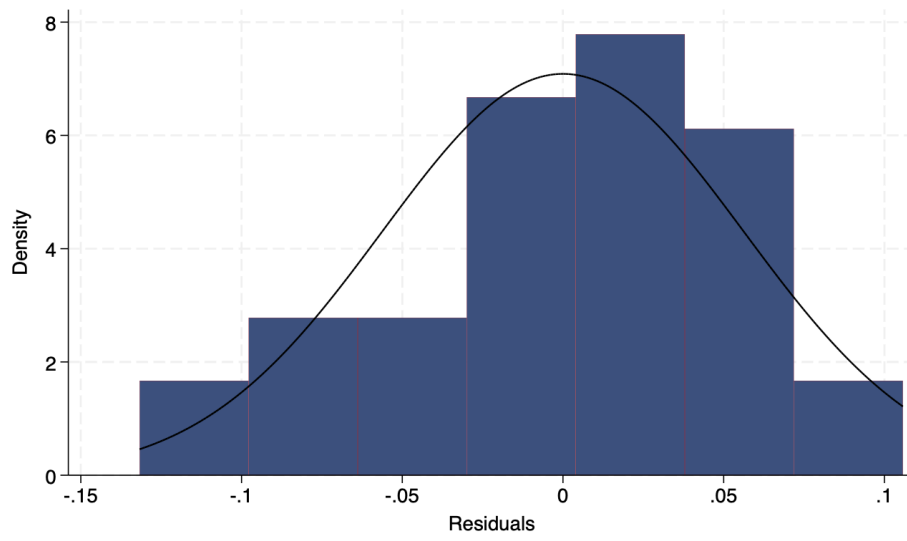
| | |
|----------------|--------|
| χ^2 | 53 |
| p-värde | 0,4354 |

Bilaga 3

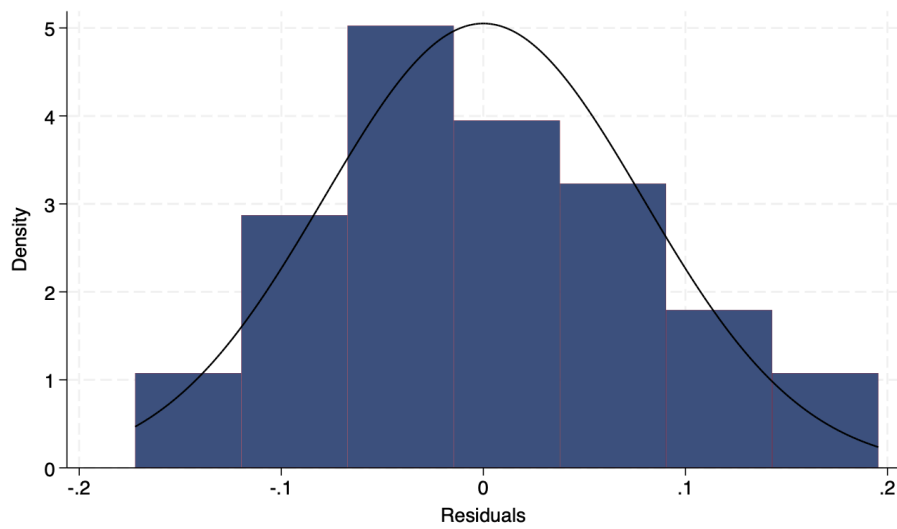
Jarque-Bera test för residualer

| | Modell 1 CAR3dagar | Modell 2 CAR7dagar | Modell 4 CAR11dagar |
|--------------------------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| JB normality test | 2,59 | 0,7066 | 1,316 |
| χ^2 | 0,2739 | 0,7024 | 0,5179 |

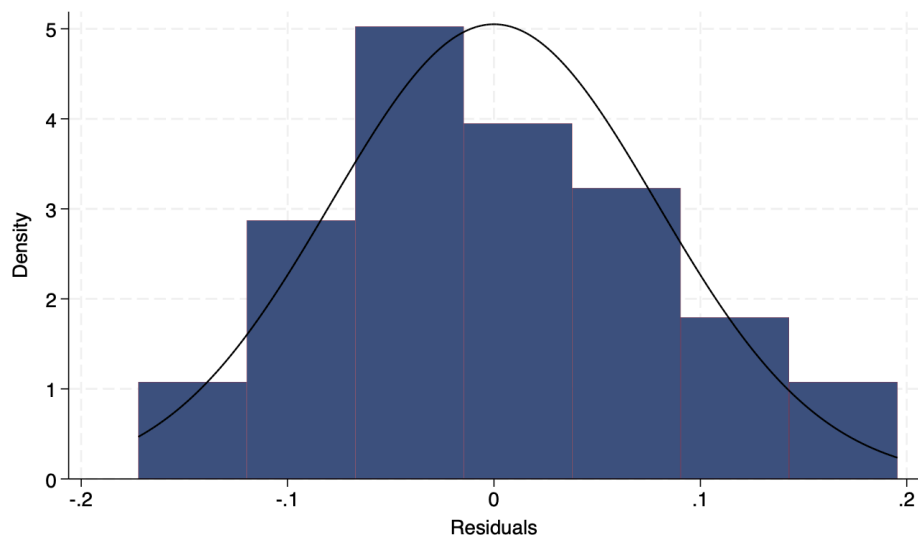
Bilaga 4: *Histogram residualer modell 1*



Bilaga 5: *Histogram residualer modell 2*



Bilaga 6: Histogram residualer modell 4



Bilaga 7

VIF test

| Variabel | VIF | 1/VIF |
|----------------------------|------|----------|
| Institutionellt ägande | 2,06 | 0,486086 |
| Styrelsestorlek | 1,84 | 0,543206 |
| Gränsöverskridande förvärv | 1,58 | 0,633230 |
| ROE | 1,45 | 0,691191 |
| Ägarkoncentration | 1,42 | 0,703620 |
| Internt ägande | 1,39 | 0,718000 |
| Leverage | 1,28 | 0,782467 |
| Tobin's Q | 1,27 | 0,786372 |
| FCF-marginal | 1,24 | 0,803994 |
| Medelvärde VIF | 1,50 | |

Bilaga 8

Pearsons korrelationsmatris

| | Styrelsestorlek | Internt ägande | Institutionellt ägande | Ägarkoncentration | ROE | Tobins Q | Gränsöverskridande | FCF-margin | Leverage |
|-------------------------------|-----------------|----------------|------------------------|-------------------|----------|----------|--------------------|------------|----------|
| Styrelsestorlek | 1,0000 | | | | | | | | |
| Internt ägande | -0,2103 | 1,0000 | | | | | | | |
| Institutionellt ägande | 0,5275*** | -0,4405*** | 1,0000 | | | | | | |
| Ägarkoncentration | -0,2028 | -0,0685 | 0,1331 | 1,0000 | | | | | |
| ROE | 0,1693 | -0,1305 | 0,1088 | 0,1454 | 1,0000 | | | | |
| Tobins Q | -0,1584 | 0,0009 | 0,0721 | 0,0439 | 0,2853** | 1,0000 | | | |
| Gränsöverskridande | 0,2255 | -0,3471** | 0,3775*** | 0,3662*** | 0,2686* | -0,0458 | 1,0000 | | |
| FCF-margin | 0,1886 | -0,0322 | 0,2489* | -0,1258 | 0,2952** | -0,1211 | 0,0776 | 1,000 | |
| Leverage | 0,1521 | 0,2453* | -0,1205 | -0,1986 | 0,1062 | -0,1429 | -0,2414* | 0,1402 | 1,0000 |

*** - Signifikans 1%

** - Signifikans 5%

* - Signifikans 10%

Bilaga 9

Standardiserade koefficienter

| | Modell 1 CAR [1;+1] | Modell 2 CAR [-3;+3] | Modell 3 CAR [-4;+4] | Modell 4 CAR [-5;+5] |
|----------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| | β | β | β | β |
| Styrelsestorlek | 0,2521 | 0,3320* | 0,2910 | 0,4531** |
| Internt ägande | -0,0449 | -0,1200 | -0,0857 | -0,1449 |
| Institutionella ägare | -0,3109 | -0,2287 | -0,3478* | -0,3600* |
| Ägarkoncentration | 0,5368*** | 0,4182*** | 0,3376** | 0,3981** |
| ROE | -0,0007 | -0,0598 | -0,1077 | -0,2873* |
| Tobins Q | 0,0816 | 0,1151 | 0,1959 | 0,2383 |
| Gränsöverskridande förvärv | -0,2315 | -0,1540 | -0,0185 | -0,0407 |
| FCF-marginal | 0,2937** | 0,2019 | 0,2596* | 0,1142 |
| Leverage | 0,0403 | 0,3273** | 0,2558* | 0,3854*** |
| Observationer | 53 | 53 | 53 | 53 |

*** = Signifikans 1%

** = Signifikans 5%

* = Signifikans 10%

Bilaga 10

Förvärv

| Acquiror name | Target name | Last deal status date |
|--------------------------------|--|-----------------------|
| ACADEMEDIA AB | VINDORA AB | 31-12-2017 |
| ADDLIFE AB | MBA INCORPORADO SL | 20-01-2022 |
| ADDLIFE AB | BIOMEDICA MEDIZINPRODUKTE GMBH | 31-12-2018 |
| AEGIRBIO AB | LIFEASSAYS AB | 21-05-2021 |
| AGES INDUSTRI AB | HORLE AUTOMATIC GRUPPEN AB | 03-05-2017 |
| ALM EQUITY AB | SMAA AB | 21-02-2017 |
| ASSA ABLOY AB | SPECTRUM BRANDS HOLDINGS INC.'S HARDWARE AND HOME IMPROVEMENT DIVISION | 20-06-2023 |
| ATLAS COPCO GERMANY HOLDING AG | ISRA VISION AG | 28-10-2020 |
| BACTIGUARD HOLDING AB | VIGILENZ MEDICAL DEVICES SDN BHD | 02-03-2020 |
| BREDBAND2 I SKANDINAVIEN AB AB | A3 ALLMANNA IT OCH TELEKOMAKTIEBOLAGET | 30-11-2020 |

| | | |
|--|---|------------|
| CALLIDITAS THERAPEUTICS AB | GENKYOTEX SA | 16-12-2020 |
| CASTELLUM AB | KUNGSLEDEN AB | 19-11-2021 |
| CLOETTA AB | CANDYKING HOLDING AB | 28-04-2017 |
| COMBIGENE AB | PANION ANIMAL HEALTH AB | 11-07-2019 |
| COREM PROPERTY GROUP AB | KLOVERN AB | 07-07-2021 |
| EMBRACER GROUP AB | FINANCIERE AMUSE TOPCO SAS | 08-03-2022 |
| ENAD GLOBAL 7 AB | INNOVA INTELLECTUAL PROPERTIES SARL | 31-03-2021 |
| ENEA AB | ATOS CONVERGENCE CREATORS GMBH'S UNDISCLOSED BUSINESS UNIT | 01-03-2019 |
| FOOTWAY GROUP AB | SPORTAMORE AB | 30-04-2020 |
| FORTNOX AB | OFFERTA GROUP AB | 16-02-2023 |
| HANZA HOLDING AB | RITTER ELEKTRONIK GMBH | 25-07-2019 |
| HEXATRONIC GROUP AB | QUBIX SPA | 02-11-2020 |
| KLARIA PHARMA HOLDING AB | KARESSA PHARMA HOLDING AB | 06-03-2020 |
| KNOWIT AB | CYBERCOM INTRESSENER AB | 31-07-2021 |
| LATVIAN FOREST COMPANY AB | SILUONA UAB | 02-12-2021 |
| MAHA ENERGY AB | DBO 2.0 SA | 30-06-2023 |
| MIDSONA AB | DAVERT GMBH | 03-05-2018 |
| MOBA NETWORK AB | WARGRAPHS SASU | 05-05-2023 |
| NOBIA AB | BRIBUS HOLDING BV | 13-07-2018 |
| ORRON ENERGY HOLDING AB | SLITEVIND AB | 07-09-2022 |
| PEPTONIC MEDICAL AB | PHARMIVA AB | 21-11-2023 |
| PION GROUP AB | DREAMWORK SCANDINAVIA AB | 03-01-2023 |
| PROACT IT GROUP AB | AHD GMBH & CO KG | 26-10-2023 |
| RATOS AB | SEMCON AB | 08-11-2022 |
| REJLERS SVERIGE AB | EUROCON CONSULTING AB | 17-04-2023 |
| SAMHALLSBYGGNADSBOLAGET I NORDEN AB | HEMFOSA FASTIGHETER AB | 31-01-2020 |
| SANDVIK AB | DSI UNDERGROUND HOLDINGS SARL | 07-07-2021 |
| SDIPTECH AB | WATER TREATMENT PRODUCTS HOLDING LTD | 18-02-2019 |
| SDIPTECH AB | GAH (REFRIGERATION) LTD | 15-12-2020 |
| SDIPTECH AB | KSS KLIMAT & STYRSYSTEM AB | 31-05-2018 |
| SEAFIRE AB | FARG-IN AB | 04-01-2021 |
| STILLFRONT GROUP AB | NANOBIT DOO | 30-09-2020 |

| | | |
|------------------------------------|---|------------|
| STOCKWIK FORVALTNING AB | GALDAX HOLDING AB | 15-01-2019 |
| SVEDBERGS GROUP AB | THEBALUX HOLDING BV | 23-11-2023 |
| SVENSKA CELLULOSA AB SCA | BSN MEDICAL LUXEMBOURG GROUP HOLDING SARL | 03-04-2017 |
| TELEFONAKTIEBOLAGET LM ERICSSON AB | VONAGE HOLDINGS CORPORATION | 21-07-2022 |
| TELLUSGRUPPEN AB | SPRAKSERVICE24 I STOCKHOLM AB | 01-08-2023 |
| THUNDERFUL GROUP AB | JUMPSHIP LTD | 15-11-2022 |
| TRANSTEMA GROUP AB | FIBERDATA AB | 01-06-2017 |
| VERTISEIT AB | MULTIQ INTERNATIONAL AB | 10-01-2022 |
| VESTUM AB | LAKERS GROUP HOLDING AB | 09-11-2021 |
| XVIVO PERFUSION AB | VIVOLINE MEDICAL AB | 21-07-2018 |
| ZINZINO AB | ENHANZZ GLOBAL AG | 06-04-2022 |