



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå, 15 HP

VT14

# Politiska bidrag och överavkastning

-Effekten av politiska bidrag till amerikanska presidentval på företags framtida  
avkastning

## **Författare:**

Abadullah Abid

Victor Friberg

Sebastian Segerström

Edi Zulfaj

## **Handledare:**

Tore Eriksson

## Sammanfattning

**Titel:** Politiska bidrag och överavkastning -Effekten av politiska bidrag till amerikanska presidentval på företags framtida avkastning

**Seminariedatum:** 2014-06-04

**Ämne/kurs:** Examensarbete i finansiering på kandidatnivå 15 Hp, FEKH89

**Författare:** Abadullah Abid, Victor Friberg, Sebastian Segerström och Edi Zulfaj

**Handledare:** Tore Eriksson

**Nyckelord:** Överavkastning, Presidentval, USA, Rent-Seeking, Företags Politiska Aktivitet

**Syfte:** Uppsatsen syftar till att undersöka huruvida företags, eller dess anställdas, donationer till amerikanska presidentvalskampanjer påverkar företags framtida aktiekursutveckling.

**Metod:** En period fixed effects-modell användes för att undersöka sambandet mellan politiskt engagemang, relativa preferenser och överavkastning. Detta gjordes för presidentvalen 2004, 2008 och 2012.

**Teoretiska perspektiv:** Huvudsaklig teori utgår från Rent-Seeking samt företags politiska aktivitet (Corporate Political Activity). Vidare behandlas marknadsmodellerna Capital Asset Pricing Model samt Fama Frenchs fyrfaktors-modell.

**Empiri:** Data för politiska bidrag erhöles från Center For Responsive Politics. De företag som kunde härledas till störst donationer, respektive de företag vars anställda donerat mest valdes ut och deras aktiekursutveckling analyserades. Dessa företag är börsnoterade vid NASDAQ, NYSE eller AMEX och aktiedata hämtades från Finance Yahoo!.

**Resultat och slutsats:** För företags donationer till 527-grupper kan inget signifikant samband mellan överavkastning och någon av kontributionsvariablerna fastställas. Det går däremot för de företag vars anställda donerat till presidentvalskampanjer. När CAPM användes som marknadsmodell gavs resultatet att de företag vars anställda enbart donerade till Obama slog marknaden med 8% då 6 månader passerat efter valen 2008 och 2012.

## **Abstract**

**Title:** Political Contributions and Excess Stock Returns: The effect of political contributions to presidential elections in the U.S. on corporate stock returns.

**Seminar date:** 2014-06-04

**Course:** FEKH89, Degree Project in Finance, Undergraduate level, 15 credits

**Authors:** Abadullah Abid, Victor Friberg, Sebastian Segerström and Edi Zufaj

**Advisor:** Tore Eriksson

**Key words:** Excess return, Presidential election, USA, Rent-seeking, Corporate Political Activity

**Purpose:** The purpose of this paper was to investigate the relationship between corporate campaign contributions, contributions from agents of the firm and stock returns.

**Method:** A period fixed effects model was used to establish the relationship between political activity, relative preferences and excess stock return. This was done for the presidential elections 2004, 2008 and 2012.

**Theoretical perspective:** The main theories applicable in this thesis is Rent-seeking theory and Corporate Political Activity. Theory regarding the market models Capital Asset Pricing Model and Fama French's four factor model is also discussed.

**Empirical foundation:** Contribution data was obtained from Center For Responsive Politics. The firms that contributed the most along with the firms whose employees donated the most was chosen and their stock returns were further analysed. These corporations are listed at NASDAQ, NYSE or AMEX and stock prices were collected from Finance Yahoo!.

**Results and conclusions:** No evidence could be found that supports a relationship between political activity, political preferences and excess stock returns for firms contributing to 527-groups. For those firms that have employees that contribute a relationship were established. When applying the CAPM-model it was found that the firms having employees that only contributed to Obama experienced an 8% abnormal stock return 6 months after the presidential elections 2008 and 2012.

# Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>Introduktion .....</b>	<b>1</b>
1.1	Bakgrund .....	1
1.2	Problemdiskussion .....	1
1.3	Problemformulering .....	3
1.4	Syfte .....	3
1.5	Avgränsningar .....	3
1.6	Målgrupp .....	3
1.7	Disposition .....	3
<b>2</b>	<b>Teoretisk referensram .....</b>	<b>5</b>
2.1	Rent-seeking .....	5
2.2	Företags politiska aktivitet (Corporate Political Activity) .....	7
2.3	Politiska bidrag och regleringar .....	8
2.4	CAPM och Fama-Frenchs fyrfaktors-modell .....	10
2.5	Tidigare forskning .....	11
<b>3</b>	<b>Metod .....</b>	<b>14</b>
3.1	Kontributionsvariabler .....	14
3.2	Avkastningsvariabler .....	15
3.3	Ekonometrisk modell .....	17
<b>4</b>	<b>Data .....</b>	<b>20</b>
4.1	Kontributionsdata .....	20
4.2	Aktiedata .....	21
4.3	Industridata .....	22
4.4	Deskriptiv statistik .....	22
<b>5</b>	<b>Resultat .....</b>	<b>26</b>
5.1	Företags donationer till 527-grupper .....	26
5.1.1	CAPM som marknadsmodell på aggregerad nivå .....	26
5.1.2	CAPM som marknadsmodell under Obamaåren .....	27
5.1.3	Fama Frenchs fyrfaktors-modell på aggregerad nivå .....	28
5.1.4	Fama Frenchs fyrfaktors-modell under Obamaåren .....	28
5.2	Företag vars anställda donerar mest till presidentvalskampanjer .....	31
5.2.1	CAPM på aggregerad nivå .....	31
5.2.2	CAPM under Obamaåren .....	32
5.2.3	Fama Frenchs fyrfaktors-modell på aggregerad nivå .....	32
5.2.4	Fama Frenchs fyrfaktors-modell under Obamaåren .....	33
<b>6</b>	<b>Analys och diskussion .....</b>	<b>36</b>
<b>7</b>	<b>Slutsatser .....</b>	<b>39</b>
<b>8</b>	<b>Källförteckning .....</b>	<b>40</b>
<b>Bilagor .....</b>	<b>43</b>	
Bilaga 1	White's test .....	43
Bilaga 2	Fördelning av donationer mellan sektorer .....	44
Bilaga 3	Donationer från företag till 527-grupper och donationer från anställda .....	45

# 1 Introduktion

I det inledande kapitlet ges en introduktion och bakgrund till det ämne som uppsatsen ämnar behandla. I avsnittet redogörs även för problemdiskussion, problemformulering, studiens syfte och de avgränsningar som gjorts. Vidare beskrivs uppsatsens tänkta målgrupp samt disposition.

## 1.1 Bakgrund

Företag är i stor utsträckning beroende av de beslut som fattas i den politiska sfären, oavsett om dessa handlar om offentlig upphandling, införandet av tullar eller förändringar i aktuella skattesatser. Det kan handla om beslut kring tillåtande för utbyggnad av mark eller planerandet av framtida infrastrukturförändringar. Detta innebär att det finns stora incitament för företag att försöka påverka utfallen i dessa olika beslut för att gynna sin position på marknaden. Många företag arbetar därför aktivt med att stärka sin politiska ställning genom exempelvis lobbyverksamhet och donationer för att stödja politiska kampanjer (Huber, 2011). Dessa företag är spridda över de flesta sektorerna inom näringslivet men de som tros dra störst nytta av ett politiskt engagemang är de som verkar inom industrier där staten är en stor kund eller de som verkar i industrier som är kraftigt reglerade såsom tobaks- eller läkemedelsindustrin (Kim, 2008).

Den viktigaste politiska posten i USA är presidentposten och det är presidenten som har störst möjlighet att genomföra stora policyförändringar eller åstadkomma stora förändringar i statsbudgeten. Det är den makt som presidenten besitter som leder till att företag har stora incitament att försöka påverka utfallet i presidentval genom att bidra till den eller de presidentkandidater som för en politik som företaget tror kommer leda till att deras framtida prestation ökar. Som ett mått på företagets prestation används generellt dess aktiekurs eftersom aktiekursen ger en god indikation kring marknadens syn på företaget. Om det politiska engagemanget resulterar i framtida fördelar på grund av utfall i presidentval bör detta speglas i aktiekursen relativt marknaden och därför utgör detta en god grund för att studera om just dessa företag åtnjuter överavkastning åren som följer ett presidentval (Huber, 2011). Det är av dessa anledningar som denna studie kommer behandla företags eftersträvan att påverka, genom donationer till valkampanjer, utfallen i de amerikanska presidentvalen.

## 1.2 Problemdiskussion

Faktumet att företag engagerar sig politiskt genom att de donerar pengar till olika politiska aktiviteter har tidigare undersökts i diverse olika sammanhang. Att det skulle finnas ett direkt samband mellan företags donationer och framtida överavkastning är inte helt klart och de resultat

som presenteras av den befintliga forskningen är högst tvetydlig. En rad olika angreppssätt har använts för att studera samband mellan företags bidrag till politiska ändamål och aktiekursutveckling. Dessa kan generellt sett delas upp i de som fokuserar på eventstudier med korta tidsintervall (Jayachandran, 2006; Gaikwad, 2013; Knight 2006), de som fokuserar på längre tidsserier (Huber, 2011; Kim, 2008; Aggarwal, 2012), de som studerar få företag (Huber, 2011) och de som studerar många företag (Aggarwal, 2012). Dessa studier kan även delas upp beroende på den politiska nivå de studerar, dvs. om de studerar bidrag till exempelvis presidentval (Huber, 2011; Knight 2006), val till senaten (Jayachandran, 2006) eller val till andra politiska instanser (Cooper, 2009). Dessa olika angreppssätt leder till att det finns stora kontraster mellan de slutsatser som dras kring företags donationer och aktieavkastning. Som exempel presenterade Aggarwal m.fl. (2012) en studie där de ser till företags ”soft money”-donationer samt bidrag till 527-grupper och deras följande avkastning där slutsatsen de drar är att dessa företag generellt sett underpresterar relativt marknaden. I motsats till studien av Aggarwal m.fl. (2012) presenterade Huber m.fl. (2011) en studie där de undersöker sambandet för få företag, de 100 som kan härledas till störst bidrag till presidentvalskampanjer mellan åren 1992 och 2004, och deras följande aktiekursutveckling relativt marknaden. Där finner Huber m.fl. (2011) att då de studerar dessa 100 företag finns det ett positivt samband mellan företagets donationer och överavkastning.

Många av de studier som genomförts ser till hur företaget använder ekonomiska medel för att påverka val, men företagen har även möjlighet att påverka sina anställda att engagera sig i de frågor som är intressanta för företaget. Det kan vara så att exempelvis framtida anställningsmöjligheter i stor grad påverkas av utfall i val och därför är det inte orimligt att tänka sig att företag försöker påverka sina anställda att donera pengar till de kandidater som tros förse företaget med förutsättningar att fortsätta sin verksamhet. De anställda kan även tänkas dra privatekonomiska fördelar av att företagets aktiekurs utvecklas positivt om de till exempel har delar av sin lön knutna till aktiekursförändringen. Detta skulle i så fall leda till incitament för de anställda att donera till de kandidater som tros verka positivt för företaget. Huruvida det finns någon skillnad mellan de företag som använder företagets finanser för att bidra till politiska kampanjer och de företag vars anställda gör det är oklart men att undersöka om det finns en skillnad ses av författarna som intressant.

### **1.3 Problemformulering**

De övergripande frågeställningar som sammanfattar problemdiskussion är framförallt de följande:

Är det möjligt att förutspå en framtida överavkastning för de företag som kan relateras till störst donationer till presidentvalskampanjer?

Finns det någon skillnad då analysen innefattar de företag som använder företagets pengar för att finansiera bidraget och då den innefattar de företag vars anställda bidrar med störst donationer?

### **1.4 Syfte**

Uppsatsen syftar till att undersöka huruvida företags, eller dess anställdas, donationer till amerikanska presidentvalskampanjer påverkar företagets framtida aktiekursutveckling. Detta genomförs för valen 2004, 2008 samt 2012 för att bidra med kunskap kring detta samband för en tidsperiod som tidigare inte fullständigt undersökts.

### **1.5 Avgränsningar**

De kandidater som data samlas in och analyseras för ska ha varit den ledande kandidaten för antingen republikanerna eller demokraterna två år innan valen 2004, 2008 samt 2012. De företag som analyseras är börsnoterade i USA vid NASDAQ, NYSE eller AMEX, vilket innebär att divisioner och dotterbolag till icke-amerikanska bolag utesluts. De bidrag som kommer från individer limiteras till de som överstiger \$200 och enbart de som direkt riktas till en av de två presidentkandidaterna tas med.

### **1.6 Målgrupp**

Den målgrupp som uppsatsen riktar sig mot är ekonomistudenter på kandidatnivå med inriktning mot finansiering men också för företagspersonal och de som allmänt har ett intresse för sambandet mellan företagsdonationer och avkastning.

### **1.7 Disposition**

I den första delen av uppsatsen beskrivs den teoretiska referensramen, avsnitt 2. I detta avsnitt beskrivs relevant forskning och teori som kopplas till de aktuella frågeställningarna som uppsatsen behandlar. Det är framförallt teori kring rent-seeking och företags politiska aktivitet och hur detta kan tänkas påverka deras framtida prestationer som särskilt behandlas.

Det påföljande kapitlet beskriver de metoder eller tillvägagångssätt som använts för att genomföra studien. Avsnittet börjar med en genomgång av de variabler som användes följt av en beskrivning av den ekonometriska modell som tillämpades.

I uppsatsens fjärde del ges en beskrivning av data som användes för att genomföra undersökningen. Kapitlet behandlar särskilt hur data samlades in samt hur den behandlades innan analysen.

I resultatdelen som är uppsatsens femte del redovisas de resultat som undersökningen gav. Resultatdelen följs av analys- och diskussionsavsnittet där innebörden av resultaten samt kopplingen till tidigare forskning och undersökningens problemformulering beskrivs.

Den avslutande delen av uppsatsen, slutsatser, ger en djupare diskussion kring undersökningens resultat och den analys som genomfördes. Avsnittet avslutas med förslag till fortsatta studier.



## 2 Teoretisk referensram

I kapitlet behandlas de huvudsakliga mekanismer som tros ligga bakom företags och dess anställdas donationer till presidentvalskampanjer. Framförallt presenteras teori kring rent-seeking, företags politiska aktivitet (corporate political activity) och marknadsmodellerna Capital Asset Pricing Model (CAPM) samt Fama-Frenchs fyrfaktors-modell. I kapitlet ges även en beskrivning av hur regelverket har formats sedan politiska donationer började regleras samt hur lagverket ser ut idag. I avsnittets sista del redovisas tidigare forskning inom ämnet med fokusering på USA och politiska bidrag av företag samt beroende personer i dess närhet.

### 2.1 Rent-seeking

Rent-seeking som fenomen beskrevs för första gången av Gordon Tullock i artikeln ”*The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft*” (1967) men det var först 1974 som termen rent-seeking anammades i Anne Kreugers artikel ”*The Political Economy of Rent-Seeking Society*” (1974). I rent-seekingteorin beskrivs framförallt varför företag, organisationer och individer spenderar pengar för att öka sin förmögenhet utan att skapa något nytt värde.

I de flesta marknadsekonomier ingriper staten genom att införa diverse olika restriktioner såsom begränsad import av vissa typer av varor, exportsubventioner eller genom att tillåta monopol att bildas. Detta leder till att det finns incitament för diverse aktörer på de specifika marknaderna att försöka dra nytta av dessa restriktioner genom att exempelvis tävla om rätten att importera vissa typer av varor. I Anne Kruegers artikel (1974) beskrivs hur utdelandet av importlicenser påverkar aktörers sätt att agera vid investeringsval. Då en stat delar ut importlicenser i relation till företags kapacitet leder detta till att företagen väljer att investera i kapacitetsutökning eftersom detta leder till att aktören får en större del av den totala importen. Den rationella företagaren kommer i en sådan situation att fortsätta investera i ökad kapacitet tills det att avkastningen för ytterligare importlicenser är lika med avkastningen för andra typer av investeringar. Detta innebär att företagare förbrukar resurser enbart i syfte att erhålla importlicenser, vilket inte skapar värde utan ger värde på bekostnad av den som inte erhåller licensen. Detta är ett typiskt exempel av rent-seeking men fenomenet är applicerbart i en rad andra situationer där staten ingriper och belägger marknaden med restriktioner såsom vid införandet av minimilöner eller olika skattereformer. På grund av att inget nytt värde skapas, då företag gör denna typ av investeringar, genererar denna typ av beteende en allokering förlust för staten, vilket påverkar den totala välfärden i landet. Detta leder till att stater försöker minimera allokering förlusten genom att införa restriktioner som syftar till att hindra rent-seeking beteende. Då stater försöker begränsa aktörers förmåga att göra dessa typer av investeringar leder det till vidare implikationer eftersom vissa aktörer kommer

favoriseras. Som exempel kommer en viss aktör att favoriseras om den erhåller ensamrätt för import av en viss vara, vilket tros leda till inkomstojämlikheter då denna aktör erhåller all förmögenhet relaterad till importverksamheten. I Kreugers artikel påpekas att förekomsten av rent-seeking påverkar allmänhetens uppfattning av det ekonomiska systemet då de rika kan ses som lyckade rent-seekers och de fattiga som de som misslyckats i sin rent-seeking. Om allmänheten saknar tillit till det ekonomiska systemet och är av uppfattningen att företag, till viss del, lyckas på grund av rent-seekingbeteende kan det dessutom leda till politiska problem. Detta eftersom de då kan misstänka att politiska beslut till stor del påverkats av företags investeringar i rent-seeking. Detta kan leda till efterfrågan av vidare restriktioner mot rent-seekingbeteende, vilket enligt Kreuger leder till en ond cirkel då större restriktioner tros leda till än mer rent-seeking (Kreuger, 1974).

Desto större värde som aktörer kan erhålla på grund av sina investeringar, desto fler aktörer attraheras och desto mer är de beredda att spendera för att erhålla extra värde. Detta samband har utforskats i bland annat en artikel av Lott (2000), där Lott finner att ökningen i politikernas kampanjutgifter i USA i stor del kan förklaras av att de statliga utgifterna också ökat. Då de statliga utgifterna ökar leder det till att de finns ett större värde för företag att tävla om, vilket leder till att fler företag är beredda att spendera mer pengar i form av bidrag till politiker för att erhålla värdet. Lott (2000) argumenterar alltså för att ökningen i politikernas kampanjutgifter i USA är en konsekvens av rent-seeking.

Det är idag inte ovanligt att personer med ledande befattningar i företag har prestationsbaserade delar av sin lön i form av exempelvis aktieoptioner som knyts till resultatbaserade mått. Detta leder till att även dessa individer kan tänkas försöka påverka exempelvis utfall i politiska val för att stärka företagets position och därigenom sin egen privatekonomiska situation. Gupta m.fl. presenterade 2003 en artikel där de undersöker företags och dess chefers politiska bidrag till politiker som huvudsakligen sysslar med skattefrågor inför en ny skattereform i USA. De fann att de företag som hade mest att vinna på den nya skattereformen ökade sina donationer mest och att de företag som i större utsträckning hade resultatbaserade incitamentsprogram för sina chefer ägnade sig mer åt rent-seeking. De identifierar alltså att det inte enbart är företag som ägnar sig åt rent-seeking utan att även dess anställda gör detta då de kan identifiera ekonomiska fördelar i sådana investeringar (Gupta, 2003).

## 2.2 Företags politiska aktivitet (Corporate Political Activity)

Företags politiska aktivitet (Corporate Political Activity, CPA) definierades av Barry D. Baysinger 1984 i artikeln ”*Domain maintenance as an Objective of Business Political Activity: An Expanded Typology*” som företags försök att påverka statlig policybildning. I artikeln beskriver Baysinger (1984) att företag framförallt har tre motiv till att verka politiskt:

- 1) Att, från staten, erhålla monetära fördelar eller fördelar som minskar företagets utsatthet för konkurrens.
- 2) Att skydda organisationen från störningar i den miljö företaget verkar som skulle kunna skada legitimiteten av organisationens syften och mål.
- 3) Att skydda de metoder företaget använder för att uppnå sina syften och mål.

En rad olika faktorer som tros spela roll för företags politiska aktivitet har identifierats\* men den som tros spela störst roll är företagets storlek, mätt som bland annat tillgångar, försäljning, marknadsandelar eller antal anställda. Företagens storlek tros spela stor roll för dess politiska aktivitet eftersom större företag har fler intressenter och därmed också fler väljare som är beroende av företaget. Ett större företag kan förväntas ha de resurser som krävs för att påverka politiska processer och det har också visat sig att större företag i större utsträckning ägnar sig åt politiska aktiviteter (Hillman, 2004). Utöver företagets storlek tros även de företag som i större utsträckning är beroende av staten för sin fortlevnad vara mer politiskt aktiva än de som är relativt oberoende av staten. Detta eftersom förändringar i den politiska agendan kraftigt kan påverka företagets prestationer då de är beroende av att staten förser de med möjligheter att på ett framgångsrikt sätt driva sin verksamhet (*ibid*).

Företag som aktiverar sig i politiska sammanhang gör detta, enligt Baysinger, för att på något sätt säkerställa sin fortlevnad eller förbättra sin ekonomiska ställning (Baysinger, 1984). Huruvida företagets politiska aktivitet återspeglas i deras prestationer har undersökts i bland annat artiklar av Hillman m.fl. (1999), Marsh (1998), Shaffer m.fl. (2000), Shaffer (1995), Bowman m.fl. (2000) och Banker m.fl. (1995). Dessa studier finner, eller implicerar, att de finns ett samband mellan

---

\* För vidare beskrivning av de faktorer som tros påverka företags politiska aktivitet se ”*Corporate Political Activity: A Review and Research Agenda*” av Hillman m.fl. 2004.

företags prestationer och statlig policybildning, vilket tyder på att CPA är en viktig del i företags strategier för förbättrade prestationer.

### **2.3 Politiska bidrag och regleringar**

Redan i början av 1900-talet kom krav på att reglera finansieringsmöjligheter i federala valkampanjer. Detta ledde till diskussioner ifall möjligheterna till att ge bidrag från företag till politiska partier borde bannlysas. Detta ledde till att "Act of August 19" klubbades igenom 1911, vilket innebar att kongressen bannlyste alla bidrag från företag till politiska partier och även satte grundstenarna för upplysningskrav gällande politiska bidrag och utgifter. Fortsatt lagstiftning skedde men det var först 1971 när FECA (Federal Election Campaign Act) godkändes av kongressen som ett omfattande lagverk sattes på plats. Detta lade grunden för de regleringar som nu finns och skapade fundamentala förändringar kring finansieringsmöjligheter för de amerikanska valen. Kravbilden ändrades också, vilket innebar att både kandidater och politiska partier var tvungna att redovisa alla bidrag enligt det omfattande lagverk som FECA innebar. FECA vidareutvecklades 1974 efter Watergate skandalen, vilket innebar striktare penninggränser för bidrag både från privatpersoner, politiska partier och enskilda grupper. Striktare lagar och större reglering skulle begränsa kampanjbidragen och utgifter som uppkom och dessutom ställdes striktare krav på upplysning. Under denna tid bildades även kommissionen Federal Election Commission (FEC) vars syfte var att, oberoende, säkerställa följandet av det nya regelverket (Cooper, 2009).

FECA kräver att alla kandidater som ställer upp i federala val ska skapa kommittéer för deras kampanjer, kallade Political Action Committees, refererade som PACs. Även partier kan skapa dessa kommittéer och dessa måste registreras hos FEC. När partier eller kandidater mottar ett bidrag över \$200 av individer eller intressegrupper skall detta rapporteras. Om företag ska skänka pengar måste dessa företag skapa sina egna politiska kommittéer och ge bidrag genom dessa. Dessutom får enbart anställda av företaget i fråga skänka pengar till sitt företags politiska kommitté, inte bolaget självt i fråga. Utöver dessa regleringar finns det strikta penningssummor som måste följas (*ibid*).

FECA satte strikta gränser för politiska kommittéers möjlighet att ge bidrag med en maximal summa av \$10 000 till en kandidat per val (\$5 000 under primärvalet samt \$5 000 under allmänna val). Individer fick maximalt ge bidrag upp till \$2 000 per kandidat (varav \$1 000 även här får gå till primärval samt \$1 000 under allmänna val). Individer fick även skänka upp till \$5 000 till intressekommittéer och upp till \$20 000 till partikommittéer. Utöver dessa regler fick

privatpersoner maximalt skänka \$25 000 till politiska kandidater under en cykel. Alla dessa maxgränser gäller för en cykel, vilket pågår under 2 år (*ibid*).

Det finns dock två undantag till dessa regler, vilka har använts flitigt. Det första undantaget innebär att både privatpersoner och intressegrupper kan spendera obegränsade mängder pengar när det kommer till ”oberoende utgifter” till politiska kandidater, så länge dessa kostnader inte är i samband med kandidat eller partikampanjer. Det andra undantaget gäller ”soft-money”-bidrag, dessa bidrag skulle användas för utgifter i samband med röstningsprocessen men kom mer och mer att bli ett sätt att bidra till specifika kandidater och partier (*ibid*).

2002 kom BCRA (Bipartisan Campaign Reform Act), vilken ändrade möjligheterna till att finansiera politiska kandidater och partier. Möjligheten till att ge ”soft-money”-bidrag stoppades helt då FECA misslyckats med att stoppa de som skänkt pengar i tidigare val. Soft money var just de pengar som samlades in utanför de begränsningar och förbud som The Federal Campaign Act innebar. Då BCRA infördes ändrades också de penningbelopp som tidigare klubbats igenom i FECA. Privatpersoners möjlighet till att skänka bidrag höjdes från \$2 000 till \$4 000 per kandidat samtidigt som privatpersoners möjligheter till att skänka pengar till intressekommittéer och partikommittéer ökade till att de maximalt får ge \$95 000 under varje 2 årig cykel. BCRA ändrade möjligheterna för nationella partier att spendera icke federalt kapital och kräver att de pengar som spenderas kommer från federala medel, även känt som ”hard money”. Reglerna för reklamöjligheter för kandidater ändrades genom att limitera privata utgifter, vilket innebär att intressegrupper inte är tillåtna att betala för en kandidats reklam 30 dagar innan ett primärval samt 60 dagar innan ett allmänt val. Enbart privatpersoners bidrag eller reglerade bidrag får under dessa tider stå för reklamkostnad för politiska kandidater (*ibid*; Federal Election Commission, 2014a).

Ett av de vanligaste sätten för företag att donera pengar idag är igenom så kallade 527-grupper, vilka existerar med ett enda syfte. Detta syfte är att ta emot och sprida finansiella medel för att kunna påverka val och kandidater i allmänna och federala val. Fördelen för dessa organisationer är att dessa inte står under FECs regelverk och har därmed inte samma restriktioner, så länge de som driver organisationen inte uttryckligen stödjer eller motarbetar en viss kandidat eller ett visst parti. Istället sker redovisningen hos Internal Revenue Service (Federala skattemyndigheten), även känt som ”IRS”. På grund av förbudet mot ”soft money” i BCRA 2002 har organisationer som faller under 527-regelverket (Sektion 527 i Internal Revenue Code) ökat då dessa gått runt det

regelverk som är satt på plats för att stoppa dessa oreglerade donationer (*ibid*; Federal Election Commission, 2014b).

## 2.4 CAPM och Fama-Frenchs fyrfaktors-modell

1952 la Harry Markowitz grunden för modern portföljvalsteori. Tolv år senare utvecklades Capital Asset Pricing Model (CAPM) i artiklar av William Sharpe (1964), John Lintner (1965) och Jan Mossin (1966). I CAPM görs vissa antaganden som exempelvis antagandet att alla individer är så lika som möjligt, bortsett från förmögenhet och riskaversion. Antagandena är att det finns många investerare och de är enskilt små i förhållande till marknaden och därav kan de inte själva påverka priset genom att handla diverse tillgångar. Alla investerare investerar över samma tidshorisont och de har alla samma utbud av tillgångar och kan endast handla publika börsnoterade bolag. De har möjligheten att låna och låna ut pengar till riskfri ränta och de betalar ingen skatt eller transaktionskostnader. Investerarna anses även vara rationella i den meningen att de strävar efter att optimera förhållandet mellan förväntad avkastning och risk, dvs. de använder Markowitz teori för att välja portfölj. Deras förväntningar är homogena, vilket innebär att de har samma förväntningar på avkastning, risk och kovariansmatris för olika värdepapper. Utifrån dessa antaganden kommer alla investerare att hålla en portfölj bestående av alla handlade tillgångar, nämligen marknadsportföljen. Marknadsportföljen ligger på den effektiva fronten och tangerar Capital Asset Line, vilken är unik för investeraren. Det enda som skiljer investerarna åt är därför hur mycket de investerar i sin riskfyllda portfölj och i den riskfria tillgången (Bodie, 2011). Detta leder till CAPM:

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f]$$

Där  $E(r_i)$  är företag  $i$ s förväntade avkastning,  $r_f$  är den riskfria tillgången,  $E(r_m)$  är marknadens förväntade avkastning och  $\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$ .

CAPM säger att det är endast systematisk risk som prissätts, dvs. investerare kräver ingen kompensation för den unika risken. CAPM har empiriskt visats inte hålla då S&P 500 använts som marknadsportfölj. I verkligheten är det svårt att skapa en marknadsportfölj men praktiskt brukar stora börsindex ses som ett tillräckligt bra substitut. Trots detta används CAPM fortfarande i stor grad och vissa antaganden som att marknadsportföljen är den optimala portföljen har visats ligga nära sanningen (*ibid*).

En alternativ modell till CAPM är att försöka hitta fler faktorer som är relevanta för den systematiska risken. Dessa faktorer väljs utifrån empirisk data och Eugene F. Fama och Kenneth

R. French (Fama, 1996) utvecklade den modell som har kommit att dominera empiriska undersökningar, nämligen Fama French trefaktors-modell (Bodie, 2011):

$$E(r_i) = r_f + \beta_{m,i}[E(r_m) - r_f] + \beta_{SMB,i}SMB + \beta_{HML,i}HML + \alpha$$

Där SMB står för ”Small minus big”, vilket består av en portfölj av små företags avkastningar minus en portfölj av stora företags avkastningar. HML står för ”High minus low”, vilket består av en portfölj av företag med hög kvot mellan bokföringsmässigt värde och marknadsvärde minus en portfölj bestående av företag med låg kvot mellan bokföringsmässigt värde och marknadsvärde. Anledningen till att den riskfria tillgången inte subtraheras från SMB och HML är för att de redan är differensen av avkastningen mellan två tillgångar. Dessa är alltså avkastningspremium av en portfölj relativt en annan, precis som marknadens riskpremium är differensen mellan marknadens avkastning och den riskfria tillgången (*ibid*).

Mark M. Carhart (Carhart, 1997) introducerade en fjärde faktor i Fama Frenchs trefaktors-modell, nämligen momentum. I uttrycket för Fama Frenchs trefaktors-modell läggs därför en momentumfaktor, med dess beta, in. Med momentumfaktorn ville Carhart ta hänsyn till tendensen att dåligt presterande företag fortsätter prestera dåligt och bra presterande företag fortsätter prestera bra. Ronnie Sadka har visat att en del av momentumfaktorn är relaterad till likviditet och tar därmed hänsyn till likviditetsrisk, vilket kan förklara en del av den abnormala avkastningen (Bodie, 2011).

## 2.5 Tidigare forskning

Sambandet mellan företags politiska engagemang och överavkastning har tidigare behandlats i en mängd olika sammanhang med varierande resultat. Eftersom denna uppsats behandlar situationen i USA är det framförallt litteratur som relaterar till den amerikanska marknaden som behandlas i detta avsnitt.

En av de studier som ser till företags politiska engagemang och marknadens reaktion på förändringar i det politiska landskapet är eventstudien ”The Jefford Effect” av Seema Jayachandran som publicerades 2006. I artikeln undersöktes sambandet mellan företags ”soft-money”-donationer och deras marknadsvärde dagarna efter det att Senator James Jefford i maj 2001 lämnade det republikanska partiet och därmed förändrade maktbalansen i den amerikanska senaten så att demokraterna tog över makten. I denna eventstudie finner Jayachandran att per \$250 000 som donerades till det republikanska partiet förlorade företaget 0.8% i marknadsvärde då maktbalansen abrupt förändrades i senaten (Jayachandran, 2006). I ”Presidential Prospects, Political Support, and Stock Market Performance” av N. Gaikwad från 2013 identifierar Gaikwad

skillnaderna i avkastning hos de företag som donerat till demokraterna respektive republikanerna före Bin Ladens död. Det finns ett tydligt samband som visar på att de som valt att donera till demokraterna i de två tidigare cyklerna fick en generell överavkastning, medan de företag som donerat till republikanerna fick en generell underavkastning. Empirisk data visar att under valcykeln 2007-2008 blir skillnaden för varje \$100 000 som blivit donerad till demokraterna en överavkastning för företaget på 0.194% per dag medan republikanerna får en underavkastning på 0.159% under motsvarande tid. Vidare visar studien på att de som donerat till demokraterna får en 9.77% högre sannolikhet att nå överavkastning medan de som donerat till republikanerna får en motsatt effekt. Undersökningen ger belägg för att företagen som stödjer rätt politiker får en fördelaktig avkastning relativt övriga bolag (Gaikwad, 2013). Vidare behandlar J-H Kim i artikeln "Corporate Lobbying Revisited" från 2008 hur kostnader för lobbying och kampanjbidrag bidrar till överavkastning jämfört med marknaden som helhet och även relativt till inom vilken industri bolaget verkar i. Genom att använda sig av S&P 500 index får J-H Kim fram data som tyder på en överavkastning hos de företag som aktivt donerar och använder sig av lobbying. Framförallt är det bolag i koncentrerade och högt reglerade industrier som väljer att engagera sig aktivt i både lobbying och kampanjdonationer (Kim, 2008). Cooper m.fl. (2009) undersöker huruvida företag som stödjer olika kandidater på olika politiska nivåer påverkas av sitt politiska engagemang i form av överavkastning. Den främsta slutsatsen de drar är att företag som stödjer en stor mängd kandidater, som kandiderar för poster i den geografiska region som företaget verkar i, belönas på grund av de bidrag som ges (Cooper, 2009).

Företags bidrag till presidentvalskampanjer studeras av Huber m.fl. i en artikel från 2011 där de ur både ett företagsperspektiv och ett investerarperspektiv undersöker samband mellan donationer och överavkastning. De argumenterar i sin artikel för att presidenten, i form av yttersta beslutsfattare i USA, har störst möjlighet att genomföra stora förändringar i exempelvis stadsbudget och därför bör räntesökande företag framförallt försöka stödja de kandidater de tror kommer gynna deras verksamhet. De finner ett positivt och signifikant samband mellan både företags relativa preferens för den ena eller andra presidentkandidaten samt mellan företagens totala politiska engagemang relativt dess marknadsvärde och framtida överavkastning. De argumenterar för att företag som i större utsträckning stödjer en kandidat får större möjlighet att påverka denna kandidat då den vinner presidentvalet och det är därför detta positivt korrelerar med framtida överavkastning. I publikationen argumenterar de vidare för att dessa typer av undersökningar bör flyttas från ett makroperspektiv mot ett mikroperspektiv i den meningen att få företag bör studeras istället för effekter på hela marknaden (Huber, 2011).



I motsats till de artiklar som finner ett positivt samband mellan avkastning och politiska donationer presenterade Aggarwal m.fl. en artikel 2012 där de istället finner ett negativt samband. De finner att en ökning i donationer med \$10 000 motsvarar en försämring i företagets avkastning med 7.4 procentenheter. De använder i sin artikel ett makroperspektiv där de ser till alla listade bolag som donerar pengar till 527-grupper samt via ”soft money”-donationer. För dessa företag finner de att de företag som donerar pengar lider av problem med att generera positiva kassaflöden och att donationerna kan vara ett resultat av otillräcklig bolagsstyrning (Aggarwal, 2012).

### 3 Metod

Den metod som används i uppsatsen bygger i stor utsträckning på den som presenterades av Huber m.fl. (2011) men utvecklas genom att bland annat kontrollera för företagens sektorstillhörighet. I artikeln av Huber m.fl. (2011) presenteras resultat för presidentval i perioden 1992 till 2004 och denna uppsats tar vid där de slutar, valet 2004, och fortsätter analysen för valen 2008 samt 2012. Denna uppsats kommer även att försöka behandla endogenitetsproblemet med utelämnade kontrollvariabler genom att använda en ”period fixed effects” modell.

Detta avsnitt börjar med en beskrivning av de variabler som användes i den påföljande regressionsanalysen och fortsätter sedan med att beskriva den ekonometriska modell som användes för att besvara de frågor som ställts i uppsatsens inledande kapitel.

#### 3.1 Kontributionsvariabler

Då två år kvarstår till ett presidentval finns det i realiteten enbart två kandidater med verkliga chanser att vinna valet. Därför har företag, eller dess anställda, i realiteten enbart valet att donera pengar för att stödja den republikanska representanten eller motsvarande representant för demokraterna. För att mäta företagets preferens för den ena eller den andre presidentkandidaten skapas en variabel som Huber m.fl. (2011) kallar PERCDIFF. Denna variabel skapas för att kunna mäta effekten av företagets preferens för vinnaren eller förloraren i valet och hur detta påverkar företagets avkastning. Det skulle kunna vara så att företag som är mer dedikerade till den ena kandidaten än den andre ges större utrymme att påverka denna kandidat då den väljs som president och de policyförändringar som denne kan tänkas genomföra. PERCDIFF beräknas på följande sätt (Huber, 2011):

$$PERCDIFF_{i,j} = \frac{CGOV_{i,j}}{Total_{i,j}} - \frac{COPP_{i,j}}{Total_{i,j}}$$

Där  $CGOV_{i,j}$  är den del som företag  $i$  ger till vinnaren av presidentvalet i val-cykel  $j$ .  $COPP_{i,j}$  är den del som företag  $i$  ger till den förlorande kandidaten i samma val-cykel  $j$ .  $Total_{i,j}$  är den totala mängden som företag  $i$  ger till båda kandidater i val-cykel  $j$ . Eftersom företag kan välja att dela upp sina bidrag till både vinnaren och förloraren kommer PERCDIFF vara ett tal mellan -1 och +1 där -1 representerar ett företag som enbart donerade till den förlorande kandidaten och +1 representerar företag som enbart donerade till den vinnande kandidaten (*ibid*).

Den andra kontributionsvariabeln som används är den som Huber m.fl. kallar CTOT och den syftar till att mäta företags totala politiska aktivitet. Denna variabel är extra viktig för de företag som donerar stora summor men som delar upp sina donationer relativt jämt mellan de två olika

kandidaterna. Dessa företag skulle ges ett PERCDIFF som är nära 0 men genom att ta hänsyn till denna variabel fångas dessa företag upp i regressionen. Det faktum att företag väljer att dela upp sina donationer kan ses som en typ av riskspridning eller diversifiering då företaget kommer att ha investerat i den vinnande kandidaten, oavsett vilken kandidat som vinner valet. Företagens donationer mäts i denna variabel inte i absoluta mått utan donationer ställs i relation till företagets marknadsvärde. Detta eftersom stora donationer från stora företag signalerar mindre politiskt engagemang än stora donationer från mindre företag då donationerna utgör en större del av företagets totala värde. CTOT beräknas på följande sätt (*ibid*):

$$CTOT_{i,j} = \log \frac{\frac{Total_{i,j}}{Total_j}}{\frac{MCAP_{i,j}}{MCAP_j}}$$

Där  $Total_{i,j}$  är den totala mängd som företag  $i$  donerar i val-cykel  $j$ .  $Total_j$  är den genomsnittliga donationen under val-cykel  $j$ .  $MCAP_{i,j}$  är marknadsvärdet för företag  $i$  sista dagen av val-cykel  $j$  och  $MCAP_j$  är det genomsnittliga marknadsvärdet för företagen i val-cykel  $j$ . Eftersom donationerna ökar kraftigt under den tidsperiod som studeras, precis som för Huber m.fl. (2011), divideras varje  $Total_{i,j}$  med den genomsnittliga totala donationen för varje val-cykel  $j$ . Samma procedur genomförs för företagets marknadsvärde då  $MCAP_{i,j}$  divideras med det genomsnittliga marknadsvärdet för de företag som tidigare valdes ut i varje val-cykel  $j$ . Den slutliga justeringen som måste göras då bidragen kraftigt ökar över tid är att ta den naturliga logaritmen av det värdet som ges eftersom detta då linjäriserar det exponentiellt ökande värdet (*ibid*).

### 3.2 Avkastningsvariabler

För att mäta företagets avkastning relativt marknaden används CAPM samt Fama-Frenchs fyrfaktors-modell. För att kunna använda dessa två metoder måste företagets aktiekursavkastning beräknas. För att få en så utförlig beskrivning av företagets aktiekursutveckling valdes dagliga avkastningar och detta beräknades enligt följande:

$$Daglig\ avkastning = \log(P_i) - \log(P_{i-1})$$

Där  $P_i$  är stängningskursen för dag  $i$  och  $P_{i-1}$  är stängningskursen för föregående dag. Data för företagets aktiekurs är inte normalfördelad utan innehåller extremvärden som ger fördelningen en skevhet (Mota, 2012). För att kunna behandla skevheten i fördelningen används logaritmiska avkastningar eftersom denna transformation på ett bättre sätt hanterar extremvärden (Olbjer, 2000; Mota, 2012), som annars kraftigt påverkar skattningen av parametrar i CAPM och Fama-Frenchs fyrfaktors-modell. Denna transformation har också fördelen att de genererar avkastningar

som är additiva över tid, dvs. den totala avkastningen för exempelvis tre påföljande perioder är summan av de tre enskilda periodernas logaritmiska avkastning.

Vidare subtraherades den riskfria räntan från de dagliga avkastningarna för att erhålla den avkastning som företagen genererar utöver den som kan generas av riskfri ränta enligt följande:

$$RTRF_{i,t} = \text{Daglig avkastning}_{i,t} - \text{riskfri ränta}_t$$

Den representation som användes för marknaden, nedan kallad RMRF, behandlades på samma sätt där den dagliga avkastningen, utöver den som kan genereras av riskfri ränta, användes.

För att generera data för företagens överavkastnings jämfördes företags dagliga logaritmiska avkastning, utöver den som kan genereras av riskfri ränta, med den som marknaden genererar, utöver den riskfria räntan, i en linjär regression. Det mått som används för överavkastning är de residualer som generas vid användandet av CAPM respektive Fama-Frenchs fyrfaktors-modell. Det faktum att residualerna från en linjärregression för företagets aktiekurs relativt marknads representation speglar abnorm avkastning grundar sig i tanken att den del som modellen, eller regressionen, inte kan förklara är abnorm och därmed utöver det förväntade. Dessa residualer skapas via en linjär regression (Ordinary least square) enligt följande modell:

$$RTRF_{i,t} = \alpha + \beta RMRF_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$RTRF_{i,t} = \alpha + \beta_1 RMRF_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \beta_4 MOM_t + \varepsilon_{i,t}$$

där den första modellen representerar CAPM och den andra modellen är Fama-Frenchs fyrfaktors-modell.

De residualer som genererades via tidigare beskrivna linjärregressioner studentiserades i syfte att generera residualer som kan jämföras med varandra. Detta eftersom det förväntas finnas stora skillnader i standardavvikelse för residualerna vid olika datapunkter, dvs. standardavvikelse för residualerna förväntas skiljas åt vid varje ny dag (mät punkt). Studentiseringen av residualerna görs genom att dessa divideras med ett estimat av dess standardavvikelse (Cook, 1982)\*.

För att mäta företag  $i$ 's samlade abnorma avkastning summerades residualerna för de tre mätpunkterna 6, 12 samt 24 månader (17 månader för år 2012) enligt följande:

---

\* Studentiseringen av residualerna görs per automatik då regressionen utförs med hjälp av kommandot "regress" i MATLAB R2014a.

$$y_{i,j} = \sum_{t=1}^{T_j} \widehat{\varepsilon}_{i,t}$$

Där  $T_j$  är de antal dagar  $j$  som motsvarar de olika mätpunkterna: 126 dagar representerar 6 månader, 252 dagar motsvarar 12 månader och 504 dagar motsvarar 24 månader. 17 Månader motsvarar 357 dagar.  $\varepsilon_{i,t}$  är residualerna för företag  $i$  vid varje tidpunkt  $t$  och  $y_{i,j}$  är summan av företags  $i$ 's residualer från dagen efter presidentval till de tre mätpunkterna.

### 3.3 Ekonometrisk modell

Eftersom det går att misstänka att de kontributionsvariabler som tidigare beskrivits inte fångar upp alla faktorer som påverkar företags aktiekursavkastning för varje år används en så kallad fixed effects-modell, mer specifikt kommer en "period fixed effects"-modell att användas. I en "period fixed effects"-modell ses specifikt till de faktorer som påverkat företagen de olika tidsperioderna som studeras, dvs. denna modell används eftersom den möjliggör det att identifiera årsspecifika faktorer som påverkat alla företagen som exempelvis den finansiella krisen 2007-2008. Detta reducerar en del av den felskattning, eller bias, i estimaten som annars uppstår på grund av utelämnade förklaringsvariabler. Därmed behandlar denna modell ett av de problem som skapar endogenitet (Verbeek, 2012).

Utöver problemet med utelämnade variabler i regressionen kan exempelvis mätfel i de förklarande variablerna och omvänd kausalitet orsaka endogenitet. De mätfel som kan relateras till de förklarande variablerna är de som uppkommer på grund av exempelvis felaktig bokföring av företags, eller dess anställdas, bidrag. Om det finns mätfel i de förklarande variablerna leder detta till att koefficienterna felskattas med ett bias mot noll (attenuerings bias). De möjliga mätfelen blir problematiska om det verkliga värdet för koefficienten önskar uppskattas, men så länge koefficienten tolkas som effekten av de rapporterade värdena är dessa mätfel, rent statistiskt, inget problem (*ibid*).

I fallet omvänd kausalitet handlar de om huruvida det enbart är de förklarande variablerna ( $X_i$ ) som påverkar den förklarade variabeln ( $Y$ ) eller om även den förklarade variabeln kan påverka de förklarande (*ibid*). Denna endogenitet uppstår på grund av att det inte går att fastställa huruvida företagen donerar pengar på grund av att de genererar hög avkastning eller om det är donationen i sig som leder till att de genererar hög avkastning. Detta endogenitetsproblem behandlas inte i den använda modellen och leder till att säkerheten i funna samband i viss mån kan ifrågasättas.

När denna typ av modell används görs antagandet att de förklarande variablerna är fullständigt exogena. Med detta menas att de utelämnade förklaringsvariablerna, som filtreras bort i denna typ av modell, måste vara konstanta för alla företag. Detta innebär att antagandet görs att de årsspecifika effekterna är identiska för alla företagen. Om detta antagande inte uppfylls ges inte korrekta skattningar eftersom de förklarande variablerna då korrelerar med feltermen (*ibid*).

För att identifiera de årsspecifika effekterna i modellen tillåts skärningspunkten med y-axeln för den linjära skattningen av det undersökta sambandet att variera för de åren som studeras. Detta görs genom att addera en dummy-variabel för de studerade åren i modellen eftersom en ny skattning av linjens skärning med y-axeln då ges. För att modellen ska fungera utesluts ett år i modellen och koefficienterna för de årsspecifika dummy-variablerna tolkas i relation till det uteslutna året, detta eftersom dummy-variablerna annars uppvisar fullständig co-linjäritet (dvs. korellationen mellan minst två av dummy-variablerna är 1 eller -1) (*ibid*). Innebörden av detta är att det är möjligt att identifiera effekter såsom att företagen på aggregerad nivå har en avkastning som är högre eller lägre än den de kunde generera under referensperioden.

I en tidigare studie av Kim m.fl. (2008) visas att företag som drar nytta av politiskt engagemang i stor utsträckning verkar i exempelvis reglerade industrier. För att kontrollera för industrispecifika effekter inkluderas en dummy-variabel för de olika industrier som företagen verkar inom. Detta eftersom, som Kim m.fl. (2008) argumenterar för, det kan vara industrin eller sektorn som åtnjuter fördelar av policyförändringar istället för specifika företag. Innebörden av detta är att det, med hjälp av denna variabel, går att isolera effekten av att ett företag tillhör en specifik industri.

En annan typ av fixed effects-modell är den företagsspecifika, eller individspecifika, där specifika effekter för individerna eller företagen mäts. I en företagsspecifik fixed effects-modell isoleras alltså effekten av att vara ett specifikt företag. Eftersom företagen förväntas ha liknande politiska preferens och politiska engagemang under de tidsperioder som studeras skulle en sådan modell ta bort det som uppsatsen syftar till att mäta. För att kunna använda en företagsspecifik fixed effects krävs dessutom att företaget donerat varje valperiod, dvs. en balanserad panel krävs. Eftersom de donerande företagen varierar över valperioderna skulle detta leda till ett väldigt litet urval (Verbeek, 2012).

Den slutliga modellen visas nedan där CTOT och PERCDIFF är de oberoende variablerna, där  $j-1$  indikerar att det är donationer från perioden fram till valdagen, tillsammans med de två

dummy-variablerna för år och industri,  $dT_j$  och  $dI_i$ . Den beroende variabeln i regressionen är summan av residualerna,  $y_{i,j}$ , från den tidigare regressionen för varje företag  $i$ :

$$y_{i,j} = \alpha_i + \beta_1 PERCDIFF_{i,j-1} + \beta_2 CTOT_{i,j-1} + dT_j + dI_i + \varepsilon_{i,t}$$

I samtliga regressioner användes robusta standardfel eftersom modellen lider av heteroskedasticitet, vilket testades med hjälp av White's test för heteroskedasticitet (se Bilaga 1). I White's test för heteroskedasticitet testas noll-hypotesen att feltermens varians är konstant, dvs. att feltermerna är homoskedastiska, mot mot-hypotesen att feltermens varians inte är konstant, dvs. att feltermerna är heteroskedastiska.

Regressionerna genomförs dels på aggregerad nivå, dvs. för alla tidsperioderna tillsammans, och dels för Obamaåren enskilt, dvs. åren 2008-2014. Detta eftersom det då är möjligt att isolera hur sambandet ser ut under en period då en och samma person varit president.

## 4 Data

Detta avsnitt behandlar den data som låg till grund för den ekonometriska undersökningen som genomfördes. Avsnittet börjar med en beskrivning av kontributionsdata och hur denna samlades in och behandlades. Därefter följer av en beskrivning av aktiekursdata och industridata som användes i analysen. Avsnittet avslutas med deskriptiv statistik där en sammanfattning av kontributionsdata ges.

### 4.1 Kontributionsdata

För valen 2004, 2008 och 2012 samlades kontributionsdata in, från Center for Responsive Politics ([www.OpenSecrets.org](http://www.OpenSecrets.org)), för individers donationer till olika politiska kandidater samt data för företags donationer till de olika politiska partierna via 527 grupper från två år innan valet fram tills valdagen. I uppsatsen studeras bidrag från två år innan valdagen eftersom det då två år kvarstår till presidentvalet i realiteten enbart finns två kandidater som har en verklig chans att vinna valet, en som representerar demokraterna (D) och en som representerar republikanerna (R). På grund av detta samlades enbart data in för dessa två kandidater och valet 2004 var dessa kandidater George W. Bush (R) och John Kerry (D), 2008 var kandidaterna Barack Obama (D) och John McCain (R) och 2012 var det Barack Obama (D) och Mitt Romney (R). För att kunna ta fram anställdas donationer till presidentkandidater byggdes en relationsdatabas\* där individernas donationer till en given presidentkandidat länkades till det företag som individen arbetar för. I de fall då företaget som individen arbetar för är ett dotterbolag eller division länkades pengarna till det motsvarande moderbolaget eftersom dotterbolagens intressen bör spegla moderbolagets. För varje unikt företag i relationsdatabasen summerades sedan individernas donationer för att på så vis ta fram hur stora summor som kan härledas till varje enskilt företag. Då uppsatsen syftar till att koppla företagets politiska aktivitet till dess aktiekursutveckling valdes de 100 börsnoterade företagen som kan härledas till störst donationer ut för vidare analys.

En relationsdatabas byggdes även för företags donationer till 527-grupper där varje företagsdonation länkades till 527-grupper som kan kopplas till antingen det republikanska eller demokratiska partiet. Eftersom företag inte är tillåtna att donera direkt till presidentkandidater antas deras donationer till demokraterna respektive republikanerna syfta till att stödja partiets ledande kandidat. För varje unikt företag i databasen summerades deras donationer till de båda partierna och de 50 börsnoterade företagen som kunde härledas till störst donationer valdes ut

---

\* De två relationsdatabaserna byggdes med Microsoft Access 2010



för fortsatt analys. I de fallen då det donerande företaget är ett dotterbolag eller division länkades dessa donationer till moderbolaget.

## 4.2 Aktiedata

Aktiedata samlades in för de 100 (50 för företags donationer till 527-grupper) börsnoterade företag som kunde härledas till störst donationer, dels via dess anställda och dels via företagets donationer till 527-grupper, för valen 2004, 2008 samt 2012. För företags donationer till 527-grupper valdes de 50 börsnoterade företagen som kunde härledas till störst donationer ut. Detta eftersom storleken på donationerna kraftigt avtog, vilket skulle leda till att majoriteten av företagen hade ett CTOT nära noll. Då uppsatsen syftar till att undersöka eventuella fördelar som dessa företag kan åtnjuta, i form av abnorm aktiekursutveckling, på grund av exempelvis fördelaktig policybildning eller fördelar vid statlig upphandling samlas aktiedata in för två år efter valdagen. Detta innebär att aktiedata samlades in för åren 2004-2006, 2008-2010 samt 2012-2014. Då det vid uppsatsens genomförande inte gått två år efter senaste presidentvalet samlades aktiedata in enbart för de 17 månader som gått sedan valet 2012. För att få en så utförlig uppfattning av aktiekursutvecklingen som möjligt samlades daglig stängningskurs, justerad för utdelning och split, in från Finance Yahoo!.

Finance Yahoo! använder sig av andra företag för att generera all data. Dessa är Capital IQ för grundläggande företagsdata, Commodity Systems Inc. för grafer och dagliga uppdateringar, Morningstar för utdelningsdata, fondsammanfattningar och fondprestation samt Thomson Financial Network för dagliga uppdateringar som i sin tur tillhandahåller sin information från en tredje part. Finance Yahoo! granskar inte informationen, vilket leder till att det finns risk för fel som beror på en annan part (Yahoo!, 2014). Dessa fel kan exempelvis vara att det saknas utdelning för ett företag vid ett tillfälle, fel på datum eller avsaknad av priser för vissa datum. Ifall en utdelning saknas påverkas den justerade stängningskursen, vilken i denna undersökning används för att räkna ut avkastningar.

Då Finance Yahoo! används finns det inget sätt att ta reda på historisk data för företag som gått i konkurs, blivit uppköpta eller som tagits bort från börser. Detta har påverkat urvalet av företag genom att vissa företags historiska data inte har hittats, vilket har lett till att företaget utesluts från regressionen.

För att kunna avgöra huruvida företagets aktiekursutveckling är abnorm eller inte jämförs data med två olika modeller, Capital Asset Pricing Model samt Fama-French fyrafaktors-modellen

(FF4F-modellen) (se teori och metodavsnitt). Daglig data för marknadens avkastning, den riskfria räntan, HML, SMB samt data för momentum samlades in från Kenneth Frenchs databibliotek för åren 2004-2006, 2008-2010 samt 2012-2014. Data för marknadens avkastning som ges av Kenneth Frenchs bibliotek utgörs av en värdeviktad portfölj av CRSP- (Center for Research in Security Prices)företag som är börsnoterade i USA vid NYSE, AMEX eller NASDAQ. Den riskfria räntan ges av amerikanska statsobligationer (T-bills), dessa har en löptid på en månad och beräknas därför om till daglig riskfri ränta (French, 2014).

### **4.3 Industridata**

Data för företagens sektorstillhörighet hämtades från Finance Yahoo! för alla företag som antingen fanns representerade bland de vars anställda donerar mest eller bland de som donerar mest till 527-grupper. Företagen delades in i nio olika sektorer beroende på dess huvudsakliga verksamhet och dessa är: Samhällsservice, Teknologi, Service, Industrivaror, Hälso- och sjukvård, Finans, Konsumentvaror, Konglomerat och Råmaterial. Finance Yahoo!s sektors- och industriuppdelning fås från Morningstar (Yahoo!, 2014). Företagen delas först in i olika industrier baserat på vart deras största inkomstkälla och omsättning finns. Enligt den industrins kännetecken delas sedan dessa in i större industrigrupper som i sin tur delas in i ännu större sektorer (Morningstar, 2014).

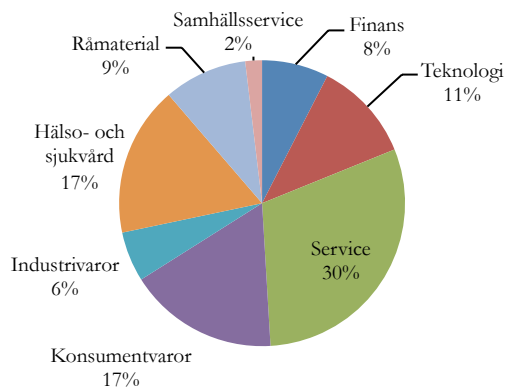
I denna undersökning kontrolleras enbart för sektorstillhörighet eftersom en snävare industriindelning inte vore applicerbar då enbart ett fåtal företag (100 respektive 50) studeras för varje val.

### **4.4 Deskriptiv statistik**

Donationer ifrån företags anställda till presidentkandidater och företags direkta donationer till 527-grupper skiljer sig åt, vilket beskrivs i avsnittet *Teoretisk referensram*. De sektorer som företagen representerar och hur donationerna är fördelade mellan dessa sektorer visas i figur 1 och 2. De företag vars anställda donerar mest består till största delen av företag inom finanssektorn, något som varit konstant över alla de studerade åren (se Bilaga 2 för motsvarande fördelning inför valen 2004 och 2008). För företags donationer till 527-grupper är företag inom servicesektorn den grupp av företag som donerar mest. Företag inom finanssektorn har övriga perioder donerat mycket men inför valet 2012 faller storleken av donationerna, relativt de andra sektorerna (se Bilaga 2 för motsvarande fördelning inför valen 2004 och 2008). Då fördelningarna jämförs syns det tydligt att företag inom Hälso- och sjukvårdssektorn samt konsumentvarusektorn utgör en

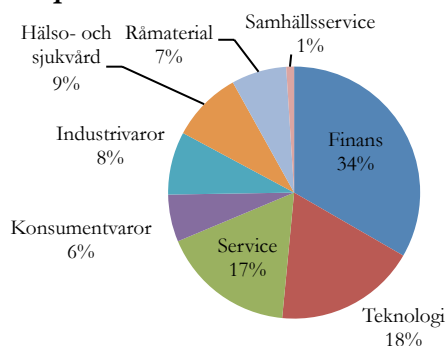
större andel av de totala bidragen för företags donationer till 527-grupper jämfört med den andel dessa sektorer utgör för de företag vars anställda donerar mest.

**Fördelning av donationer mellan sektorer för företags donationer till 527-grupper inför valet 2012**



**Figur 1. Fördelning av donationer mellan sektorerna för företags donationer till 527-grupper.**

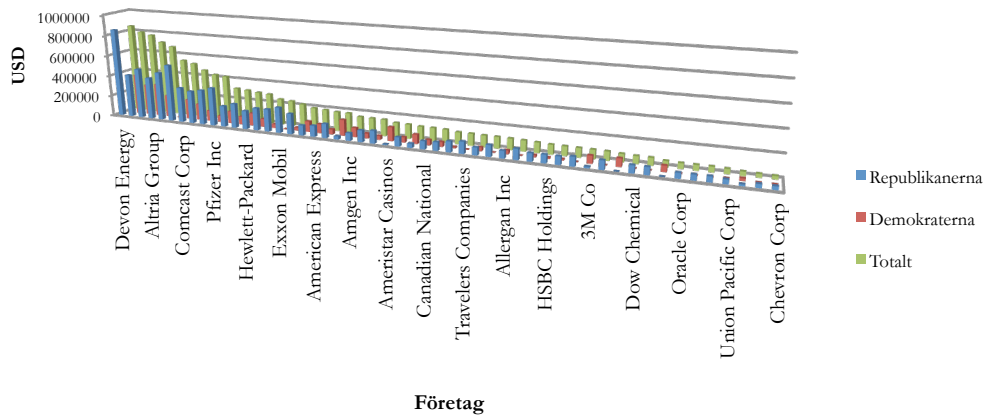
**Fördelning av donationer mellan sektorer för företag vars anställda donerat till presidentkandidater inför valet 2012**



**Figur 2 Fördelning av donationer mellan sektorema för de företag vars anställda donerar mest till presidentkandidater.**

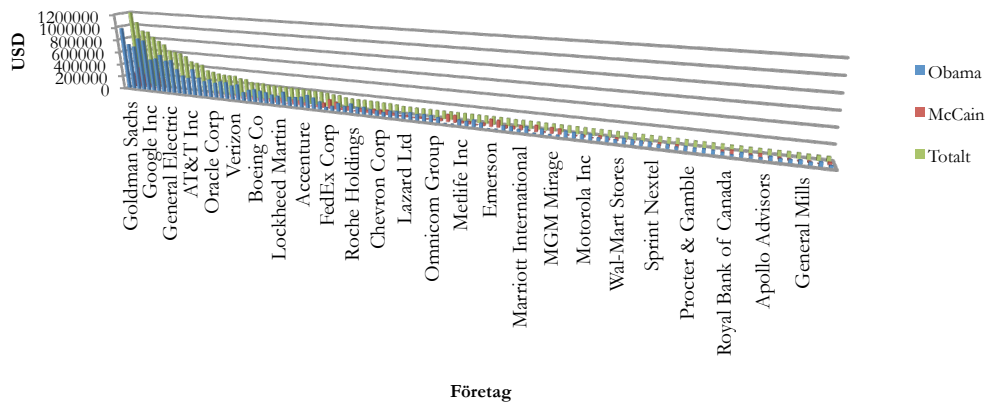
Figur 3 visar ett urval av de företag som donerat till 527-grupper medan figur 4 visar ett urval av de företag vars anställda donerat till presidentkandidater (övriga års donationer visas i Bilaga 3). En tydlig, exponentiellt avtagande, trend kan ses för båda typerna av donationer, dvs. det är få företag som donerar väldigt mycket, alternativt få antal företag där de anställda donerar mycket, medan storleken på donationerna sedan snabbt avtar.

### Företags donationer till 527-grupper inför valet 2008



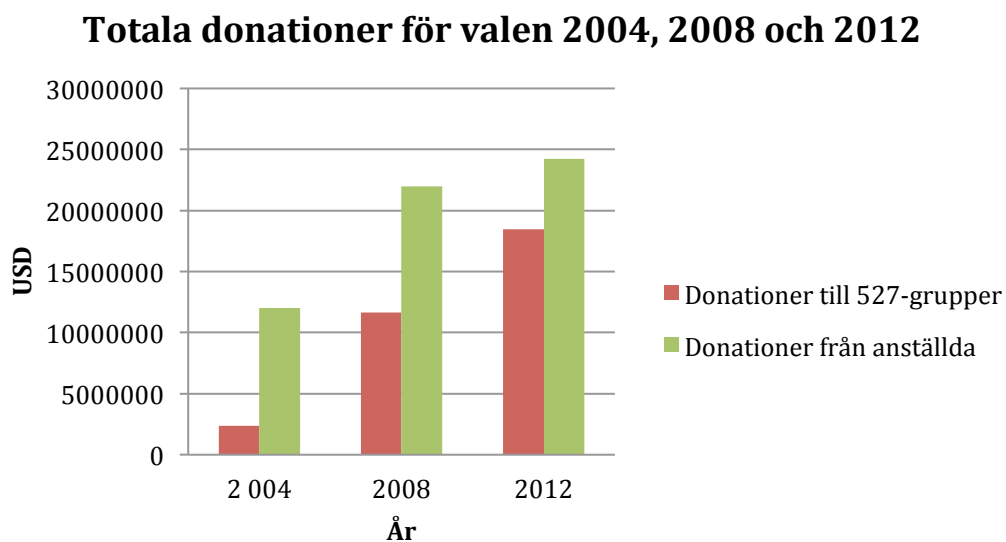
Figur 3 Donationer till republikanerna och demokraterna från företag till 527-grupper.

### Företags anställdas donationer till presidentkandidater inför valet 2008



Figur 4 Donationer till presidentkandidaterna inför valet 2008 från företags anställda.

I figur 5 ses de totala donationerna för dels företags bidrag till 527-grupper och dels för donationer från företagens anställda till presidentkandidater. Det framgår tydligt att donationerna ökar för varje val, där donationer till 527-grupper står för den största procentuella ökningen.



Figur 5 Jämförelse mellan donationer från 527-grupper och individgruppen över de tre valen.

## 5 Resultat

Detta avsnitt presenterar de resultat som den ekonometriska undersökningen genererade\*. Kapitlet börjar med en beskrivning av resultaten från regressionsanalysen rörande företags donationer till 527-grupper och fortsätter senare med en presentation av resultaten från de företag vars anställda som donerat mest till presidentkandidaterna. Alla resultat visas i tabell 1 och 2.

### 5.1 Företags donationer till 527-grupper

Nedan redovisas först de resultat som gavs då CAPM användes som marknadsmodell, därefter följer en genomgång av resultaten när Fama Frenchs fyrfaktors-modell användes. Resultat då CAPM använts visas i den övre halvan av tabell 1 och Fama Frenchs fyrfaktors-modell redovisas i den nedre halvan av tabell 1.

#### 5.1.1 CAPM som marknadsmodell på aggregerad nivå

Resultaten från då CAPM används som marknadsmodell visar att kontributionsvariablerna (CTOT och PERCDIFF) inte är signifikanta vid varken 6, 12 eller 24 månader. Koefficienterna för CTOT är positiva och varierar mellan 0.0159 och 0.022, men är inte signifikanta i någon specifikation. Koefficienterna för PERCDIFF varierar mellan -0.0792 och 0.0504 men är inte heller signifikanta vid någon mätpunkt. Detta innebär att det inte verkar finnas ett signifikant samband mellan överavkastning och företags politiska engagemang eller politiska preferens.

Koefficienterna för års-variablerna år 2008 är negativa vid alla mätpunkter men signifikanta endast efter 12 och 24 månader. Koefficienten för 12 månader är lika med -0.281, vilket innebär att då 12 månader har passerat efter presidentvalet 2008 kan företagen som donerat till 527-grupper förväntas ha en avkastning som är cirka 28% lägre än för motsvarande företag 12 månader efter presidentvalet 2004. Vid 24 månaders mätpunkt, efter presidentvalet 2008, kunde företagen förväntas ha en ca 34% lägre avkastning än motsvarande företag 24 månader efter valet 2004. Detta innebär att när CAPM används som modell kan signifikant negativa skillnader, för företagens avkastning på aggregerad nivå, mellan tidsperioderna 2004-2006 och 2008-2010 identifieras.

Kontrollvariablerna för företagens sektorstillhörighet visar att det finns stora skillnader för företagens förväntade avkastning beroende på den sektor de tillhör. Framförallt ses skillnader i avkastning för service och teknologi-sektorerna relativt råmaterialektorn. Koefficienterna för

---

\* Alla regressioner som presenteras i resultatavsnittet gjordes i Stata 12.

servicesektorn varierar mellan 0.0992 och 0.109 men är enbart signifikant vid 6 månaders mät punkt där koefficienten är lika med 0.108. Detta innebär att de företag som verkar inom servicesektorn, vid 6 månaders mät punkt, kan förväntas ha en ca 11% högre avkastning än de företag som verkar inom råmaterialektorn. Koefficienterna för teknologisektorn varierar mellan 0.120 och 0.361 men är enbart signifikant på 6 månaders mät punkt, vilket innebär att de företag som verkar inom teknologisektorn på 6 månaders sikt efter valen 2004, 2008 och 2012 kan räkna med en 12% högre avkastning, jämfört med de företag som tillhör råmaterialektorn.

### **5.1.2 CAPM som marknadsmodell under Obamaåren**

Kontributionsvariablerna (CTOT och PERCDIFF) är inte heller under Obamaåren signifikanta vid någon mät punkt. Koefficienterna för CTOT och PERCDIFF är positiva för alla mät punkter och varierar mellan 0.0104 och 0.0412 respektive 0.0397 och 0.0832. Detta tyder på att det inte verkar finnas ett signifikant samband mellan kontributionsvariablerna och överavkastning.

Även då Obamaåren studeras visar resultaten på signifikanta skillnader mellan de olika tidsperioderna som studeras. Års-variabeln för 2012 är positiv och signifikant för alla mät punkter och varierar mellan 0.126 och 0.132. Koefficienten för 6 månaders mät punkt är lika med 0.126, vilket innebär att då 6 månader passerat efter valet 2012 har företagen en genomsnittlig avkastning som överstiger motsvarande företags avkastning 2008 med 12.6%. Skillnaderna mellan åren fortsätter att vara signifikant positiva även då 12 och 17 månader analyseras. När 12 månader har passerat sedan presidentvalet 2012 har företagen fortfarande ca 10% högre avkastning än motsvarande företag perioden 2008 och liknande resultat ses för 17 månaders mät punkt.

Under Obamaåren ses än större skillnader mellan företagen i de olika sektorerna jämfört med de resultat som presenterades för aggregerad nivå. De sektorer som sticker ut är framförallt service- och teknologisektorn med kraftigt signifikanta skillnader i avkastning relativt råmaterialektorn. Koefficienterna för service- och teknologisektorn varierar mellan 0.184 och 0.283 vilket innebär att dessa företag genererar 18-28% högre avkastning 6, 12 och 17 månader efter presidentvalen 2008 och 2012 relativt företagen som verkar inom råmaterialektorn. Skillnader kan även ses för de företag som verkar inom konsumentvarusektorn samt hälso- och sjukvårdssektorn där de 12 och 17 månader efter valen 2008 samt 2012 åtnjuter cirka 15 respektive 22% högre avkastning än de företag som verkar inom råmaterialektorn.

### **5.1.3 Fama Frenchs fyrfaktors-modell på aggregerad nivå**

När Fama Frenchs fyrfaktors-modell används som marknadsmodell kan ingen överavkastning identifieras, detta eftersom ingen av kontributionsvariablerna (CTOT och PERCDIFF) är signifikanta vid någon mätpunkt. Koefficienterna för CTOT varierar mellan -0.00284 och 0.0455 medan koefficienterna för PERCDIFF varierar mellan -0.0960 och 0.0243, vilket tyder på att det inte verkar finnas ett signifikant samband mellan företagens politiska engagemang, politiska preferenser och överavkastning.

Års-variablerna för 2008 och 2012 är under denna specifikation inte signifikanta för någon mätpunkt. Koefficienterna är dock i samma storleksordning som de för CAPM men relativt sett är standardfelen större.

Kontrollvariablerna för sektorstillhörighet visar på tydliga skillnader mellan företagens avkastning beroende på sektorstillhörighet. Företag inom ett flertal sektorer såsom hälso- och sjukvård, samhällsservice och konsumentvaror genererar avkastningar som signifikant överstiger den som företagen inom råmaterials-sektorn åstadkommer. Koefficienten för konsumentvarusektorn är vid 6 månaders mätpunkt lika med 0.162, vilket innebär att då 6 månader har passerat sedan presidentvalen 2004, 2008 och 2012 överstiger avkastningen för företagen inom konsumentvarusektorn den som företag inom råmaterialssektorn genererar med ca 16%. Koefficienterna för konsumentvarusektorn fortsätter vara signifikanta och är vid 12 månaders mätpunkt lika med 0.190 medans motsvarande siffra vid 24 månader är 0.199. Företag inom hälso- och sjukvårdssektorn genererar, precis som företagen inom konsumentvarusektorn, avkastning som signifikant skiljer sig ifrån de inom råmaterialssektorn där de på 6, 12 och 24 månaders sikt åtnjuter en avkastning som är 23, 26 respektive 23% högre. Vidare visar resultaten att även företagen inom service- (6, 12 och 24 månader), teknologi- (6 och 12 månader) och samhällsservicesektorena (6 och 12 månader) genererar avkastning som överstiger den som företag inom råmaterial-sektorn genererar.

### **5.1.4 Fama Frenchs fyrfaktors-modell under Obamaåren**

Inte heller då Obamaåren studeras går det med Fama French's fyrfaktors-modell att identifiera ett signifikant samband mellan kontributionsvariablerna (CTOT och PERCDIFF) och överavkastning. Koefficienterna för CTOT varierar mellan -0.00504 och 0.00690 medan koefficienterna för PERCDIFF varierar mellan -0.00574 och 0.0246.



För denna specifikation identifieras positiva och signifikanta skillnader mellan de avkastningar som företagen genererar mellan valperioderna 2008 och 2012. Koefficienten för år 2012 är vid 6 månaders mät punkt lika med 0.0947, vilket innebär att då 6 månader har passerat sedan valet 2012 genererar företagen en avkastning som är ca 9.5% högre än den avkastning som företagen genererade under motsvarande period 2008. Skillnaden fortsätter vara signifikant och positiv även då 12 och 17 månader passerat efter valet 2012 där företagen genererar 10 respektive 13.6% högre avkastning efter valet 2012 relativt motsvarande period 2008.

Under Obamaåren visas en liknande trend för skillnader mellan olika sektorer som då regressionen avser aggregerad nivå. Företag inom konsumentvaru-, hälso- och sjukvårds- samt servicesektorerna särskiljer sig speciellt ifrån övriga företag då de genererar avkastningar som på en procents signifikansnivå överstiger den som företag inom råmaterialektorn genererar med mellan 25 och 30% på 6, 12 och 17 månaders sikt. Utöver detta ses även att företag inom teknologisektorn, på varierande signifikansnivå, genererar avkastning som överstiger den som företag inom råmaterialektorn genererar med mellan 17 och 22,5% på 6, 12 och 17 månaders sikt. Även företag inom samhällsservicesektorn genererar högre avkastning där de på 6 och 12 månaders sikt efter presidentvalen 2008 och 2012 genererar ca 30 respektive 24% högre avkastning än företag inom råmaterialektorn.

Tabell 1 Resultat för regressioner där företags donationer till 527-grupper studeras. I tabellen presenteras resultat för alla tre valåren, visas under aggregerad, och Obamaåren specifikt. Resultaten är vidare uppdelade för de regressioner där CAPM användes och för de regressioner där Fama French's fyrfaktors-modell användes för att generera residualerna.

CAPM						
Faktor	Aggregerad			Obamaåren		
	6 månader	12 månader	24 månader	6 månader	12 månader	17 månader
$\alpha$	-0.0192 (0.0508)	0.0528 (0.110)	0.0495 (0.119)	-0.156* (0.0802)	-0.209*** (0.0595)	-0.257*** (0.0849)
PERCDIFF	0.0504 (0.0335)	-0.0536 (0.0894)	-0.0792 (0.0981)	0.0832 (0.0642)	0.0596 (0.0525)	0.0397 (0.0709)
CTOT	0.0220 (0.0292)	0.02080 (0.296)	0.0159 (0.0387)	0.0412 (0.0382)	0.0149 (0.0364)	0.0104 (0.0496)
År 2008	-0.0963 (0.0608)	-0.281* (0.169)	-0.344* (0.185)	-	-	-
År 2012	0.0330 (0.0480)	-0.157 (0.170)	-0.195 (0.184)	0.126*** (0.0373)	0.118*** (0.0450)	0.132** (0.0559)
Konsumentvaror	0.0327 (0.0478)	0.0713 (0.0800)	0.146 (0.0934)	0.0841 (0.0567)	0.152*** (0.0540)	0.223** (0.0870)
Finansiell	-0.0404 (0.0699)	-0.0315 (0.0959)	-0.0502 (0.111)	0.00807 (0.105)	-0.00337 (0.119)	-0.0967 (0.152)
Hälso- sjukvård	0.0617 (0.0514)	0.102 (0.0859)	0.162* (0.0896)	0.0912 (0.688)	0.153*** (0.0583)	0.217*** (0.0744)
Industrivaror	-0.0183 (0.0682)	0.101 (0.136)	0.114 (0.154)	0.0227 (0.0880)	0.0927 (0.100)	0.0939 (0.126)
Service	0.108* (0.0576)	0.0992 (0.0823)	0.109 (0.0923)	0.216*** (0.0603)	0.254*** (0.0630)	0.283*** (0.0795)
Teknologi	0.120** (0.0550)	0.356 (0.224)	0.361 (0.241)	0.184*** (0.0692)	0.221*** (0.0573)	0.220** (0.0892)
Samhällsservice	0.135 (0.0889)	0.0991 (0.0777)	0.172 (0.137)	0.117* (0.0691)	0.116 (0.0929)	0.133 (0.180)
R <sup>2</sup>	0.1779	0.1322	0.1309	0.2657	0.2117	0.2310
N	150	150	150	100	100	100

#### Fama Frenchs fyrfaktors-modell

Faktor	Aggregerad			Obamaåren		
	6 månader	12 månader	24 månader	6 månader	12 månader	17 månader
$\alpha$	-0.120 (0.0732)	-0.0305 (0.110)	-0.00545 (0.116)	-0.260** (0.117)	-0.288*** (0.0785)	-0.292*** (0.0829)
PERCDIFF	0.0243 (0.0307)	-0.0960 (0.101)	-0.116 (0.105)	0.0246 (0.0602)	0.0399 (0.0556)	-0.00574 (0.0694)
CTOT	-0.00284 (0.0301)	-0.00373 (0.0289)	0.0455 (0.03336)	0.00690 (0.0385)	-0.0121 (0.0367)	-0.00504 (0.0463)
År 2008	-0.0708 (0.0594)	-0.297 (0.192)	-0.342 (0.196)	-	-	-
År 2012	0.0280 (0.0467)	-0.190 (0.193)	-0.202 (0.198)	0.0947** (0.0454)	0.101 ** (0.0502)	0.136*** (0.0504)
Konsumentvaror	0.162 ** (0.0724)	0.190 ** (0.0734)	0.199 ** (0.0874)	0.289** (0.102)	0.259*** (0.0762)	0.254*** (0.0906)
Finansiell	0.0563 (0.0983)	0.0639 (0.0948)	0.0292 (0.0905)	0.133 (0.155)	0.0786 (0.143)	0.0267 (0.119)
Hälso- sjukvård	0.226 *** (0.0744)	0.261 *** (0.0819)	0.230 *** (0.0829)	0.285*** (0.108)	0.295*** (0.0806)	0.246*** (0.0729)
Industrivaror	0.0821 (0.0946)	0.218 (0.146)	0.188 (0.146)	0.152 (0.126)	0.190 (0.124)	0.143 (0.116)
Service	0.198 ** (0.0790)	0.185 *** (0.0713)	0.151 * (0.0795)	0.303 *** (0.107)	0.299*** (0.0795)	0.250*** (0.0761)
Teknologi	0.146 * (0.0838)	0.422* (0.254)	0.363 (0.253)	0.214 * (0.112)	0.225*** (0.0769)	0.173* (0.0911)
Samhällsservice	0.253 *** (0.0789)	0.170 ** (0.0764)	0.142 (0.117)	0.304 *** (0.106)	0.237*** (0.0863)	0.161 (0.178)
R <sup>2</sup>	0.1435	0.1232	0.1259	0.1759	0.1716	0.1894
N	150	150	150	100	100	100

\*\*, \*\* och \*\*\* motsvarar 10, 5 och 1% signifikansnivå. Robusta standardfel visas inom parentes.

## 5.2 Företag vars anställda donerar mest till presidentvalskampanjer

Nedan presenteras de resultat som gavs, dels då CAPM användes som marknadsmodell och dels då Fama Frenchs fyrfaktors-modell användes. Resultaten då CAPM användes visas i övre halvan av tabell 2 och motsvarande resultat för Fama Frenchs fyrfaktors-modell redovisas i nedre halvan av tabell 2.

### 5.2.1 CAPM på aggregerad nivå

De resultat som gavs på aggregerad nivå, då CAPM användes, tyder på att det inte finns ett signifikant samband mellan kontributionsvariablerna (CTOT och PERCDIFF) och överavkastning, eftersom koefficienterna inte är signifikanta vid någon mätpunkt. Koefficienterna för PERCDIFF är positiva och varierar mellan 0.00957 och 0.0239 medan koefficienterna för CTOT varierar mellan -0,00432 och 0.0189.

Års-variablerna pekar på att det finns skillnader i de avkastningar som företagen genererar beroende på vilken tidsperiod som studeras. Koefficienten för året 2008 är vid 6 månader lika med 0.0621, vilket innebär att dessa företag genererade ca 6% högre avkastning 6 månader efter valet 2008 relativt den avkastning de genererade under motsvarande period 2004. Koefficienten förändras sedan kraftigt och vid 24 månaders mätpunkt är den lika med -0.295, vilket innebär att företagen nu istället genererar avkastningar som i genomsnitt understiger den som gavs motsvarande period 2004 med 29.5%. Års-variabeln för 2012 visar inte på någon signifikant skillnad relativt avkastningarna som genereras under 2004 och koefficienterna varierar mellan -0.00476 och 0.0256.

Kontrollvariablerna för sektorstillhörighet visar under denna specifikation inte på stora skillnader i avkastningar mellan de olika sektorerna. De skillnader som kan identifieras är framförallt de för konsumentvarusektorn vid 24 månaders mätpunkt och för teknologisektorn vid 6 månaders mätpunkt. Koefficienten för konsumentvarusektorn vid 24 månaders mätpunkt är lika med -0.184. Detta innebär att företagen inom denna sektor genererade 18.4% lägre avkastning, relativt företagen i råmaterialektorn, 24 månader efter de tre valperioderna 2004, 2008 och 2012. Koefficienten för teknologisektorn vid 6 månaders mätpunkt är lika med -0,0586, vilket innebär att företagen inom denna sektor åtnjöt ca 6% lägre avkastning än företagen inom råmaterialektorn 6 månader efter valen 2004, 2008 och 2012.

### 5.2.2 CAPM under Obamaåren

När Obamaåren studeras kan det för denna specifikation identifieras ett samband mellan kontributionsvariabeln PERCDIFF och överavkastning vid 6 månaders mätpunkt. Koefficienten för PERCDIFF är vid 6 månaders mätpunkt lika med 0.0816 och signifikant på 10%-nivån. Detta innebär att företag vars anställda donerade 10% mer till Obama, relativt motkandidaten, åtnjöt en avkastning som översteg marknadens med 0.8%. Mer specifikt betyder detta att de företag som har anställda som var fullständigt lojala mot Obama, dvs. de donerade enbart till Obama (PERCDIFF är lika med ett), kunde förväntas ha en avkastning som är 8% högre än marknaden. Koefficienterna för PERCDIFF fortsätter vara positiva för 12 och 17 månaders mätpunkter men är inte signifikanta. Kontributionsvariabeln CTOT var vid ingen mätpunkt signifikant. Koefficienten för CTOT var negativ vid alla mätpunkter och varierade mellan -0.0160 och -0.0323.

Års-variabeln för år 2012 visar att det finns skillnader i de avkastningar som företagen åtnjuter beroende på vilken tid som studeras. Koefficienten för år 2012 är vid 12 månaders mätpunkt lika med 0.121 och vid 24 månaders mätpunkt lika med 0.332. Dessa värden är signifikanta på enprocentsnivån och innebär att företagen 12 månader respektive 17 månader efter valet 2012 genererar avkastningar som är 12.1 respektive 33.2% högre än motsvarande avkastningar 12 och 17 månader efter valet 2008.

Kontrollvariablerna för sektorstillhörighet visar att de finns skillnader i avkastningar mellan vissa sektorer. Vid 6 månaders mätpunkt är koefficienten för samhällsservicesektorn lika med 0.125, vilket innebär att företag i denna sektor genererade avkastningar som översteg de som företag inom råmaterialektorn kunde generera med 12.5% 6 månader efter valen 2008 och 2012. Då 12 månader passerat efter valen 2008 och 2012 genererar företagen inom industrivarusektorn 12.5% högre avkastning än de inom råmaterialektorn. Vid 24 månaders mätpunkt identifierar koefficienten för konsumentvarusektorn att företagen inom denna sektor ger 26.7% lägre avkastning än de som företagen inom råmaterialektorn genererar.

### 5.2.3 Fama Frenchs fyrfaktors-modell på aggregerad nivå

Då Fama Frenchs fyrfaktors-modell används som marknadsmodell visar resultaten på aggregerad nivå att det inte finns ett signifikant samband mellan kontributionsvariablerna (CTOT och PERCDIFF) och överavkastning. Koefficienterna för PERCDIFF varierar mellan -0.0322 och 0.0324 och koefficienterna för CTOT varierar mellan -0.0179 och 0.0335.

Resultaten visar på skillnader i avkastning mellan valperioderna 2004 och 2008. Koefficienten för års-variabeln för år 2008 är vid 6 månaders mätpunkt lika med -0.0537 och detta innebär att företagen 6 månader efter valet 2008 genererar avkastningar som understiger 2004-års nivåer med ca 5.4% relativt motsvarande period. Vid 24 månaders mätpunkt är koefficienten lika med -0.339, vilket innebär att företagens avkastning är 33.9% lägre 24 månader efter valet 2008 relativt den avkastning de genererade under motsvarande period efter valet 2004. Års-variabeln för år 2012 är inte signifikant vid någon mätpunkt och koefficienten varierar mellan -0,0232 och 0.0209.

Kontrollvariablerna för sektorstillhörighet visar att de är företag inom hälso- och sjukvårdssektorn samt industrivarusektorn som genererar avkastningar som skiljer sig ifrån den som företag inom råmaterialektorn genererar. Vid 6 och 12 månaders mätpunkt är koefficienten för hälso- och sjukvårdssektorn lika med 0.105 respektive 0.0846, vilket innebär att dessa företag 6 och 12 månader efter valet 2004, 2008 och 2012 genererade 10.5 respektive 8.46% högre avkastning än vad företagen inom råmaterialektorn gjorde. Koefficienten för industrivarusektorn är vid 12 månaders mätpunkt lika med 0.0967, vilket innebär att denna sektor gav 9.67% högre avkastning 12 månader efter valet 2004, 2008 och 2012 relativt råmaterialektorn.

#### **5.2.4 Fama Frenchs fyrfaktors-modell under Obamaåren**

Under Obamaåren går det med Fama Frenchs fyrfaktors-modell inte att identifiera ett signifikant samband mellan kontributionsvariablerna (CTOT och PERCDIFF) och överavkastning. Koefficienterna för CTOT är negativa för alla mätpunkter och varierar mellan -0.0261 och -0.0370 medan koefficienterna för PERCDIFF är positiva för alla mätpunkter och varierar mellan 0.0657 och 0.0796. Koefficienterna för PERCDIFF är i denna specifikation i samma storleksordning som koefficienterna när CAPM användes för Obamaåren men standardfelen är relativt sett större. Detta innebär att sambandet mellan PERCDIFF och överavkastning inte vidare kunde säkerställas med hjälp av Fama Frenchs fyrfaktors-modell.

Koefficienterna för års-variabeln är i denna specifikation positiva och signifikanta på enprocentsnivån vid alla mätpunkter. Koefficienterna varierar mellan 0.106 vid 6 månaders mätpunkt och 0.376 vid 17 månaders mätpunkt. Detta innebär att företagen genererade 10.6 % högre avkastning 6 månader efter valet 2012 relativt 6 månader efter valet 2008 och 37.6% högre avkastning 17 månader efter valet 2012 relativt 17 månader efter valet 2008.

Resultaten för kontrollvariabeln för sektorstillhörighet visar framförallt att skillnader i avkastning kan ses för konsumentvaru-, industrivaru- och samhällsservicesektorerna relativt

råmaterialektorn. Vid 6 månaders mätpunkt är koefficienten för samhällsservicektorn lika med 0.160 vilket tyder på att dessa företag genererar 16% högre avkastning än företagen inom råmaterialektorn 6 månader efter valen 2008 och 2012. Då 12 månader har passerat sedan valen 2008 och 2012 visar koefficienten för industrivarusektorn att dessa företag åtnjuter avkastningar som överstiger de som företag inom råmaterialektorn åtnjuter med 15%. Koefficienten för konsumentvarusektorn visar att dessa företag vid 17 månaders mätpunkt genererar 25.8% lägre avkastning än företagen inom råmaterialektorn 17 månader efter valen 2008 och 2012.

Tabell 2 Resultat för regressioner där anställdas donationer till presidentvalskampanjer studeras. I tabellen presenteras resultat för alla tre valåren, visas under aggregerad, och Obamaåren specifikt. Resultaten är vidare uppdelade för de regressioner där CAPM användes och för de regressioner där Fama French's fyrfaktors-modell användes för att generera residualerna.

CAPM						
Faktor	Aggregerad			Obamaåren		
	6 månader	12 månader	24 månader	6 månader	12 månader	24 månader
$\alpha$	-0.000829 (0.0328)	0.0411 (0.0672)	0.0597 (0.0677)	0.0144 (0.0390)	-0.130*** (0.0492)	-0.287*** (0.0578)
PERCDIFF	0.0239 (0.0222)	0.00405 (0.0323)	0.00957 (0.0404)	0.0816* (0.0421)	0.0577 (0.0488)	0.0860 (0.0554)
CTOT	-0.00532 (0.0299)	0.0189 (0.0369)	0.0159 (0.0372)	-0.0252 (0.0437)	-0.0160 (0.0478)	-0.0323 (0.0453)
År 2008	0.0621** (0.0305)	-0.0982 (0.0389)	-0.295*** (0.0463)	-	-	-
År 2012	0.0256 (0.0213)	-0.00869 (0.0337)	-0.00476 (0.0439)	-0.00634 (0.0363)	0.121*** (0.0433)	0.332*** (0.531)
Konsumentvaror	-0.0358 (0.0657)	-0.115 (0.0910)	-0.184* (0.108)	-0.0876 (0.0893)	-0.147 (0.0915)	-0.267** (0.127)
Finansiell	0.000192 (0.0446)	-0.0407 (0.0778)	-0.0219 (0.0746)	0.0620 (0.0557)	0.0275 (0.0691)	0.0333 (0.0752)
Hälso- sjukvård	0.0425 (0.0369)	0.0185 (0.0652)	0.0170 (0.0665)	0.0187 (0.0473)	0.0189 (0.0545)	0.0120 (0.0670)
Industrivaror	0.0124 (0.0361)	0.0251 (0.0713)	0.0264 (0.0746)	0.0405 (0.0434)	0.125** (0.0619)	0.0571 (0.0823)
Service	0.0128 (0.0388)	-0.00935 (0.0727)	-0.0721 (0.0755)	0.0675 (0.0461)	0.101 (0.0619)	-0.0116 (0.0799)
Teknologi	-0.0586* (0.0344)	-0.0699 (0.0707)	-0.0810 (0.723)	-0.0507 (0.0503)	-0.0401 (0.0661)	-0.0651 (0.0721)
Samhällsservice	0.0661 (0.0410)	0.0237 (0.0864)	0.0406 (0.0959)	0.125** (0.0540)	0.0923 (0.103)	0.0851 (0.127)
R <sup>2</sup>	0.0537	0.0593	0.2224	0.0758	0.0947	0.2483
N	300	300	300	200	200	200

#### Fama Frenchs fyrfaktors-modell

Faktor	Aggregerad			Obamaåren		
	6 månader	12 månader	24 månader	6 månader	12 månader	24 månader
$\alpha$	-0.0195 (0.0333)	0.00514 (0.0438)	0.0266 (0.0583)	-0.0793 (0.0505)	-0.180*** (0.0481)	-0.308*** (0.0600)
PERCDIFF	0.0105 (0.0249)	0.0324 (0.0324)	-0.0322 (0.0419)	0.0657 (0.0465)	0.0396 (0.0533)	0.0796 (0.0599)
CTOT	-0.0179 (0.0313)	0.0335 (0.0335)	-0.0140 (0.0351)	-0.0261 (0.0478)	-0.0259 (0.0487)	-0.0370 (0.0438)
År 2008	-0.0537* (0.0304)	-0.179 (0.0377)	-0.339*** (0.0464)	-	-	-
År 2012	0.0209 (0.0216)	-0.0263 (0.0321)	-0.0232 (0.0437)	0.106*** (0.0400)	0.188*** (0.0461)	0.376*** (0.0557)
Konsumentvaror	0.0147 (0.0557)	-0.0311 (0.0707)	-0.123 (0.104)	-0.0469 (0.0778)	-0.108 (0.0798)	-0.258** (0.125)
Finansiell	-0.0254 (0.0438)	-0.0966 (0.0522)	0.0204 (0.0534)	-0.319 (0.0645)	-0.0370 (0.0661)	0.00540 (0.0749)
Hälso- sjukvård	0.105** (0.0411)	0.0846* (0.0484)	0.0965 (0.0602)	0.0416 (0.0602)	0.0315 (0.0593)	0.0135 (0.0719)
Industrivaror	0.0563 (0.0404)	0.0967* (0.0518)	0.0937 (0.0675)	0.0645 (0.0589)	0.150** (0.0653)	0.0576 (0.0850)
Service	0.0386 (0.0404)	0.0525 (0.0503)	-0.0193 (0.0658)	0.0455 (0.0562)	0.0775 (0.0639)	-0.0478 (0.0841)
Teknologi	-0.00188 (0.0360)	0.0171 (0.0498)	0.00453 (0.0645)	-0.0366 (0.0614)	-0.0300 (0.0698)	-0.0838 (0.0764)
Samhällsservice	0.0725 (0.0514)	0.0502 (0.0673)	0.00150 (0.0908)	0.160** (0.0701)	0.115 (0.107)	0.0866 (0.124)
R <sup>2</sup>	0.0793	0.1349	0.2662	0.0928	0.1575	0.2870
N	300	300	300	200	200	200

\*\* och \*\*\* motsvarar 10, 5 och 1% signifikansnivå. Robusta standardfel visas inom parantes.

## 6 Analys och diskussion

Då företags donationer till 527-grupper studeras kunde det för perioden 2004-2014 inte identifieras en överavkastning för de företag som vare sig har ett stort politiskt engagemang eller en tydlig politisk preferens. Det går heller inte att fastställa huruvida dessa företag underpresterar relativt marknaden utan modellen pekar på att dessa företag genererar avkastning som ligger i linje med den som marknaden förväntat sig. Det som går att fastställa är att det finns tydliga skillnader i den avkastning som företagen genererar beroende på vilka år som studeras. Företagen genererar lägre avkastning för åren som följer valet 2008 relativt motsvarande period efter valet 2004. Då Obamaåren studeras enskilt ses även att företagen genererar högre avkastning efter valet 2012 jämfört med perioden kring valet 2008, däremot går det inte att se signifikanta skillnader mellan perioden efter valet 2004 och den efter valet 2012. Faktumet att denna effekt syns just kring 2008 skulle kunna vara en effekt av det turbulenta ekonomiska klimat som rådde under denna period som följd av den globala finanskrisen som drabbade USA under den senare delen av 00-talet. Att det inte går att se en signifikant skillnad mellan nivåerna kring valet 2004 och valet 2012 skulle kunna bero på att marknaden i stor utsträckning återhämtat sig från finanskrisen 2008 och att avkastningarna är tillbaka på liknande nivåer som före krisen. Till skillnad från studien av Huber m.fl. kan alltså här identifieras signifikanta tidseffekter, vilket är varför en ”period fixed effects”-modell användes. Resultaten i denna undersökning skiljer sig också då det här inte kan identifieras någon överavkastning för de företag som väljer att donera mest. Som tidigare nämnt studeras en tidsperiod där framförallt USA drabbats hårt av den finansiella krisen och detta skulle kunna ha påverkat politikernas förmåga att infria policys som särskilt gynnar vissa typer av företag. De statliga utgifterna för USA steg fram till och med 2009 men har efter det reducerats till nivåer som liknar de innan den finansiella krisen (Världsbanken, 2014). Det skulle kunna vara så att politiker, och framför allt presidenten, under en period av antingen finansiell kris eller nedskärningar i den amerikanska stadsbudgeten granskas av allmänheten på ett sätt som inte möjliggör det att företag förfördelas på ett sätt som tidigare kanske varit fallet.

Faktumet att företagen väljer att använda dess egna finanser för att stödja politiska partier tyder på ett rent-seekingbeteende. Det går dock inte att identifiera någon överavkastning för dessa företag, vilket tyder på att de inte erhåller det extra värdet de möjligen försöker fånga med sina bidrag. En alternativ förklaring skulle kunna vara att donationerna inte syftar till att erhålla monetära eller konkurrensfördelar. Enligt Baysinger (1984) har företags politiska aktivitet tre huvudsakliga syften och det skulle kunna vara så att företagen kontribuerar för att legitimera



organisationens syften och mål eller de metoder som företaget använder. Om så är fallet kommer detta inte i samma utsträckning speglas i deras aktiekursutveckling utan snarare leda till företagets förmåga att fortsätta bedriva sin verksamhet.

Under de år där Obama varit president i USA har det demokratiska partiet haft makt i representanthuset i tre år, från 2008-2011, medan republikanerna har haft makten sedan 2011 (The United States House of Representatives, 2014). I den amerikanska senaten har situationen sett annorlunda ut där demokraterna haft makten sedan 2009 (United States Senate, 2014). Faktumet att Obama har haft viss makt i både representanthuset och senaten borde leda till en viss förmåga att genomföra policyförändringar. För företags anställdas donationer till presidentkandidater går det, för Obamaåren, att identifiera ett signifikant samband mellan kontributionsvariabeln PERCDIFF och överavkastning. De företag som enbart donerat till Obama åtnjöt en överavkastning som innebar att de slog marknaden med ca 8% under de sex första månaderna efter valen 2008 och 2012. Detta implicerar att företagen vars anställda donerar på något sätt skiljer sig ifrån de företagen som väljer att använda företagets egna medel, dvs. de företag som donerar till 527-grupper. Denna skillnad skulle kunna bero på skillnader i donationens syfte. Om de anställda som donerar har incitamentsprogram som innebär att delar av deras lön är knutna till företagets aktiekursutveckling skulle de kunna tänkas ha större incitament att donera pengar till kandidater som tros ta beslut som förbättrar företagets aktiekursutveckling. Detta eftersom det politiska engagemanget då skulle kunna leda till att de erhåller privatekonomiska fördelar. Detta resultat indikerar att de anställda, i större utsträckning än de företag som donerar till 527-grupper, lyckas tillgodo göra sig extra värde och är därmed mer "lyckade" rent-seekers.

I en studie av Aggarwal m.fl. (2012) finner de ett negativt samband mellan avkastning och företagsdonationer till 527-grupper. Resultaten som de presenterar i artikeln stämmer inte väl överens med de som presenteras i denna studie, men metoderna skiljer sig också åt kraftigt. De använder i studien ett makroperspektiv där de analyserar alla börsnoterade företag som donerar till 527-grupper och det är förmodligen här som de stora skillnaderna genereras. Det framgår tydligt i avsnittet *Deskriptiv statistik* att det verkar råda ett exponentiellt avtagande förhållande mellan storleken på företagsdonationer och antal företag som studeras. Det är möjligt att de i sin analys fångar upp många företag med ett väldigt lågt politiskt engagemang, relativt de som donerar mest, och att just dessa företag fungerar på ett annorlunda sätt än de som aktivt donerar stora summor. Med detta till grund anser författarna att fokus bör, precis som Huber m.fl.

argumenterar för, flyttas från ett makroperspektiv mot ett mikroperspektiv där de mest aktiva företagen studeras istället för exempelvis alla börsnoterade företag.

I studien av Kim m.fl. (2008) visar de att det är företag inom framförallt reglerade sektorer eller sektorer där staten är den största kunden som åtnjuter överavkastning på grund av sitt politiska engagemang. Av denna anledning kontrollerades det för sektorstillhörighet i regressionen och signifikanta skillnader mellan de olika sektorerna kunde urskiljas. En av de sektorer som sticker ut, då företags donationer till 527-grupper studeras, är den för hälso- och sjukvård. Företag inom denna sektor genererade avkastningar som signifikant översteg den som företag inom råmaterial kunde generera. Utöver detta så är det företag inom denna bransch som på aggregerad nivå presterar allra bäst av alla sektorer, relativt råmaterialssektorn. Det skulle kunna vara så att företag inom hälso- och sjukvårdssektorn har presterat relativt sätt bättre på grund av den politik som bedrivits i USA sedan Obama vann presidentvalet 2008. Obama har starkt drivit för en allmän sjukvårdsförsäkring (Obamacare, 2014; McDonough, 2012), vilket skulle kunna ha inneburit att företag inom denna bransch presterat bättre än andra på grund av stark framtidstro för dessa företag. Det går i den använda modellen tyvärr inte att identifiera huruvida företagen inom hälso- och sjukvårdssektorn åtnjuter överavkastning, enbart att de relativt råmaterialsektorn presterar bättre.

## 7 Slutsatser

Syftet med denna uppsats var att undersöka huruvida företags, eller dess anställdas, donationer till amerikanska presidentvalskampanjer påverkar företagets framtida aktiekursutveckling för perioden 2004-2014. Vidare syftade undersökningen till att utreda huruvida det finns någon skillnad mellan de företag som donerar till 527-grupper och de företag vars anställda donerar till presidentkandidater. För de företag som donerar till 527-grupper kunde ingen överavkastning identifieras men för de företag vars anställda donerar till presidentkandidater identifierades ett samband mellan relativ preferens för vinnaren i valet och överavkastning vid 6 månaders mätpunkt för Obamaåren (2008-2014). De företag vars anställda enbart donerat till Obama slog, under de 6 månader som följer valen 2008 och 2012, marknaden med ca 8%. Detta tyder på att det finns en skillnad mellan de företag som använder företagets pengar till att finansiera donationerna och de företag vars anställda donerar mest. Den skillnad som denna studie pekar på skulle kunna härstamma från syftet med de olika företagens politiska aktivitet. Om företagen som donerar till 527-grupper gör så för att legitimera sin organisations syften och mål eller de metoder som företaget använder borde detta inte i samma utsträckning speglas i dess aktiekurs som om syftet var att erhålla monetära eller konkurrensfördelar. De anställda som donerar pengar kan däremot tänkas göra så för att stärka sin egen privatekonomi, vilket innebär att de donerar för att erhålla extra värde och därför bör de tydligare synas i dess aktiekursutveckling.

Bristen på samband i denna studie tros, i viss mån, kunna härledas till det turbulenta ekonomiska klimat som rådde under större delen av 00-talet. Att det finns tydliga differenser mellan de tidsperioder som studeras fastställs då de i många av regressionerna finns starkt signifikanta årseffekter. Presidenternas förmåga att genomföra kontroversiella förändringar i såväl lagstiftning som i resursfördelningar via stadsbudgeten tros vara marginella i en period som präglats av antingen finansiell kris eller nedskärningar i de offentliga utgifterna.

För framtida studier anser författarna att en liknande studie bör genomföras då Obama avverkat sina 8 år som president. För att förbättra jämförbarheten mellan olika presidentperioder bör en sådan studie inkludera exempelvis en till Bushperiod (dvs. hela studien bör inkludera perioden från 2000-2016). För vidare studier skulle det även vara intressant att jämföra hur portföljer av företagen som donerat till 527-grupper presterar relativt portföljer av företagen vars anställda donerat till presidentkandidater.

## 8 Källförteckning

- Aggarwal, R., F. Meschke och T. Y. Wang (2012), Corporate Political Donations: Investment or Agency?, *Business and Politics*, 14(1): 1-38.
- Banker, R. D., S. Das och C. S. Ou (1997), Shareholder wealth effects of legislative events: The case of airline deregulation, *Public Choice* 91: 301-331.
- Baysinger, B. D. (1984), Domain Maintenance as an Objective of Business Political Activity: An Expanded Typology, *Academy of Management Review*, 9(2): 248-258.
- Bodie, Z., A. Kane, A. J. Marcus (2011), *Investments*, 9<sup>th</sup> Ed., McGraw-Hill/Irwin.
- Bowman, R. G. och F. Navissi (2000), Regulatory Threats and Political Vulnerability, *The Journal of Financial Research*, 23(4): 411-420.
- Carhart, M. M. (1997), On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance* 52(1): 57–82.
- Cook, R. D., och S. Weisberg (1982), *Residuals and Influence in Regression*, Chapman and Hall.
- Cooper, M. J., H. Gulen och A. V. Ovtchinnikov (2010), Corporate Political Contributions and Stock Returns, *The Journal of Finance*, 65(2): 687-724.
- Fama, E. F. och K. R. French (1997), Multifactor explanations of asset pricing anomalies, *Journal of Finance* 51(1): 55-84.
- Federal Election Commission (2014a), [http://www.fec.gov/press/bkgnd/bcra\\_overview.shtml](http://www.fec.gov/press/bkgnd/bcra_overview.shtml), 2014-04-24.
- Federal Election Commission (2014b) [http://www.fec.gov/ans/answers\\_general.shtml#527](http://www.fec.gov/ans/answers_general.shtml#527), 2014-04-23.
- French (2014), [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html), 2014-04-30
- Gaikwad, N. (2013), Presidential Prospects, Political Support, and Stock Market Performance, *Quarterly Journal of Political Science*, 8: 451-464.
- Gupta, S., C. W. Swenson (2003), Rent Seeking By Agents of The Firm, *Journal of Law and Economics*, 46: 253-268.
- Hillman, A. J., A. Zardkoohi och L. Bierman (1999), Corporate Political Strategies and Firm Performance: Indications of Firm-Specific Benefits from Personal Service In The U.S Government, *Strat. Mgmt. J.*, 20: 67-81.

- Hillman, A. J., G. D. Keim och D. Schuler (2004), Corporate Political Activity: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*, 30(6): 837-857.
- Huber, J. och M. Kirchler (2011), Corporate campaign contributions and abnormal stock returns after presidential elections, *Public Choice*, 156: 285-307.
- Jayachandran, S. (2006), The Jeffords Effect, *Journal of Law and Economics*, 39(2): 397-425.
- Kim, J. H. (2008), Corporate Lobbying Revisited, *Business and Politics*, 10(2): 1-23.
- Knight, B. (2006), Are policy platforms capitalized into equity prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election, *Journal of Public Economics*, 90:751-773.
- Kreuger, A. O. (1974), The Political Economy of the Rent-Seeking Society, *The American Economic Review*, 64(3): 291-303.
- Lintner, J. (1966), The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, *Review of Economics and Statistics*, 47(1): 13-37.
- Lott, J. (2000), A Simple Explanation for Why Campaign Expenditures Are Increasing: The Government Is Getting Bigger, *Journal of Law and Economics*, 43(2): 359-394.
- Marsh, S. J. (1998), Creating Barriers For Foreign Competitors: A Study of The Impact of Anti-Dumping Actions On The Performance Of U.S. Firms, *Strat. Mgmt. J.*, 19: 25-37.
- McDonough, J. E. (2012), The Road Ahead for the Affordable Care Act, *The New England Journal of Medicine*, 367(3): 199-201.
- Morningstar (2014),  
<http://corporate.morningstar.com/US/asp/subject.aspx?page=2649&filter=Equity&xmlfile=602.xml>, 2014-05-30.
- Mossin, J. (1966), Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, 34(4): 768-783.
- Mota, P. P. (2012), Normality Assumption for the log-return of the stock prices, *Probability and Statistics*, 32:47-58.
- ObamaCare (2014), Obamacarefacts.com, 2014-05-30.
- Olbjer, L. (2000), *Experimentell och Industriell Statistik*, Femte upplagan, Institutionen för matematisk statistik, Lunds Tekniska Högskola.
- Shaffer, B. (1995), Firm-level Responses to Government Regulation: Theoretical and Research Approaches, *Journal of Management*, 21(3): 495-514.

Shaffer, B., T. J. Quasney och C. M. Grimm (2000), Firm Level Performance Implications on Nonmarket Actions, *Business Society*, 39(2): 126-143.

Sharpe, W. (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium, *Journal of Finance*, 19(3): 425-442.

The United States House of Representatives (2014), [www.house.gov](http://www.house.gov), 2014-05-30.

Tullock, G. (1967), The Welfare Costs of Tariffs, Monopolies, and Theft, *Western Economic Journal*, 5(3): 224-232

United States Senate (2014), [www.senate.gov](http://www.senate.gov), 2014-05-30.

Verbeek, M. (2012), *A Guide to Modern Econometrics*, 4<sup>th</sup> Edition, John Wiley & Sons.

Världsbanken (2014), [Data.worldbank.org/indicators](http://Data.worldbank.org/indicators), 2014-05-30.

Yahoo! (2014), [Finance.Yahoo.com](http://Finance.Yahoo.com), 2014-05-30

# Bilagor

## Bilaga 1 White's test

Nedan visas resultatet från White's test för heteroskedasticitet.

White's test for Ho: homoskedasticity  
against Ha: unrestricted heteroskedasticity

chi2(11) = 31.21  
Prob > chi2 = 0.0010

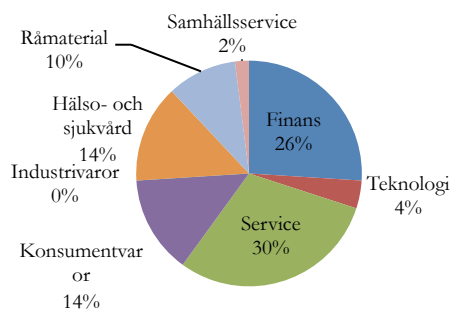
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test

Source	chi2	df	p
Heteroskedasticity	31.21	11	0.0010
Skewness	2.39	4	0.6648
Kurtosis	2.85	1	0.0912
Total	36.45	16	0.0025

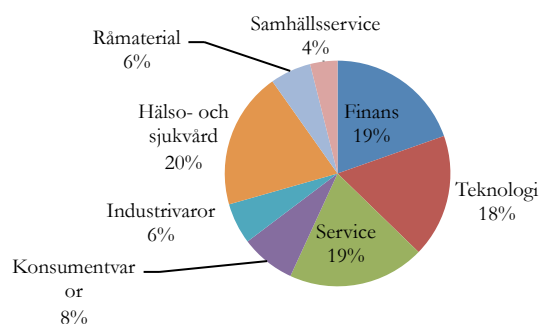
## Bilaga 2 Fördelning av donationer mellan sektorer

Överst visas fördelning av donationer mellan sektorerna för företags donationer till 527-grupper. Nederst visas motsvarande fördelning för de företag vars anställda donerat till presidentkandidater.

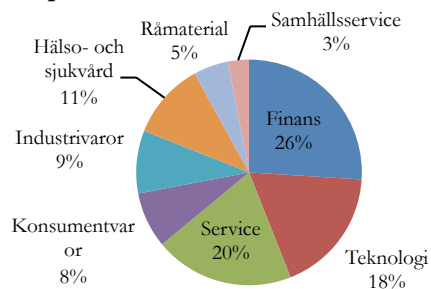
**Fördelning av donationer mellan sektorer för företags donationer till 527-grupper inför valet 2004**



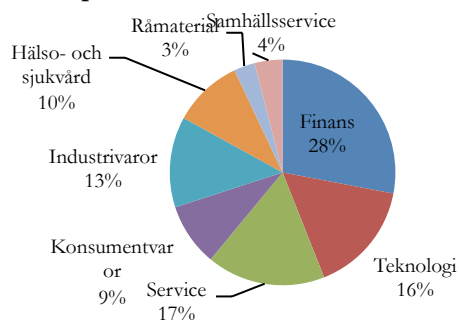
**Fördelning av donationer mellan sektorer för företags donationer till 527-grupper inför valet 2008**



**Fördelning av donationer mellan sektorer för företag vars anställda donerat till presidentkandidater inför valet 2008**



**Fördelning av donationer mellan sektorer för företag vars anställda donerat till presidentkandidater inför valet 2004**



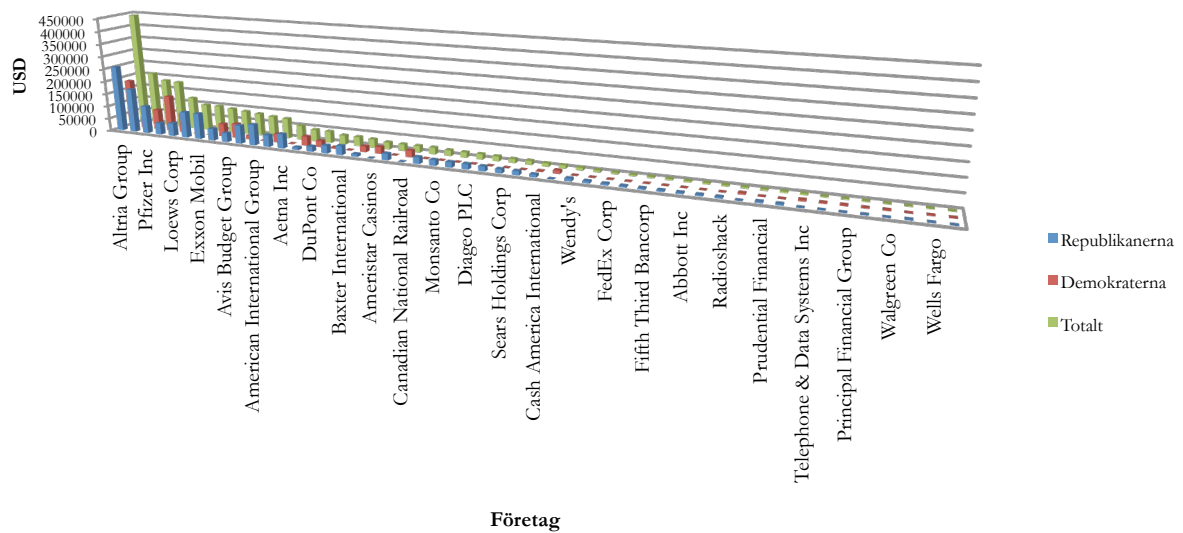


### Bilaga 3 Donationer från företag till 527-grupper och donationer från anställda

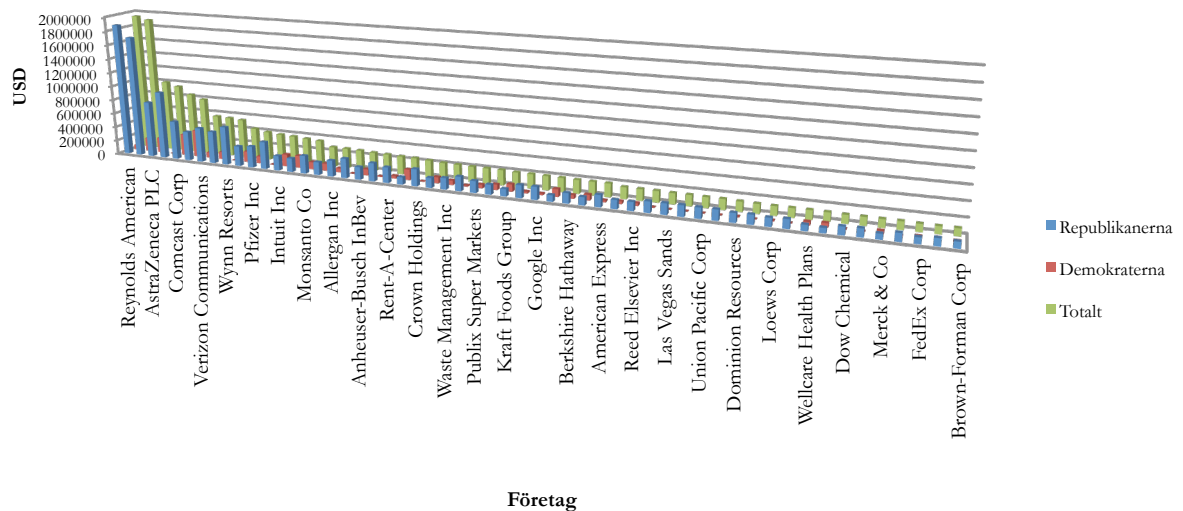
Nedan visas donationer till republikanerna och demokraterna från företag till 527-grupper.

Överst visas donationer inför valet 2008 och därefter visas donationer inför valet 2012.

#### Företags donationer till 527-grupper inför valet 2008

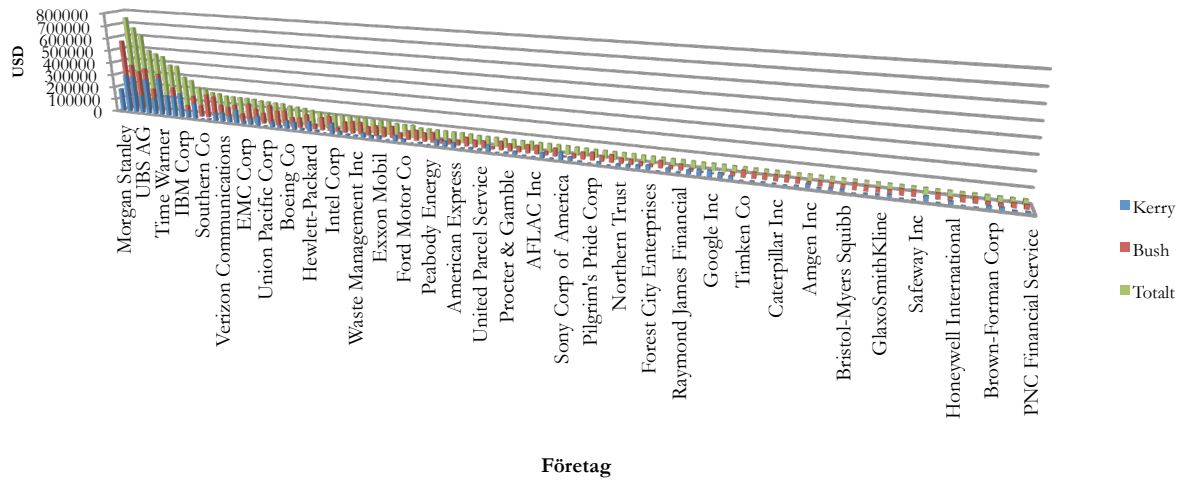


#### Företags donationer till 527-grupper inför valet 2012



Nedan visas donationer från företags anställda till presidentkandidater inför valet 2004 och 2012.

### Företags anställdas donationer till presidentkandidater inför valet 2004



### Företags anställdas donationer till presidentkandidater inför valet 2012

