



LUNDS UNIVERSITET
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

VT24

Förvärva, ärva,...förvärva?

En eventstudie om familjebolag och företagsförvärv i Europa

Författare:

Attila Anday

Adam Johansson

Valdemar Klementsson

Jakob Sandberg

Handledare:

Maria Gårdängen

Sammanfattning

Titel	Förvärva, ärva,...förvärva?
Seminariedatum	2024-05-31
Kurs	FEKH89, Examensarbete i finansiering på kandidatnivå
Författare	Attila Anday, Adam Johansson, Valdemar Klementsson & Jakob Sandberg
Handledare	Maria Gårdängen
Nyckelord	Familjebolag, Företagsförvärv, Abnormal avkastning, Agentkostnader, Effektiva marknadshypotesen, Affärskultur, Investerarskydd
Syfte	Studiens syfte är att undersöka huruvida nordiskt familjeägande skapar högre abnormal avkastning vid förvärv än familjeägande i resterande Europa
Metod	Data från S&P Capital IQ på familje- och icke-familjebolag har använts för att genomföra en eventstudie och Welchs t-test samt Wilcoxons rangsummetest används för att pröva studiens hypoteser
Empiri	Studien analyserar 240 företagsförvärv gjorda av bolag som är noterade på OMX Nordic All-Share, OSEBX Oslo eller primärlistade i Europa under perioden 1 januari 2014 till 31 december 2022
Slutsats	Resultatet av studien visar att familjebolag genererar högre abnormal avkastning än icke-familjebolag vid företagsförvärv. Vidare visas att aktivt ägda familjebolag i Norden genererar högre abnormal avkastning än europeiskt aktivt ägda familjebolag vid företagsförvärv

Abstract

Title	Acquire, inherit,...acquire?
Seminar date	2024-05-31
Course	FEKH89, Corporate Finance Degree Project, Undergraduate level
Authors	Attila Anday, Adam Johansson, Valdemar Klementsson & Jakob Sandberg
Advisor	Maria Gårdängen
Keywords	Family business, Acquisitions, Abnormal return, Agency costs, Efficient Market Hypothesis, Business culture, Minority protection
Purpose	The purpose of this study is to investigate whether Nordic family ownership generates higher abnormal returns in acquisitions compared to family ownership in the rest of Europe
Methodology	Data from S&P Capital IQ on family and non-family firms have been used to conduct an event study and Welch's t-test as well as the Wilcoxon rank-sum test is used to test the study's hypotheses
Empirical foundation	The study analyzes 240 corporate acquisitions made by companies listed on OMX Nordic All-Share, OSEBX Oslo or primary listed in Europe during the period from January 1, 2014, to December 31, 2022
Conclusion	The results of the study show that acquisitions generate higher abnormal returns for family-owned firms than non-family firms. Moreover, actively owned family firms in the Nordics generate higher abnormal returns when acquiring, than actively owned family firms in Europe

Förord

Vi vill inledningsvis uttrycka vår tacksamhet till vår handledare Maria Gårdängen för hennes ovärderliga stöd och vägledning under hela uppsatsprocessen. Hennes insikter och feedback har varit avgörande för uppsatsens utveckling och slutliga resultat. Vi vill även rikta ett tack till Anamaria Cociorva, vars expertis och engagemang i statistiken har varit en ovärderlig hjälp för oss. Arbetet med denna uppsats har inneburit en brant inlärningskurva, men också varit oerhört givande, allmänbildande och intresseväckande. Vi hoppas att denna studie inte bara ska bidra med nya insikter inom ämnet, utan även inspirera till fortsatt forskning inom området.

Lund, 27 maj 2024

Attila Anday

Adam Johansson

Valdemar Klementsson

Jakob Sandberg

Definitioner & begrepp

Principal – Äger företaget

Agent – Kontrollerar företaget

M&A – Företagsförvärv och -sammanslagningar

Home Bias – Tendensen att övervikta inhemska investeringar

Norden – Danmark, Sverige, Norge, Island, Finland

Resterande Europa – Europa exklusive Norden

CAAR – Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning

Eventfönster – Tidsperiod som används för att analysera effekten av en variabel

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Abstract	3
Förord	4
Definitioner & begrepp	5
Innehållsförteckning	6
1. Inledning	8
1.1 Bakgrund	8
1.1.1 L'Oréal vs. Lyko	8
1.2 Problemdiskussion	9
1.3 Syfte	11
1.4 Frågeställning	11
1.5 Avgränsningar	11
1.6 Disposition	11
2. Teoretisk referensram & empirisk forskning	13
2.1 Effektiva marknadshypotesen	13
2.1.1 Kritik av Effektiva marknadshypotesen	13
2.2 Agentteorin	14
2.2.1 Agentproblemet	14
2.2.2 Agentkostnader	14
2.2.3 Kritik av Agentteorin	15
2.3 Empire Building	15
2.4 Hybrishypotesen	15
2.5 Skillnader mellan Norden och resterande Europa	16
2.5.1 Affärskultur	16
2.5.2 Minoritetsskydd	16
2.6 Tidigare empirisk forskning	17
2.6.1 Ownership Structure, Family Control, and Acquisition Decision	17
2.6.2 Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments	17
2.6.3 Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms	18
2.6.4 Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK	18
2.6.5 Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada	18
2.6.6 Does a Family-Controlled Firm Perform Better in Corporate Venturing?	19
2.6.7 The Influence of The CEO in Listed Family Businesses	19
2.7 Kritisk reflektion & Hypotesutveckling	20
3. Metod	23
3.1 Vetenskapligt angreppssätt	23
3.2 Data	23
3.2.1 Tidsperiod	23
3.2.2 Urval av nordiskt stickprov	23
3.2.3 Urval av europeiskt stickprov	24
	6

3.2.3	Klassificering av familjebolag	24
3.2.4	Urvalskriterium	25
3.2.5	Företagsförvärv	25
3.2.6	Databortfall	26
3.3	Ekonometriskt tillvägagångssätt	26
3.3.1	Abnormal avkastning	26
3.3.2	Förväntad avkastning	27
3.4.3	Kumulativ abnormal avkastning	27
3.5	Statistiskt tillvägagångssätt	28
3.5.1	Variabler	28
3.5.2	Signifikanstest	28
3.5.3	Signifikansnivå	29
3.6	Metodkritik	29
3.6.1	Överlevnadsbias	29
3.6.2	Reliabilitet	30
3.6.3	Validitet	30
4.	Resultat	32
4.1	Normalfördelning	32
4.2	Familje vs. Icke-Familje	32
4.3	Norden vs. resterande Europa	34
4.4	Aktivt familjeägande Norden vs. resterande Europa	35
4.5	Hypotesutfall	37
5.	Analys	39
5.1	Familje- vs. Icke-familjebolag	39
5.2	Familjebolag – Norden vs. resterande Europa	40
5.3	Aktivt Familjeägande – Norden vs. Europa	42
6.	Slutsats & Diskussion	44
6.1	Slutsats	44
6.2	Diskussion	45
6.3	Förslag till vidare forskning	46
	Referenslista	47
	Bilagor	53

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Familjeföretagande kan förknippas med problem såsom stökiga generationsskiften, familjefejder eller Buddenbrooks-syndromet: förvärva, ära, fördärva. Samtidigt förenas alla familjeföretag av viss riskkoncentration och därmed *skin in the game* (Sjögren, 2017, s. 28; Taleb 2019, s. 94). Att omfattas av risk ger incitament för välgrundade beslut för att undvika potentiellt negativa konsekvenser (Taleb, 2019, s. 94). Möjligtvis är detta en av förklaringarna till varför familjeföretag såsom Wallenbergs Investor, Arnaults LVMH eller Møller-McKinneys Maersk har blivit så framgångsrika.

Genom företagsförvärv kan stordriftsfördelar, tillgång till nya geografiska områden och ny teknik erhållas. Emellertid kan misslyckandet med ett företagsförvärv vara skadligt för ett företag. Majoriteten av M&A-transaktioner misslyckas med att uppnå sina mål efter att affären genomförts (Sehleanu, 2015).

“Familjeföretag har liknats vid myror som väljer att knata på och växa organiskt, i jämförelse med icke-familjekontrollerade aktiebolag - gräshopporna - som genom förvärv och fusioner växer snabbare men till priset av högre skuldsättning och mer spritt ägande. Gräshopporna hoppar ofta snett, medan myrorna följer upptrampade stigar som leder mot målet.”

(Sjögren, 2017, s. 31)

1.1.1 L'Oréal vs. Lyko

Bettencourt-Meyers familjebolag L'Oréal förvärvade under första kvartalet år 2006 The Body Shop för 652 miljoner pund med syftet att öka det egna aktievärdet (SvD, 2006). Vid tillkännagivandet av förvärvet sjönk aktien med -0,34%, följt av ytterligare en nedgång på -0,13% handelsdagen därpå (Yahoo Finance, 2024a). Andra handelsdagen fortsatte nedgången med -0,67%, innan aktien svagt återhämtade sig och steg med +0,75% tredje handelsdagen efter förvärvet (*ibid.*). Under fyradagarsperioden hade aktien en negativ kursutveckling på -0,40% och under samma period steg CAC40-indexet, den mest använda indikatorn på Parisbörsen, +1,34% (Euronext, u.å., Yahoo Finance, 2024b). Prisutvecklingen i L'Oréals aktie vid förvärvet visar en svag negativ reaktion från investerare.

11 januari 2023 meddelade Lyko ett nytt förvärv av skönhetsbolaget Estelle & Thild AB för 15 miljoner kronor (Lyko Group AB, 2023). Familjen Lykos förvärv ämnade att addera ny kunskap och hjälpa Lyko uppnå diverse synergier (*ibid.*). Aktiemarknaden reagerade initialt positivt: vid tillkännagivandet ökade aktiekursen med +1,30%, och följande handelsdag noterades ytterligare en ökning om +0,58% (Yahoo Finance, 2024c). Trots en efterföljande nedgång med -0,93% andra handelsdagen, noterades en markant ökning på +17,66% den tredje handelsdagen efter tillkännagivandet, vilket indikerade en stark positiv reaktion från investerarna (*ibid.*). Mellan tidpunkten för tillkännagivandet av företagsförvärvet och tre handelsdagar därefter hade aktiekursen stigit +18,78%. Jämfört med aktieindexet First North All-Share SEK presterade Lyko avsevärt bättre, indexet gav +2,64% i avkastning under samma fyradagarsperiod (Avanza, 2024).

Både L'Oréal och Lyko är familjekontrollerade företag som verkar och förvärvar inom skönhetsbranschen. Det som skiljer bolagen åt är bland annat geografisk hemvist, aktieavkastning, förvärvsstorlek, samt grad av familjekontroll. Kan geografiska faktorer spela en roll här?

1.2 Problemdiskussion

Europas ekonomi är i hög grad beroende av familjeägda företag som svarar för 50% av EU:s totala BNP (BNP Paribas Wealth Management & SDA Bocconi School of Management, 2023). Familjeägandet medför tydliga konsekvenser för företaget och deras verksamheter. Tidigare forskning presenterar en bred konsensus som säger att publika familjeföretag med aktivt familjeäggande förknippas med finansiell och operationell överprestation (Andersson & Reeb, 2003; Eckey & Memmel 2023; Maury, 2006; Sraer & Thesmar, 2007). En av orsakerna bakom denna överprestation föreslås vara lägre agentkostnader (Andersson & Reeb, 2003; Maury, 2006).

Familjebolag karaktäriseras av långsiktighet och långa ämbeten hos familjemedlemmarna (Sjögren, 2017, pp. 108–110; Brigham & Lumpkin, 2011; Wong et al., 2010; Miller et al., 2010). Detta innebär möjligtvis att ledningen är mer erfarna, benägna och skickliga på att kapitalisera på möjligheter som innebär långsiktig lönsamhet (Zahra, 2005). En av dessa möjligheter är företagsförvärv som företagsutveckling (Worek, 2017). Samtidigt visar en spansk studie att familjebolag med en familjemedlem som VD förknippas med en negativ lönsamhetseffekt (Sánchez et al., 2019). Vidare visar en svensk studie att ökat risktagande inom familjebolag förknippas med negativ avkastning (Naldi et al., 2007). Emellertid kan relevansen av risktagande diskuteras eftersom familjebolag karaktäriseras av en konservativare strategi och lägre riskvilja (Carney et al., 2015; Santos et al., 2014; Naldi et al., 2007). Utöver prestation och riskvilja visar tidigare studier att

det finns en positiv värderingseffekt som innebär att familjebolag tenderar att vara högre värderade än icke-familjebolag (Andersson & Reeb, 2003; Amit & Villalonga, 2006; Craig et al., 2008; Maury, 2006). Europeiska studier visar på variation över olika branscher och påvisar ett positivt samband med hög grad av investerarskydd, vilket i sin tur varierar mellan länder (Craig et al., 2008; Maury, 2006). Familjeägandets framträdande inflytande på företagets beteende, prestation och allmänhetens perception av företagsvärde väsentliggör studiens fokus på familjebolag samt dess skillnad mot icke-familjebolag.

Tidigare forskning visar att familjeägande som fenomen även påverkar företagets beteende kring företagsförvärv. En studie av europeiska storbolag visar att familjeföretag är mindre benägna att genomföra företagsförvärv (Caprio et al., 2011). Dessutom visar en studie av franska bolag att denna effekt förstärks om familjen är aktiva ägare i bolaget (Sraer & Thesmar, 2007). Möjligtvis signalerar denna minskade benägenhet att förvärva, att familjeföretag föredrar kvalitet över kvantitet. Däremot finns det samtidigt röster som menar att benägenheten att göra diversifierande förvärv ökar vid starkare familjeägande (Miller et al., 2010). Att familjeägande väsentligt påverkar frekvensen av företagsförvärv motiverar studiens undersökning av sambandet mellan familjebolag och företagsförvärv.

Tidigare forskning visar även att familjeägande påverkar företagets framgång vid förvärv. Europeiska studier menar att familjebolag som förvärvar erhåller signifikant högre abnormal avkastning för aktieägare än icke-familjebolag som förvärvar (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010; Caprio et al., 2011). Vidare finns röster som anser att familjebolagets värdeskapande vid förvärv kan påverkas avsevärt beroende på vem som besitter VD-posten. Sraer och Thesmar (2007) menar att företagsförvärv som genomförts av franska familjebolag med utomstående VD innebär högre abnormal avkastning jämfört med förvärv som gjorts av familjebolag med familjemedlem på VD-posten (Sraer & Thesmar, 2007). Utöver det menas att utomstående VD är en grundförutsättning för att den abnormal avkastningen ska vara positiv vid förvärv, vilket utmanar idén om det aktiva familjeägandets positiva inflytande (*ibid.*). Emellertid kan inte Caprio, Croci och Del Giudice (2011) bevisa att europeiska familjebolag genomför kapitalförstörande förvärv då abnormal avkastning är positiv oavsett vem som besitter VD-posten. Alltså kan familjebolagens abnormal avkastning i samband med förvärv, samt aktiva familjeägandets påverkan, variera geografiskt inom Europa.

Inom Europa finns stora affärskulturella skillnader. En av dessa skillnader är att den nordiska affärskulturen har låg *power distance* jämfört med resterande affärskulturer (Anglo-Saxiska, tyska, Frankofila, Italienska, Öst-/Centraleuropeiska) i Europa (Perlitz & Seger, 2004). Detta innebär att

organisationsmedlemmar i nordiska länder har mindre rädsla för sina chefer, ser chefernas beslutsfattande som demokratiskt samt föredrar kollektivt beslutsfattande (Hofstede et al., 2010, pp. 56–61). Således karaktäriseras resterande europeiska affärskulturer av mer respekt och lydnad för auktoriteter. Utöver det förlitar sig chefer inom affärskulturer med hög *power distance* på överordnade organisationsmedlemmar istället för egen erfarenhet och underordnade organisationsmedlemmar (*ibid.*, s. 76). Möjligtvis innebär detta att inflytelserika aktörer såsom huvudägare, styrelseledamöter eller företagsledning inom resterande europeiska affärskulturer har starkare inflytande och möter mindre motstånd i beslutsfattandeprocessen än i den nordiska affärskulturen (Perlitz & Seger, 2004; Hofstede et al., 2010, pp. 56–61). Att nordiska ägarfamiljer möter större motstånd i beslutsfattandeprocessen på grund av lägre *power distance* skulle kunna innebära att dåliga förvärv filtreras bort. Därför bör ägarfamiljen ha starkare men potentiellt negativt inflytande i familjebolag i övriga Europa jämfört med i Norden, vilket motiverar en komparativ studie som jämför dessa geografiska områden.

1.3 Syfte

Studiens syfte är att undersöka huruvida nordiskt familjeägande skapar högre abnormal avkastning vid förvärv än familjeägande i resterande Europa.

1.4 Frågeställning

1. Skapar familjeägda bolag positiv abnormal avkastning vid företagsförvärv?
2. Skiljer sig detta mellan Norden och resterande Europa?

1.5 Avgränsningar

Enbart publika bolag undersöks på grund av bristen på tillgänglig information för privata bolag. Den undersökta tidsperioden är avgränsad till 2014-01-01 – 2022-12-31.

1.6 Disposition

I kapitel två presenteras och beskrivs teorier samt tidigare empirisk forskning som denna studie baseras på och avslutas med hypotesformulering. Kapitel tre avhandlar studiens metod samt

diskuterar studiens reliabilitet och validitet. Fjärde kapitlet redovisar undersökningens resultat och accepterar eller förkastar studiens hypoteser. Kapitel fem analyserar studiens resultat utifrån teorier och tidigare empirisk forskning. Kapitel sex presenterar studiens slutsatser, diskuterar implikationer av slutsatserna samt förslag till vidare forskning.

2. Teoretisk referensram & empirisk forskning

2.1 Effektiva marknadshypotesen

Fama (1970) presenterar konceptet om effektiva marknader, där det antas att marknadens prisbildning återspeglar all tillgänglig information och integrerar den fullt ut i aktiekurser. Den effektiva marknadshypotesen förutsätter perfekta marknader vilket bland annat innebär att investerare är rationella (Fama, 1970). Enligt den effektiva marknadshypotesen är aktiekurserna korrekt prissatta eftersom de reflekterar all tillgänglig data, vilket eliminerar möjligheten till arbitrage för investerare och företag genom att utnyttja prisobalanser. Fama (1970) konstaterar således att investerare inte kan köpa undervärderade aktier eller sälja övervärderade aktier eftersom marknaden har prissatt aktierna korrekt. Därför krävs ytterligare risktagande för att överträffa marknaden och därmed generera alfa (överavkastning). Enligt Fama (1970) finns det tre nivåer av marknadseffektivitet:

Stark effektivitet - Priser reflekteras av all offentlig och privat/insider tillgänglig information

Halvstark effektivitet - Priser reflekteras av all offentlig tillgänglig information

Svag effektivitet - Priser reflekteras av historisk information

Om marknaden är effektiv innebär det att den fulla prisreaktionen sker vid kungörelse av företagsförvärv eftersom all information reflekteras i priset. Således kan marknadens effektivitet testas genom att undersöka om prisreaktionen kvarstår efter kungörelse av företagsförvärv (Brooks, 2019, s. 572).

2.1.1 Kritik av Effektiva marknadshypotesen

En kritik mot den effektiva marknadshypotesen är att investerare gör misstag på grund av deras kollektiva bedömningsförmåga eftersom vissa investerare är mindre rationella än andra (Malkiel, 2003). Denna brist på rationalitet hos vissa investerare leder till felaktig aktieprissättning och att förutsägbara mönster ibland existerar på marknaden (*ibid.*). Ytterligare ett faktum är att vissa investerare kan få en positiv överavkastning om de besitter information som majoriteten inte har (Grossman & Stiglitz, 1980). Om möjligheten till denna positiva överavkastning inte fanns, skulle investerare sakna incitament att skaffa information, eftersom marknaden redan hade speglat priset direkt (*ibid.*). Eftersom informationsasymmetri existerar innebär det att investerare kan uppnå både under- och överavkastning, vilket motsäger den effektiva marknadshypotesen.

2.2 Agentteorin

2.2.1 Agentproblemet

Agentproblemet härstammar från separationen av företagets ägande och kontroll (Jensen & Meckling, 1976). Principalen äger företaget medan agenten kontrollerar företaget. Principalens krav ska utföras av agenten för att uppfylla principalens intressen (Eisenhardt, 1989). Däremot kan principalen och agenten ha olika intressen och agenten kan agera utifrån sitt egenintresse, vilket potentiellt kan skilja sig från principalens intresse. Därmed leder denna separation av ägande och kontroll till agentproblemet (Jensen & Meckling, 1976).

2.2.2 Agentkostnader

Agentkostnader grundar sig i agentens möjlighet att handla i egenintresse och därmed i strid med principalens intresse. Risken är att agenten handlar i egenintresse på principalens bekostnad vilket leder till agentkostnader (Jensen & Meckling, 1979). För att kontrollera att agenten inte handlar i egenintresse behöver principalen investera i kontrollmekanismer vilket även det leder till agentkostnader (*ibid.*).

Agentkostnader kan möjligtvis vara lägre inom familjebolag än icke-familjebolag eftersom både agenten och principalen kan vara familjemedlemmar vilka kan tänkas ha mer överensstämmande intressen. Detta påstående grundar sig främst i att både agentens och principalens personliga förmögenhet och identitet påverkas av de beslut som agenten fattar för familjebolaget (Fama & Jensen, 1983a). Agentkostnader kan uppstå inom familjebolag eftersom både principalen och agenten kan utgöras av familjemedlemmar med skilda intressen (Chrisman et al., 2004). Det kan även uppstå intressekonflikter mellan minoritetsägare (aktieägande icke-familjemedlemmar) och majoritetsägare (aktieägande familjemedlemmar). Denna intressekonflikt härstammar från att majoritetsägare har mer inflytande inom bolaget och kan därmed styra bolaget utifrån deras egenintresse, vilket leder till agentkostnader för minoritetsägare (*ibid.*). Det innebär att beslut och däribland företagsförvärv gjorda på majoritetsägarnas initiativ kan värderas pessimistiskt av marknaden om marknaden misstänker att majoritetsägarna försöker gynna sig själva framför minoritetsägare.

2.2.3 Kritik av Agentteorin

Ett problem med agentteorin är att den baseras på en generalisering av människors beteende. Denna generalisering leder till viss skepticism om agentteorins trovärdighet eftersom individers beteende skiljer sig åt (Perrow, 1986).

2.3 Empire Building

En agentkostnad inom M&A-sammanhang är *empire building*. Agentkostnaden grundar sig i att företagsledare expanderar bolaget genom M&As för att erhålla personliga privilegier samt förmåner istället för att öka aktieägarnas förmögenhet (Moeller et al., 2004). Offenbergs (2009) visar att *empire building* är ett mer förekommande fenomen inom stora bolag jämfört med små bolag. Vidare finns en starkare tendens för stora bolag att göra värd förstörande företagsförvärv (*ibid.*). Detta fynd stöts av Fich, Nguyen och Officer (2018) som fann att stora bolag är mer benägna att genomföra M&As eftersom stora bolag har mer kapital. Utöver bolagsstorlek påverkas även tendensen till *empire building* om bolaget är ett familjebolag eller icke-familjebolag. Bouzgarrou och Navatte (2013) menar att *empire building* är vanligare inom icke-familjebolag än familjebolag eftersom företagsledare inom icke-familjebolag har en starkare tendens att vilja bygga imperium genom företagsförvärv för att bli oersättliga. Misstänker marknaden att företagsförvärvet är gjort i syfte av *empire building* skulle prisreaktionen vid kungörelsen förväntas vara negativ.

2.4 Hybrishypotesen

Hybrishypotesen grundar sig i att det förvärvande företaget betalar för mycket i förhållande till målbolagets värde (Roll, 1986). Detta sker om ledningen i det förvärvande företaget överskattar sin förmåga och är optimistiska i sin övertygelse om att de kan öka målbolagets värde (*ibid.*). Ledningens överskattning gör dem villiga att betala en högre summa för målbolaget än målföretagets marknadsvärde (*ibid.*). Således kan överprissättningen tolkas som en agentkostnad. Hybrishypotesen erbjuder en förklaring till varför vissa företagsförvärv inte resulterar i ett positivt resultat för förvärvaren (*ibid.*). Misstänker marknaden att förvärvarens företagsledning överskattar sin förmåga och betalar över marknadsvärde för målföretaget kan prisreaktionen vid tillkännagivande förväntas få en negativ reaktion från marknaden.

2.5 Skillnader mellan Norden och resterande Europa

2.5.1 Affärskultur

När studien jämför Norden och resterande Europa är den affärskulturella aspekten väsentlig eftersom affärskulturen skiljer sig mellan Norden och resterande Europa. En av dimensionerna som urskiljer nordiska affärskulturen från resterande europeiska affärskulturer (Anglo-Saxiska, tyska, Frankofila, Italienska och Öst-/Centraleuropeiska) är kulturdimensionen *power distance* (Perlitz &

Seger, 2004). Nordens *power distance* är lägre än resterande europeiska affärskulturer (*ibid.*). Detta innebär att inflytelserika aktörer såsom företagsledning, styrelse eller ägare kan ha lägre inflytande då deras auktoritet som beslutsfattare kan ifrågasättas (Hofstede et al., 2010, pp. 56–61). Hög *power distance* innebär mer respekt och större lydnad för auktoriteter såsom företagsledning, styrelse eller ägare. Detta innebär att beslutsfattare i högre grad utgår från överordnade organisationsmedlemmar istället för erfarenhet eller underordnade (*ibid.*, s. 76). Således finns en affärskulturell aspekt som förstärker europeiska ägarfamiljernas förmåga att få igenom beslut om företagsförvärv, destruktivt som positivt. På samma sätt försämrar den affärskulturella aspekten nordiska ägarfamiljers förmåga att få igenom beslut om företagsförvärv.

Hög *power distance* - Ägarfamiljens inflytande förstärks

Låg *power distance* - Ägarfamiljens inflytande försämras

2.5.2 Minoritetsskydd

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny (1998) argumenterar för att rättssystemets ursprung har en betydande påverkan på landets minoritetsskydd. Distinktionen görs mellan common law (brittiskt) och fransk civil law (Frankrike och Sydeuropa), tysk civil law (tysktalande Europa) och skandinavisk civil law (Norden). Ju starkare minoritetsskydd desto starkare rättigheter (ex. rösträtt, rätt till utdelning eller rätt till information) har minoritetsägare vilket gör det svårare för majoritetsägare att gynna sig själva på minoritetsägarnas bekostnad. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny (1998) konstruerar en kvantitativ proxy för minoritetsskydd, *anti-director rights*, som speglar sex stycken kvalitativa kriterier. Dessa kvalitativa kriterier och således värden uppdaterades av Spamann (2010) som visar medelvärdet för länder med rättssystem av franskt ursprung (2,90), tyskt ursprung (3,50), skandinaviskt ursprung (3,63) och för Storbritannien (5,00).

2.6 Tidigare empirisk forskning

2.6.1 Ownership Structure, Family Control, and Acquisition Decision

Caprio, Croci och Del Giudice (2011) har undersökt hur ägande och familjekontroll påverkar publika bolags beslut att förvärva eller bli förvärvat. Denna studie har baserats på ett urval av 777 kontinentaleuropeiska företag under perioden 1998–2008 med ett eventfönster på [-2, +2] samt [-30, +30] (*ibid.*). Caprio, Croci och Del Giudice (2011) visar att familjeägande är negativt korrelerat med sannolikheten att lägga ett uppköpsbud samt att familjeföretag är mindre benägna att

göra förvärv. Detta samband amplificeras när familjens andel inte är tillräckligt stor för att säkerställa att familjens kontroll kvarstår efter affären (*ibid.*). Vidare minskar familjekontroll sannolikheten att bolaget blir förvärvat av en icke-närstående part. Ytterligare lyfter Caprio, Croci och Del Giudice (2011) att det inte finns bevis för att det genomsnittliga förvärvet ett familjebolag ingår i är värdeförstörande, oavsett om VD-posten består av en familjemedlem eller inte. Slutligen visar studien att ägande och familjekontroll, trots att de är negativt korrelerade med M&A-aktivitet, inte är negativt korrelerade med företagsstorlekens tillväxt (*ibid.*).

2.6.2 Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments

Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010) undersöker om det finns någon skillnad i avkastning mellan familjeföretag och icke-familjeföretag vid M&A. Studien undersöker detta påstående genom att undersöka 124 förvärv som gjorts av publika europeiska företag mellan åren 2002 och 2004. Dessa förvärv hanteras sedan i ett eventfönster [-20, +20] under perioden [-200, -21] före kungörelsen av förvärvet. Studien undersöker om det finns en potentiell skillnad mellan daglig avkastning samt förväntad avkastning inom ett eventfönster [-2, +2] för att hitta den kumulativa genomsnittliga abnormala avkastningen (*ibid.*). Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010) finner att det finns ett positivt samband mellan familjeföretag och abnormal avkastning efter en M&A. Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010) menar att anledningen bakom denna prestation i M&A-sammanhang grundar sig i familjeföretagens långsiktiga doktrin som bygger på att bevara familjens förmögenhet. Vidare visas att starkt investerarskydd har positiv påverkan på den abnormala avkastningen för förvärvaren. För familjebolag gäller att abnormala avkastningen är positiv trots svagt investerarskydd (*ibid.*). Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010) menar även att det är sannolikt att aktieägare kommer att värdera en M&A lägre om aktieägarna tror att företagsledningen har hybris.

2.6.3 Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms

Bouzgarrou och Navatte (2013) undersöker om familjestyre inom ett publikt bolag påverkar förvärvsprestation på den franska marknaden. För att undersöka detta samlade Bouzgarrou och Navatte (2013) data från 239 förvärv genomförda av franska företag mellan åren 1997–2006 och jämförde förvärvens prestationer på kort- och lång sikt med [-261, -11] som eventfönster. Bouzgarrou och Navatte (2013) visar att bolag med familjestyre presterar bättre än icke-familjebolag på både kort- och lång sikt. Denna skillnad i prestation mellan familjestyrda och icke-familjebolag blir större desto mer kontroll familjen har i bolaget (*ibid.*). Ytterligare härstammar skillnaden från att familjebolag genomför färre förvärv än icke-familjebolag (*ibid.*).

Vidare menar Bouzgarrou och Navatte (2013) att familjebolag har lägre agentkostnader och att företagsledare inom icke-familjebolag är mer benägna att ingå i *empire building* än företagsledare inom familjebolag.

2.6.4 Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK

Mateev (2017) jämför M&As påverkan på aktiekursutveckling beroende på om företaget som förvärvar är ett brittiskt företag eller ett kontinentaleuropeiskt företag. Mateev (2017) samlade data från 2823 europeiska förvärv mellan 2002–2010 och hur dessa förvärv påverkade företagets avkastning vid kungörelsen av förvärvet med eventfönster på [-5, +5], [-2, +2], [-1, +1], [-1, 0] och [-2, +1] för att undersöka “announcement effect”. Mateev (2017) fann att gränsöverskridande förvärv genomförda av brittiska bolag resulterade i högre abnormal avkastning än inhemska förvärv. Mateev (2017) fann även att kontinentaleuropeiska förvärvare erhöll högre abnormal avkastning vid förvärv av brittiska bolag än förvärv av kontinentaleuropeiska bolag. Mateev (2017) fann däremot ingen signifikant skillnad i abnormal avkastning mellan brittiska och kontinentaleuropeiska förvärv. Vidare upptäcktes ett negativt samband med minoritetsskyddet som förvärven omfattas av och budpriset, vilket mynnar ut i positiv abnormal avkastning för förvärvaren vid högt minoritetsskydd (*ibid.*).

2.6.5 Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada

Ben-Amar och André (2006) undersöker sambandet mellan ägarformen inom ett företag och förvärvsprestationer på den kanadensiska aktiemarknaden. Ben-Amar och André (2006) samlade data från 327 förvärv av kanadensiska företag mellan 1998–2002. Datan hanterades i ett eventfönster på [-240, -40] från kungörelsen av förvärvet för att beräkna den abnormala avkastningen i eventfönstret [-1, 0, +1] (*ibid.*). Ben-Amar och André (2006) fann att bolag med familjestyre erhöll högre abnormal avkastning efter förvärv än icke-familjestyrda företag. Den abnormala avkastningen blev ännu högre om familjeföretagets VD var en familjemedlem (*ibid.*). Ben-Amar och André (2006) föreslår att detta beror på att marknaden litar på att familjeföretaget vill maximera företagets värde på lång sikt för kommande generationer och inte enbart gynna sig själva som majoritetsägare.

2.6.6 Does a Family-Controlled Firm Perform Better in Corporate Venturing?

Wong, Chang och Chen (2010) undersöker i sin eventstudie hur familjekontroll inom publika bolag påverkar marknadens reaktion vid kungörelse av *corporate venturing* (däribland företagsförvärv).

Studien undersöker prisreaktionerna av 283 *corporate venturing*-händelser gjorda av 131 publika bolag på den taiwanesiska aktiemarknaden. Effekten mäts i kumulativ abnormal avkastning (CAR) som baseras på en marknadsmodell med estimeringsperiod [-200, -31] före kungörelsen och ett eventfönster om [-1, +1]. Wong, Chang och Chen (2010) visar att företag med familjestyre erhåller negativ abnormal avkastning vid kungörelse av *corporate venturing*. Detta är i motsats till vad Ben-Amar och André (2006) fann på den kanadensiska marknaden. Wong, Chang och Chen (2010) menar att familjekontroll kan uppfattas som ofördelaktigt då majoritetsägare har förmågan att utnyttja minoritetsägare vilket således mynnar ut i negativ prisreaktion vid *corporate venturing*. Taiwans låga investerarskydd innebär att den abnormala avkastningen försämras ytterligare ju mer koncentrerat ägandet av röststarka aktier är (*ibid.*). Denna kombination höjer agentkostnader vilket gör att marknaden diskonterar denna risk (*ibid.*).

2.6.7 The Influence of The CEO in Listed Family Businesses

Sánchez, Gallizo och Moreno (2019) undersöker i sin studie skillnaden i lönsamhet för spanska familjebolag om bolagets VD är en familjemedlem eller inte. Studien grundas i data från 48 spanska familjebolag som var listade på spanska aktiemarknaden mellan 2012–2016 (*ibid.*). Studien visar att familjebolag med en utomstående VD erhåller högre lönsamhet än familjebolag med en familjemedlem på VD-posten (*ibid.*). Orsaken bakom detta samband härleds till att den genomsnittlige utomstående verkställande direktören vanligtvis är mer erfaren än den genomsnittlige “familje-VDn”. Sánchez, Gallizo och Moreno (2019) finner även att familjebolag med utomstående VD har högre skuldsättning och investeringsgrad. Detta skulle kunna betyda att en utomstående VD genomför fler företagsförvärv.

Tabell A:

Studie	Författare	Omfång	Eventfönster	Väsentliga slutsatser	Övrigt
Ownership Structure, Family Control, and Acquisition Decision	Caprio, Croci & Del Giudice (2011)	777 förvärv 1998–2008 Kontinentaleuropa	[-2, +2] [-30, +30]	Familjebolag förvärvar företag med lägre frekvens och sannolikheten att de köps upp av en icke-närstående part är lägre. Förvärvsfrekvens har en positiv påverkan på abnormal avkastning vid förvärv.	Finner inget bevis för att familjebolag förstör värde vid företagsförvärv, oavsett huruvida en familjemedlem sitter på VD-posten eller inte.
Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments	Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010)	124 förvärv 2002–2004 Europa	[-20, +20] [-2, +2]	Familjebolag erhåller positiv abnormal avkastning vid förvärv. Orsaken härleds till marknads förtroende för att ägarfamiljen ska skapa värde långsiktigt på ett sätt som inte bekostar minoritetsägare. Vidare har starkt investerarskydd positiv påverkan på den abnormala avkastningen.	

Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms	Bouzgarrou & Navatte (2013)	239 förvärv 1997–2006 Frankrike	[-1, +1]	Familjebolag erhåller positiv och högre abnormal avkastning än icke-familjebolag. Föreslås bero på lägre förvärvsfrekvens och agentkostnader samt att icke-familjebolag har en starkare tendens till <i>empire building</i> .	
Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK	Mateev (2017)	2823 förvärv 2002–2010 Storbritannien och kontinentaleuropa	[-5, +5] [-2, +2] [-2, +1] [-1, +1] [-1, +0]	Både brittiska och kontinentaleuropeiska förvärvare erhöll hög abnormal avkastning vid förvärv inom Europa. Ingen statistiskt signifikant skillnad mellan regionerna. Negativt samband mellan minoritetsskydd och budpris, vilket mynnar ut i positiv abnormal avkastning.	
Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada	Ben-Amar & André (2006)	327 förvärv, 1998–2002 Kanada	[-1, +1]	Familjebolag erhåller positiv abnormal avkastning. Förstärkt effekt vid aktivt familjeägande. Föreslås bero på marknadens tillit till familjens värdeskapande.	
Does a Family-Controlled Firm Perform Better in Corporate Venturing?	Wong, Chang & Chen (2010)	283 <i>corporate venturing</i> -händelser 131 företag 1998–2005 Taiwan	[-1, +1]	Familjebolag erhåller negativ abnormal avkastning. Föreslås bero på Taiwans bristande minoritetsskydd vilket leder marknaden till att diskontera risken för att familjen gynnar sig själv (agentkostnad).	<i>Corporate venturing</i> inkluderar däribland större investeringar, avyttringar, m.m.
The Influence of The CEO in Listed Family Businesses	Sánchez, Gallizo och Moreno (2019)	48 bolag 2012–2016 Spanien	-	Familjebolag med en VD som inte är familjemedlem resulterar i högre lönsamhet jämfört med en familjemedlem som VD.	

2.7 Kritisk reflektion & Hypotesutveckling

Familjeägande kan enligt tidigare forskning förknippas med både positiv och negativ kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv (Caprio et al., 2011; Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Ben-Amar & André, 2006; Wong et al., 2010; Sraer & Thesmar, 2007). Oenigheten som råder skulle kunna härledas till att studierna undersöker olika antal bolag, olika aktiemarknader, över andra tidsperioder samt med olika definitioner för familjebolag. Ur ett europeiskt perspektiv bildar tidigare forskning en konsensus att familjebolag överpresterar icke-familjebolag och erhåller positiv kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv (Feito-Ruiz & Menéndez-Requejo, 2010; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Sraer & Thesmar, 2007; Caprio et al., 2011). Däremot har det europeiska perspektivet inte omfattat nordiska familjebolag till den grad att resultaten tillförlitligt kan deducera slutsatser om nordiska familjebolag. Norden representerades till 10,5% av Feito-Ruiz och Menéndez-Requejos (2010) urval och till 2,7% av Caprio, Croci och Del Giudice (2011). Därför erfordras en studie vars urval tillförlitligt kan deducera slutsatser för Norden liksom resterande Europa. Således formuleras följande övergripande hypotes:

H0_A Familjebolag skapar inte positiv kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv i Norden och resterande Europa

H1_A Familjebolag skapar positiv kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv i Norden och resterande Europa

Tidigare forskning på europeiska perspektivet är koncentrerad till länder vars affärskulturer karakteriseras av hög *power distance*. Vidare är det europeiska perspektivet koncentrerad till länder (exklusive Storbritannien) som har lågt minoritetsskydd (Spamann, 2010). Norden avviker i båda avseenden på grund av lägre *power distance* samt starkare minoritetsskydd (exklusive Storbritannien). Lägre *power distance* kan utgöra en fördel i företagsförvärv om dåliga förvärv filtreras bort. Samtidigt menar Mateev (2017) att det finns ett negativt samband mellan minoritetsskyddet som förvärvaren omfattas av och budpriset, vilket sammantaget kan leda till positiv abnormal avkastning. Eftersom *power distance* och minoritetsskydd potentiellt har positiva implikationer för beslutsfattande i sammanhang om företagsförvärv för nordiska bolag formuleras följande hypotes:

H0_B Nordiska familjebolag skapar inte högre kumulativ abnormal avkastning än resterande europeiska familjebolag vid företagsförvärv

H1_B Nordiska familjebolag skapar högre kumulativ abnormal avkastning än resterande europeiska familjebolag vid företagsförvärv

Aktivt familjeäggande skulle kunna tolkas som en starkare form av familjekontroll. Enligt Ben-Amar och André (2006) innebär det att familjeägandets positiva effekter förstärks i sammanhang om företagsförvärv. Samtidigt menar Sánchez, Gallizo och Moreno (2019) att familjemedlemmar på VD-posten förknippas med en negativ lönsamhetseffekt i spanska familjebolag. I linje med Sánchez, Gallizo och Moreno (2019) menar Sraer och Thesmar (2007) att detta även gäller för franska familjebolag. Emellertid finner inte Caprio, Croci och Del Giudice (2011) bevis för att europeiska familjebolag genomför kapitalförstörande förvärv oavsett aktivt familjeäggande eller ej. Således menar tidigare forskning att aktivt europeiskt familjeäggande antingen är negativt eller neutralt. Dikotomin som råder inom Europa och möjligheten att aktiva ägda familjebolag i Norden har fördelaktigt minoritetsskydd och *power distance* i företagsförvärv väsentliggör följande hypotes:

H0_C Nordiska aktivt förvaltade familjebolag skapar inte högre kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv än resterande europeiska aktivt förvaltade familjebolag

H1_c Nordiska aktivt förvaltade familjebolag skapar högre kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv än resterande europeiska aktivt förvaltade familjebolag

3. Metod

3.1 Vetenskapligt angreppssätt

I studien används kvantitativ forskning med deduktiv teoriprövning. Teorin i detta arbete valdes innan den empiriska datan samlades in. En deduktiv ansats valdes eftersom studien utgår från teorier, som är förutbestämda, för att sedan formulera relevanta frågeställningar och därefter samla data för att antingen förkasta eller bekräfta studiens hypoteser (Bryman & Bell, 2017). Deduktiv teoriprövning anses vara fördelaktig när målet är att analysera verkligheten och jämföra den med de teoretiska modellerna.

3.2 Data

3.2.1 Tidsperiod

Studien undersöker perioden 1 januari 2014 till 31 december 2022 med eventfönster [-3, +3], [-2, +2] och [-1, +1]. Tidsperioden är vald för att fånga ett brett urval av företag och förvärv. Utöver det har majoriteten av relevant forskning undersökt perioder innan 2014 vilket innebär att studien kan bidra med ett vetenskapligt värde som kartlägger familjeaspektens påverkan på förvärv från och med 2014 till 2022. Det är inte helt problemfritt att undersöka perioden 2014–2022. Det har varit problematiska makroekonomiska händelser såsom Brexit, Trumps handelskrig, COVID-19, Rysslands invasion av Ukraina, inflation samt lågkonjunktur. Dessa händelser har högst troligen haft en påverkan på aktiepriser vilket påverkar vår beroende variabel: kumulativ abnormal avkastning på kort sikt.

3.2.2 Urval av nordiskt stickprov

För att skapa ett representativt urval av den nordiska aktiemarknaden valdes OMX Nordic All-Share Index. Datan hämtades från S&P Capital IQ med *screening*-funktionen på OMX Nordic All-Share Index som inkluderar alla börsnoterade företag på samtliga Nasdaq-börser i Norden, förutom Norge (Nasdaq Copenhagen A/S, Nasdaq Helsinki Ltd, Nasdaq Iceland hf. and Nasdaq Stockholm A/B) (Nasdaq, 2022). Eftersom Norge inte fanns med på OMX Nordic All-Share Index kompletterades datan med *screening*-funktionen på Exchange Country (Norway) i Capital IQ för att få med hela den nordiska marknaden. För att underlätta databearbetning uteslöts bolag som inte har huvudägare med minst 5% av utestående aktier. Denna brytpunkt ansågs nödvändig för att tolkning av ägardata i Capital IQ skulle vara praktiskt genomförbar inom den avsedda tidsramen. Detta

resulterade i 646 bolag, varav ett urval gjordes av de 180 största nordiska bolagen sorterat efter börsvärde. 180 bolag valdes på grund av tidsramen för studiens genomförande. Dataurvalet för de nordiska bolagen speglar 89,93% av den nordiska aktiemarknadens börsvärde (se Bilaga 1). Detta innebär att urvalet kan konstateras som representativt för Nordens aktiemarknad då den speglar populationen med hög precision. Den höga representativiteten säkerställer att resultaten och slutsatserna är tillförlitliga samt giltiga för den större populationen.

3.2.3 Urval av europeiskt stickprov

För att skapa ett representativt urval av resterande europeiska aktiemarknad gjordes datainhämtning från Capital IQ:s *screening*-verktyg efter kriteriet "*Exchanges (Primary Listing): All European Exchanges*" vilket resulterade i 11 682 börsnoterade europeiska företag som är primärnoterade i Europa. För att utesluta nordiska bolag infördes kriterier som uteslöt bolag med primärnotering i Norden vilket efter kriteriet resulterade i 10 025 europeiska bolag. Detta urval filtrerades sedermera efter huvudägare-kriteriet om minst 5%. I det slutliga stickprovet valdes de 281 största europeiska bolagen sorterat efter börsvärde. 281 bolag valdes på grund av tidsramen för studiens genomförande. Dataurvalet för de europeiska bolagen speglar 95,99% av marknadsvärdet på STOXX Europe 600 (se Bilaga 2). Detta innebär att urvalet kan konstateras som representativt för den europeiska marknaden eftersom STOXX Europe 600 är ett brett aktieindex som speglar Europas 600 största bolag (STOXX, 2024). Den höga representativiteten säkerställer att resultaten och slutsatserna är tillförlitliga och giltiga för den större populationen.

3.2.3 Klassificering av familjebolag

Vår definition av familjebolag tar utgångspunkt i tidigare forskning och syftar till att underlätta replikerbarhet. För nordiska bolag har studien valt en familjekontroll om minst 20% i form av rösträtter (La porta et al., 1999). För att spegla existerande familjeinflytande utan 20% ägande inkluderas ytterligare ett kriterium i form av ägande av minst 5% rösträtter samtidigt som en familjemedlem besitter ämbete inom företagsledning/styrelse (Sánchez et al., 2019). Utöver det klassas inte ett bolag som familjebolag om det finns en annan huvudägare med mer än 50% rösträtt (*ibid.*). För resterande europeiska bolag har studien klassificerat familjebolag utifrån utestående aktier istället för rösträtter. Denna justering för resterande europeiska bolag görs eftersom transparensen vad gäller ägardata är bristfällig i resterande Europa jämfört med Norden. Resterande europeiska bolag har klassats som ett familjebolag om en familj eller individ äger mer än 20% av utestående aktier. Ytterligare klassas det som ett familjebolag om bolaget har en familjemedlem med ämbete inom företagsledningen eller styrelsen samt äger minst 5% av utestående aktier. Detta urval ledde till 180 nordiska bolag där 93 identifierades som nordiska familjebolag. Av 281 resterande europeiska bolag identifierades 86 resterande europeiska familjebolag. Aktivt

familjeägande konstaterades om en familjemedlem hade ämbete inom företagsledning eller styrelse. Av de 93 nordiska familjebolagen har 42 klassificerats som familjebolag med ett aktivt familjeägande. Av de 86 resterande europeiska familjebolagen har 49 klassificerats som familjebolag med ett aktivt familjeägande.

Ägarstrukturen undersöktes huvudsakligen med S&P Capital IQ och Avanza som proxy för ägardatatjänsten Holdings. I de fall där ägarstrukturen framstod mer komplex kompletterades detta med respektive bolags årsredovisning och externa nyhetskällor såsom Reuters, Forbes och Financial Times.

3.2.4 Urvalskriterium

1. Förvärvet kungjordes mellan 1 januari 2014 och 31 december 2022
2. De förvärvande bolagen är primärlistade på nordiska eller resterande europeiska aktiemarknaden under eventfönster [-3, +3], [-2, +2] och [-1, +1]
3. Om förvärvande bolag har genomfört flera förvärv under tidsramen väljs endast förvärvet med högst transaktionsvärde
4. Det förvärvande bolaget är börsnoterat under undersökningsperioden samt under eventfönster [-3, +3], [-2, +2] och [-1, +1]
5. Endast händelser där det förvärvande bolaget innehar rollen som “Buyer” tas i beaktande och där transaktionerna är kategoriserade som “Merger/Acquisition” i S&P Capital IQ
6. Transaktionen har ett absolut värde på minst 10 mUSD (Ben-Amar & André, 2006)
7. För att säkerställa transaktionens relevans införs ett relativt kriterium som innebär att transaktionen måste uppgå till minst 1% av förvärvarens börsvärde (Moeller et al., 2003)
8. Studien inkluderar även förvärv utförda av dotterbolag

3.2.5 Företagsförvärv

Förvärven som undersökts har hämtats från S&P Capital IQ genom *M&A/Private Placements*-funktionen. Börsvärdet dagen före förvärvstillfället har hämtats från S&P Capital IQ genom *Chart Builder*-funktionen. Förvärven delades sedan upp i nordiska eller resterande

europiska förvärv samt en uppdelning om förvärven har utförts av familjebolag eller icke-familjebolag. Förvärv utförda av familjebolag har matchats med icke-familjebolag utifrån relationen mellan förvärvets storlek och börsvärdet dagen före kungörelsen av förvärvet för att förbättra jämförbarhet. De förvärv som inte är jämförelsebara efter relevans exkluderas. Slutligt antal företagsförvärv gjordes av 242 bolag varav 122 nordiska (62 familjebolag) och 120 resterande europeiska (60 familjebolag).

3.2.6 Databortfall

Författarna upptäckte i slutskedet av undersökningen att ett icke-familjebolag, *Noble Corporation* (*CPSE:NOBLE*), i nordiska urvalsgruppen som gjort ett relevant förvärv under eventperioden inte var börsnoterat mer än tre månader innan förvärvet, vilket gjorde att marknadsmodellen som speglar förväntad avkastning riskerade att bli opålitlig. Därför gjordes avvägningen att exkludera detta förvärv för att stärka undersökningens validitet. Eftersom *Noble Corporation* matchats med det nordiska familjebolaget *Valmet Oyj* (*HLSE:VALMT*), exkluderades även *Valmet Oyj* (*HLSE:VALMT*) från undersökningen.

Vidare finns det en risk att klassificeringen av familjebolag bortsett vissa familjebolag då ägarskap och kontroll inte alltid framgått på grund av skalbolagsstrukturer. Huvudägare i form av juridiska personer registrerade i Luxemburg, Isle of Man och Västindien förekom stundvis och ledde ofta till paradoxala ägarförhållanden. Vidare förekom invecklat stiftelseäggande med stundvis obegripliga strukturer vilket tvingade studien att klassificera vissa bolag som icke-familjebolag trots att det kan ha funnits en viss familjekoppling inom stiftelsen.

3.3 Ekonometriskt tillvägagångssätt

3.3.1 Abnormal avkastning

Abnormal avkastning är ett ekonometriskt mått som nyttjas för att uppskatta effekterna av en identifierbar händelse (Brooks, 2019). Abnormal avkastning är differensen mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen mellan säkerheten i över tiden t :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (\text{Brooks, 2019 s. 573})$$

där AR_{it} = abnormal avkastning, R_{it} = faktisk avkastning och $E(R_{it})$ = förväntad avkastning.

3.3.2 Förväntad avkastning

Förväntad avkastning $E(R_{it})$ kan estimeras med marknadsmodellen vilket innebär att den förväntade avkastningen speglar den historiska avkastningen för säkerheten i , i förhållande till relevant aktieindex perioden före eventfönstret (Brooks, 2019, s. 574). Denna estimeringsperiod före eventfönstret varierar i litteraturen och föreslås vara 100 till 300 dagar vid undersökning av daglig data i eventfönstret (Brooks, 2019, s. 573). I denna studie uppgår estimeringsperioden till 251 dagar vilket för övrigt speglar det ungefärliga antalet handelsdagar per år givet att handel råder alla vardagar, det vill säga $t=-254 \rightarrow t=-3$ (Brown & Warner, 1985; Bouzgarrou & Navatte, 2013; Mateev, 2017). Förväntad avkastning $E(R_{it})$ för eventperioden beräknas med hjälp av en betavärdet β_i och alfa α_i för säkerheten i , i förhållande till relevant index R_{mt} enligt formel nedan.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + u_{it} \quad (\text{Brooks, 2019, s. 574})$$

Betavärdet beräknas genom linjär regression av historisk aktieavkastning R_{it} med avseende på historisk avkastning för relevant index mt över estimeringsperioden. Vidare erhålls alfa- och error-termen u_{it} i regressionen vilka tillsammans utgör interceptet i marknadsmodellen.

För de nordiska förvärven appliceras OMX Nordic All-Share Index som jämförelseindex och för europeiska förvärv appliceras STOXX Europe 600.

3.4.3 Kumulativ abnormal avkastning

För eventperioden $t=-3 \rightarrow t=3$ gäller följande formel för uträkning av abnormal avkastning:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (\text{Brooks, 2019, s. 573-574})$$

Samtliga abnormala avkastningar för perioden summeras sedermera till kumulativ abnormal avkastning, CAR, som utgör den beroende variabeln vars signifikans skall testas statistiskt.

$$CAR_{it}(t_{T1}, t_{T2}) = \sum_{t=T1}^{T2} AR_{it} \quad (\text{Brooks, 2019, s. 576})$$

CAR summerades manuellt för samtliga företag för eventfönster $[-3, +3]$, $[-2, +2]$, $[-1, +1]$ i Excel.

3.5 Statistiskt tillvägagångssätt

3.5.1 Variabler

Tabell B:

Typ	Variabel	Vad	Värde
Beroende	CAR3	Kumulativ abnormal avkastning för eventfönstret [-3, +3]	$\sum_{t=-3}^3 R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$
	CAR2	Kumulativ abnormal avkastning för eventfönstret [-2, +2]	$\sum_{t=-2}^2 R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$
	CAR1	Kumulativ abnormal avkastning för eventfönstret [-1, +1]	$\sum_{t=-1}^1 R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$
Oberoende	Family	Speglar om förvärvet är gjort av ett familjebolag eller icke-familjebolag	Familjebolag (1) eller Icke-Familjebolag (0) (Se Bilaga 1 och 2)
	Norden	Speglar om förvärvet är gjort av ett bolag från den nordiska urvalsgruppen	Nordiskt bolag (1) eller ej (0) (Se Bilaga 1)
	EUDummy	Speglar om förvärvet är gjort av ett bolag från den europeiska urvalsgruppen	Europeiskt bolag (1) eller ej (0) (Se Bilaga 2)
	Active	Speglar om förvärvet är gjort av ett familjebolag som har en aktiv familjemedlem som ägare, dvs. om familjemedlem har ämbete inom företagsledning eller styrelsen	Aktiv familjeägare (1) eller inte (0) (Se Bilaga 1 och 2)

3.5.2 Signifikanstest

För att testa studiens hypoteser används Welchs t-test samt Wilcoxons rangsummetest (Mann-Whitney U-test). Welchs t-test används för att avgöra om det finns en signifikant skillnad i medelvärdet mellan två oberoende grupper (West, 2021). Welchs t-test skiljer sig från ett vanligt t-test genom att antagandet om lika populationsvarianser för grupperna som testas är avslappnat (*ibid*). För att resultatet av testet ska vara tillförlitligt, måste följande antaganden uppfyllas (West, 2021):

(1) Normalfördelning

Data i varje grupp bör vara normalfördelad. Detta innebär att fördelningen av variabelvärden inom varje grupp bör likna en normalfördelningskurva. För att testa detta antagande görs ett SK-test i STATA på CAR för samtliga eventfönster.

(2) *Oberoende Observationer*

Observationerna inom varje grupp och mellan grupperna bör vara oberoende av varandra. Detta innebär att varje observation ska vara unik och inte påverkas av andra observationer. Studien gör antagandet att observationerna är oberoende då det inte finns någon uppenbar koppling mellan individuella förvärv gjorda av familje- och icke-familjebolag. Antagandet görs även för individuella förvärv gjorda i Norden och resterande Europa.

Wilcoxons rangsummetest används för att jämföra två oberoende grupper, liknande t-testet. Testet rangordnar skillnaderna mellan två grupper (West, 2021). Testet använder rangordnad data istället för rådata, vilket gör testet användbart på icke-normalfördelade data (*ibid.*). Rangsummetestet är således tillämpligt för att kunna testa hypoteserna även om CAR inte är normalfördelat. För att resultatet av Wilcoxons rangsummetest ska vara tillförlitligt måste följande antagande uppfyllas (West, 2021):

(1) *Oberoende Observationer*

Observationerna inom varje grupp och mellan grupperna bör vara oberoende av varandra. Detta innebär att varje observation ska vara unik och inte påverkas av andra observationer.

3.5.3 Signifikansnivå

För att testa studiens hypoteser används signifikansnivåerna 5% respektive 1%. Det är konventionellt att använda en signifikansnivå på 5% vid hypotesprövning (Brooks, 2019, s. 120). Utöver nivåerna på 5% och 1% tas även 10%-nivån i beaktning, däremot används inte denna nivå för att bekräfta eller förkasta hypoteser. Nivåerna markeras med *, ** och *** där enstjärnig signifikans representerar 10%, tvåstjärnig 5% och trestjärnig 1%. För att säkerställa att resultatet är korrekt förkastas en nollhypotes endast om både Welchs t-test och Wilcoxons rangsummetest ger signifikans på 5%-nivån.

3.6 Metodkritik

3.6.1 Överlevnadsbias

I studien finns det en potentiell risk för överlevnadsbias, vilket kan påverka både resultat och slutsatser. Carpenter och Lynch (1999) beskriver att överlevnadsbias uppstår när analyser endast inkluderar de enheter eller individer som har "överlevt" till en viss tidpunkt eller uppfyller vissa kriterier medan de som inte har överlevt eller inte uppfyller kriterierna exkluderas. Urvalet av bolag

i studien är sorterade enligt de största bolagen efter börsvärde i både Norden och resterande Europa. Om ett bolag gjort ett dåligt förvärv eller av annat skäl minskat i börsvärde och därför hamnat under gränsen för de bolag studien granskar innebär det att dessa bolag inte finns med i urvalet. Det finns således en risk för överlevnadsbias eftersom endast de bolag som presterat väl vid mätperioden finns med i undersökningen. För att hantera risken att slutsatserna och resultatet baseras på felaktig information görs samma urval för icke-familjebolag. Ett antagande görs att konsekvensen av överlevnadsbias för familjebolag och icke-familjebolag är lika och därmed försumbar.

3.6.2 Reliabilitet

Reliabilitet rör frågan om huruvida resultatet från en undersökning blir densamma om undersökningen skulle genomföras på nytt, eller om de påverkas av slumpmässiga eller tillfälliga betingelser (Bryman & Bell, 2017, s. 68). Denna studie siktar på att säkerställa hög reliabilitet, vilket innebär att resultaten ska kunna reproduceras vid en framtida replikering av undersökningen. Därför redogörs noggrant för metod och databehandling. Studien använder en eventstudie för att analysera CAR, en metod som är välkänd och ofta använd i tidigare forskning (Brooks, 2017, s. 571). Användningen av denna etablerade metod ökar trovärdigheten för genomförandet och bidrar därmed till studiens övergripande reliabilitet. Databasinsamlingen gjordes med hjälp av databasen S&P Capital IQ, vilken kan användas vid framtida replikering.

3.6.3 Validitet

Validitet innebär en utvärdering av huruvida de slutsatser som dragits från en undersökning är sammanhängande eller inte (Bryman & Bell, 2017, s. 69). Olika slags validitet är begreppsvaliditet, intern validitet samt extern validitet.

Begreppsvaliditet avser hur väl ett teoretiskt begrepp mäts av de använda instrumenten (Bryman & Bell, 2017, s. 69). Det innebär att de mätningar och operationaliseringar som används i studien faktiskt speglar det teoretiska begreppet som avses att studeras. Begreppsvaliditeten i studien kan exempelvis röra klassificeringen av "familjebolag" enligt avsnitt 3.2.3. Trots noggranna kriterier för identifiering av familjebolag kan begränsningar såsom tröskelvärden för ägarandel och tillgängliga datakällor påverka begreppsvaliditeten.

Intern validitet betecknar hållbarheten eller giltigheten i de resultat som specificerar ett kausalt samband för att säkerställa att resultaten verkligen beror på de faktorer som studeras och inte på andra okontrollerade variabler (Bryman & Bell, 2017, s. 69). Studien kan inte fastställa kausalitetssamband, varför den interna validiteten inte kan betraktas som helt säkerställd.

Extern validitet handlar om i vilken utsträckning resultaten från en studie kan generaliseras till andra sammanhang, populationer, tider och platser (Bryman & Bell, 2017, s. 69). Den externa validiteten är i studien stärkt genom ett representativt urval av både nordiska och resterande europeiska bolag, samt en lång tidsperiod som inkluderar varierande makroekonomiska förhållanden. Dock finns vissa begränsningar, såsom potentiell överlevnadsbias, som kan påverka generaliserbarheten och bör beaktas i den slutliga tolkningen av resultaten. Vidare gäller slutsatserna uteslutande för de bolag som uppfyller kriterierna i avsnitt 3.2.5.

4. Resultat

4.1 Normalfördelning

Tabell C: SK-test

<u>Variabel</u>	<u>Observationer</u>	<u>Pr(skewness)</u>	<u>Pr(kurtosis)</u>	<u>Adj chi2(2)</u>	<u>Prob>chi2</u>
CAR1	240	0.0000	0.0000	50.53	0.0000
CAR2	240	0.0000	0.0000	80.21	0.0000
CAR3	240	0.0000	0.0000	52.97	0.0000

SK-testet görs för att kontrollera CAR-variabler för normalitet, alltså om variablerna är normalfördelade. Testet är baserat på skewness samt kurtosis och kombinerar sedan båda dessa för ett övergripande test. Nollhypotesen i testet är att CAR-variablerna är normalfördelade. Resultatet för samtliga test av normalitet är att nollhypotesen förkastas och datan är således inte normalfördelad. Resultatet innebär att Welchs t-test inte är pålitligt då testet är anpassat för normalfördelad data. Som komplement till Welchs t-test används därför Wilcoxons rangsummetest, vilket är användbart för icke-normalfördelad data.

4.2 Familje vs. Icke-Familje

Panel A: Familjebolag

<u>Eventfönster</u>	<u>Medelvärde</u>	<u>Median</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>	<u>SD</u>
	<u>CAAR</u>					
[-3, +3]	.0183092	.0076205	-.0823309	.3205134	120	.0585323
[-2, +2]	.0182163	.094796	-.0094796	.3478471	120	.0586761
[-1, +1]	.0162729	.0035047	-.0929868	.2399394	120	.0551019

Panel B: Icke-Familjebolag

<u>Eventfönster</u>	<u>Medelvärde</u>	<u>Median</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>	<u>SD</u>
	<u>CAAR</u>					
[-3, +3]	.0014023	-.0012425	-.148116	.1708066	120	.0536088
[-2, +2]	.000601	-.0050147	-.1516965	.1455016	120	.0471173
[-1, +1]	.0043431	.0040698	-.1517374	.1376302	120	.0441233

Panel A och B ovan visar statistik för kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning (CAAR) för familjebolag och icke-familjebolag inom samtliga eventfönster [-3, +3], [-2, +2] och [-1, +1]. Både CAAR och dess standardavvikelse är högre för familjebolag än icke-familjebolag i samtliga eventfönster.

Panel C: CAAR Familje & Icke-familjebolag

<u>Eventfönster</u>	<u>CAAR</u>	<u>CAAR</u>	<u>p</u>	<u>p</u>
	<u>Familj</u>	<u>Icke-familj</u>	<u>t-test</u>	<u>Wilcoxon Rank-sum</u>
	<u>n=120</u>	<u>n=120</u>		
[-3, +3]	1,83092%	0,14023%	0.0205**	0.0403**
[-2, +2]	1,82163%	0,0601%	0.0273**	0.0336**
[-1, +1]	1,62729%	0,43431%	0.0654*	0.3216

Panel C visar sammanfattning av CAAR och signifikanstester, vilka testar om det finns en skillnad mellan CAAR för familjebolag och icke-familjebolag. För eventfönster [-3, +3] visar familjebolag en högre CAAR (1,83092%) jämfört med icke-familjebolag (0,14023%). Skillnaden är statistiskt signifikant med ett p-värde på 0.0205 enligt Welchs t-test och 0.0403 för Wilcoxon rangsummetest, vilket indikerar att familjebolag har en högre abnormal avkastning under perioden. För eventfönster [-2, +2] visar familjebolag en högre CAAR (1,82163%) jämfört med icke-familjebolag (0,0601%). Skillnaden är statistiskt signifikant med ett p-värde på 0.0273 enligt Welchs t-test och 0.0336 för Wilcoxons rangsummetest, vilket indikerar att familjebolag har en högre abnormal avkastning även för denna period. För eventfönster [-1, +1] visar familjebolag en CAAR på 1,62729% jämfört med 0,43431% för icke-familjebolag. P-värdet från Welchs t-test är 0.0654, vilket ger enstjärnig signifikans på 10%-nivån, medan Wilcoxons rangsummetest ger ett p-värde på 0.3216, vilket inte är

signifikant. Detta antyder att även om det finns en tendens till högre avkastning i familjebolag, är skillnaden inte statistiskt signifikant under eventfönstret [-1, +1].

4.3 Norden vs. resterande Europa

Panel D: Resterande europeiska Familjebolag

<u>Eventfönster</u>	<u>Medelvärde</u> <u>(CAAR)</u>	<u>Median</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>	<u>SD</u>
[-3, +3]	.0132384	.0061013	-.0765477	.2071900	60	.0491423
[-2, +2]	.0116669	.0086988	-.0667299	.2335359	60	.0491700
[-1, +1]	.0069192	.0000816	-.0929868	.1284733	60	.0427123

Panel E: Nordiska Familjebolag

<u>Eventfönster</u>	<u>Medelvärde</u> <u>(CAAR)</u>	<u>Median</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>	<u>SD</u>
[-3, +3]	.0233800	.0129287	-.0823309	.3250134	60	.0666549
[-2, +2]	.0247656	.0108433	-.0788052	.3478471	60	.0666273
[-1, +1]	.0256265	.016226	-.0858268	.2399394	60	.0641998

Panel D och E ovan visar statistik för kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning (CAAR) för nordiska familjebolag och resterande europeiska familjebolag inom samtliga eventfönster [-3, +3], [-2, +2] och [-1, +1]. Både CAAR och dess standardavvikelse är högre för nordiska familjebolag i samtliga eventfönster.

Panel F: CAAR Familjebolag: Norden vs. resterande Europa

<u>Eventfönster</u>	<u>CAAR</u> <u>Norden</u> <u>n=60</u>	<u>CAAR</u> <u>resterande</u> <u>Europa</u> <u>n=60</u>	<u>p</u> <u>t-test</u>	<u>p</u> <u>Wilcoxon Rank-sum</u>
[-3, +3]	2,33800%	1,32400%	0.3449	0.5353
[-2, +2]	2,47656%	1,11666%	0.2231	0.3501
[-1, +1]	2,56265%	0,69192%	0.0631*	0.1303

Panel F visar en sammanfattning av CAAR och signifikanstester som testar om det finns en skillnad mellan CAAR för nordiska och resterande europeiska familjebolag. För eventfönster [-3, +3] visar nordiska familjebolag en högre CAAR (2,338%) jämfört med icke-familjebolag (1,324%). P-värdet från Welchs t-test är 0.3449 och Wilcoxons rangsummetest ger ett p-värde på 0.5353, vilka inte är signifikanta. För eventfönster [-2, +2] visar nordiska familjebolag en högre CAAR (2,47656%) jämfört med icke-familjebolag (1,11666%). Skillnaden är även här inte statistiskt signifikant med ett p-värde på 0.2231 enligt Welchs t-test och 0.3501 för Wilcoxons rangsummetest. För eventfönster [-1, +1] visar nordiska familjebolag en CAAR på 2,56265% jämfört med 0,69192% för resterande europeiska familjebolag. P-värdet från Welchs t-test är 0.0631, vilket ger enstjärnig signifikans på 10%-nivån, medan Wilcoxons rangsummetest ger ett p-värde på 0.1303, vilket inte är signifikant. Det finns således ingen signifikant skillnad i CAAR mellan nordiska och resterande europeiska familjebolag för samtliga eventfönster.

4.4 Aktivt familjeägande Norden vs. resterande Europa

Panel G: CAAR nordiskt aktivt ägda Familjebolag

<u>Eventfönster</u>	<u>Medelvärde</u> <u>(CAAR)</u>	<u>Median</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>	<u>SD</u>
[-3, +3]	.0227043	.0156379	-.0823309	.2036040	42	.0568432
[-2, +2]	.0223493	.0161603	-.0788052	.2382220	42	.0562980
[-1, +1]	.0216882	.0146031	-.0858268	.2231939	42	.0629994

Panel H: CAAR resterande europeiskt aktivt ägda Familjebolag

<u>Eventfönster</u>	<u>Medelvärde</u>	<u>Median</u>	<u>Min</u>	<u>Max</u>	<u>N</u>	<u>SD</u>
	<u>(CAAR)</u>					
[-3, +3]	.0085145	.0060956	-.0765477	.2071900	49	.0462797
[-2, +2]	.0044275	.0074429	-.0667299	.2335359	49	.0468179
[-1, +1]	-.0045183	-.0030631	-.0929868	.0790937	49	.0305014

Panel G och H ovan visar statistik för kumulativ genomsnittlig abnormal avkastning (CAAR) för nordiskt aktivt ägda familjebolag och resterande europeiskt aktivt ägda familjebolag inom samtliga eventfönster [-3, +3], [-2, +2] och [-1, +1]. Både CAAR och dess standardavvikelse är högre för nordiska aktivt ägda familjebolag än europeiskt aktivt ägda familjebolag inom samtliga eventfönster.

Panel I: CAAR Aktivt familjeägande: Norden vs. resterande Europa

<u>Eventfönster</u>	<u>CAAR</u>	<u>CAAR</u>	<u>p</u>	<u>p</u>
	<u>Aktiv Norden</u>	<u>Aktiv</u>	<u>t-test</u>	<u>Wilcoxon Rank-sum</u>
	<u>n= 42</u>	<u>resterande Europa</u>		
		<u>n= 49</u>		
[-3, +3]	2,27043%	0,85145%	0.2002	0.2229
[-2, +2]	2,23493%	0,44275%	0.1060	0.0908*
[-1, +1]	2,16882%	-0,45183%	0.0169**	0.0348**

Panel I visar sammanfattning av CAAR och signifikanstester, vilka testar om det finns en skillnad i CAAR mellan aktivt ägda familjebolag i Norden och resterande Europa. För eventfönster [-3, +3] visar nordiskt aktivt ägda familjebolag en högre CAAR (2,27043%) jämfört med resterande europeiskt aktivt ägda familjebolag (0,85145%). P-värdet från Welchs t-test är 0.2002 och Wilcoxons rangsummetest ger ett p-värde på 0.2229, vilka inte är signifikanta. För eventfönster [-2, +2] visar nordiskt aktivt ägda familjebolag en högre CAAR (2,23493%) än resterande europeiskt aktivt ägda familjebolag (0,44275%). Skillnaden är även här inte statistiskt signifikant med ett p-värde på 0.1060 enligt Welchs t-test och enstjärnig signifikans på 0.0908 för Wilcoxons rangsummetest. För eventfönster [-1, +1] visar nordiskt aktivt ägda familjebolag en CAAR på

2,16882% jämfört med -0,45183% för resterande europeiskt aktivt ägda familjebolag. P-värdet från Welchs t-test är 0.0169 och Wilcoxons rangsummetest ger ett p-värde på 0.0348, vilka båda är statistiskt signifikanta på 5%-nivån. Det finns således en statistiskt signifikant skillnad i CAAR för nordiskt aktivt ägda familjebolag i eventfönster [-1, +1] och svag signifikans för eventfönster [-2, +2]. Däremot är skillnaden inte signifikant för eventfönster [-3, +3].

4.5 Hypotesutfall

A)

H_{0A} Familjebolag skapar inte positiv kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv i Norden och resterande Europa

H_{1A} Familjebolag skapar positiv kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv i Norden och resterande Europa

Resultatet i avsnitt 4.2 är statistiskt signifikant för eventfönster [-3, +3] och [-2, +2] då $p(\text{Welch}) = 0.0205$ och $0.0273 < 0.05$ samt $p(\text{Wilcoxon}) = 0.0403$ och $0.0336 < 0.05$ vilket innebär att nollhypotesen förkastas. Detta innebär att både nordiska och resterande europeiska familjebolag skapar positiv CAAR vid företagsförvärv.

B)

H_{0B} Nordiska familjebolag skapar inte högre kumulativ abnormal avkastning än resterande europeiska familjebolag vid företagsförvärv

H_{1B} Nordiska familjebolag skapar högre kumulativ abnormal avkastning än resterande europeiska familjebolag vid företagsförvärv

Resultatet i avsnitt 4.3 är inte statistiskt signifikant för något eventfönster då samtliga $p(\text{welch})$ och $p(\text{wilcoxon})$ överstiger $p=0.05$. Detta innebär att nollhypotesen inte kan förkastas och att det därmed inte finns statistiskt bevis för att nordiska familjebolag skapar högre CAAR än resterande europeiska.

C)

H_{0C} Nordiska aktivt förvaltade familjebolag skapar inte högre kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv än resterande europeiska aktivt förvaltade familjebolag

H_{1C} Nordiska aktivt förvaltade familjebolag skapar högre kumulativ abnormal avkastning vid företagsförvärv än resterande europeiska aktivt förvaltade familjebolag

Resultatet i avsnitt 4.4 är statistiskt signifikant för eventfönster $[-1, +1]$ då $p(\text{welch}) = 0.0169$ och $p(\text{wilcoxon}) = 0.0348$ understiger $p=0.05$. Detta innebär att nollhypotesen kan förkastas och att det därmed finns statistiskt bevis för att nordiska aktivt förvaltade familjebolag skapar högre CAAR än resterande europeiska.

5. Analys

5.1 Familje- vs. Icke-familjebolag

Welchs t-tester i avsnitt 4.2 visar att genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning CAAR är högre för familjebolag än icke-familjebolag i samtliga eventfönster. Eftersom datan i Welchs t-test inte är normalfördelad behövs ett Wilcoxon-test för att bekräfta eller förkasta det statistiska sambandets signifikans. Wilcoxon-test bekräftade att CAAR-värden är högre för familjebolag än för icke-familjebolag inom eventfönster $[-3, +3]$ och $[-2, +2]$.

Att marknaden riskerar värdera potentiellt likvärdiga förvärv olika innebär en prisobalans som skapar möjlighet till alfagenerering (Fama, 1970). Detta resultat talar för att marknaden trendar mot svagare effektivitet eftersom kortsiktiga investerare som enbart investerar i företagsförvärvande bolag kan prestera bättre än marknaden om de systematiskt väljer bort att investera i icke-familjebolag. Vidare bör prisreaktionen som hänförs till förvärvet på en effektiv marknad begränsas till kungörelsedagen, vilket studien ser tendenser till att inte stämma då CAAR Familj stiger 0,2% $t=2$. Detta kan samtidigt inte deduceras som tillförlitligt utifrån resultatet eftersom studien saknar signifikans i eventfönstret $[-1, +1]$.

Resultatet att familjebolag genererar positiv samt bättre CAAR än icke-familjebolag i eventfönstret $[-2, +2]$ är i linje med Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010). Emellertid fann studien i motsats till Ben-Amar och André (2006) och Bouzgarrou och Navatte (2013) ingen statistisk signifikans för positiv CAAR i eventfönstret $[-1, +1]$. Detta trots liknande antal förvärv som Bouzgarrou och Navatte (2013). Samtidigt bekräftar vårt resultat, likt Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010), Ben-Amar och André (2006) och Bouzgarrou och Navatte (2013) att familjeägande förknippas med positiv CAAR. Detta kontrasterar Wong, Chang och Chen (2010) som menar att familjeägande förknippas med negativ CAAR.

Anledningen till att familjebolag presterar bättre i termer om CAAR än icke-familjebolag skulle kunna hänföras till att familjebolag potentiellt har lägre agentkostnader eftersom principalens och agentens intressen konvergerar mer inom familjebolag som grupp (Jensen & Meckling, 1979; Chrisman et al., 2004; Fama & Jensen 1983a, Fama & Jensen 1983b). Minskar intressekonflikten minskar potentiellt agentkostnader, vars syfte är att kontrollera och övervaka att agenten agerar i linje med principalens intressen (Jensen & Meckling, 1976). Detta skulle möjligtvis effektivisera processer relaterade till företagsförvärv vilket får marknaden att gynna värderingen av

företagsförvärv gjorda av familjebolag framför icke-familjebolag. Samtidigt kan familjeäggande ge upphov till situationer där ägarfamiljer kan gynna sig själva på minoritetsägares bekostnad (Chrisman et al., 2004). Om nettot av agentkostnader skulle vara lägre signalerar detta möjligtvis att marknaden har tillit till familjebolagens värdeskapande förmåga vilket är i linje med Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010), Bouzgarrou och Navatte (2013), Ben-Amar och André (2006). Ytterligare en potentiell anledning bakom familjebolagens överprestation avseende CAAR är att familjebolagen förvärvar företag i lägre frekvens vilket kan tyda på att familjebolagen är mer selektiva i sin förvärvsprocess vilket således mynnar ut i lönsammare förvärv (Caprio et al., 2011; Bouzgarrou & Navatte, 2013).

Anledningen till varför icke-familjebolag underpresterar i termer om CAAR gentemot familjebolag kan bero på tendenser till *empire building* samt att företagsförvärv "för sakens skull" är starkare bland icke-familjebolagen (Bouzgarrou & Navatte, 2013). Således kan marknaden förvänta sig att företagsförvärven som icke-familjebolag genomför är sämre överlag och därigenom straffar förvärvaren med sämre dagsavkastning och därmed lägre CAAR. Ytterligare skulle hybrishypotesen erbjuda en förklaring till varför CAAR är högre för familjebolagen. Detta eftersom ägarfamiljens identitet och förmögenhet är starkt kopplat till företagets framgång vilket potentiellt minskar förekomsten av värdeförstörande företagsförvärv orsakade av hybris.

5.2 Familjebolag – Norden vs. resterande Europa

Welch-testen i avsnitt 4.3 visar att genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning CAAR är högre för nordiska familjebolag än i resterande europeiska (hädanefter europeiska) familjebolag i samtliga eventfönster. Samtidigt visar varken Welch-testen eller Wilcoxon-testen statistisk signifikans vilket innebär att det inte finns ett statistiskt bevis för att Norden och resterande Europa (hädanefter Europa) skulle ha annorlunda CAAR i samtliga eventfönster.

Att marknaden inte värderar företagsförvärven olika beroende på om de är europeiska eller nordiska antyder att det inte finns någon prisobalans hänförd till företagsförvärven. Detta resultat talar för att marknaden är effektiv i det geografiska avseendet för familjebolag som förvärvar. Emellertid syns ingen tydlig skillnad (ca. 0,1 procentenheter) i nordisk CAAR för de olika eventfönsterna medan skillnaden är märkbar (0,4 procentenheter och 0,2 procentenheter) för europeisk CAAR mellan eventfönster [-1, +1] och [-2, +2]. Detta talar för att prisreaktionen som hänförs till förvärvet är mer fördröjd i Europa vilket tyder på starkare marknadseffektivitet i Norden. Samtidigt kan detta inte

deduceras tillförlitligt utifrån resultatet eftersom studien saknar statistisk signifikans i samtliga eventfönster.

Likt Mateev (2017) finner denna studie ingen statistiskt signifikant skillnad i CAAR vid jämförelse av företagsförvärv mellan olika områden i Europa. Detta antyder att familjebolag presterar lika bra oavsett var de befinner sig inom Europa. Vidare är de resulterande CAAR för båda regionerna som undersökts positiva. I motsats till Mateev (2017) finner denna studie ingen signifikans för de enskilda regionernas (Norden respektive Europa) CAAR medan Mateev erhåller 1% signifikansnivå. Anledningen bakom detta skulle kunna vara att Mateev (2017) testar 2703 fler förvärv, som begränsas till inhemska, i andra regioner (Storbritannien och Kontinentaleuropa) som inte begränsas till familjebolag. Mateev (2017) finner däremot en skillnad mellan regionerna när enbart gränsöverskridande förvärv jämförs som härleds till skillnad i minoritetsskydd i den bemärkelse att förvärvaren erhåller högre positiv CAAR om denne har starkt minoritetsskydd. Spamann (2010) och La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer och Vishny (1998) menar att minoritetsskyddet varierar avsevärt i Europa (inklusive Norden) och enligt Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010), Mateev (2017), Wong, Chang och Chen (2010) har detta en påverkan på prisreaktionen vid kungörelse av företagsförvärv. Att Norden har starkare minoritetsskydd än resten av Europa (exklusive Storbritannien) skulle därför kunna förklara varför CAAR är högre för nordiska familjebolag än europeiska familjebolag (exklusive Storbritannien). Samtidigt består urvalet i avsnitt 4.3 till 10% av brittiska bolag som har bättre minoritetsskydd än nordiska bolag (Spamann, 2010; La porta et al., 1998). Vidare kan inte denna slutsats deduceras eftersom studien inte erhåller statistisk signifikans i avsnitt 4.3.

Att CAAR för nordiska familjebolag är högre än de europeiska skulle, likt avsnitt 5.1, kunna bero på att nettot av agentkostnader generellt är lägre för nordiska familjebolag än europeiska. Att agentkostnader skiljer sig skulle kunna bero på att Europas familjebolag har starkare tendenser till *empire building* eftersom *empire building* förekommer oftare i större bolag (Offenberg, 2009). Detta är en möjlig förklaring eftersom de europeiska bolagen i urvalet är större överlag. Ytterligare en förklaring skulle kunna vara hybrishypotesen. Detta eftersom europeiska affärskulturer har högre *power distance* vilket ger europeiska ägarfamiljer starkare inflytande och därmed möjlighet att möta mindre motstånd i förvärvsbeslut i egenskap av deras auktoritet (Perlitz & Seger, 2004; Hofstede et al., 2010, pp. 56–61). På så vis ökar sannolikheten att europeiska ägarfamiljer genomför dåliga förvärv på grund av hybris. Att nordiska ägarfamiljer möter större motstånd i beslutsfattandeprocessen skulle kunna innebära att dåliga förvärv filtreras bort. Motståndet skulle potentiellt påverka förvärvsfrekvensen negativt, vilket tillskrivs vara en bidragande faktor till positiv CAAR av Bouzgarrou och Navatte (2013) och Caprio, Croci och Del Giudice (2011). Dessa

slutsatser går däremot inte att deducera utifrån resultatet eftersom skillnaden i CAAR mellan nordiska familjebolag och europeiska familjebolag inte är statistiskt signifikant.

5.3 Aktivt Familjeäggande – Norden vs. Europa

Welchs t-tester i avsnitt 4.4 visar att genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning (CAAR) är positiv och högre för nordiska aktivt ägda familjebolag än europeiska i samtliga eventfönster. Dessutom erhåller europeiska negativ CAAR i eventfönstret [-1, +1]. I eventfönster [-1, +1] finner studien även att sambandet är statistiskt signifikant enligt Wilcoxon-testet och således finns bevis för att CAAR för aktivt ägda familjebolag i Norden har högre CAAR vid företagsförvärv än aktivt ägda familjebolag i Europa.

Att marknaden värderar företagsförvärven olika beroende på om de är aktivt familjeägda av en europeisk eller nordisk familj tyder på att det finns en prisobalans som möjligtvis genererar alfa vilket marknaden trendar mot svagare effektivitet (Fama, 1970). Vidare syns ingen avsevärd skillnad (ca. 0.05 procentenheter) mellan de olika eventfönsterna [-3, +3], [-2, +2] och [-1, +1] medan det finns en betydlig skillnad (0.8 procentenheter och 0.4 procentenheter) vilket tyder på att prisreaktionen som hänförs till förvärvet är fördröjd i Europa likt avsnitt 5.2. Detta antyder att marknaden är effektivare i Norden än Europa. Däremot kan denna slutsats ifrågasättas eftersom signifikans inte uppnås i eventfönster [-2, +2] och [-3, +3].

Likt Ben-Amar och André (2006) finner denna studie att huruvida familjeföretaget är aktivt ägt har en påverkan på CAAR. Emellertid tyder resultatet på att denna påverkan även kan vara negativ i linje med Sánchez, Gallizo och Moreno (2019) som menar att spanska företag med familjemedlemmar som VD (aktivt förvaltande) förknippas med en negativ lönsamhetseffekt. Sánchez, Gallizo och Moreno (2019) härleder sambandet till att en utomstående VD är mer erfaren än en VD som är en familjemedlem. Vidare fann Sraer och Thesmar (2007) att franska familjebolag med en utomstående VD skapar högre abnormal avkastning på lång sikt än familjebolag med en familjemedlem på VD-posten. Möjligtvis uppstår viss successionsproblematik i Europa där relativt sett olämpliga familjemedlemmar tillträder VD-posten istället för erfarna företagsledare. Således finns empiriskt stöd för att europeiskt aktivt familjeäggande kan vara destruktivt förutom Caprio, Croci och Del Giudices (2011) studie som inte fann tillräckliga bevis för detta.

Skillnaden mellan aktivt ägda europeiska och nordiska familjebolag skulle kunna bero på skillnad i *power distance* mellan regionerna. Eftersom Europas *power distance* är hög, kan det innebära att

europiska ägarfamiljer tillåts vara destruktiva i högre grad än nordiska ägarfamiljer. Möjligtvis finns en starkare tendens till hybris i Europa som på grund av deras högre *power distance* har större genomslag och konsekvenser. Vidare visar Offenberg (2009) att *empire building* är vanligare i större bolag vilket kan orsaka skillnaden i resultatet då de europeiska bolagen i urvalet överlag är större än de nordiska. Ytterligare en anledning bakom nordiska bolagens överprestation skulle kunna vara att minoritetsskyddet är starkare för det nordiska urvalet än det europeiska (Storbritannien utgör endast 5%). Minoritetsskyddet innebär att marknaden har tillit till att familjen inte genomför företagsförvärv på minoritetsägares bekostnad. Detta samband är i linje med Feito-Ruiz och Menéndez-Requejo (2010), Mateev (2017) och Wong, Chang och Chen (2010) som menar att minoritetsskydd och prisreaktion vid förvärv hänger ihop. Således utgör ökade agentkostnader en möjlig förklaring till varför aktivt ägda familjebolag i Europa underpresterar gentemot Norden.

6. Slutsats & Diskussion

6.1 Slutsats

Studien har som syfte att undersöka om nordiskt familjeägande skapar högre abnormal avkastning vid förvärv än europeiskt familjeägande. Resultatet av studien besvarar frågeställningarna:

1. Skapar familjeägda bolag positiv abnormal avkastning vid företagsförvärv?
2. Skiljer sig detta mellan Norden och resterande Europa?

Studien visar att familjeägda bolag skapar positiv CAAR vid företagsförvärv. Däremot är CAAR endast signifikant under eventfönstret $[-2, +2]$ och $[-3, +3]$. Resultatet visar att det finns en statistiskt signifikant prisobalans vilket tyder på en trend mot svagare marknadseffektivitet inom hela Europa (inkl. Norden). Samtidigt är CAAR positiv och högre för familjebolag än icke-familjebolag vilket genererar alfa som innebär att insiderinformation inte speglas i priset och därför karaktäriseras marknaden inte av *stark effektivitet*. I samtliga tester var prisreaktionen mer fördröjd i Europa vilket innebär att Norden har starkare marknadseffektivitet. Emellertid visas ingen fullständig signifikans för skillnaden i prisreaktion mellan regionerna. Potentiella faktorer som leder till överavkastning för familjebolag diskuteras med utgångspunkt i tidigare forskning. Studien kan inte komma fram till några konkreta slutsatser vad gäller anledningen till att familjebolag genererar överavkastning.

Studien finner ingen signifikant skillnad vid tester av skillnad i CAAR mellan Europa och Norden för familjebolag i samtliga eventfönster. Däremot finns det en signifikant skillnad i CAAR mellan Europa och Norden vad gäller aktivt familjeägande. Denna signifikanta skillnad återfinns under eventfönstret $[-1, +1]$ men är inte signifikant i eventfönster $[-2, +2]$ eller $[-3, +3]$. Resultatet visar således att det endast finns en signifikant skillnad i abnormal avkastning mellan aktivt familjeägda bolag i Europa och Norden. Detta resultat är inte tillräckligt övertygande för att hävda att det finns en signifikant skillnad mellan familjebolag i Norden och Europa. Vidare diskuteras potentiella orsaker bakom resultatet utifrån tidigare forskning men även här kan studien inte komma fram till några definitiva slutsatser.

Studien bekräftar tidigare forskning som visar att familjebolag i Europa erhåller positiv CAAR vid företagsförvärv. Vidare etablerar studien att detta även gäller för nordiska familjebolag och bidrar således till ny information i ett utforskat område. Studien bidrar också med insikter i aktivt

familjeägande där studien finner att aktivt ägda familjebolag i Norden genererar högre CAAR vid företagsförvärv än europeiska.

6.2 Diskussion

Studien är ytterligare ett bevis för att publika familjebolag överpresterar publika icke-familjebolag. Därför bör privata liksom institutionella investerare inkludera familjestatus i analysen som grundar investeringsbeslutet. Utöver det bör investerare bedöma hur aktiv ägarfamiljen är eftersom det kan innebära konsekvenser för kortsiktig aktieutveckling vid företagshändelser såsom företagsförvärv. Att aktivt ägda familjebolag har högre samt positiva CAAR i Norden medan CAAR är negativ i Europa riskerar att förstärka en nordisk investerares preferens för nordiska investeringar (*home bias*). Således riskerar en nordisk investerare som utgår från denna studie i sitt investeringsbeslut att gå miste om god aktieavkastning som en investering i europeiska aktivt ägda familjebolag, såsom LVMH, Hermès och Ferrari, har inneburit. På samma vis riskerar en investerare som utgår från denna studie att välja bort icke-familjebolag vilket innebär att de går miste om god avkastning som en investering i icke-familjebolag såsom Novo Nordisk eller ASML har inneburit.

Att studien drar slutsatser om effektiva marknadshypotesen kan vara problematiskt eftersom studien endast har ett kortsiktigt perspektiv. Det kan således vara så att CAAR inte består vid en längre tidshorisont, eller ens ett längre, kortfristigt perspektiv om [-4, +4]. Skulle så vara fallet försvinner argumentet för att marknaden inte skulle kunna vara *starkt effektiv* eftersom insiderinformation speglas i priset. Prisobalansen skulle även den kunna försvinna vilket innebär att marknaden inte kan hävdas trenda mot svagare effektivitet. Vidare kan det vara så att marknads positivare värdering av familjebolagens företagsförvärv reflekterar historisk information. Om familjebolagens förvärv antas vara bättre skulle detta innebära att en mer positiv prisreaktion är rationell vilket antyder på marknadseffektivitet.

Kausalitetssamband bakom avvikande CAAR bland familje- och icke-familjebolag beroende på region och aktivt ägande kan inte fastställas av studien. Studien kan endast erbjuda en beskrivning av verkligheten. Emellertid gör studien teoretiska kopplingar som anspelar på korrelations samband med olika faktorer såsom skillnad i agentkostnader, minoritetsskydd och affärskultur. Vidare forskning har god möjlighet att undersöka kausalitetssambanden genom att kvantifiera agentkostnader, minoritetsskydd enligt Spamann (2010) och *power distance* enligt Hofstede, Hofstede och Minkov (2010, s. 57–59). Samtidigt kan kvantifiering av agentkostnader vara problematiskt då dessa inte framgår direkt i årsredovisning vilket leder till tung manuell

arbetsbörda. Annars finns redan kvantifierade datakällor för *power distance* och minoritetsskydd som med enkelhet kan nyttjas i vidare forskning.

6.3 Förslag till vidare forskning

Forskningsfråga 1.

Är power distance en förklarande faktor bakom varför abnormal avkastning vid företagsförvärv skiljer sig bland förvärvande familjebolag i Europa?

Forskningsfråga 2.

Är minoritetsskydd en förklarande faktor bakom varför abnormal avkastning vid företagsförvärv skiljer sig bland förvärvande familjebolag i Europa?

Referenslista

- Anderson, R.C. & Reeb, D.M (2003). *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*. The Journal of Finance, Vol. 58, No. 3, pp. 1301–1328
- Amit, R. & Villalonga, B. (2006). *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*. Journal of Financial Economics, Vol. 80, No. 2, pp. 385–417
- Avanza. (2024). *First North All-Share SEK*, <https://www.avanza.se/index/om-indexet.html/155717/first-north-all-share-sek> [Hämtad 11 maj 2024]
- Ben-Amar, W. André, P. (2006). *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*. Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 33, No. 3/4, pp. 517–543
- BNP Paribas Wealth Management & SDA Bocconi School of Management. (2023). *Family Governance in Europe: Trends and Insights*. BNP Paribas Wealth Management.
- Bouzgarrou, H. & Navatte, P. (2013). *Ownership Structure and Acquirers Performance: Family vs. Non-Family Firms*. International Review of Financial Analysis. Vol. 27, pp. 123–134
- Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance*. Upplaga 4 Cambridge University: Printing House
- Brown, S. Warner, J. (1985). *Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies*. Journal of Financial Economics. Vol. 14, No. 1, pp. 3–31
- Bryman, A. & Bell, E. (2017). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. Upplaga 3 Stockholm: Liber
- Carpenter, JN. & Lynch, A.W. (1999) *Survivorship bias and attrition effects in measures of Performance Persistence*. Journal of Financial Economics. Vol. 54, No 3, pp. 337-374

Caprio, L., Croci, E & Del Giudice, A. (2011) *Ownership Structure, Family Control, and Acquisition Decisions*. Journal of Corporate Finance. Vol. 17, No.5, pp. 1636–1657

Carney, M. Van Essen, M. & Heugens, P. (2015). *What Do We Know About Private Family Firms? A Meta-Analytical Review*. Entrepreneurship Theory and Practice. Vol. 39, No. 3, pp. 513–544

Chrisman, J. Chua, J. Litz, R. (2004). *Comparing the Agency Cost of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*. Entrepreneurship Theory and Practice. Vol. 28, No. 4, pp. 335–354

Craig, J.B., Dibrell, C. & Randøy, T. (2009). *Founding Family Leadership and Industry Profitability*. Small Business Economics. Vol. 32, No. 4, pp. 397–407

Eckey, M. & Memmel, S. (2023). *Impact of COVID-19 on Family Business Performance: Evidence from Listed Companies in Germany*. Journal of Family Business Management. Vol. 13, No. 3, pp. 780–797

Eisenhardt, K. (1989). *Building Theories from Case Study Research*. The Academy of Management Review. Vol. 14, No. 4, pp. 532–550

Euronext. (u.å.) CAC 40® Index,
https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-fact-sheets/CAC_40_Index_Factsheet.pdf [Hämtad 13 maj 2024]

Fama, E. Jensen, M. (1983a) *Separation of Ownership and Control*. The Journal of Law & Economics. Vol. 26, No. 2, pp. 301–325

Fama, E. Jensen, M. (1983b) *Agency Problems and Residual Claims*. The Journal of Law & Economics. Vol. 26, No.2, pp. 327–349

Fama, E. (1970) *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383–417

Feito-Ruiz, I. Menéndez-Requejo, S. (2010). *Family Firm Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments*. Family Business Review. Vol. 23, No. 1, pp. 60–75

Fich, E. Nguyen, T. Officer, M. (2018) *Large Wealth Creation in Mergers and Acquisitions*. Financial Management. Vol. 47, No. 4, pp. 953–991

Grossman, S. & Stiglitz J. (1980). *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*. The American Economic Review. Vol. 70, No. 3, pp. 393–408

Hofstede, G., Hofstede, G.J, & Minkov, M. (2010). *Cultures and Organizations: Software of the Mind: Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival*. Tredje upplaga, USA: McGraw Hill.

ISS STOXX. *STOXX EUROPE 600*. (2024). <https://stoxx.com/index/sxxp/?factsheet=true> [Hämtad 23 maj 2024]

Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics. Vol. 3, No. 4, pp. 305–360

Jensen, M. & Meckling, W. (1979). *Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination*. The Journal of Business. Vol. 52, No. 4, pp. 469–506

Kempe, J. S. (2006). L'Oréal köper Body Shop, *Svenska Dagbladet*, 17 mars, <https://www.svd.se/a/0a3a67c1-0811-3fb6-a862-54b405391a67/loreal-koper-body-shop> [Hämtad 23 april 2024]

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). *Corporate Ownership Around the World*. The Journal of Finance. Vol. 54, No. 2, pp. 471–517

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1998). *Law and Finance*. Journal of political economy. Vol. 106, No. 6, pp. 1113–1155

Lumpkin, T. & Brigham, K. (2011). *Long-Term Orientation and Intertemporal Choice in Family Firms*. Entrepreneurship: Theory and Practice. Vol. 35, No. 6, pp. 1149–1169

Lyko Group AB. (2023). LYKO GROUP AB (PUBL) FÖRVÄRVAR ESTELLE & THILD AB, <https://lyko.com/sv/om-lyko/media/regulatoriska-pressemeddelanden/lyko-group-ab-publ-forvarvar->

estelle--thild-ab?gad_source=1&gclid=CjwKCAjwuJ2xBhA3EiwAMVjkVCYnwFVUfpmSrdevUCPbPTRQvknsOmbdOmadkTZWoh0eo29v34XsrxC-zkQAvD_BwE

[Hämtad 24 april 2024]

Malkiel, B. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics*. The Journal of Economic Perspectives. Vol. 17, No. 1, pp. 59–82

Mateev, M. (2017). *Is the M&A announcement effect different across Europe? More evidences from continental Europe and the UK*. Research in International Business and Finance. Vol. 40, pp. 190–216

Maury, B. (2006). *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European Corporation*. Journal of Corporate Finance. Vol. 12, No. 2, pp. 321–341

Miller, D. Le Breton-Miller, I. Lester, R. (2010). *Family Ownership and Acquisition Behavior in Publicly-Traded Companies*. Strategic Management Journal. Vol. 31, No. 2, pp. 201–223

Moeller, S. Schlingemann, F. Stulz, R. (2004). *Firm size and the gains from acquisitions*. Journal of Financial Economics. Vol. 73, No. 2, pp. 201–228.

Naldi, L., Nordqvist, M., Hellerstedt, K. & Wiklund, J. (2007). *Entrepreneurial Orientation, Risk Taking and Performance in Family Firms*. Family Business Review, Vol. 20, No. 1, pp. 33–47

Nasdaq, Inc. (2022). INDEX METHODOLOGY [pdf], https://indexes.nasdaqomx.com/docs/Methodology_Nordic_AllShare.pdf [Hämtad 16 maj 2024]

Offenberg, D. (2009). *Firm Size and the Effectiveness of the Market for Corporate Control*. Journal of Corporate Finance. Vol. 15, No. 1, pp. 66–79

- Perlitz, M. Seger, F. (2004). *European Cultures and Management Styles*. International Journal of Asian Management. Vol. 3, No. 1, pp. 1–26
- Perrow, C. (1986). *Economic Theories of Organization*. Theory and Society. Vol. 15, No. 1/2, pp. 11–45
- Roll, R. *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*. Journal of Business. Vol. 59, No. 2, pp. 197–216
- Sánchez, L. Gallizo, J.L. & Moreno, J. (2019). *The influence of the CEO in Listed Family Businesses*. Intangible Capital. Vol. 15, No. 2, pp. 128–142
- Santos, M. Moreira, A. & Vieira, E. (2014). *Ownership Concentration, Contestability, Family Firms and Capital Structure*. Journal of Management and Governance. Vol. 18, pp. 1063–1107
- Sehleanu, M. (2015). *Creating or Destroying Value Through Mergers and Acquisitions?* Annals of the University of Oradea: Economic Science. Vol. 25, No. 1, pp. 593–600
- Sjögren, H. (2017). *Familjedynastier: Så Blev Sverige Rikt*. Stockholm: Volante.
- Spamann, H. (2010). *The “Antidirector Rights Index” Revisited*. The Review of Financial Studies. Vol. 23, No. 2, pp. 467–486
- Sraer, D. & Thesmar, D. (2007). *Performance and Behaviour of Family Firms: Evidence from the French Stock Market*. Journal of the European Economic Association, Vol. 5, No. 4, pp. 709–751
- Taleb, N.N. (2019). *Skin in the Game: Vikten av delad risk*. Stockholm: Volante.
- West, R. (2021). *Best Practice in Statistics: Use the Welch t-test When Testing the Difference Between Two Groups*. Annals of Clinical Biochemistry. Vol. 58, No. 4, pp. 267–269
- Wong, Y-J. Chang, S-C. Chen L-Y. (2010). *Does a Family-Controlled Firm Perform Better in Corporate Venturing?* Corporate Governance, An International Review. Vol. 18, No. 3, pp. 175–192
- Worek, M. (2017). *Mergers and Acquisitions in Family Businesses: Current Literature and Future Insights*. Journal of Family Business Management. Vol. 7, No. 2, pp. 177–206

Yahoo Finance. (2024a). *L'Oréal S.A. (OR.PA)*, Historical Data, <https://finance.yahoo.com/quote/OR.PA/history> [Hämtad 11 maj 2024]

Yahoo Finance. (2024b). *CAC 40 (^FCHI)*, Historical Data, <https://finance.yahoo.com/quote/%5EFCHI/> [Hämtad 11 maj 2024]

Yahoo Finance. (2024c). *Lyko Group AB (publ) (LYKO-A.ST)*, Historical Data, <https://finance.yahoo.com/quote/LYKO-A.ST/history> [Hämtad 22 maj 2024]

Zahra, S. (2005). *Entrepreneurial Risk Taking in Family Firms*. *Family Business Review*. Vol. 18, No. 1, pp. 23–40

Bilagor

Bilaga 1 Urval av nordiskt stickprov

Company Name	Market Capitalization (\$USDmm) 24 April 2024	Ska gälla tillsammans 0 = Nej, 1 = Ja		Gäller ensam 0 = Nej, 1 = Ja	= Resultat 0 = Nej, 1 = Ja	Familjenamn	= Resultat 0 = Nej, 1 = Ja
		Familjemedlem/grundare i företagsledning/styrelse	Familjeägande ≥ 5% röster	Familjeägande ≥ 20% röster	Familjebolag		Icke-familjebolag
Novo Nordisk A/S (CPSE:NOVO B)	561 752,1	0	0	0	0		1
AstraZeneca PLC (LSE:AZN)	218 771,8	0	0	0	0		1
ABB Ltd (SWX:ABBN)	90 162,6	0	1	0	0		1
Atlas Copco AB (OM:ATCO A)	82 542,0	1	1	1	1	Wallenberg	0
Equinor ASA (OB:EQNR)	79 112,7	0	0	0	0		1
Investor AB (publ) (OM:INVE A)	75 792,7	1	1	1	1	Wallenberg	0
AB Volvo (publ) (OM:VOLV B)	53 169,1	1	1	0	1	Lundberg	0
Nordea Bank Abp (OM:NDA SE)	41 083,8	0	0	0	0		1
EQT AB (publ) (OM:EQT)	31 765,4	1	1	0	1	Wallenberg	0
ASSA ABLOY AB (publ) (OM:ASSA B)	30 692,6	1	1	1	1	Douglas	0
DSV A/S (CPSE:DSV)	30 478,0	0	0	0	0		1
Hexagon AB (publ) (OM:HEXA B)	30 283,3	1	1	1	1	Schörling	0
Coloplast A/S (CPSE:COLO B)	29 697,6	1	1	1	1	Louis-Hansen	0
DNB Bank ASA (OB:DNB)	28 441,2	0	0	0	0		1
Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ) (OM:SEB A)	27 343,6	1	1	1	1	Wallenberg	0
H & M Hennes & Mauritz AB (publ) (OM:HM B)	26 325,5	1	1	1	1	Persson	0
Sandvik AB (publ) (OM:SAND)	26 297,9	0	0	0	0		1
Novozymes A/S (CPSE:NSIS B)	25 825,8	0	0	0	0		1
Danske Bank A/S (CPSE:DANSKE)	25 070,8	0	1	1	1	Möller-McKinney Maersk	0
KONE Oyj (HLSE:KNEBV)	24 731,1	1	1	0	1	Herlin	0
Evolution AB (publ) (OM:EVO)	24 457,8	1	1	0	1	Bahr & Österberg	0
Ørsted A/S (CPSE:ORSTED)	23 015,4	0	0	0	0		1
A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAERSK B)	21 995,9	1	1	1	1	Möller McKinney Maersk	0
Epiroc AB (publ) (OM:EPI A)	21 917,9	0	1	1	1	Wallenberg	0
Sampo Oyj (HLSE:SAMPO)	21 652,6	0	0	0	0		1
Swedbank AB (publ) (OM:SWED A)	21 484,3	0	0	0	0		1
Neste Oyj (HLSE:NESTE)	21 220,7	0	0	0	0		1
Nokia Oyj (HLSE:NOKIA)	20 139,8	0	0	0	0		1
Carlsberg A/S (CPSE:CARL B)	18 849,8	1	1	1	1		0
Traton SE (XTRA:8TRA)	18 567,0	1	1	1	1	Porsche	0
Genmab A/S (CPSE:GMAB)	18 329,0	0	0	0	0		1
Svenska Handelsbanken AB (publ) (OM:SHB A)	18 168,4	0	1	1	1		0
Telefonaktiebolaget LM Ericsson (publ) (OM:ERIC B)	17 563,7	1	1	1	1		0
Essity AB (publ) (OM:ESSITY B)	17 050,5	0	1	0	0		1
Investment AB Latour (publ) (OM:LATO B)	16 484,6	1	1	1	1	Douglas	0
Alfa Laval Corporate AB (OM:ALFA)	16 480,4	1	1	1	1		0
Telenor ASA (OB:TEL)	16 011,5	0	0	0	0		1
Aker BP ASA (OB:AKRBP)	15 939,9	0	1	0	0		1
AB Industrivärden (publ) (OM:INDU A)	14 046,9	1	1	1	1	Lundberg	0
Förvärv inte M&A utan uttök							
Pandora A/S (CPSE:PNDORA)	12 746,4	0	0	0	0		1
Adevinta ASA (OB:ADE)	12 637,9	0	1	1	1	Schibsted	0
L E Lundbergföretagen AB (publ) (OM:LUND B) Smådutt, inte företagsförvärv	12 514,2	1	1	1	1	Lundberg	0
Kongsberg Gruppen ASA (OB:KOG)	12 434,0	0	0	0	0		1
Norsk Hydro ASA (OB:NHY)	12 308,6	0	0	0	0		1
Tryg A/S (CPSE:TRYG)	12 091,0	0	0	0	0		1
Fortum Oyj (HLSE:FORTUM)	11 630,5	0	0	0	0		1
Saab AB (publ) (OM:SAAB B)	11 457,9	1	1	1	1	Wallenberg	0
Lifco AB (publ) (OM:LIFCO B)	11 270,2	1	1	1	1	Bennet	0
Stora Enso Oyj (HLSE:STERV)	10 501,7	0	1	0	0		1
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (publ) (OM:SCA B)	10 020,3	0	0	1	0	Lundberg	1
Demant A/S (CPSE:DEMANT)	10 007,8	1	1	1	1	Jacobsen	0
Telia Company AB (publ) (OM:TELIA)	9 825,1	0	0	0	0		1
Wärtsilä Oyj Abp (HLSE:WRT1V)	9 740,5	0	1	0	0	Wallenberg	1
Volvo Car AB (publ.) (OM:VOLCAR B)	9 691,3	0	0	0	0		1
Indutrade AB (publ) (OM:INDT)	9 688,8	0	1	1	1	Lundberg	0
Metso Oyj (HLSE:METSO)	9 631,9	0	0	0	0		1
Autoliv, Inc. (NYSE:ALV)	9 597,2	0	0	0	0		1
NIBE Industrier AB (publ) (OM:NIBE B)	9 397,5	0	1	0	0	Schörling	1
AB SKF (publ) (OM:SKF B)	9 384,8	0	1	1	1	Wallenberg (genom FAM AB)	0

Bilaga 1 forts.

Mowi ASA (OB:MOVI)	8 886,3	1	1	0	1 Fredriksen	0
Boliden AB (publ) (OM:BOL)	8 746,8	0	0	0	0	1
AB Sagax (publ) (OM:SAGAA)	8 729,4	1	1	0	1 Mindus	0
Lundin Mining Corporation (TSX:LUN)	8 659,7	1	1	0	1 Lundin	0
Trelleborg AB (publ) (OM:TREL B)	8 543,4	0	0	0	0	1
Swedish Orphan Biovitrum AB (publ) (OM:SOBI)	8 311,7	0	0	1	1 Wallenberg	0
Vår Energi AS (OB:VAR)	8 219,0	0	0	0	0	1
Yara International ASA (OB:YAR)	7 749,0	0	0	0	0	1
Gjensidige Forsikring ASA (OB:GJF)	7 637,0	0	0	0	0	1
Beijer Ref AB (publ) (OM:BEIJ B)	7 539,6	0	1	0	0	1
Elisa Oyj (HLSE:ELISA)	7 376,0	0	0	0	0	1
Skanska AB (publ) (OM:SKA B)	7 211,5	1	1	1	1 Lundberg	0
SalMar ASA (OB:SALM)	7 192,5	1	1	1	1 Witzoe	0
Kesko Oyj (HLSE:KESKOB)	7 185,6					1
Fastighets AB Balder (publ) (OM:BALD B)	7 092,5	1	1	1	1 Selin	0
Rockwool A/S (CPSE:ROCK B)	7 042,8	1	1	1	1 Kähler	0
Orkla ASA (OB:ORK) Fixa förvärv	6 640,0	1	1	1	1 Hagen	0
Tele2 AB (publ) (OM:TEL2 B)	6 625,6	0	1	0	0	1
Noble Corporation plc (NYSE:NE)	6 576,7	0	1	0	0	1
Schibsted ASA (OB:SCHA)	6 547,3	1	1	1	1 Schibstedt	0
Holmen AB (publ) (OM:HOLM B)	6 111,7	1	1	1	1 Lundberg	0
AAK AB (publ.) (OM:AAK)	5 958,8	1	1	1	1 Schörling	0
Addtech AB (publ.) (OM:ADDT B)	5 944,8	1	1	0	1 Börjesson & Hedelius	0
SSAB AB (publ) (OM:SSAB A)	5 900,3	0	0	0	0	1
Securitas AB (publ) (OM:SECU B)	5 897,7	1	1	1	1 Douglas & Schörling	0
Getinge AB (publ) (OM:GETI B)	5 810,2	1	1	1	1 Bennet	0
Castellum AB (publ) (OM:CAST)	5 769,8	0	1	0	0	1
Axfood AB (publ) (OM:AXFO)	5 726,5	0	1	1	1 Johnson	0
Zealand Pharma A/S (CPSE:ZEAL)	5 586,3	0	1	0	0	1
AutoStore Holdings Ltd. (OB:AUTO)	5 575,1	0	0	0	0	1
Københavns Lufthavne A/S (CPSE:KBHL)	5 465,6	0	0	0	0	1
Jyske Bank A/S (CPSE:JYSK)	5 266,7	0	0	0	0	1
Frontline plc (NYSE:FRO) Fixa förvärv	5 058,0	1	1	1	1 Fredriksen	0
Valmet Oyj (HLSE:VALMT)	4 790,3	1	1	0	1 Passikivi	0
Subsea 7 S.A. (OB:SUBC)	4 751,6	1	1	1	1 Siem	0
H. Lundbeck A/S (CPSE:HLUN B)	4 557,2	0	0	0	0	1
Ringkjøbing Landbobank A/S (CPSE:RILBA)	4 446,1	0	0	0	0	1
Nordnet AB (publ) (OM:SAVE)	4 372,9	1	1	0	1 Dinkelspiel	0
Husqvarna AB (publ) (OM:HUSQ B)	4 371,4	0	1	1	1 Wallenberg & Lundberg	0
Ambu A/S (CPSE:AMBU B)	4 323,6	0	1	0	1 Hesse	0
Cargotec Corporation (HLSE:CGCBV)	4 269,2	1	1	0	1 Herlin	0
Storebrand ASA (OB:STB)	4 240,1	0	0	0	0	1
HEXPOL AB (publ) (OM:HPOL B)	4 159,3	1	1	1	1 Schörling	0
Konecranes Plc (HLSE:KCR)	4 140,4	0	0	0	0	1
Tomra Systems ASA (OB:TOM)	4 097,7	0	1	1	1 Douglas	0
Huhtamäki Oyj (HLSE:HUUH1V)	4 088,3	0	0	0	0	1
Wallenius Wilhelmsen ASA (OB:WAWI)	4 060,8	1	1	1	1 Wilhelmsen	0
ALK-Abelló A/S (CPSE:ALK B)	4 009,5	0	0	0	0	1
GN Store Nord A/S (CPSE:GN)	3 919,7	0	1	0	0	1
Sectra AB (publ) (OM:SECT B)	3 853,5	1	1	0	1 Kronander	0
Sweco AB (publ) (OM:SWEC B)	3 813,6	0	1	1	1 Douglas	0
Hafnia Limited (OB:HAFNI)	3 797,1	1	1	1	1 Sohmen	0
Royal Unibrew A/S (CPSE:RBREW)	3 794,3	0	1	0	0	1
Alvotek (NasdaqGM:ALVO)	3 785,3	1	1	1	1 Wessman	0
Topdanmark A/S (CPSE:TOP)	3 761,8	0	0	0	0	1
Fortnox AB (publ) (OM:FNOX)	3 648,5	1	1	0	1 Hallrup	0
Munters Group AB (publ) (OM:MTRS)	3 556,9	0	1	1	1 Wallenberg	0
Embracer Group AB (publ) (OM:EMBRAC B)	3 525,6	1	1	1	1 Wingefors	0
P/F Bakkafrøst (OB:BAKKA)	3 518,8	1	1	0	1 Jacobsen	0
Seadrill Limited (NYSE:SDRL)	3 505,4	0	0	0	0	1
ISS A/S (CPSE:ISS)	3 462,6	0	1	0	0	1
Millicom International Cellular S.A. (NasdaqGS:TIGO)	3 453,2	0	1	1	1 Niel	0
Mycronic AB (publ) (OM:MYCR)	3 398,5	1	1	1	1 Tigerschiold	0
Avanza Bank Holding AB (publ) (OM:AZA)	3 328,2	1	1	1	1 Hagströmer	0
Lundin Gold Inc. (TSX:LUG)	3 285,2	1	1	1	1 Lundin	0
Kinnevik AB (OM:KINV B)	3 160,5	0	1	0	0	1
TORM plc (CPSE:TRMD A)	3 144,6	0	0	0	0	1
Lagercrantz Group AB (publ) (OM:LAGR B)	3 141,4	0	1	1	1 Börjesson	0

Bilaga 1 forts.

SpareBank 1 SR-Bank ASA (OB: SRBNK)	3 093,9	0	0	0	0	1
Thule Group AB (publ) (OM:THULE)	2 928,4	0	0	0	0	1
Pandox AB (publ) (OM:PNDX B)	2 910,6	0	1	0	0	1
Kemira Oyj (HLSE:KEMIRA)	2 851,4	1	1	1	1 Paasikivi	0
FLSmidth & Co. A/S (CPSE:FLS)	2 848,8	0	1	0	0	1
Sydbank A/S (CPSE:SYDB)	2 771,9	0	0	0	0	1
Wallenstam AB (publ) (OM:WALL B)	2 759,6	1	1	1	1 Wallenstam	0
Metsä Board Oyj (HLSE:METS B)	2 754,0	0	0	0	0	1
Kojamo Oyj (HLSE:KOJAMO)	2 722,9	0	1	0	0 Tollefssen	1
Golden Ocean Group Limited (NasdaqGS:GOGL)	2 715,7	1	1	1	1 Fredriksen	0
Alm. Brand A/S (CPSE:ALMB)	2 659,9	0	0	0	0	1
Elekta AB (publ) (OM:EKTA B)	2 657,8	1	1	1	1 Leksell	0
Golar LNG Limited (NasdaqGS:GLNG)	2 633,0	0	0	0	0	1
Marel hf. (ICSE:MAREL)	2 613,0	0	0	0	0	1
Wihlborgs Fastigheter AB (publ) (OM: Wihl)	2 580,3	0	1	0	0	1
Hemnet Group AB (publ) (OM:HEM)	2 554,8	0	0	0	0	1
Lerøy Seafood Group ASA (OB:LSG)	2 547,9	1	1	1	1 Mogster	0
Camurus AB (publ) (OM:CAMX)	2 535,7	0	0	1	1 Sandberg	0
Fabege AB (publ) (OM:FABG)	2 465,6	0	1	0	0	1
Catena AB (publ) (OM:CATE)	2 461,5	0	1	1	1 Paulsson	0
Kindred Group plc (OM:KIND SDB)	2 437,4	0	0	0	0	1
TietoEVRY Oyj (HLSE:TIETO)	2 374,7	0	0	0	0	1
Mandatum Oyj (HLSE:MANTA)	2 370,6	0	0	0	0	1
Hufvudstaden AB (publ) (OM:HUFV A)	2 366,8	0	1	1	1	0
AB Electrolux (publ) (OM:ELUX B)	2 308,4	0	1	1	1 Wallenberg	0
Dometic Group AB (publ) (OM:DOM)	2 291,4	0	0	0	0	1
Bure Equity AB (publ) (OM:BURE)	2 285,1	1	1	1	1 Tigterschiold	0
Stolt-Nielsen Limited (OB:SNI)	2 284,8	1	1	1	1 Stolt-Nielsen	0
Atrium Ljungberg AB (publ) (OM:ATRLJ B)	2 167,8	1	1	0	1 Ljungberg	0
Billerud AB (publ) (OM:BILL)	2 131,8	0	0	0	0	1
Nordic Semiconductor ASA (OB:NOD)	2 111,8	0	0	0	0	1
Spar Nord Bank A/S (CPSE:SPNO)	2 057,1	0	0	0	0	1
Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OB: OLT)	2 029,9	1	1	1	1 Thon	0
Vitrolife AB (publ) (OM:VITR)	2 024,1	0	1	1	1 Jacobsen & Tigterschiold	0
Sinch AB (publ) (OM:SINCH)	2 004,3	1	0	0	0 Frøberg m.m	1
Qt Group Oyj (HLSE:QTCOM)	1 930,5	1	1	1	1 Ingman	0
HMS Networks AB (publ) (OM:HMS)	1 916,8	0	1	1	1 Douglas	0
Electrolux Professional AB (publ) (OM: EPRO B)	1 894,9	0	1	1	1 Wallenberg	0
Embla Medical hf. (CPSE:EMBLA)	1 884,3	1	1	1	1 Jacobsen	0
Netcompany Group A/S (CPSE:NETC)	1 858,4	1	1	0	1 Rogaczewski & Jorgenssen	0
BW LPG Limited (OB:BWLPG)	1 849,5	1	1	1	1 Sohmen	0
Loomis AB (publ) (OM:LOOMIS)	1 832,7	0	0	0	0	1
Høegh Autoliners ASA (OB:HAUTO)	1 826,5	1	1	1	1 Hoegh	0
Medicover AB (publ) (OM:MCOV B)	1 825,2	1	1	0	1 Jochnick	0
Afry AB (OM:AFRY)	1 783,6	0	0	0	0	1
Aktieselskabet Schouw & Co. (CPSE: SCHO)	1 777,8	0	0	0	0	1
Vitec Software Group AB (publ) (OM:VIT B)	1 764,8	0	0	0	0	1
Borregaard ASA (OB:BRG)	1 733,1	1	1	0	1 Must	0
Better Collective A/S (OM:BETCO)	1 709,7	1	1	0	1 Sörgaard & Rasmussen	0
Entra ASA (OB:ENTRA)	1 709,0	0	1	1	1 Selin via Balder	0
Protector Forsikring ASA (OB:PROT)	1 704,0	0	1	0	0 Wilhelmsen	1
Outokumpu Oyj (HLSE:OUT1V)	1 696,5	0	0	0	0	1
Peab AB (publ) (OM:PEAB B)	1 673,6	1	1	1	1 Paulsson	0
Summa Market Capitalization (\$USDmm) 24 April 2024	2 601 093,9				Summa familjebolag	93
OMX Nordic All Share + Norway Market Capitalization (\$USDmm) 24 April 2024	2 892 327,10				Summa icke-familjebolag	87
Urvalsandel	89,93%					

Bilaga 2 Resterande europeiskt urval

Company Name	Market Capitalization (\$USDmm) 24 April 2024	Ska gälla tillsammans		Gäller ensam	= Resultat	Familjenamn	= Resultat
		0 = Nej, 1 = Ja	0 = Nej, 1 = Ja	0 = Nej, 1 = Ja	0 = Nej, 1 = Ja		0 = Nej, 1 = Ja
		Familjemedlem/grundare i företagsledning/styrelse	Familjeägande ≥ 5% utestående aktier	Familjeägande ≥ 20% utestående aktier	Familjebolag		Icke-familjebolag
LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton, Société Européenne (ENXTPA:MC)	427 132,30	1	1	1	1	Arnault	0
ASML Holding N.V. (ENXTAM:ASML)	350 628,20	0	0	0	0		1
Hermès International Société en commandite par actions (ENXTPA:RMS)	263 341,10	1	1	1	1	Dumas-Hermes	0
L'Oréal S.A. (ENXTPA:OR)	251 563,20	1	1	1	1	Bettencourt-Meyers	0
Shell plc (LSE:SHL)	231 660,70	0	0	0	0		1
SAP SE (XTRA:SAP)	217 717,80	0	1	0	0		1
Roche Holding AG (SWX:ROG)	195 806,10	0	1	0	0		1
TotalEnergies SE (ENXTPA:TTE)	174 183,80	0	0	0	0		1
HSBC Holdings plc (LSE:HSBA)	153 197,30	0	0	0	0		1
Industria de Diseño Textil, S.A. (BME:ITX)	150 330,80	1	1	1	1	Ortega	0
Siemens Aktiengesellschaft (XTRA:SIE)	146 316,50	1	1	1	1	Siemens	0
Christian Dior SE (ENXTPA:CDI)	143 626,70	1	1	1	1	Arnault	0
Airbus SE (ENXTPA:AIR)	136 498,80	0	0	0	0		1
Schneider Electric S.E. (ENXTPA:SUJ)	126 871,20	0	0	0	0		1
Unilever PLC (LSE:ULVR)	120 179,30	0	0	0	0		1
Anheuser-Busch InBev SA/NV (ENXTBR:ABI)	118 738,70	1	1	1	1	VanDamme, DeMuvius, Spoelberch, Lemann, Sicupira, Telles	0
Sanofi (ENXTPA:SAN)	117 018,80	0	1	0	0		1
Rio Tinto Group (LSE:RIO)	115 934,70	0	0	0	0		1
Deutsche Telekom AG (XTRA:DTE)	115 276,70	0	0	0	0		1
Allianz SE (XTRA:ALV)	111 030,00	0	0	0	0		1
BP p.l.c. (LSE:BP)	107 510,70	0	0	0	0		1
EssilorLuxottica Société anonyme (ENXTPA:EL)	98 893,40	0	1	1	1	Del Vecchio	0
Stellantis N.V. (BIT:STLAM)	96 187,10	1	1	1	1	Agnelli	0
Safran SA (ENXTPA:SAF)	92 886,70	0	0	0	0		1
Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG (XTRA:P911)	88 958,30	1	1	1	1	Porsche	0
UBS Group AG (SWX:UBSG)	87 842,70	0	0	0	0		1
Compagnie Financière Richemont SA (SWX:CFR)	83 107,60	1	1	0	0	Rupert	0
GSK plc (LSE:GSK)	83 101,90	0	0	0	0		1
Prosus N.V. (ENXTAM:PRX)	82 835,00	1	1	1	1	Bekker	0
BNP Paribas SA (ENXTPA:BNP)	81 857,10	0	0	0	0		1
Mercedes-Benz Group AG (XTRA:MBG)	81 827,80	0	1	0	0		1
AXA SA (ENXTPA:CS)	80 522,60	0	0	0	0		1
Banco Santander, S.A. (BME:SAN)	79 915,90	0	0	0	0		1
Diageo plc (LSE:DGE)	77 635,70	0	0	0	0		1
Iberdrola, S.A. (BME:IBE)	77 520,50	0	0	0	0		1
RELX PLC (LSE:REL)	76 868,80	0	0	0	0		1
Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft (XTRA:BMW)	71 702,70	1	1	1	1	Quandt	0
GLENCORE PLC (XLON:GLEN)	71 629,30	0	1	0	0		1
Merck KGaA (XTRA:MRK)	70 782,60	1	1	1	1	Merck	0
Volkswagen AG (XTRA:VOW3)	70 390,30	1	1	1	1	Porsche	0
Zurich Insurance Group AG (SWX:ZURN)	70 311,70	0	0	0	0		1
Intesa Sanpaolo S.p.A. (BIT:ISP)	68 614,40	0	0	0	0		1
Vinci SA (ENXTPA:DG)	68 006,80	0	0	0	0		1
Enel SpA (BIT:ENEL)	66 075,40	0	0	0	0		1
British American Tobacco p.l.c. (LSE:BATS)	64 869,90	0	0	0	0		1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BME:BBVA)	63 167,70	0	0	0	0		1
Siemens Healthineers AG (XTRA:SHL)	62 907,60	1	1	1	1	Siemens	0
UniCredit S.p.A. (BIT:UCG)	62 875,60	0	0	0	0		1
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft Aktiengesellschaft in München (XTRA:MUV2)	61 548,60	0	0	0	0		1
London Stock Exchange Group plc (LSE:LSEG)	58 517,40	0	0	0	0		1
Heineken N.V. (ENXTAM:HEIA)	55 866,00	1	1	1	1	Heineken	0
Dassault Systèmes SE (ENXTPA:DSY)	54 731,50	1	1	1	1	Dassault	0
Universal Music Group N.V. (ENXTAM:UMG)	52 669,90	1	1	0	0	Bollore	0
Eni S.p.A. (BIT:ENI)	52 006,70	0	0	0	0		1
ING Groep N.V. (ENXTAM:INGA)	51 719,00	0	0	0	0		1
BAE Systems plc (LSE:BA)	51 073,00	0	0	0	0		1
BASF SE (XTRA:BAS)	48 946,60	0	0	0	0		1
National Grid plc (LSE:NG)	48 808,40	0	0	0	0		1
Holcim AG (SWX:HOLN)	48 660,20	1	1	0	0		1
Deutsche Post AG (XTRA:DHL)	48 056,90	0	0	0	0		1
Compass Group PLC (LSE:CPG)	47 357,60	0	0	0	0		1
Adyen N.V. (ENXTAM:ADYEN)	47 037,10	0	0	0	0		1

Bilaga 2 forts.

Crédit Agricole S.A. (ENXTPA:ACA)	46 702,90	0	0	0	0	1
Sika AG (SWX:SIKA)	45 550,40	0	0	0	0	1
Infineon Technologies AG (XTRA:IFX)	43 632,80	0	0	0	0	1
adidas AG (XTRA:ADS)	43 444,80	1	1	0	1 Desmarais, Frère	0
Rolls-Royce Holdings plc (LSE:RR.)	43 357,20	0	0	0	0	1
Kering SA (ENXTPA:KER)	42 722,30	1	1	1	1 Pinault	0
Engie SA (ENXTPA:ENGI)	41 621,10	0	0	0	0	1
Lonza Group AG (SWX:LONN)	41 251,40	0	0	0	0	1
Danone S.A. (ENXTPA:BN)	40 989,80	0	0	0	0	1
Lloyds Banking Group plc (LSE:LLOY)	40 708,30	0	0	0	0	1
Givaudan SA (SWX:GIVN)	40 453,80	0	0	0	0	1
Alcon Inc. (SWX:ALC)	39 288,20	0	0	0	0	1
Pernod Ricard SA (ENXTPA:RI)	39 108,60	1	1	0	1 Ricard, Desmarais, Frere	0
CaixaBank, S.A. (BME:CABK)	38 914,00	0	0	0	0	1
Reckitt Benckiser Group plc (LSE:RKT)	38 371,30	0	0	0	0	1
Assicurazioni Generali S.p.A. (BIT:G)	38 199,90	0	1	0	0	1
Compagnie de Saint-Gobain S.A. (ENXTPA:SGO)	37 995,30	0	0	0	0	1
STMicroelectronics N.V. (ENXTPA:STMPA)	37 730,60	0	0	0	0	1
Cappemini SE (ENXTPA:CAP)	37 632,80	0	0	0	0	1
Haleon plc (LSE:HLN)	37 418,80	0	0	0	0	1
Experian plc (LSE:EXPN)	36 997,10	0	0	0	0	1
Daimler Truck Holding AG (XTRA:DTG)	36 821,80	0	1	0	0	1
Wolters Kluwer N.V. (ENXTAM:WKL)	36 042,90	0	0	0	0	1
Deutsche Börse AG (XTRA:DB1)	35 744,60	0	0	0	0	1
Barclays PLC (LSE:BARC)	35 631,20	0	0	0	0	1
Thales S.A. (ENXTPA:HO)	35 335,50	0	1	1	1 Dassault	0
E.ON SE (XTRA:EOAN)	34 857,50	0	0	0	0	1
3i Group plc (LSE:III)	34 167,30	0	0	0	0	1
Partners Group Holding AG (SWX:PGHN)	33 983,00	1	1	0	1 Wieltisbach	0
Anglo American plc (LSE:AAL)	33 248,80	0	0	0	0	1
Beiersdorf Aktiengesellschaft (XTRA:BEI)	33 149,50	1	1	1	1 Herz	0
Hapag-Lloyd Aktiengesellschaft (XTRA:HLAG)	32 811,80	0	1	1	1 Keune	0
Flutter Entertainment plc (LSE:FLTR)	32 790,80	0	0	0	0	1
Deutsche Bank Aktiengesellschaft (XTRA:DBK)	32 442,80	0	0	0	0	1
Coca-Cola Europacific Partners PLC (ENXTAM:CCEP)	32 019,80	1	1	1	1 Daurella	0
Swiss Re AG (SWX:SREN)	32 012,40	0	0	0	0	1
Kuehne + Nagel International AG (SWX:KNIN)	31 159,00	1	1	1	1 Keune	0
Ashtead Group plc (LSE:AHT)	31 107,40	0	0	0	0	1
ASM International NV (ENXTAM:ASM)	31 028,30	0	0	0	0	1
NatWest Group plc (LSE:NWG)	30 962,40	0	0	0	0	1
KBC Group NV (ENXTBR:KBC)	30 796,70	0	0	0	0	1
Henkel AG & Co. KGaA (XTRA:HEN3)	30 681,50	0	1	1	1 Henkel	0
Orange S.A. (ENXTPA:ORA)	30 231,30	0	0	0	0	1
Hannover Rück SE (XTRA:HNR1)	29 910,90	0	0	0	0	1
Swisscom AG (SWX:SCMN)	28 934,10	0	0	0	0	1
Koninklijke Ahold Delhaize N.V. (ENXTAM:AD)	28 251,40	0	0	0	0	1
Aena S.M.E., S.A. (BME:AENA)	28 163,10	0	0	0	0	1
Publicis Groupe S.A. (ENXTPA:PUB)	28 067,90	1	1	0	1 Badinter	0
Amadeus IT Group, S.A. (BME:AMS)	28 004,30	0	0	0	0	1
Legrand SA (ENXTPA:LR)	27 359,60	0	0	0	0	1
Ferrovial SE (BME:FER)	26 880,10	1	1	1	1 Calvo-Sotelo	0
Antofagasta plc (LSE:ANTO)	26 545,70	1	1	1	1 Herrera	0
Schindler Holding AG (SWX:SCHN)	26 492,00	1	1	1	1 Schindler	0
VERBUND AG (WBAG:VER)	26 321,60	0	0	0	0	1
Chocoladefabriken Lindt & Sprüngli AG (SWX:LISN)	26 122,30	0	0	0	0	1
Tesco PLC (LSE:TSCO)	25 245,20	0	0	0	0	1
RWE Aktiengesellschaft (XTRA:RWE)	25 165,50	0	0	0	0	1
Associated British Foods plc (LSE:ABF)	25 112,00	1	1	1	1 Weston	0
Prudential plc (LSE:PRU)	25 039,50	0	0	0	0	1
Ryanair Holdings plc (ISE:RYA)	24 974,30	0	0	0	0	1
Telefónica, S.A. (BME:TEF)	24 816,10	0	0	0	0	1
Naturgy Energy Group, S.A. (BME:NTGY)	24 557,30	0	0	0	0	1
UCB SA (ENXTBR:UCB)	24 494,40	1	1	0	1 Janssen	0
BNP Paribas Fortis SA (ENXTBR:017250539)	24 189,80	0	0	0	0	1
Rheinmetall AG (XTRA:RHM)	24 153,80	0	0	0	0	1
Straumann Holding AG (SWX:STMN)	23 917,30	1	1	0	1 Straumann	0
Cellnex Telecom, S.A. (BME:CLNX)	23 417,00	0	1	0	0	1
Exor N.V. (ENXTAM:EXO)	23 357,10	1	1	1	1 Agnelli	0
Vodafone Group Public Limited Company (LSE:VOD)	23 343,00	0	0	0	0	1
Heineken Holding N.V. (ENXTAM:HEIO)	23 215,10	1	1	1	1 Heineken	0
SSE plc (LSE:SSE)	22 362,90	0	0	0	0	1

Bilaga 2 forts.

argenx SE (ENXTBR:ARGX)	22 204,90	0	0	0	0	1
Uniper SE (XTRA:UNO)	22 145,50	0	0	0	0	1
Veolia Environnement SA (ENXTPA:VIE)	22 097,50	0	0	0	0	1
Vonovia SE (XTRA:VNA)	22 068,00	0	0	0	0	1
Sartorius Stedim Biotech S.A. (ENXTPA:DIM)	21 660,40	0	1	1	1 Sartorius	0
Standard Chartered PLC (LSE:STAN)	21 638,10	0	0	0	0	1
Société Générale Société anonyme (ENXTPA:GLE)	21 572,40	0	0	0	0	1
Tenaris S.A. (BIT:TEN)	21 413,20	1	1	1	1 Rocca	0
ArcelorMittal S.A. (ENXTAM:MT)	20 696,30	1	1	1	1 Mittal	0
Vantage Towers AG (HMSE:VTWR)	20 241,00	0	0	0	0	1
EnBW Energie Baden-Württemberg AG (XTRA:EBK)	20 144,80	0	0	0	0	1
Swiss Life Holding AG (SWX:SLHN)	19 644,10	0	0	0	0	1
Repsol, S.A. (BME:REP)	19 517,40	0	0	0	0	1
Talanx AG (XTRA:TLX)	19 413,90	0	0	0	0	1
Endesa, S.A. (BME:ELE)	19 353,70	0	0	0	0	1
Powszechna Kasa Oszczednosci Bank Polski Spółka Akcyjna (WSE:PKO)	19 312,90	0	0	0	0	1
Moncler S.p.A. (BIT:MONC)	19 295,80	1	1	0	1 Ruffini	0
CEZ, a. s. (SEP:CEZ)	19 240,60	0	0	0	0	1
Sartorius Aktiengesellschaft (XTRA:SRT3)	19 181,00	0	1	1	1 Sartorius	0
Imperial Brands PLC (LSE:IMB)	19 179,20	0	1	0	0	1
Orlen S.A. (WSE:PKN)	19 147,40	0	0	0	0	1
Koninklijke Philips N.V. (ENXTAM:PHIA)	19 003,70	0	1	0	0	1
Erste Group Bank AG (WBAG:EBS)	18 951,90	0	0	0	0	1
EMS-CHEMIE HOLDING AG (SWX:EMSN)	18 310,10	0	1	1	1 Martullo	0
Legal & General Group Plc (LSE:LGEN)	18 287,90	0	0	0	0	1
Heidelberg Materials AG (XTRA:HEI)	18 218,50	1	1	1	1 Merckle	0
Bolloré SE (ENXTPA:BOL)	18 164,60	1	1	1	1 Bollore	0
Commerzbank AG (XTRA:CBK)	17 539,60	0	0	0	0	1
Dassault Aviation société anonyme (ENXTPA:AM)	17 344,80	1	1	1	1 Dassault	0
Sonova Holding AG (SWX:SOON)	16 648,80	0	1	0	0	1
SGS SA (SWX:SGSN)	16 528,00	0	1	0	0	1
Galp Energia, SGPS, S.A. (ENXTLS:GALP)	16 514,10	1	1	1	1 Amorim	0
Fresenius SE & Co. KGaA (XTRA:FRE)	16 443,30	0	0	0	0	1
InterContinental Hotels Group PLC (LSE:IHG)	16 398,60	0	0	0	0	1
Poste Italiane S.p.A. (BIT:PST)	16 327,90	0	0	0	0	1
Terna S.p.A. (BIT:TRN)	16 216,80	0	0	0	0	1
Kingspan Group plc (ISE:KRX)	16 179,40	1	1	0	1 Murtagh	0
EDP - Energias de Portugal, S.A. (ENXTLS:EDP)	15 675,90	1	1	0	1 Masaveau Herrero	0
Snam S.p.A. (BIT:SRG)	15 549,60	0	0	0	0	1
Symrise AG (XTRA:SY1)	15 548,50	0	1	0	0	1
Aviva plc (LSE:AV)	15 547,30	0	0	0	0	1
OMV Aktiengesellschaft (WBAG:OMV)	15 108,60	0	0	0	0	1
VAT Group AG (SWX:VACN)	15 046,10	0	1	0	0	1
Siemens Energy AG (XTRA:ENR)	14 857,60	1	1	1	1 Siemens	0
Prysmian S.p.A. (BIT:PRY)	14 815,10	0	0	0	0	1
Kerry Group plc (ISE:KRZ)	14 733,60	0	0	0	0	1
Bouygues SA (ENXTPA:EN)	14 622,70	1	1	1	1 Bouygues	0
The Sage Group plc (LSE:SGE)	14 549,10	0	0	0	0	1
Sandoz Group AG (SWX:SDZ)	14 391,80	0	0	0	0	1
Koninklijke KPN N.V. (ENXTAM:KPN)	14 374,00	0	0	0	0	1
Santander Bank Polska S.A. (WSE:SPL)	14 366,50	0	0	0	0	1
ABN AMRO Bank N.V. (ENXTAM:ABN)	14 262,70	0	0	0	0	1
Renault SA (ENXTPA:RNO)	14 111,30	0	0	0	0	1
Amundi S.A. (ENXTPA:AMUN)	14 073,60	0	0	0	0	1
AIB Group plc (ISE:A5G)	13 992,10	0	0	0	0	1
EDP Renováveis, S.A. (ENXTLS:EDPR)	13 842,00	1	1	0	1 Masaveau Herrero	0
NEXT plc (LSE:NXT)	13 799,40	0	0	0	0	1
Infirma plc (LSE:INF)	13 567,40	0	0	0	0	1
Continental Aktiengesellschaft (XTRA:CON)	13 516,10	1	1	1	1 Schaeffler	0
Leonardo S.p.a. (BIT:LDO)	13 512,80	0	0	0	0	1
OTP Bank Nyrt. (BUSE:OTP)	13 169,00	0	0	0	0	1
Rentokil Initial plc (LSE:RTO)	13 060,20	0	0	0	0	1
Bureau Veritas SA (ENXTPA:BV1)	13 041,70	0	1	1	1 Wendel	0
SEGRO Plc (LSE:SGRO)	12 956,50	0	0	0	0	1
Bunzl plc (LSE:BNZL)	12 891,30	0	0	0	0	1
MTU Aero Engines AG (XTRA:MTX)	12 855,10	0	0	0	0	1
S.P.E.E.H. Hidroeléctrica S.A. (BVB:H2O)	12 836,90	0	0	0	0	1
BT Group plc (LSE:BT.A)	12 767,50	0	1	1	1 Drahi	0
bioMérieux S.A. (ENXTPA:BIM)	12 715,00	1	1	1	1 Merieux	0
NN Group N.V. (ENXTAM:NN)	12 643,30	0	0	0	0	1

Bilaga 2 forts.

Sodexo S.A. (ENXTPA:SW)	12 581,80	1	1	1	1	Belion	0
Aéroports de Paris SA (ENXTPA:ADP)	12 519,10	0	0	0	0		1
Jerónimo Martins, SGPS, S.A. (ENXTLS:JMT)	12 510,90	1	1	1	1	Dos Santos	0
Logitech International S.A. (SWX:LOGN)	12 236,90	0	0	0	0		1
Fresenius Medical Care AG (XTRA:FME)	12 215,60	0	0	0	0		1
Davide Campari-Milano N.V. (BIT:CPR)	12 183,40	1	1	1	1	Garavoglia	0
Edenred SE (ENXTPA:EDEN)	12 144,50	0	0	0	0		1
Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. (BIT:MB)	12 116,60	0	1	0	0		1
Knorr-Bremse AG (XTRA:KXB)	12 101,20	1	1	1	1	Heinz Hermann Thiele	0
HAL Trust (ENXTAM:HAL)	12 067,70	1	1	1	1	Van der vorm	0
Carrefour SA (ENXTPA:CA)	11 858,20	1	1	0	0	Moulin	0
Brenntag SE (XTRA:BNR)	11 735,70	0	1	0	0		1
Eurofins Scientific SE (ENXTPA:ERF)	11 713,90	1	1	1	1	Martin	0
D'teleer Group SA (ENXTBR:DIE)	11 653,40	1	1	1	1	D'teleer	0
Bank of Ireland Group plc (ISE:BIRG)	11 593,00	0	0	0	0		1
Coca-Cola HBC AG (LSE:CCH)	11 533,30	1	1	1	1	Leventis	0
BE Semiconductor Industries N.V. (ENXTAM:BESI)	11 439,60	0	0	0	0		1
Unibail-Rodamco-Westfield SE (ENXTPA:URW)	11 425,80	1	1	0	0	Niel	1
Akzo Nobel N.V. (ENXTAM:AKZA)	11 372,20	0	0	0	0		1
Bank Polska Kasa Opieki S.A. (WSE:PEO)	11 151,60	0	0	0	0		1
Accor SA (ENXTPA:AC)	11 146,40	0	0	0	0		1
Smurfit Kappa Group Plc (ISE:SK3)	11 087,10	0	0	0	0		1
Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A. (BITREC)	10 992,70	0	0	0	0		1
Vivendi SE (ENXTPA:VIV)	10 893,20	1	1	1	1	Bolloré	0
Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA (WSE:PZU)	10 885,40	0	0	0	0		1
Julius Bär Gruppe AG (SWX:BAER)	10 857,40	0	0	0	0		1
The Swatch Group AG (SWX:UHR)	10 851,40	1	1	1	1	Hayek	0
International Consolidated Airlines Group S.A. (LSE:IAG)	10 818,30	0	0	0	0		1
Aegon Ltd. (ENXTAM:AGN)	10 768,60	0	0	0	0		1
WPP plc (LSE:WPP)	10 719,40	0	0	0	0		1
JDE Peet's N.V. (ENXTAM:JDEP)	10 689,00	0	1	1	1	Reimann	0
ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A. (BME:ACS)	10 682,70	1	1	1	1	Pérez Rodríguez	0
Smith & Nephew plc (LSE:SN.)	10 659,50	0	0	0	0		1
ASR Nederland N.V. (ENXTAM:ASRNL)	10 454,50	0	0	0	0		1
Halma plc (LSE:HLMA)	10 390,40	0	0	0	0		1
Admiral Group plc (LSE:ADM)	10 323,20	0	1	0	0		1
Melrose Industries PLC (LSE:MRO)	10 287,10	0	1	0	0		1
Nemetschek SE (XTRA:NEM)	10 213,30	1	1	1	1	Nemetschek	0
Wise plc (LSE:WISE)	10 102,40	1	1	0	0	Kaarmann	0
Eiffage SA (ENXTPA:FGR)	10 071,90	0	0	0	0		1
Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. (BIT:INW)	10 039,50	0	1	1	1	Al-Amin	0
ING Bank Śląski S.A. (WSE:ING)	9 999,10	0	0	0	0		1
Intertek Group plc (LSE:ITRK)	9 922,20	0	0	0	0		1
HELLA GmbH & Co. KGaA (XTRA:HLE)	9 914,30	0	1	0	0		1
Ipsen S.A. (ENXTPA:IPN)	9 912,30	1	1	1	1	Beaufour	0
Banco BPM S.p.A. (BIT:BAMI)	9 841,50	0	0	0	0		1
Groupe Bruxelles Lambert SA (ENXTBR:GBLB)	9 700,10	1	1	1	1	Desmarais & Frère	0
Covestro AG (XTRA:1COV)	9 699,20	0	0	0	0		1
RATIONAL Aktiengesellschaft (XTRA:RAA)	9 689,60	0	1	1	1	Meister	0
Carl Zeiss Meditec AG (XTRA:AFX)	9 595,90	0	0	0	0		1
Evonik Industries AG (XTRA:EVK)	9 511,20	0	0	0	0		1
Banque Cantonale Vaudoise (SWX:BCVN)	9 453,70	0	0	0	0		1
FincoBank Banca Finco S.p.A. (BIT:FBK)	9 261,30	0	0	0	0		1
Dino Polska S.A. (WSE:DNP)	9 245,20	1	1	1	1	Biernacki	0
OMV Petrom S.A. (BVB:SNP)	9 232,70	0	0	0	0		1
Euronext N.V. (ENXTPA:ENX)	9 216,70	0	0	0	0		1
IMCD N.V. (ENXTAM:IMCD)	9 215,00	0	0	0	0		1
Redeia Corporación, S.A. (BME:RED)	9 191,80	0	1	0	0		1
Severn Trent PLC (LSE:SVT)	9 102,20	0	0	0	0		1
Getlink SE (ENXTPA:GET)	8 918,60	0	1	0	0		1
Randstad N.V. (ENXTAM:RAND)	8 803,30	0	1	1	1	Goldschmeding	0
United Utilities Group PLC (LSE:UU.)	8 794,80	0	0	0	0		1
DWS Group GmbH & Co. KGaA (XTRA:DWS)	8 762,60	0	0	0	0		1
Centrica plc (LSE:CNA)	8 650,40	0	0	0	0		1
ageas SA/NV (ENXTBR:AGS)	8 608,50	0	0	0	0		1
Allegro.eu SA (WSE:ALE)	8 561,20	0	0	0	0		1
Deutsche Lufthansa AG (XTRA:LHA)	8 544,30	0	1	0	0		1
CTS Eventim AG & Co. KGaA (XTRA:EVD)	8 431,80	1	1	1	1	Schulenberg	0
Pearson plc (LSE:PSON)	8 430,70	0	0	0	0		1

Bilaga 2 forts.

Spirax-Sarco Engineering plc (LSE: SPX)	8 376,00	0	0	0	0	1
HOCHTIEF Aktiengesellschaft (XTRA:HOT)	8 334,70	0	1	0	0	1
InPost S.A. (ENXTAM:INPST)	8 332,10	0	1	1	1	1 Kellner/Kellnerova
Barry Callebaut AG (SWX:BARN)	8 276,60	1	1	1	1	1 Jacobs
CPI Property Group (XTRA:O5G)	8 042,50	1	1	1	1	1 Vitek
Banca Mediolanum S.p.A. (BIT: BMED)	7 944,10	1	1	1	1	1 Berlusconi
JD Sports Fashion Plc (LSE:JD.)	7 677,30	0	1	1	1	1 Rubin
Sofina Société Anonyme (ENXTBR: SOF)	7 676,70	1	1	1	1	1 Boel
Klépierre SA (ENXTPA:LJ)	7 625,00	1	1	1	1	1 Simon
Summa Market Capitalization (\$USDmm) 24 April 2024	10 841 017,60				Summa familjebolag	Summa icke-familjebolag
					86	195
Stoxx 600 exkl. Norden Market Capitalization (\$USDmm) 24 April 2024	11 293 560,97					
Urvalsandel	95,99%					

Bilaga 3 Samtliga förvärvare och förvärvsdatum

Company Name	Announcement Date	Company Name	Announcement Date
Catena AB (publ) (OM:CATE)	2015-10-20	London Stock Exchange Group plc (L	2019-08-01
Jyske Bank A/S (CPSE:JYSK)	2022-06-20	Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A.	2019-07-26
Alm. Brand A/S (CPSE:ALMB)	2021-06-11	Klépierre SA (ENXTPA:LI)	2014-07-29
Adevinta ASA (OB:ADE)	2020-07-20	ASR Nederland N.V. (ENXTAM:ASRN)	2022-10-27
Wallenius Wilhelmsen ASA (OB:WAW)	2016-09-05	EssilorLuxottica Société anonyme (EI)	2017-01-16
TietoEVRY Oyj (HLSE:TIETO)	2019-06-18	Informa plc (LSE:INF)	2018-01-17
Konecranes Plc (HLSE:KCR)	2016-05-16	Anheuser-Busch InBev SA/NV (ENXT)	2015-10-07
Aker BP ASA (OB:AKRBP)	2021-12-21	RELX PLC (LSE:REL)	2018-02-15
Stolt-Nielsen Limited (OB:SNL)	2016-07-18	National Grid plc (LSE:NG.)	2021-03-18
Nokia Oyj (HLSE:NOKIA)	2015-04-15	Bouygues SA (ENXTPA:EN)	2021-11-05
Novozymes A/S (CPSE:NSIS B)	2022-12-12	Amundi S.A. (ENXTPA:AMUN)	2016-12-11
Castellum AB (publ) (OM:CAST)	2021-08-02	Heidelberg Materials AG (XTRA:HEI)	2015-07-28
Lundin Mining Corporation (TSX:LUN)	2014-10-06	Shell plc (LSE:SHEL)	2015-04-08
Lundin Gold Inc. (TSX:LUG)	2014-10-21	Coca-Cola Europacific Partners PLC	2022-10-25
Tele2 AB (publ) (OM:TEL2 B)	2018-01-10	Prismian S.p.A. (BIT:PRY)	2017-12-04
Fastighets AB Balder (publ) (OM:BAL)	2015-12-15	BT Group plc (LSE:BT.A)	2014-12-15
Millicom International Cellular S.A. (N)	2021-11-12	Aviva plc (LSE:AV.)	2014-11-21
Securitas AB (publ) (OM:SECU B)	2021-12-08	CPI Property Group (XTRA:O5G)	2022-04-14
Seadrill Limited (NYSE:SDRL)	2022-12-22	Ageas SA/NV (ENXTBR:AGS)	2022-02-25
Afry AB (OM:AFRY)	2019-03-08	Thales S.A. (ENXTPA:HO)	2017-12-17
Ringkjøbing Landbobank A/S (CPSE:	2018-04-18	Symrise AG (XTRA:SY1)	2014-04-14
DSV A/S (CPSE:DSV)	2019-01-16	Accor SA (ENXTPA:AC)	2015-12-09
Pandox AB (publ) (OM:PNDX B)	2017-12-13	Siemens Energy AG (XTRA:ENR)	2022-05-21
AB Sagax (publ) (OM:SAGA A)	2014-03-28	Evonik Industries AG (XTRA:EVK)	2016-05-06
Sweco AB (publ) (OM:SWEC B)	2015-06-01	Publicis Groupe S.A. (ENXTPA:PUB)	2014-11-03
SalMar ASA (OB:SALM)	2022-02-14	EDP Renováveis, S.A. (ENXTLS:EDF)	2020-07-15
Sydbank A/S (CPSE:SYDB)	2020-10-01	Merck KGaA (XTRA:MRK)	2014-12-08
AstraZeneca PLC (LSE:AZN)	2020-12-12	HAL Trust (ENXTAM:HAL)	2022-03-10
Embracer Group AB (publ) (OM:EMB)	2021-12-15	D'leteren Group SA (ENXTBR:DIE)	2021-07-09
Fortum Oyj (HLSE:FORTUM)	2019-10-08	Safran SA (ENXTPA:SAF)	2018-03-02
Kongsberg Gruppen ASA (OB:KOG)	2018-06-28	Covestro AG (XTRA:1COV)	2020-09-30
Vitrolife AB (publ) (OM:VITR)	2021-07-08	UCB SA (ENXTBR:UCB)	2019-10-10
Trelleborg AB (publ) (OM:TREL B)	2015-11-09	EDP - Energias de Portugal, S.A. (EN	2020-07-15
EQT AB (publ) (OM:EQT)	2015-03-16	Fresenius SE & Co. KGaA (XTRA:FR	2016-09-05
Better Collective A/S (OM:BETCO)	2021-05-03	Dassault Systèmes SE (ENXTPA:DS'	2019-06-12
Evolution AB (publ) (OM:EVO)	2020-06-24	Erste Group Bank AG (WBAG:EBS)	2022-11-07
Billerud AB (publ) (OM:BILL)	2021-12-19	Vinci SA (ENXTPA:DG)	2020-10-02
Tryg A/S (CPSE:TRYG)	2017-12-04	Sika AG (SWX:SIKA)	2019-01-08
Swedish Orphan Biovitrum AB (publ)	2019-11-12	ACS, Actividades de Construcción y C	2018-06-21
Beijer Ref AB (publ) (OM:BEIJ B)	2022-12-15	Vivendi SE (ENXTPA:VIV)	2021-09-15
Dometic Group AB (publ) (OM:DOM)	2021-09-17	Banco BPM S.p.A. (BIT:BAMI)	2018-03-29
Telefonaktiebolaget LM Ericsson (publ)	2021-11-22	ArcelorMittal S.A. (ENXTAM:MT)	2022-08-26
P/F Bakkafrøst (OB:BAKKA)	2019-09-25	Ipsen S.A. (ENXTPA:IPN)	2019-02-25
Wihlborgs Fastigheter AB (publ) (OM:	2017-07-09	Smith & Nephew plc (LSE:SN.)	2014-02-03
Boliden AB (publ) (OM:BOL)	2016-03-10	Antofagasta plc (LSE:ANTO)	2015-07-30
GN Store Nord A/S (CPSE:GN)	2021-10-06	Redeia Corporación, S.A. (BME:RED)	2019-02-12
A.P. Møller - Mærsk A/S (CPSE:MAEI)	2016-12-01	Aéroports de Paris SA (ENXTPA:ADF)	2020-02-20
Lerøy Seafood Group ASA (OB:LSG)	2016-06-02	Crédit Agricole S.A. (ENXTPA:ACA)	2018-02-27
Peab AB (publ) (OM:PEAB B)	2019-06-04	Bank of Ireland Group plc (ISE:BIRG)	2021-07-22
Marel hf. (ICSE:MAREL)	2022-04-27	Sonova Holding AG (SWX:SOON)	2016-05-04
NIBE Industrier AB (publ) (OM:NIBE I)	2016-05-12	Nemetschek SE (XTRA:NEM)	2014-10-03
Tomra Systems ASA (OB:TOM)	2016-10-11	Volkswagen AG (XTRA:VOW3)	2020-01-30
Olav Thon Eiendomsselskap ASA (OB:	2016-11-07	Allegro.eu SA (WSE:ALE)	2021-11-04
Electrolux Professional AB (publ) (OM:	2021-10-12	SEGRO Plc (LSE:SGRO)	2017-03-10
ASSA ABLOY AB (publ) (OM:ASSA B)	2021-09-08	LVMH Moët Hennessy - Louis Vuitton	2019-10-28
Lagercrantz Group AB (publ) (OM:LA)	2022-06-30	ASML Holding N.V. (ENXTAM:ASML)	2016-06-16
Kesko Oyj (HLSE:KESKOB)	2016-01-12	Eurofins Scientific SE (ENXTPA:ERF)	2017-09-18
Atrium Ljungberg AB (publ) (OM:ATRI)	2022-05-24	Henkel AG & Co. KGaA (XTRA:HEN3)	2016-06-24
HMS Networks AB (publ) (OM:HMS)	2016-02-03	Intesa Sanpaolo S.p.A. (BIT:ISP)	2020-02-17
Sinch AB (publ) (OM:SINCH)	2021-06-09	BAE Systems plc (LSE:BA.)	2020-01-20
HEXPOL AB (publ) (OM:HPOL B)	2019-07-01	Fresenius Medical Care AG (XTRA:FI)	2017-08-07
Schibsted ASA (OB:SCHA)	2017-05-11	Groupe Bruxelles Lambert SA (ENXT)	2022-04-19
Zealand Pharma A/S (CPSE:ZEAL)	2019-10-22	BASF SE (XTRA:BAS)	2017-10-13
Traton SE (XTRA:8TRA)	2021-05-08	Bayerische Motoren Werke Aktienges	2018-10-11
Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA	2016-12-19	Compagnie Financière Richemont SA	2018-01-22

Bilaga 3 forts.

Huhtamäki Oyj (HLSE:HUH1V)	2021-08-16	Sartorius Aktiengesellschaft (XTRA:S	2019-10-21
Subsea 7 S.A. (OB:SUBC)	2017-01-17	Partners Group Holding AG (SWX:PC	2019-04-23
Hexagon AB (publ) (OM:HEXA B)	2021-07-06	JD Sports Fashion Plc (LSE:JD.)	2020-12-15
Coloplast A/S (CPSE:COLO B)	2021-11-08	Ferrovial SE (BME:FER)	2015-12-07
Vitec Software Group AB (publ) (OM:V	2022-07-06	Edenred SE (ENXTPA:EDEN)	2018-11-08
Ambu A/S (CPSE:AMBU B)	2017-10-25	Zurich Insurance Group AG (SWX:ZU	2020-12-11
Netcompany Group A/S (CPSE:NETC	2021-10-08	InPost S.A. (ENXTAM:INPST)	2021-03-15
Husqvarna AB (publ) (OM:HUSQ B)	2021-10-26	Endesa, S.A. (BME:ELE)	2016-07-27
Kindred Group plc (OM:KIND SDB)	2021-07-02	Kingspan Group plc (ISE:KRX)	2022-09-27
Wärtsilä Oyj Abp (HLSE:WRT1V)	2014-12-16	Koninklijke Philips N.V. (ENXTAM:PH	2020-12-18
Kinnevik AB (OM:KINV B)	2017-04-27	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A	2022-04-01
Royal Unibrew A/S (CPSE:RBREW)	2022-01-07	Bank Polska Kasa Opieki S.A. (WSE:	2014-05-15
ABB Ltd (SWX:ABBN)	2017-09-25	Snam S.p.A. (BIT:SRG)	2014-03-19
Bure Equity AB (publ) (OM:BURE)	2020-12-22	Kuehne + Nagel International AG (SW	2021-02-22
Telenor ASA (OB:TEL)	2019-08-09	Poste Italiane S.p.A. (BIT:PST)	2022-02-28
Aktieselskabet Schouw & Co. (CPSE:	2016-01-29	Straumann Holding AG (SWX:STMN)	2015-04-07
Mycronic AB (publ) (OM:MYCR)	2021-05-10	Siemens Aktiengesellschaft (XTRA:SI	2016-11-14
Sandvik AB (publ) (OM:SAND)	2020-12-24	Eiffage SA (ENXTPA:FGR)	2019-12-12
L E Lundbergföretagen AB (publ) (OM	2015-11-03	Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	2015-05-30
Epiroc AB (publ) (OM:EPI A)	2023-12-15	Randstad N.V. (ENXTAM:RAND)	2016-08-09
Sampo Oyj (HLSE:SAMPO)	2021-12-08	Banco Santander, S.A. (BME:SAN)	2020-07-24
AB Electrolux (publ) (OM:ELUX B)	2017-02-06	Davide Campari-Milano N.V. (BIT:CPF	2022-10-31
Cargotec Corporation (HLSE:CGCBV	2016-01-20	Akzo Nobel N.V. (ENXTAM:AKZA)	2016-02-17
ISS A/S (CPSE:ISS)	2017-04-04	Sodexo S.A. (ENXTPA:SW)	2017-11-15
Spar Nord Bank A/S (CPSE:SPNO)	2018-09-26	Hapag-Lloyd Aktiengesellschaft (XTR	2022-10-04
Elisa Oyj (HLSE:ELISA)	2016-12-13	Roche Holding AG (SWX:ROG)	2014-08-24
Essity AB (publ) (OM:ESSITY B)	2021-08-22	Pearson plc (LSE:PERSON)	2022-01-31
Mowi ASA (OB:MOWI)	2017-12-22	SGS SA (SWX:SGSN)	2020-11-10
Axfood AB (publ) (OM:AXFO)	2021-05-31	Carrefour SA (ENXTPA:CA)	2014-06-20
Getinge AB (publ) (OM:GETI B)	2019-12-19	Knorr-Bremse AG (XTRA:KBX)	2022-04-13
Alfa Laval Corporate AB (OM:ALFA)	2021-05-10	Julius Bär Gruppe AG (SWX:BAER)	2016-11-16
Carlsberg A/S (CPSE:CARL B)	2016-12-15	bioMérieux S.A. (ENXTPA:BIM)	2022-04-12
Atlas Copco AB (OM:ATCO A)	2020-02-10	AIB Group plc (ISE:A5G)	2021-03-02
Fabeg AB (publ) (OM:FABG)	2021-10-06	Moncler S.p.A. (BIT:MONC)	2021-02-23
Qt Group Oyj (HLSE:QTCOM)	2022-08-11	Coca-Cola HBC AG (LSE:CCH)	2021-08-12
Addtech AB (publ.) (OM:ADDT B)	2020-02-21	Beiersdorf Aktiengesellschaft (XTRA:I	2019-05-13
AB Volvo (publ) (OM:VOLV B)	2020-04-21	Aegon Ltd. (ENXTAM:AGN)	2016-08-11
Autoliv, Inc. (NYSE:ALV)	2016-04-01	Brenntag SE (XTRA:BNR)	2021-06-23
Yara International ASA (OB:YAR)	2014-08-05	Legal & General Group Plc (LSE:LGE	2018-03-12
Munters Group AB (publ) (OM:MTRS)	2022-01-24	Halma plc (LSE:HLMA)	2022-10-03
Danske Bank A/S (CPSE:DANSKE)	2017-12-14	Heineken Holding N.V. (ENXTAM:HEI	2016-12-15
Nordea Bank Abp (OM:NDA SE)	2019-12-19	Glencore plc (LSE:GLEN)	2017-02-13
Embla Medical hf. (CPSE:EMBLA)	2016-04-09	Eni S.p.A. (BIT:ENI)	2022-08-05
Wallenstam AB (publ) (OM:WALL B)	2021-12-10	Enel SpA (BIT:ENEL)	2021-08-02
Telia Company AB (publ) (OM:TELIA)	2018-12-12	Centrica plc (LSE:CNA)	2016-04-21
Norsk Hydro ASA (OB:NHY)	2022-04-29	Heineken N.V. (ENXTAM:HEIA)	2017-02-13
Holmen AB (publ) (OM:HOLM B)	2020-07-16	adidas AG (XTRA:ADS)	2015-08-05
Protector Forsikring ASA (OB:PROT)	2021-04-16	Renault SA (ENXTPA:RNO)	2018-07-02
Ørsted A/S (CPSE:ORSTED)	2018-10-08	Galp Energia, SGPS, S.A. (ENXTLS:I	2022-07-21
Stora Enso Oyj (HLSE:STERV)	2014-05-22	Sartorius Stedim Biotech S.A. (ENXTI	2022-08-08
ALK-Abelló A/S (CPSE:ALK B)	2016-12-22	Compass Group PLC (LSE:CPG)	2019-06-11
Swedbank AB (publ) (OM:SWED A)	2014-02-14	Continental Aktiengesellschaft (XTRA	2015-05-19
Equinor ASA (OB:EQNR)	2016-09-09	L'Oréal S.A. (ENXTPA:OR)	2017-01-10
Gjensidige Forsikring ASA (OB:GJF)	2021-12-03	Bolloré SE (ENXTPA:BOL)	2020-03-12
Novo Nordisk A/S (CPSE:NOVO B)	2021-11-18	Associated British Foods plc (LSE:AB	2017-09-11

Bilaga 6 *Welchs ojämlika-varians t-test, familjebolag 1 och icke-familjebolag 0, för de 240 bolagen i urvalet under eventfönstret [-2, +2]*

Two-sample t test with unequal variances						
Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	120	.000601	.0043012	.0471173	-.0079158	.0091179
1	120	.0182163	.0053564	.0586761	.0076101	.0288224
Combined	240	.0094087	.0034746	.0538286	.0025639	.0162534
diff		-.0176152	.0068696		-.0311514	-.0040791
diff = mean(0) - mean(1)				t =	-2.5642	
H0: diff = 0				Satterthwaite's degrees of freedom =	227.397	
Ha: diff < 0		Ha: diff != 0		Ha: diff > 0		
Pr(T < t) = 0.0055		Pr(T > t) = 0.0110		Pr(T > t) = 0.9945		

Bilaga 7 *Wilcoxon's rangsummetest, familjebolag 1 och icke-familjebolag 0, för de 240 bolagen i urvalet under eventperioden [-2, +2]*

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test			
Family	Obs	Rank sum	Expected
0	120	13317	14460
1	120	15603	14460
Combined	240	28920	28920
Unadjusted variance		289200.00	
Adjustment for ties		0.00	
Adjusted variance		289200.00	
H0: CAR2(Family==0) = CAR2(Family==1)			
		z = -2.125	
		Prob > z = 0.0336	

Bilaga 8 *Welchs ojämlika-varians t-test, familjebolag 1 och icke-familjebolag 0, för de 240 bolagen i urvalet under eventfönstret [-1, +1]*

```
Two-sample t test with unequal variances
```

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	120	.0043431	.0040279	.0441233	-.0036325	.0123188
1	120	.0162729	.0050301	.0551019	.0063128	.026233
Combined	240	.010308	.0032383	.0501682	.0039287	.0166874
diff		-.0119298	.006444		-.0246275	.000768

diff = mean(0) - mean(1) t = -1.8513
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 227.145
Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.0327 Pr(|T| > |t|) = 0.0654 Pr(T > t) = 0.9673

Bilaga 9 *Wilcoxon rangsummetest, familjebolag 1 och icke-familjebolag 0, för de 240 bolagen i urvalet under eventperioden [-1, +1]*

```
Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test
```

Family	Obs	Rank sum	Expected
0	120	13927	14460
1	120	14993	14460
Combined	240	28920	28920

Unadjusted variance 289200.00
Adjustment for ties 0.00
Adjusted variance 289200.00
H0: CAR1(Family==0) = CAR1(Family==1)
z = -0.991
Prob > |z| = 0.3216

Bilaga 10 *Welchs ojämlika-varians t-test, Nordiska familjebolag 1 och Europeiska familjebolag 0, för de 120 bolagen i urvalet under eventfönstret [-3, +3]*

```
Two-sample t test with unequal variances
```

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	60	.02338	.0086051	.0666549	.0061612	.0405988
1	60	.0132384	.0063442	.0491423	.0005436	.0259331
Combined	120	.0183092	.0053432	.0585323	.007729	.0288893
diff		.0101416	.010691		-.0110487	.0313319

diff = mean(0) - mean(1) t = 0.9486
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 108.511

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.8275 Pr(|T| > |t|) = 0.3449 Pr(T > t) = 0.1725

Bilaga 11 *Wilcoxons rangsummetest, Nordiska familjebolag 1 och Europeiska familjebolag 0, för de 120 bolagen i urvalet under eventfönstret [-3, +3]*

```
Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test
```

EUDummy	Obs	Rank sum	Expected
0	60	3749	3630
1	60	3511	3630
Combined	120	7260	7260

Unadjusted variance 36300.00
Adjustment for ties 0.00
Adjusted variance 36300.00

H0: CAR3(EUDummy==0) = CAR3(EUDummy==1)
z = 0.625
Prob > |z| = 0.5322
Exact prob = 0.5353

Bilaga 12 *Welchs ojämlika-variens t-test, Nordiska familjebolag 1 och Europeiska familjebolag 0, för de 120 bolagen i urvalet under eventfönstret [-2, +2]*

Two-sample t test with unequal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	60	.0247656	.0086015	.0666273	.007554	.0419773
1	60	.0116669	.0063478	.04917	-.001035	.0243689
Combined	120	.0182163	.0053564	.0586761	.0076101	.0288224
diff		.0130987	.0106902		-.00809	.0342874

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.2253
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 108.564

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.8884 Pr(|T| > |t|) = 0.2231 Pr(T > t) = 0.1116

Bilaga 13 *Wilcoxon's rangsummetest, Nordiska familjebolag 1 och Europeiska familjebolag 0, för de 120 bolagen i urvalet under eventfönstret [-2, +2]*

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

EUDummy	Obs	Rank sum	Expected
0	60	3809	3630
1	60	3451	3630
Combined	120	7260	7260

Unadjusted variance 36300.00
Adjustment for ties 0.00
Adjusted variance 36300.00

H0: CAR2(EUDummy==0) = CAR2(EUDummy==1)
z = 0.940
Prob > |z| = 0.3475
Exact prob = 0.3501

Bilaga 14 *Welchs ojämlika-varians t-test, Nordiska familjebolag 1 och Europeiska familjebolag 0, för de 120 bolagen i urvalet under eventfönstret [-1, +1]*

```
Two-sample t test with unequal variances
```

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	60	.0256265	.0082882	.0641998	.009042	.0422111
1	60	.0069192	.0055141	.0427123	-.0041145	.017953
Combined	120	.0162729	.0050301	.0551019	.0063128	.026233
diff		.0187073	.0099549		-.0010366	.0384512

```

diff = mean(0) - mean(1)                                t = 1.8792
H0: diff = 0                                            Satterthwaite's degrees of freedom = 102.674

Ha: diff < 0                                          Ha: diff != 0                                         Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9685                                Pr(|T| > |t|) = 0.0631                               Pr(T > t) = 0.0315

```

Bilaga 15 *Wilcoxon's rangsummetest, Nordiska familjebolag 1 och Europeiska familjebolag 0, för de 120 bolagen i urvalet under eventfönstret [-1, +1]*

```
Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test
```

EUDummy	Obs	Rank sum	Expected
0	60	3919	3630
1	60	3341	3630
Combined	120	7260	7260

```

Unadjusted variance      36300.00
Adjustment for ties      0.00
Adjusted variance        36300.00

H0: CAR1(EUDummy==0) = CAR1(EUDummy==1)
z = 1.517
Prob > |z| = 0.1293
Exact prob = 0.1303

```

Bilaga 16 *Welchs ojämlika-varians t-test, Nordiska aktivt ägda familjebolag 1 och Europeiska aktivt ägda familjebolag 0, för de 91 bolagen i urvalet under eventfönstret [-3, +3]*

Two-sample t test with unequal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	42	.0227043	.0087711	.0568432	.0049907	.0404179
1	49	.0085145	.0066114	.0462797	-.0047786	.0218076
Combined	91	.0150637	.0054115	.0516223	.0043128	.0258145
diff		.0141898	.0109837		-.0076727	.0360522

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.2919
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 79.0329

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.8999 Pr(|T| > |t|) = 0.2002 Pr(T > t) = 0.1001

Bilaga 17 *Wilcoxon's rangsummetest, Nordiska aktivt ägda familjebolag 1 och Europeiska aktivt ägda familjebolag 0, för de 91 bolagen i urvalet under eventfönstret [-3, +3]*

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

EUDummy	Obs	Rank sum	Expected
0	42	2086	1932
1	49	2100	2254
Combined	91	4186	4186

Unadjusted variance 15778.00
Adjustment for ties -0.00
Adjusted variance 15778.00

H0: CAR3(EUDummy==0) = CAR3(EUDummy==1)
z = 1.226
Prob > |z| = 0.2202
Exact prob = 0.2229

Bilaga 18 *Welchs ojämlika-varians t-test, Nordiska aktivt ägda familjebolag 1 och Europeiska aktivt ägda familjebolag 0, för de 91 bolagen i urvalet under eventfönstret [-2, +2]*

Two-sample t test with unequal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	42	.0223493	.008687	.056298	.0048056	.039893
1	49	.0044275	.0066883	.0468179	-.0090201	.0178752
Combined	91	.0126991	.0054406	.0518999	.0018905	.0235078
diff		.0179218	.0109634		-.0038961	.0397397

diff = mean(0) - mean(1) t = 1.6347
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 80.0024

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9470 Pr(|T| > |t|) = 0.1060 Pr(T > t) = 0.0530

Bilaga 19 *Wilcoxon's rangsummetest, Nordiska aktivt ägda familjebolag 1 och Europeiska aktivt ägda familjebolag 0, för de 91 bolagen i urvalet under eventfönstret [-2, +2]*

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

EUDummy	Obs	Rank sum	Expected
0	42	2145	1932
1	49	2041	2254
Combined	91	4186	4186

Unadjusted variance 15778.00
Adjustment for ties -0.00
Adjusted variance 15778.00

H0: CAR2(EUDummy==0) = CAR2(EUDummy==1)
z = 1.696
Prob > |z| = 0.0899
Exact prob = 0.0908

Bilaga 20 *Welchs ojämlika-varians t-test, Nordiska aktivt ägda familjebolag 1 och Europeiska aktivt ägda familjebolag 0, för de 91 bolagen i urvalet under eventfönstret [-1, +1]*

Two-sample t test with unequal variances

Group	Obs	Mean	Std. err.	Std. dev.	[95% conf. interval]	
0	42	.0216882	.009721	.0629994	.0020562	.0413202
1	49	-.0045183	.0043573	.0305014	-.0132793	.0042428
Combined	91	.007577	.0052171	.0497677	-.0027876	.0179416
diff		.0262064	.0106529		.0048756	.0475372

diff = mean(0) - mean(1) t = 2.4600
H0: diff = 0 Satterthwaite's degrees of freedom = 57.1595

Ha: diff < 0 Ha: diff != 0 Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.9915 Pr(|T| > |t|) = 0.0169 Pr(T > t) = 0.0085

Bilaga 21 *Wilcoxon's rangsummetest, Nordiska aktivt ägda familjebolag 1 och Europeiska aktivt ägda familjebolag 0, för de 91 bolagen i urvalet under eventfönstret [-1, +1]*

Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test

EUDummy	Obs	Rank sum	Expected
0	42	2197	1932
1	49	1989	2254
Combined	91	4186	4186

Unadjusted variance 15778.00
Adjustment for ties -0.00
Adjusted variance 15778.00

H0: CAR1(EUDummy==0) = CAR1(EUDummy==1)
z = 2.110
Prob > |z| = 0.0349
Exact prob = 0.0348