



**LUNDS UNIVERSITET**  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

HT18

# Kultur, rätt och slätt

- *En studie om kulturell och juridisk påverkan på värdeskapande vid svenska M&A.*

**Författare:**

Olof Carlson Bjernald

Axel Jacobsson

Patrik Magnusson

Adam Rodin

**Handledare:**

Anamaria Cociorva

## **Sammanfattning**

- Seminariedatum:** 17/1/2018
- Titel:** Kultur, rätt och slätt – En studie om kulturell och juridisk påverkan på svenska M&A.
- Kurs:** FEKH89 - Examensarbete i finansiering på kandidatnivå
- Författare:** Adam Rodin  
Axel Jacobsson  
Olof Carlson Bjernald  
Patrik Magnusson
- Handledare:** Anamaria Cociorva
- Fem nyckelord:** Mergers and Acquisitions, företagsförvärv, värdeskapande, kultur, rättstillämpning.
- Syfte:** Att undersöka om M&A-transaktioner där Sverigenoterade bolag utgör den köpande parten skiljer sig från tidigare internationell forskning på värdeskapande vid M&A, med speciellt fokus på kulturella och juridiska aspekters påverkan.
- Metod:** Uppsatsens metodiska ansats kan övergripande kategoriseras som kvantitativ med en deduktiv ansats. Specifikt används så kallad eventstudiemetodologi.
- Teori:** Utöver relevant tidigare forskning inom M&A och värdeskapande, utgörs en stor del av den teoretiska referensramen av teorier kring nationella skillnader i kultur och rättstillämpning.
- Empiri:** Innefattar data från 161 M&A-transaktioner hämtade från databasen Zephyr, samt tillhörande företagsspecifik data från de involverade företagen, hämtade från Thomson Reuters Datastream.
- Slutsats:** Varken kulturella eller juridiska aspekter visas påverka värdeskapandet vid svenska M&A, varför generaliserbarheten för Sverige i den tidigare internationella forskningen ifrågasätts. Likt tidigare svenska studier visas svenska M&A i genomsnitt vara värdeskapande, till skillnad från stor del av den forskning som utförts på internationella M&A.

## Abstract

- Seminar date:** 17/1/2018
- Title:** Kultur, rätt och slätt – En studie om kulturell och juridisk påverkan på svenska M&A.
- Course:** FEKH89 - Examensarbete i finansiering på kandidatnivå
- Authors:** Olof Carlson Bjernald  
Axel Jacobsson  
Patrik Magnusson  
Adam Rodin
- Advisor:** Anamaria Cociorva
- Keywords:** Mergers and Acquisitions, value creation, culture, legal enforcement,
- Purpose:** To investigate whether M&A transactions, where the acquiring company is listed in Sweden, differ from international research in respect of value creation as well as cultural and legal differences positively affecting value creation for shareholders.
- Methodology:** Quantitative methodology with a deductive approach is used. Furthermore, this study is conducted in the form of an event study.
- Theoretical framework:** On top of earlier research within the field of M&A and value creation, a large part of the theoretical framework is based on theories regarding national differences in culture and legal enforcement.
- Empirical foundation:** Data from 161 M&A-transactions are collected from the database Zephyr, as well as associated company-specific data from the involved parties, collected from Thomson Reuters Datastream.
- Conclusion:** Neither cultural nor legal aspects are shown to affect the value creation of Swedish M&A, and therefore the generalizability of previous international, research on Swedish M&A is questioned. Furthermore, Swedish M&A are shown to create value on average. The latter result is aligned with previous Swedish research, but contradictory to international research.

# Förord

Ett stort tack riktas till Anamaria Cociorva för hennes engagemang samt värdefulla insikter och vägledning gällande uppsatsen i stort. Ytterligare riktas tack till Per-Erik Isberg för vägledning rörande statistisk hantering.

Olof Carlson Bjernald

Axel Jacobsson

Patrik Magnusson

Adam Rodin

# Innehållsförteckning

<b>1. INTRODUKTION</b>	<b>8</b>
1.1 BAKGRUND	8
1.2 PROBLEMDISKUSSION	9
1.3 PROBLEMFORMULERING	10
1.4 SYFTE	10
1.5 AVGRÄNSNINGAR	11
1.6 MÅLGRUPP	11
<b>2. TEORETISK REFERENSRAM</b>	<b>12</b>
2.1 INFORMATIONSASYMMETRI	12
2.1.1 EFFEKTIV KAPITALMARKNAD	12
2.1.2 PRINCIPAL-AGENTPROBLEM	12
2.2 KULTURELLA OCH JURIDISKA ASPEKTER	13
2.2.1 KULTURELLA ASPEKTER	13
2.2.2 JURIDISKA ASPEKTER	14
2.3 TIDIGARE FORSKNING	15
2.4 BEROENDE VARIABEL	17
2.5 FÖRKLARANDE VARIABLER	18
2.5.1 PRIVATA OCH BÖRSNOTERADE BOLAG	18
2.5.2 STRATEGISKA OCH FINANSIELLA UPPKÖP	19
2.5.3 BETALNINGSMETOD	19
2.5.4 RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK	19
2.5.5 KULTURELLA VARIABLER	20
2.5.6 JURIDISKA VARIABLER	20
2.6 SAMMANSTÄLLNING AV HYPOTESER	22
<b>3. METOD</b>	<b>23</b>
3.1 FORSKNINGSANSATS	23
3.2 DATAINSAMLING	24
3.3 URVALSPROCESS	24
3.4 VAL AV TEORI	26
3.5 EVENTSTUDIEMETOLOGI	27
3.6 HANTERING AV DEN BEROENDE VARIABELN	28
3.7 HANTERING AV DE FÖRKLARANDE VARIABLERNA	29
3.7.1 RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK (RS)	29
3.7.2 BETALNINGSMETOD (BM)	29
3.7.3 SAMMA BRANSCH (B)	30
3.7.4 PRIVATA (P)	30
3.7.5 HOFSTEDE	30
3.7.6 JURIDISK TILLÄMPNING	31
3.7.7 FINANSKRISEN (F)	31
3.8 STATISTISK UNDERSÖKNINGSMETODIK	32
3.8.1 TVÄRSNITTSDESIGN	32
3.8.2 STATISTISKA GRUNDER	32
3.8.3 MULTIPEL REGRESSIONSANALYS	33
3.8.4 OLS	33
3.8.5 RAMSEY'S RESET-TEST	35
3.8.6 MULTIKOLLINEARITET	35
3.8.7 BEDÖMNING AV FÖRKLARINGSGRAD	36
3.9 STUDIENS KVALITET	36

3.9.1 RELIABILITET	36
3.9.2 VALIDITET	38
<b>3.10 KÄLLKRITIK</b>	<b>38</b>
<b>4 RESULTAT</b>	<b>39</b>
<b>4.1 URVALETS DATA</b>	<b>39</b>
4.1.1 CAR	39
4.1.2 DESKRIPTIV STATISTIK	40
<b>4.2 REGRESSIONSTESTER</b>	<b>41</b>
4.2.1 MULTIKOLLINEARITETSTEST	41
4.2.2 NORMALITETSTEST JARQUE-BERA	41
4.2.3 WHITES HETEROSKEDASTICITETSTEST	42
4.2.4 RAMSEY'S RESET-TEST	42
4.2.5 ROBUSTNESS-TEST	42
<b>4.3 REGRESSION</b>	<b>43</b>
4.3.1 INFORMATIONSASYMMETRI	43
4.3.2 KULTURELLA OCH JURIDISKA VARIABLER	44
<b>4.4 HANTERING AV RESULTAT</b>	<b>45</b>
<b>4.5 HYPOTESPRÖVNING</b>	<b>46</b>
<b>5. ANALYS</b>	<b>47</b>
<b>5.1 ANALYS AV VARIABLER RELATERADE TILL INFORMATIONSASYMMETRI</b>	<b>47</b>
<b>5.2 PÅVERKAN AV KULTURELLA OCH NATIONELLA VARIABLER</b>	<b>48</b>
<b>5.3 SAMMANFATTANDE ANALYS</b>	<b>49</b>
<b>6. SLUTSATS OCH DISKUSSION</b>	<b>51</b>
<b>8. KÄLLFÖRTECKNING</b>	<b>54</b>
<b>APPENDIX A FÖRTECKNING ÖVER M&amp;A-TRANSAKTIONER</b>	<b>57</b>
<b>APPENDIX B TIDIGARE FORSKNING</b>	<b>62</b>
<b>APPENDIX C REDOVISNING AV REGRESSIONSTESTER</b>	<b>65</b>

# Ordlista

<b>M&amp;A</b>	Transaktioner som innefattar företagsköp och sammanslagningar.
<b>Värdeskapande</b>	Det köpande företags förmåga att skapa en högre avkastning, för aktieägarna, än aktiens förväntade avkastning.
<b>Underavkastning</b>	Avkastning under förväntad avkastning.
<b>Överavkastning</b>	Avkastning över förväntad avkastning.
<b>Synergier</b>	När två företag skapar ett större värde tillsammans än mätt var för sig.
<b>Horisontella uppköp</b>	Företagsförvärv som sker inom samma bransch.
<b>Målföretag</b>	Företaget som köps upp vid M&A.
<b>Informationsasymmetri</b>	När två eller fler parter har olika tillgång till information.
<b>Privata bolag</b>	Företag som ej är börsnoterade.

# 1. Introduktion

*I inledningen presenteras bakgrunden till det valda ämnet, varpå problemdiskussionen konkretiserar och problematiserar kring ämnet med hjälp av tidigare forskning. Problemet mynnar ut i en frågeställning som uppsatsen ska försöka besvara.*

## 1.1 Bakgrund

Värdeskapande genom företagsförvärv och fusioner kan tyckas vara lockande, trots att forskning antyder att majoriteten av M&A resulterar i värd förstörelse (Bruner, 2003). Teoretiskt kan det konstateras att värde skapas när betalt pris understiger det förvärvade företagets värde inklusive förväntade synergier (Gaughan, 2018). Garzella och Fiorentino (2014) hävdar att synergier är den ökning i prestation som härrör från de sammansatta företagens insats, jämfört med vad de två företagen förväntas eller begärs prestera självständigt. DePamphilis (2010) identifierar bland annat operationella fördelar såsom skalfördelar och produktdiversifiering, men även finansiella fördelar i form av lägre kapitalkostnad till följd av okorrelerade kassaflöden, som grund för värdeskapande. Vidare beskriver han att de bakomliggande faktorerna till att företag genomför M&A har varierat historiskt. Exempelvis skiftade avsikten med att genomföra M&A från att skapa oligopolverksamheter, till att expandera bortom sin hemmamarknad (DePamphilis, 2010). Globaliseringen har påverkat och möjliggjort för M&A över landsgränser och bidrar till fördelar såsom accelererad tillväxt, möjligheter att undvika inträdesbarriärer och ett utnyttjande av immateriella tillgångar, såsom expertis och starka varumärken i främmande regioner. Samtidigt bör risker med internationella M&A tas i beaktning. Forskare har under lång tid resonerat kring varför vissa internationella M&A skapar värde och andra inte. Jonsson (1995) beskriver hur företag som medverkar i en dynamisk marknad står inför utmaningen att anpassa sin struktur och skepnad efter varierande affärscyklar och marknadsförhållanden. För att stödja en effektiv användning av ett lands resurser, menar han att nationella beslutsfattare bör stifta lagar som främjar företag som skapar värde för sina aktieägare, utan att uppkomsten av värdet är på bekostnad av andra intressenter i samhället.

La Porta et al. (1998) menar att lagarna som påverkar investerarskyddet skiljer sig för olika länder och har konsekvenser för företagets finansiering och ägarstruktur, och att de övergripande kontinentaleuropeiska rättsfamiljer som existerar, är en konsekvens av ett rättsarv från gammal romersk rätt. Det senare skulle kunna betraktas som en form av "



kulturellt arv, vilket skulle ligga i linje med stöd som hittas för att kultur påverkar rättsfamiljernas innehåll och fortlevnad (La Porta, Lopez-de-Silanes och Shleifer, 2008). Vidare argumenterar Jonsson (1995) att lagar bör vara flexibla nog för att tillåta omorganisering vid M&A, eftersom en modern och internationellt integrerad värld i sin natur innebär komplexa system av lagar och kulturer. Samtidigt som vikten av flexibilitet betonas, bör lagar vara sofistikerade nog för att förebygga en bristande tillämpning hos företag, samt upprätthålla bestämmelser som skyddar andra berörda intressenter.

## 1.2 Problemdiskussion

En betydande mängd forskning har gjorts på faktorer som påverkar huruvida M&A leder till värdeskapande eller ej. Healy, Palepu och Ruback (1997) och Raghavendra Rau (1998) beskriver hur transaktionsrelaterade faktorer påverkar utfallet av M&A, och i linje med andra studier berör ämnet vanligen amerikanska transaktioner. Amerikanska företag dominerar i studier om M&A, vilket inte är helt oväntat med tanke på ekonomins storlek och globala inflytande. Det fokus som funnits på amerikanska regioner gör slutsatsen som Kogut, Walker och Anand (2002) drar relevant. De påvisar att företag i olika länder har varierande benägenhet att diversifiera genom företagsförvärv till följd av varierande kultur länder emellan. Kulturell samstämmighet mellan parterna vid M&A har en inverkan på hur effektiv integrationen blir, varav nationell kultur är en potent kraft inom internationella M&A (Weber, Shenkar och Raleh, 1996). Samtidigt påvisar Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) att internationella M&A i genomsnitt skapar högre värde för den köpande parten, jämfört med vid nationella förvärv. Ökat värdeskapande vid internationella förvärv förklaras bland annat genom högre kulturell distans relativt övriga förvärv. Studien granskar M&A i olika länder, men endast ett fåtal transaktioner med svenska företag innefattas, samtidigt som affärer under 100 miljoner dollar exkluderas, vilket resulterar i ett bortfall som troligen gör studien i lägre grad representativ för mindre ekonomier såsom Sverige. Likartade avgränsningar speglar vanligen allomfattande studier på området, som gör det tämligen svårt att dra berättigande slutsatser kring värdeskapande vid M&A i förhållande till ett flertal svenska transaktioner. Likaså visar Martynova och Renneboog (2008) att skillnader i aktieägarskydd mellan länder är positivt associerat med värdeskapande. Till skillnad från annan forskning kring juridiska skillnader vid företagsförvärv, härrör 23 % av målföretagen från Skandinavien, varför studien kan tänkas vara generaliserbar också för mindre ekonomier. Å andra sidan ligger fokus till stor del på graden av aktieägarskydd snarare än den juridiska tillämpningen, trots att den senare motiveras som viktig av La Porta et al. (1998).

Med tidigare studier i åtanke finns det relevanta undersökningsområden, som inte innefattar amerikanska och centraleuropeiska regioner. Jonsson (1995) riktar blickarna mot Sverige i sin avhandling om värdeskapande vid M&A. Studien undersöker värdeskapande vid nationella och internationella M&A. Resultatet visar att värdeskapandet inte är självklart för det köpande företags aktieägare. Slutsatserna kring de svenska företagens förmåga att skapa värde för det köpande företags aktieägare vid internationella och nationella M&A framgår därmed som tvetydiga utifrån studien. Därtill tas ingen hänsyn till hur de bakomliggande faktorerna genererar detta resultat. Sammantaget saknas därmed att en uppdaterad studie, som grundar sig i en senare tidsperiod och tar hänsyn till kulturella och juridiska skillnader, vilka kan tänkas förklara tvetydigheten i tidigare resultat.

### **1.3 Problemformulering**

Tidigare studier med utgångspunkt i svenska företag har inte lyckats presenterat en enhetlig bild av huruvida M&A är värdeskapande. Vidare saknas djupgående analys av kulturella och juridiska skillnaders påverkan. Dessutom är generaliserbarheten i omfattande internationella studier rörande dessa påverkansfaktorer på värdeskapande bristfällig för mindre ekonomier. Genom att undersöka värdeskapande vid M&A med utgångspunkt i målföretagets kultur och juridiska system, är förhoppningen att bringa kunskap till ämnet och besvara frågan:

I vilken utsträckning påverkar kulturella och juridiska skillnader värdeskapandet när svenska företag genomför M&A?

### **1.4 Syfte**

Syftet med studien är att bringa klarhet i huruvida svenska M&A är värdeskapande och om detta kan hänföras till kulturella och juridiska skillnader. Arbetet avser att positionera sig gentemot tidigare studier om värdeskapande variabler vid M&A, genom betoning på kulturella och juridiska påverkansfaktorer. Studien syftar till att ge en omfattande undersökning på området och inkluderar därför företag över flera sektorer, som genomfört M&A på den nationella och internationella marknaden under åren 1998 till 2017.

## 1.5 Avgränsningar

Studien avgränsas till att enbart undersöka M&A och värdeskapande utifrån det köpande företagets aktieägare, vilket grundar sig i att mycket av den tidigare forskningen som gjorts. Den påvisar att målföretag har förmågan att skapa värde för sina aktieägare vid M&A, men att det ännu förefaller oklart om svenska börsnoterade företag som genomför M&A kan göra detsamma. För att undersöka värdeskapandet hos båda parter av transaktionen, krävs betydligt mer resurser i form av data och tid, vilket denna studie ej har tillgång till. Vidare inkluderas enbart köpande företag som är börsnoterade på den svenska börsen OMX Stockholm. Information om icke börsnoterade företag anses otillräcklig för att kunna genomföra en fullständig och enhetlig analys. Med syftet att möjliggöra en grundlig granskning om vilka kulturella och juridiska faktorer som påverkar värdeskapandet vid M&A, väljs landet Sverige som utgångspunkt. Valet motiveras dels utifrån att en nation antas ha en mer enhetlig kultur än en hel region, men även för att begränsa datamängden. Studien avgränsas tidsmässigt till M&A som skett mellan åren 1998 och 2017. Eftersom att studien ämnar undersöka mindre ekonomier, krävs en längre tidsperiod för att urvalet ska bli stort nog.

## 1.6 Målgrupp

Resultatet i studien ämnar ge insikt i hur kulturella och juridiska skillnader påverkar värdeskapandet för aktieägare i det köpande företaget vid uppkomsten av M&A. Denna kunskapslucka är av intresse för akademiskt intresserade med viss bakgrundsförståelse inom finans, och i viss mån även småsparare, som söker en ökad förståelse kring hur värdeskapandet påverkas vid M&A, med utgångspunkt i svenska börsnoterade företag.

## **2. Teoretisk referensram**

### **2.1 Informationsasymmetri**

*Kapitlet redogör för de teorier som valts. Först presenteras övergripande finansiell teori, och efterföljs av teorier kring kultur och juridisk tillämpning. Därefter presenteras tidigare forskning på området, och variabler där förväntade utfall identifieras.*

#### **2.1.1 Effektiv kapitalmarknad**

Fama (1970) menar att en marknad anses som effektiv om priserna på tillgångar till fullo reflekterar samtlig tillgänglig information. Författaren presenterar tre allmänna kriterier vilka kan kategorisera en marknad som effektiv: (1) det finns inga transaktionskostnader vid handel med värdepapper, (2) all information måste finnas tillgänglig utan kostnad till alla intressenter, (3) deltagare på marknaden agerar rationellt, det vill säga att aktörer reagerar på samma sätt vid en given riskaversion. Han betonar dock att medan dessa kriterier, som enkelt bevisas inte föreligga i verkligheten, är tillräckliga för att bestämma om en marknad är effektiv. Han menar vidare att de samtidigt inte måste föreligga för att definiera en marknad som effektiv, och exemplifierar detta med att priser kan reflektera samtlig information trots att transaktionskostnader existerar.

I studien delas graden av marknadseffektivitet upp i tre olika former: svag-, semi-stark- och stark effektivitet. Slutsatsen är att svag- och semi-stark effektivitet bevisas. Fama (1970) menar dock att medan en starkt effektiv marknad inte helt och hållet kan bevisas, föreligger enbart svaga motbevis. Givet att aktiemarknaden antas vara effektiv, kan slutsatser kring värdeskapandet av en M&A dras redan vid den tidpunkt där den tillkännages, varför teorin är relevant för denna studie. Bruner (2003) styrker att den prisförändring av aktien som sker utöver vad som kan förväntas av en jämförelsemodell, är det förväntade aktieägarvärde som skapas till följd av transaktionen. MacKinlay (1997) hävdar samtidigt att det finns empiriska bevis, för att transaktionen anses av aktörer på marknaden redan innan denna offentliggjorts.

#### **2.1.2 Principal-agentproblem**

Principal-agentproblem är ett fenomen inom ekonomisk litteratur som beskriver de intressekonflikter som uppstår när ansvar delegeras från en principal till en agent (Deegan och Unerman, 2011). Det problematiska i ansvarsfördelningen är att parterna antas agera utifrån vad som maximerar deras egna intressen och därmed finns det en risk att principalernas, i

detta fall aktieägarnas, intressen åsidosätts av företagsledningen, agenterna, vilket resulterar i agentkostnader (DePamphilis, 2010). Malatesta (1983) och Jensen (1986) anser att M&A är en åtgärd som i huvudsakligen motiveras av företagsledningens egenintresse snarare än aktieägarnas intresse. Bruner (2003) konstaterar att M&A i genomsnitt inte är värdeskapande, vilket styrker detta resonemang ytterligare. Specifikt menar Parvinen och Tikkanen (2007) att företagsledningen har incitament att välja uppköpskandidater som maximerar den egna nyttan snarare än aktieägarnas. Problematiken kan uppkomma när företagsledningen syftar att skapa ett imperium för att stärka sin egen position och makt, vilket sällan är värdeskapande för de befintliga aktieägarna (DePamphilis, 2010).

## **2.2 Kulturella och juridiska aspekter**

### **2.2.1 Kulturella aspekter**

Kultur är ett mångtydigt begrepp och kan huvudsakligen ses som ett kollektivt fenomen (Hofstede, 2011). För att bringa klarhet till ämnet har Hofstede (2011) undersökt olika länder utifrån kulturella aspekter, vilket utmynnar i flera mått som kan användas för att positionera länder utifrån kultur. Hofstede (2011) utför klassificeringarna efter följande kulturella dimensioner:

- (1) Maktfördelning, som berör ojämlikhet mätt nedifrån i samhället, alltså inte enbart som konsekvens av maktinnehavarnas agerande.
- (2) Undvikande av osäkerhet, som berör i vilken mån invånarna i landet är kulturellt benägna att undvika exempelvis ostrukturerade situationer.
- (3) Individualism kontra kollektivism, som reflekterar i vilken mån det finns en kulturell benägenhet att organisera sig i grupper.
- (4) Maskulinitet kontra femininitet, som reflekterar känslor och värderingars fördelning på och mellan män och kvinnor.
- (5) Långsiktig kontra kortsiktig orientering, som berör om människor fokuserar på långsiktighet eller kortsiktighet
- (6) Eftergivenhet kontra självkontroll, som visar i vilken mån det finns en tolerans för att ge efter mänskliga behov som att roa sig.

Ländernas kultur mäts för varje dimension utefter en skala på 1–100, där 1 innebär att kulturen är svagt influerad av dimensionen och 100 innebär att den i mycket hög grad är influerad av den, och på så vis kan ländernas kulturella samstämmighet positioneras i förhållande till varandra (Hofstede, 2011). Hofstede (2011) hävdar att konsensus kring en

tydlig tolkning av fenomenet företagskultur saknas, men att de flesta tolkningarna och studierna överensstämmer med att karaktärsdragen är mjuka, socialt konstruerade, relaterade till antropologi och svårförändrade. Hofstede (2011) menar vidare att företagskulturen influeras av nationell kultur, och trots att dessa två begrepp inte kan användas synonymt har de en betydande relation, där nationell kultur tros forma individens värderingar som påverkar organisationer. Hofstede (2011) konstaterande, att företagskulturen även formas av den nationella kulturen, överensstämmer med Schneider (1988).

### 2.2.2 Juridiska aspekter

Att de rättigheter som aktieägare åtnjuter, tidigare framförallt beskrivits utifrån exempelvis rätten att rösta fram en styrelse, problematiseras av La Porta et al. (1998). De menar att dessa rättigheter inte sträcker sig längre än vad det bakomliggande juridiska systemet tillåter. Författarna hävdar att en aspekt bortom företagets förväntade framtida kassaflöden, som bör påverka dess akties värdering, är i vilken utsträckning investerarnas rättigheter faktiskt skyddas av rättssystemet. Graden av investerarskydd skiljer sig åt mellan länder, vilka författarna kategoriserar utifrån fyra övergripande rättsfamiljer: fransk, tysk och skandinavisk civilrätt samt den angloamerikanska rätten (eng. *Common law*). La Porta et al. (1998) menar att skillnaderna mellan dessa kan vara stora. Exempelvis hävdas länder tillhörande den angloamerikanska rättsfamiljen inneha högst investerarskydd, samtidigt som den franska rättsfamiljen hävdas ha lägst investerarskydd. De poängterar samtidigt att en viktig aspekt, som mycket väl kan väga upp för ett lågt investerarskydd, är graden av juridisk tillämpning (eng. *enforcement*). Argumentet som de presenterar lyder att en hög grad av lagtillämpning kan skydda investerare från maktmissbruk av en tillsatt företagsledning. La Porta et al. (1998) inkluderar bland annat följande juridiska tillämpningsfaktorer med definitioner:

1. Rättssäkerhet, som innefattar traditionen för lag och ordning i landet,
2. Rättssystemets effektivitet, som innefattar effektiviteten och integriteten i det juridiska systemet,
3. Risk för statliga kontraktsbrott, som innefattar risken för modifieringar i ingångna kontrakt till följd av exempelvis budgetförändringar eller förändringar i regering,
4. Expropriationsrisk, som innefattar risken för tvingad nationalisering eller konfiskering,
5. Korruptionsgrad, där korruptionen inom statsapparaten avses.

Vidare faktor som tas upp av La Porta et al. (1998) är respektive lands redovisningsstandard. Anledningen är att redovisningsstandarder av författarna antas utgöra en viktig grund för att göra välgrundade investeringsbeslut. Skillnader mellan länder inom den europeiska unionen bör dock vara små ur redovisningssynpunkt, eftersom börsnoterade bolag i samtliga länder sedan 2005 följer samma redovisningsstandard, IFRS (Marton, Lundqvist och Pettersson, 2016). Samtidigt minskar skillnaderna mellan länder som tillämpar IFRS och US GAAP genom åren då dessa fortlöpande harmoniseras (Marton, Lundqvist och Pettersson, 2016). Samtliga av dessa juridiska mått är enligt La Porta et al. (1998) klassificeringar på hur väl den juridiska tillämpningen fungerar i det enskilda landet; en hög juridisk tillämpning hävdar författarna kunna kompensera för i övrigt bristfälliga lagar.

### 2.3 Tidigare forskning

Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) gör i sin studie ansats till att förklara i vilken utsträckning kulturella faktorer påverkar värdeskapandet vid M&A. De landar i en slutsats som de menar är motsatt konsensus vid tidpunkten av författande: istället för att påverka värdeskapande negativt, påverkar kulturella och nationella skillnader mellan det förvärvande företaget och målföretaget värdeskapandet positivt under en 36 månaders period. Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) kan dock inte påvisa ett positivt samband när värdeskapandet kontrolleras vid själva M&A annonseringen. Samtidigt poängterar de att M&A sammantaget underpresterar gentemot den förväntade avkastningen, vilket de menar ligger i linje med en betydande mängd internationell forskning i ämnet. Viktigt i sammanhanget är att Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) använder Hofstedes (2011) klassificering av kulturella aspekter, men saknar två av Hofstedes (2011) dimensioner som tas upp i 2.2.1 *Kulturella aspekter*, nämligen (5) långsiktig kontra kortsiktig orientering och (6) eftergivenhet kontra självkontroll. Vidare använder Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) även La Porta et als. (1998) klassificeringar för att kontrollera för juridiska skillnader. De förstnämnda mäter dock dessa delvis genom härkomst, där länder delas upp utifrån rättsfamiljer, men kategoriseringen är grövre än i La Porta et al. (1998) och görs genom att dela upp länder i angloamerikansk rätt kontra kontinentaleuropeisk rätt, snarare än att göra skillnad på skandinavisk, germansk och fransk civilrätt. Vidare diskuteras enbart vad La Porta et al. (1998) kallar för *antidirector index*, som senare kritiserats för att vara bristfällig för ett flertal länder, och där den reviderade poängsättningen har låg korrelation med den ursprungliga (Spamann, 2009). Dessutom saknas faktorer som påverkar juridisk tillämpning, trots att La Porta et al. (1998) lyfter fram en hög grad av

juridisk tillämpning som ett potentiellt uppvägande för låg grad av investerarskydd i lagstiftningen.

Martynova och Renneboog (2008) tar avstamp i La Porta et als. (1998) klassificering av länder utifrån juridiska aspekter, och lyckas i viss mån förklara värdeskapande vid M&A till följd av skillnader i nationella bolagsstyrningsstandarder, som de menar är en konsekvens av olika länders juridiska system. Viktigt att nämna är att Martynova och Renneboog (2008) visserligen justerar för faktorer som berör juridisk tillämpning, men att de samtidigt inte tar lika många faktorer som La Porta et al. (1998) i beaktande. Å andra sidan innebär den omfattande konsultering de utfört med bolagsjurister möjligen en förbättring på La Porta et als. (1998) ursprungliga mått.

Weber, Shenkar och Raleh (1996) gör ansats till att reda ut relationen mellan nationell kultur och företagskultur vid M&A. Författarna undersöker internationella och nationella transaktioner, med syftet att analysera vilken betydelse samstämmighet i nationell kultur och företagskultur har för hur effektiv integrationen blir mellan parterna, efter att en M&A genomförts. De finner att nationell kultur och företagskultur är separata konstruktioner och att variablerna som berör attityd och beteende hos målföretaget korrelerar med en framgångsrik integration i båda konstruktionerna av kultur. De påvisar att vid nationella M&A har skillnader i företagskulturen mellan parterna en negativ påverkan för integrationen, medan vid internationella M&A bidrar skillnader i företagskulturen till en positiv effekt för integrationen. När författarna undersöker skillnader i nationell kultur mellan parterna, och hur detta tar sig uttryck i variablerna som berör målföretagets attityd och beteende, är de flesta av sambanden positiva. Resultatet liknar även det som fastställs för skillnader i företagskultur vid internationella M&A. Enligt Weber, Shenkar och Raleh (1996) indikerar denna samstämmighet i resultat att vid internationella M&A spelar både nationell kultur och företagskultur en viktig roll för en framgångsrik integration. Vidare förklarar författarna att vid internationella M&A, förväntar sig individer i en större grad att olikheter och förändringar kommer att uppstå. Denna slutsats stöds även av Black, Mendenhall och Oddous (1991) som menar att hög kulturell distans mellan parterna leder till att ledningen i målföretaget förväntar sig en hårdare kontroll samt reducering av självbestämmande till följd av uppköpet, och är därför villiga att göra förutsedda förändringar. Weber, Shenkar och Ralehs (1996) visar att kulturella faktorer påverkar integrationens framgång. Således blir resultatet av Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008), där kulturella- och nationella skillnader innehar en



positiv påverkan på värdeskapandet, intressant. Det tidigare internationella forskningsläget finns sammanfattat i appendix B.

Tidigare studier om nationella M&A som utförts på den svenska marknaden påvisar ett värdeskapande för aktieägare i både målföretaget och det köpande företaget. Bergström et al. (1989, citerad av Jonsson, 1995) påvisar att aktieägare i det köpande företaget får i genomsnitt en överavkastning på 2,7 %. Likväl presenterar Modén (1993, citerad av Jonsson, 1995) ett genomsnittligt resultat på 4 % som ej var statistiskt signifikant. Angående målföretagets aktieägare, påvisar Bergström et al. (1989, citerad i Jonsson, 1995) en genomsnittlig överavkastning på 15,3 %, medan Modén (1993, citerad i Jonsson, 1995) presenterar ett genomsnittligt resultat på 18,3 % som ej var statistiskt signifikant. Med bakgrund i ovanstående studier, bidrar Jonsson (1995) till en mer omfattande granskning kring värdeskapandet för aktieägare vid M&A som berör svenska företag. Transaktionerna innefattar både nationella och internationella M&A och indikerar att det köpande företaget har förmåga att skapa värde för aktieägarna. Resultaten från tidigare svenska studier indikerar att M&A skapar värde för målföretagets aktieägare, samtidigt som värdeskapandet inte är lika självklart för det köpande företagets aktieägare. Jonssons (1995) forskning kom fram till tre olika resultat. Värdeskapandet, som i fallet ej är statistisk signifikant, är positiv för det köpande företagets aktieägare vid M&A inom Sverige. Fortsättningsvis påvisas att svenska verkstadsföretag som gör horisontella uppköp på den amerikanska marknaden skapar värde för aktieägarna. Däremot har liknande uppköp på den europeiska marknaden ej statistisk signifikant, negativ utveckling på värdeskapandet för det köpande företagets aktieägare (se Appendix B).

## **2.4 Beroende variabel**

Att M&A skapar värde för aktieägarna i det köpande företaget är internationellt vida undersökt. Utifrån detta perspektiv sammanställer Bruner (2003) att M&A genomsnittligen, i bästa fall, inte påverkar värdeskapandet och i värsta fall påverkar värdeskapandet negativt. Samtidigt bör faktumet belysas att Bruner (2003) enbart sammanställer internationella studier, som på grund av brister i urvalet, inte kan anses representera mindre ekonomier som Sverige till fullo. Till skillnad från Bruners (2003) sammanställning, påvisas värdeskapande vid M&A som genomförts av svenska företag (Jonsson, 1995). Fama (1970) hävdar att aktiepriser speglar all tillgänglig information gällande företaget ifråga när en starkt effektiv marknad

råder, varför hänsyn till värdepappersmarknadens reaktion vid annonsering av M&A tas, när bedömning om transaktionens värdeskapande görs. Givet att marknaden är effektiv, följer prisförändringen värdet av förväntade synergier redan vid tillkännagivandet av M&A.

Samtidigt som internationell forskning påvisar att M&A inte är värdeskapande, motsägs detta delvis av tidigare svensk forskning. Den senare är dock utförd för 25 år sedan och är därför inte nödvändigtvis representativ för hur värdeskapandet vid M&A har utvecklats för svenska företag under senare tid. Med ovanstående i åtanke kommer förändring av aktiepriset vid annonsering av M&A att kontrolleras, för att fastställa om transaktionen i sig är värdeskapande för svenska företag. Variabeln kallas i regel *cumulative abnormal returns* (MacKinlay, 1997), och benämns i denna uppsats CAR.

## **2.5 Förklarande variabler**

### **2.5.1 Privata och börsnoterade bolag**

Svenska börsnoterade bolag har sedan 2005 skyldighet att följa IFRS, vilket skiljer sig från det ramverk som huvudsakligen används för finansiell rapportering av privata bolag (Marton, Lundqvist och Pettersson, 2016). Med utgångspunkt i ovanstående görs antagandet om att börsnoterade bolag världen över har mer omfattande rapporteringsskyldigheter än privata bolag. Vidare faller det sig naturligt att börshandlade bolag i högre grad granskas än privata. Samtidigt som informationsasymmetrin utgör en risk vid M&A, medför den potentiella möjligheter till synergier som inte är kända för marknaden (Capron och Shen, 2007; Mantecon, 2008). Givet en effektiv kapitalmarknad, råder inte informationsasymmetri i lika stor utsträckning när det gäller börsnoterade bolag kontra privata bolag. Mantecon (2008) menar även att överavkastningen, som skapas vid en M&A, eventuellt kan förklaras av privata bolags bristfälliga tillgång till kapital för finansiering av tillväxtpotentialer. Samtidigt påvisar Chang (2002) att det i vissa fall saknas stöd för att förvärv av privata bolag skulle vara mer lönsamt än förvärv av börsnoterade bolag, om inte betalningsmetoden vid transaktionen tas i beaktande. Betalning med aktier för privata bolag har visats påverka värdeskapandet positivt, medan kontantbetalning av detsamma inte visats leda till någon skillnad för värdeskapandet (Chang, 2002). För att undvika förklaringsbrister i modellen kommer urvalet i denna uppsats inkludera både privata och börsnoterade målföretag, eftersom det finns anledning att anta att signifikanta skillnader i avkastning kan förekomma vid förvärv av privata företag. Sambandet mäts i variabeln PRIVAT.

### **2.5.2 Strategiska och finansiella uppköp**

Enligt Healy, Palepu och Ruback (1997) karaktäriseras strategiska uppköp, som de menar vanligen är välvilliga, i regel av att köpen sker inom samma bransch och ofta med aktier som betalningsmedel. Vidare karaktäriseras finansiella uppköp, vilka författarna till mestadels hävdar vara fientliga, av att de sker inom en annan bransch än köparens verksamhetsområde och betalas kontant. Slutsatsen, att strategiska uppköp i genomsnitt leder till värdeskapande för aktieägarna medan finansiella uppköp i bästa fall inte förstör värde, ligger i linje med bland annat Morck, Shleifer och Vishny (1990) och Bruner (2003), som konstaterar att diversifiering genom M&A leder till att värde förstörs. Därmed finns det anledning att anta att finansiella uppköp premierar företagsledningen medan strategiska uppköp i genomsnitt bevarar värde för aktieägarna. Att företag trots detta utför finansiella M&A kan förklaras utifrån principal-agentteorin.

Eftersom det finns teoretiska utgångspunkter för att finansiella uppköp kan prioriteras för att främja företagsledningens intresse, samtidigt som värdeskapandet av finansiella uppköp är dokumenterat tvivelaktigt, utgör huruvida det köpande företaget och målföretaget är i samma bransch eller inte en intressant variabel för undersökningen. Förhållandet speglas i variabeln SAMMA BRANSCH.

### **2.5.3 Betalningsmetod**

Vanligtvis är betalningsmetoden vid M&A antingen kontanter, aktier, skulder eller en kombination av alla tre (DePamphilis, 2010). Loughran och Vijh (1997) presenterar sin hypotes med utgångspunkt i informationsasymmetri, att uppköp med aktier som betalningsmetod resulterar i ett lägre värdeskapande än vid kontantköp. Författarna menar att den informationsasymmetri som existerar mellan företagsledningen och marknaden, leder till att företagsledningen är mer benägna att betala med aktier om de anser att aktien är övervärderad, vilket resulterar i att aktien i fråga faller i pris när denna betalningsmetod tillkännages. Utfallet ligger i linje med Travlos (1987), Huang och Walking (1987) och Yook (2003). Således anas ett principal-agentproblem vid val av betalningsmetod. Valet av betalningsmetod är således relevant för hur värdeskapandet påverkas vid M&A. I denna studie antar därför en av variablerna beteckningen BETALNINGSMETOD.

### **2.5.4 Relativ transaktionsstorlek**

Relativ storlek är ett förhållande som mäts i marknadsvärde och beskriver hur stor en M&A är i förhållande till det köpande företags storlek. Forskning kring relativ storlek vid M&A har

gett motsägande resultat. Asquith, Bruner och Mullins (1983) samt Arik och Kutan (2015) kommer fram till att relativ storlek har en signifikant positiv effekt på värdeskapande för det köpande företags aktieägare. Vidare kommer Oler (2005) och Travlos (1987) fram till det motsatta. Företagsledningens incitament att köpa relativt stora företag behöver inte nödvändigtvis bidra till ett högre värdeskapande för aktieägarna, ett fenomen som presenteras närmare i avsnitt 2.1.2 *Principal-agentproblem*. Det kan finnas ett principal-agentproblem eftersom investeringar som görs enbart med motiv att uppnå tillväxt riskerar att förstöra värde. Då studierna kring relativ storlek har funnit signifikans kring hur relativ storlek påverkar värdeskapandet vid M&A, samt att resultatet varit tvetydigt, kommer hänsyn till relativ storlek tas i vår modell för att ge den ytterligare förklaringsstyrka. Sambandet tar sin form i variabeln RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK.

### **2.5.5 Kulturella variabler**

Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) påvisar att internationella M&A leder till högre värdeskapandet på grund av distanser relaterade till kultur under en 36 månadersperiod men ej vid annonsering. Resultatet är inte lika självklart i tidigare studier med fokus på svenska företag, se appendix B. Weber, Shenkar och Ralehs (1996) forskning konstaterar att skillnader i nationell kultur påverkar förändringsbenägenheten i målföretaget positivt, vilket i sin tur inverkar på hur framgångsrik integrationen blir mellan parterna. Med tanke på att det inte finns ledande och entydiga bevis kring hur kulturella skillnader påverkar värdeskapandet vid svenska M&A, kommer detta att undersökas utifrån variabeln HOFSTEDE i studien. Till skillnad från Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008), som enbart använder fyra av Hofstedes (2011) sex dimensioner, kommer alla dimensioner rörande kulturella faktorer att appliceras i denna studie. Med ursprung i omfattande internationella studier inom området förväntas att kulturella skillnader kommer att påverka värdeskapande.

### **2.5.6 Juridiska variabler**

Att skillnader mellan de juridiska systemen i det köpande respektive målföretags hemvist kan påverka värdeskapandet vid M&A är likt nämnt i tidigare forskning konstaterat. Samtidigt finns brister i tidigare forskning som använder La Porta et al. (1998) som teoretisk utgångspunkt; Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) diskuterar till exempel *anti-director index* noggrant men lämnar många andra faktorer åt sidan, samtidigt som de utför en grov kategorisering av länder utifrån enbart två rättsfamiljer. Mått för grad av juridisk tillämpning saknas, trots att La Porta et al. (1998) likt tidigare nämnt menar att en hög grad av

juridisk tillämpning kan väga upp för ett lågt aktieägarskydd. Tillämpningsgraden diskuteras däremot av Martynova och Renneboog (2008), dock med utgångspunkt i få variabler. Ovanstående motiverar att undersöka samtliga av La Porta et al. (1998) tillämpningsmått, med undantag av den som motiverats överflödigt i avsnitt 2.2.2 *Juridiska aspekter*.

Variablerna RÄTTSSÄKERHET, RÄTTSYSTEMSEFFEKTIVITET, RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT, EXPROPRIATIONSRIK och KORRUPTIONSGRAD mäts i en poängsättning där en poäng nära tio indikerar önskvärdt förhållande inom respektive juridiska område (La Porta et al., 1998).

## 2.6 Sammanställning av hypoteser

Tabell 1 Sammanställning av hypoteser

Nr	Variabel	Teori	Hypotes H1	Förväntad påverkan på CAR
1	PRIVATA	Effektiv kapitalmarknad	Påverkar värdeskapande	+
2	SAMMA BRANSCH	Agent-principalteorin	Påverkar värdeskapande	+
3	RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK	Agent-principalteorin	Påverkar värdeskapande	+/-
4	BETALNINGSMETOD	Agent-principalteorin	Påverkar värdeskapande	+
5	HOFSTEDE	Kulturella aspekter	Påverkar värdeskapande	+
6	RÄTTSSÄKERHET	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	+
7	RÄTTSYSTEMEFFEKTIVITET	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	+
8	RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	+
9	EXPROPRIATIONSRIISK	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	+
10	KORRUPTIONSGRAD	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	+

### **3. Metod**

*I metodkapitlet kan arbetsgången följas, och hur hanteringen av den beroende och de oberoende variablerna sett ut. De statistiska verktyg som uppsatsen använt och dess grundantaganden presenteras. Kapitlet avslutas med en diskussion om metoden.*

#### **3.1 Forskningsansats**

Uppsatsen skrivs med utgångspunkt i en deduktiv ansats. En deduktiv studie använder sig av teori som grund för de hypoteser som formuleras. Därefter samlas data in utifrån de teorier och idéer som studien avser undersöka. De resultat som genereras används sedan för att antingen bekräfta eller förkasta de hypoteser som ställts upp, varefter eventuella slutsatser kan dras, och teorin omformuleras (Bryman och Bell, 2015).

Denna uppsats görs utifrån kvantitativ metod, vilken är vanligt förekommande vid finansiell forskning. Sekundärdata samlas in för att sedan bearbetas med hjälp av statistisk analys. Den kvantitativa studien är att föredra då uppsatsen avser att mäta monetära värden. Bryman och Bell (2015) genomför en övergripande kategorisering av företagsekonomisk forskning och benämner den i regel antingen kvalitativ eller kvantitativ. Kvantitativ forskning menar de till skillnad från kvalitativ forskning syftar till olika former av kvantifierbar mätning, medan kvalitativ forskning syftar till att mäta personers handlingar och uttryck. De generaliserar vidare, men betonar också att undantag finns, att kvalitativ forskning framförallt fokuserar på generering av nya teorier och att kvantitativ forskning har ett tillvägagångssätt som kan liknas vid naturvetenskap, med fokus på prövning av teorier. Samtidigt exemplifieras hur en blandning av kvalitativ och kvantitativ metod kan vara att föredra för att uppnå ideala forskningsresultat.

I denna studie görs försök att hitta faktorer som förklarar huruvida M&A är värdeskapande för det köpande företags aktieägare eller ej. Hypotiserade förklaringsvariabler till värdeskapande till följd av M&A tas fram med utgångspunkt i existerande forskning. Denna mäts numeriskt, varefter signifikansen av variablernas förklaringsgrad prövas statistiskt. Efter Bryman och Bells (2015) beskrivningar av kvalitativ och kvantitativ forskning, bör tillvägagångssättet som används i denna studie alltså betraktas som kvantitativ med en deduktiv ansats.

### 3.2 Datainsamling

Datainsamling sker genom sekundära källor i form av finansiella databaser. Zephyrs databas för M&A är den huvudsakliga källan för insamlade data. Därifrån hämtas information om datumet för tillkännagivandet av uppköpet, storlek på köpet och andra data som kan anses otolkad. Data om de olika företagens aktiekurser och antal aktier hämtas från Thomson Reuters Datastream som även det är en databas över finansiella data. Enligt Bryman och Bell (2015) är en nackdel med att använda sekundärkällor att kontrollen över den insamlade informationen minskar. Vidare menar de att fördelen med sekundärkällor är den stora tillgången till data, då dessa databaser innehåller mer information än vad författare på egen hand hade kunnat samla in.

### 3.3 Urvalsprocess

För att med utgångspunkt i svenska företag möjliggöra en undersökning av variablerna som presenterats, har endast transaktioner av typen M&A inkluderats. Utöver detta behöver urvalsföretagen som genomför M&A vara noterade på OMX Stockholm. Att de köpande företagen är börsnoterade krävs för att på ett tillförlitligt sätt kunna utläsa aktiekursförändringarna i samband med transaktionerna. Eftersom studien fokuserar på att utröna hur genomförda M&A påverkar värdeskapandet, behöver transaktionen vara avslutad. För att möjliggöra jämförelse med tidigare studier behöver förvärvaren äga 100 % av aktierna i slutet av transaktionen. Den relativt långa perioden mellan åren 1998-2017 har antagits eftersom studien undersöker en mindre ekonomi relativt tidigare studier, och därmed sker färre transaktioner per år. Den nedre gränsen i tid beror på databasens tillgång på information, medan den övre gränsen beror på att information inte registrerats närmare nutiden. För att mäta betalningsmetodens påverkan inkluderas endast köp som sker med antingen kontanter eller aktier. Både börsnoterade och privata målföretag inkluderas i urvalet. Vidare krävs att transaktionsstorleken är känd för att kunna bedöma den relativa storlekens påverkan. Slutligen krävs att landskoden är känd för att möjliggöra kategorisering av juridiska och kulturella kvaliteter. Detta urval får följande konsekvenser för insamlad data:



Tabell 2 Urval

<i>Nr</i>	Urvalskategorisering	Antal kvarstående observationer
1	Transaktionen ska vara av typen merger eller acquisition.	687 999
2	Det uppköpande företaget är svenskt	14 651
3	Transaktionen ska vara genomförd	12 705
4	Det uppköpande företag är listat i Sverige på OMX	3 680
5	Transaktionerna sker inom perioden 1998-01-01 till 2017-12-31	2 426
6	Efter transaktionen ska det köpande företaget inneha 100 % av aktierna i målföretaget	1 947
7	Betalningsmetod ska vara antingen aktier eller kontanter	534
8	Transaktionsvärdet ska vara känt	256
9	Målföretagets landskod är känt	252

Vidare behövs en del observationer tas bort på grund av brist på data och därmed blir vissa transaktioner inte användbara i vår modell. Av följande anledningar har observationer fallit bort:

Tabell 3 Bortfall

<i>Nr</i>	Anledning till bortfall	Antal kvarstående observationer
10	Bortfall relaterat till att bolaget ej var börsnoterat vid transaktionstillfället	226
11	Datomet för tillkännagivandet av M&A ska vara angivet	192
12	Företaget ska ha varit börsnoterat i minst 100 dagar	178
13	Länderna måste ha kvantifierats av La Porta	165
14	Mer än en transaktion av samma företag får inte falla inom samma eventfönster	161

Efter urvalsprocessen och bortfall återstår 161 stycken transaktioner som ska analyseras, vilka sammanställs i Appendix A.

### 3.4 Val av teori

I syfte att mäta huruvida M&A skapar värde eller ej, används Famas (1970) teori gällande effektiva kapitalmarknader. Svagheter i att välja denna teori, är att marknadseffektivitet likt tidigare nämnt inte är helt och hållet bevisat, och att viss motbevisning finns. Om marknaden enbart skulle vara semi-starkt effektiv, skulle utsträckningen av de slutsatser som dras utifrån denna teori till viss del kunna ifrågasättas. Samtidigt är teorin brett använd inom finansforskning, och ligger till grund för exempelvis CAPM (Berk och DeMarzo, 2017), och antas vara den teori som leder till mest realistisk tolkning av värdeskapande vid M&A. Antagandet ligger i linje med att majoriteten av eventstudier inom M&A bedömer transaktionens värde, genom att ökningen i aktiepris reflekterar nuvärdet av ökade framtida kassaflöden till följd av transaktionen (Bruner, 2003).

Informationsasymmetriska problem som skulle kunna uppstå i det fall marknaden inte är helt och hållet effektiv, är exempelvis de principal-agentproblem som beskrivits kopplade till variablerna PRIVATA, SAMMA BRANSCH, BETALNINGSMETOD och RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK, varför teorin valts att inkluderas i denna studie. Principal-agentproblem är likt tidigare visat väldokumenterade, och står i sig inte i konflikt med en effektiv marknad, men givet att marknaden åtminstone är semi-starkt effektiv kan förklaringsvariabler deduceras fram, vilka skulle kunna förklara variation i värdeskapande. Sammantaget anses teorin utgöra en viktig grund för denna studie.

Hofstedes (2011) hävdar att hans teorier om kultur initialt bemöttes med kritik när de presenterades på 1970-talet, men därefter gradvis nått högre acceptans. Jones (2007) identifierar bland annat kritik mot Hofstede i form av att kulturer kan skilja sig åt inom ett land och att kulturer inte separeras av nationsgränser, samt att de dimensioner som presenteras inte ger tillräckligt med information för att beskriva en hel kultur. Sammantaget menar dock Jones (2007) att Hofstedes teorier kring att mäta kulturella skillnader, ges betydligt mer stöd än de kritiserats. Att antalet dimensioner kritiserats gör att användandet av Hofstede (2011) uppdaterade teori blir än mer intressant i denna studie, eftersom att exempelvis Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) tidigare försökt att förklara förhållandet mellan kulturella skillnader och värdeskapande enbart utifrån fyra dimensioner.

La Porta, Lopez-de-Silanes och Shleifer (2008) nämner att kultur bland annat påverkar rättssystemets innehåll, varför valet att undersöka juridiska skillnader föll sig naturligt. La Porta et al. (1998) var pionjärer angående en tydlig klassificering av aktieägarnas rättigheter, vilket motiverade valet av denna teori, då det innebär att teorin är välgranskad och välciterad i annan forskning. Viss kritik har riktats mot delar av teorin; senare vidareutvecklingar har hittat skiljaktigheter i exempelvis *anti-director index* (Spamann, 2009). Då denna kritik inte berör de mått på juridisk tillämpning som används i denna studie, är den heller inte särskilt problematisk. Likadant är den utvecklade och förnyade klassificering som Martynova och Renneboog (2008) utför inte särskilt relevant, då denna i väldigt liten utsträckning handlar om juridisk tillämpning. Slutligen skulle viss kritik kunna riktas mot att klassificeringen i skrivande stund utförts för mer än 20 år sedan, men den övergripande juridiska tillämpningen har sannolikt inte förändrats drastiskt, vilket också skulle förklara bristen nyare klassificeringar inom området.

### 3.5 Eventstudiemetologi

Eventstudiemetologi förekommer inom finansiella undersökningar, och syftar till att mäta påverkan av en specifik händelse på exempelvis ett företags värdering (MacKinlay, 1997). Inom M&A-studier är det vanligt att påverkan av tillkännagivandet analyseras, och vid en effektiv och rationell marknad antas förändringen i aktiekurs kunna reflektera värdet av transaktionen (Gaughan, 2018, s.124-126). Detta angreppssätt avser även denna uppsats att använda sig av.

Metoden som kommer användas för att mäta eventuella skillnader före och efter eventet kallas CAR och står för ackumulerad överavkastning (eng. *cumulative abnormal return*). Genom användning av CAR kommer undersökningen att mäta skillnaden i avkastning mellan företaget i fråga och den förväntade avkastningen på marknaden. Den förväntade avkastningen på marknaden utgår från marknadsmodellen och utgår från en effektiv marknad. Den utgår från att vid en given tidpunkt kan avkastningen av en portfölj beskrivas som en linjär funktion av marknadens avkastning och ett stokastisk fel med ett medelvärde av noll (MacKinlay, 1997).

Det finns fördelar med att använda en eventstudie som sträcker sig över månader istället för dagar. Med en längre tidsperiod minskar risken att endast mäta förväntningar snarare än

faktiska utfall, men däremot ökar risken att datan innehåller information som inte är väsentlig och snarare vilseledande (Gaughan, 2018, s.126). Denna uppsats sträcker sig enbart över ett eventfönster på sammanlagt 11 dagar för att minimera risken att resultatet snedvrids av övriga påverkansfaktorer.

### 3.6 Hantering av den beroende variabeln

I denna studie används likt tidigare nämnt ackumulerad överavkastning, CAR, som den beroende variabeln. Den avser avkastningen över eller under den normala avkastningen som ackumuleras under eventperioden. För att beräkna den normala avkastningen som finns på marknaden används OMX PI som referenspunkt. Därefter beräknas den förväntade avkastningen av de enskilda företagen med hjälp av betavärdet och marknadens avkastning.

De företagsspecifika betavärdena har estimerats under en period av 100 dagar som föregår eventfönstret. Berk och DeMarzo (2017) definierar beta som den procentuella förändringen som förväntas av en tillgång givet att den underliggande marknadsportföljen rör sig 1 %, och menar att en akties förväntade avkastning är marknadsavkastningen multiplicerat med beta. Själva beräkningen förklarar de vidare utförs genom att dividera kovariansen mellan tillgången och marknaden, med variansen i marknaden, och således utförs betaberäkningen på detta sätt i denna studie. MacKinlay (1997) menar att perioden för estimering av betavärdet och eventfönstret inte bör överlappa, varför de har valt att separeras i tid. Det grundar sig i att om perioderna överlappar, kommer både betavärdet och eventavkastningen fånga upp samma data, vilket ger ett missvisande resultat. En estimeringsperiod av hundra dagar anses av MacKinlay (1997) vara tillräcklig information för att beräkna ett tillförlitligt värde.

Sammanfattningsvis utförs denna eventstudie med ett estimeringsfönster på 100 dagar för betavärdet, som likt nämnt ovan beräknas enligt följande formel:

$$\beta_i = \frac{COV(r_i, r_{OMXSPI})}{VAR(r_{OMXSPI})}$$

MacKinlay (1997) menar att effekten av en händelse lämpligast mäts av avkastningen ett antal dagar innan kungörandet av transaktionen, eftersom det funnits empiriska bevis som tyder på att transaktionen anses av aktörer på marknaden redan innan den offentliggjorts. Därför används ett eventfönster på 11 dagar, varav 10 innefattar de 10 handelsdagar innan

själva händelsen äger rum. Den kumulativa onormala avkastningen beräknas som differensen mellan den faktiska avkastningen som aktieägarna tagit del av under eventfönstret, och den förväntade avkastningen för aktien. Vid beräkning av onormal avkastning används följande formel:

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

Den kumulativa onormala avkastningen beräknas enligt nedan:

$$CAR_i = \sum_{t=1}^M AR$$

### 3.7 Hantering av de förklarande variablerna

#### 3.7.1 Relativ transaktionsstorlek (RS)

Variabeln RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK mäter hur stor transaktionen är relativt det uppköpande företags marknadsvärde. RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK är en kvotvariabel, det vill säga en variabel som är kontinuerlig och kan rangordnas (Bryman, 2015). Relativ storlek kan anta alla värden större än 0, och mäts i procent. Variabeln beräknas enligt följande formel

$$\text{Relativ transaktionsstorlek} = \frac{\text{Värdet av transaktionen}}{\text{Köpande företags börsvärde}}$$

#### 3.7.2 Betalningsmetod (BM)

Variabeln betalningsmetod kan anta värdena kontanter eller aktier och mäts genom en dummyvariabel. Kontanter antar värdet 1 och aktier värdet 0. Urvalet ger följande uppdelning mellan antalet uppköp som gjorts med aktier kontra kontanter och ser ut enligt följande:

Tabell 4 Urvalsuppdelning av betalningsmetod

	<i>Antal företag</i>
<b>Kontanter</b>	108
<b>Aktier</b>	53

### 3.7.3 Samma Bransch (B)

Variabeln SAMMA BRANSCH kan delas upp binärt i samma bransch eller olika branscher och mäts med en dummyvariabel. Variabeln SAMMA BRANSCH antar värdet 1 om bolagen är verksamma i samma bransch, och värdet 0 om de är verksamma i olika branscher. Urvalet har följande fördelning:

Tabell 5 Urvalsuppdelning av bransch

	<i>Antal företag</i>
<b><i>Samma bransch</i></b>	99
<b><i>Olika branscher</i></b>	62

### 3.7.4 Privata (P)

Variabeln PRIVATA delas in i privata och börsnoterade bolag och mäts genom en dummyvariabel. Vilken kategori det köpande bolaget tillhör är en konsekvens av huruvida målföretaget är privat eller börsnoterat. Privata bolag antar värdet 1 och börsnoterade bolag värdet 0. Urvalets fördelning ser ut enligt följande:

Tabell 6 Urvalsfordelning bolagstyp

	<i>Antal företag</i>
<b><i>Privata</i></b>	145
<b><i>Börsnoterade</i></b>	16

### 3.7.5 Hofstede

Hofstedes (2011) sex dimensioner som beskrivs i teorikapitlet används som förklarande variabler. Likt förklarat nedan under reliabilitetsdiskussionen, behöver dessa slås samman på grund av multikollinearitet. En genomsnittlig poängsättning för varje målföretag görs därför i variabeln HOFSTEDE, och antar ett poäng mellan 0-100.

### 3.7.6 Juridisk tillämpning

La Porta et al. (1998) presenterar faktorer för juridisk tillämpning som påverkar investerarskyddet i olika länder. Dessa är givna ett numeriskt mått för varje land. I denna studie används följande variabler i regressionsanalysen:

- KORRUPTIONSGRAD (K)
- RÄTTSSÄKERHET (RST)
- EXPROPRIATIONSRISK (E)
- RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET (RE)
- RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT (RSK)

Samtliga mäts i skalan 0–10, där ett så högt värde som möjligt är eftersträvansvärt.

### 3.7.7 Finanskrisen (F)

En faktor som är specifik för detta urval (och därmed inte behandlas i den teoretiska referensramen), men inte är generellt applicerbar på samtliga M&A, är finanskrisen år 2008. Visserligen kan fler kriser under urvalsperioden 1998-2017 urskiljas, men inga av samma magnitud och hastighet, varpå de är svårare att kontrollera för. Reddy, Nangia och Agrawal (2014) undersökte internationella M&A före, under och efter den globala finanskrisen 2008, och konstaterade att både värdet och antalet genomförda transaktioner sjönk under 2008 och 2009, men visade positiva trender både före och efter kraschen. Således antas krisen ha haft en påverkan för resultatet i denna studie. För att kontrollera för detta, skapas en förklarande kontrollvariabel i vilken samtliga M&A mellan datumerna 2008-09-29 till 2009-04-13 faller. Denna tar sitt uttryck som dummyvariabel, och övriga transaktioner faller därmed utanför och får ett värde av 0. Variabeln antar begreppet FINANSKRISEN och fördelas enligt följande:

*Tabell 7 Urvalsfördelning finanskris*

*Antal företag*

---

<b><i>Finanskrisen</i></b>	2
<b><i>Ej finanskrisen</i></b>	159

## 3.8 Statistisk undersökningsmetodik

### 3.8.1 Tvärsnittsdesign

För att undersöka hur olika fall av M&A påverkar den beroende variabeln, CAR, och för att kunna identifiera eventuella samband till oberoende variabler, används en tvärsnittsdesign i studien. En tvärsnittsdesign innefattar insamling av "data från mer än ett fall (oftast många fler än ett) vid en viss tidpunkt i syfte att komma fram till en uppsättning kvantitativa eller kvantifierbara data med koppling till två eller fler (oftast många fler än två) variabler, som sedan granskas för att kunna upptäcka olika slags sambandsmönster" (Bryman och Bell, 2015, s.77). I studien har data simultant samlats in vid en tidpunkt som berör de variabler som undersöks. Enligt Bryman och Bell (2015, s.77) är fördelen med denna typ av designstudie att undersökningen tillåter att ett stort antal fall analyseras, vilket gör att "sannolikheten för en variation avseende alla intressanta variabler ökar och att det kan göras mer exakta distinktioner mellan olika fall" (Bryman och Bell, 2015, s.77).

### 3.8.2 Statistiska grunder

En av grunderna inom statistisk analys är att med hjälp av ett urval försöka göra generaliseringar kring populationen som avses. För att detta ska vara möjligt krävs att de samband som finns i urvalet också gäller för den grupp som undersöks (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen, 2016). Hypoteser ställs upp för att kontrollera om så är fallet. Det görs genom att formulera en nollhypotes, vilken motsägs av hypotesen gällande det som ska undersökas. Nollhypotesen utformas alltid så att det inte ska finnas någon skillnad i det som undersöks, nämligen medelvärden. Förutsatt att skillnaden är så pass hög att den anses statistiskt signifikant, förkastas nollhypotesen, vilket tyder på att det som undersöks stämmer. Signifikans innebär att urvalsgruppen representerar en faktisk skillnad, och kan mätas på olika nivåer. En signifikansnivå på fem procent innebär att fem procent av alla stickprov kommer visa ett felaktigt samband (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen, 2016). Vid undersökning av signifikansnivån används enligt Bryman och Bell (2015) termen p-värde, som de hävdar beskriver risken att begå ett fel av typ 1. De förklarar vidare att ett sådant fel innebär att nollhypotesen förkastas trots att den är riktig. Om det finns ett statistiskt signifikant samband är det viktigt att undersöka vad sambandet säger, vilket görs genom korrelationskoefficienten "r". Koefficienten visar sambandet mellan den oberoende och den beroende variabeln, och kan beskrivas som den påverkan den oberoende variabeln har på den beroende variabeln (Bryman och Bell, 2015). Dougherty (2016) förklarar att normalfördelningstester inte går att



användas på populationer vars standardavvikelse inte är känd, trots att detta oftast är fallet i verkligheten. Istället menar han att t-tester, baserade på den mer komplexa t-fördelningen som grundar sig i frihetsgrader, bör användas. Slutligen förklarar han att t-tester utförs på samma vis som ett normalfördelningstest, men att de kritiska värdena förändras då fördelningen förändras beroende på urvalsstorleken. Alltså används ett t-test i denna studie, i syfte att undersöka huruvida svenska M&A är värdeskapande.

### 3.8.3 Multipel Regressionsanalys

Multipel regressionsanalys är enligt Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen (2016) en matematisk metod som bygger på att variablerna i modellen är kvantitativa. De menar att metodens styrka är att även binära variabler kan användas, vilket möjliggör en kvantitativ analys. Möjligheten att kunna utföra en regressionsanalys på såväl kontinuerliga som binära variabler gör att den lämpar sig väl för denna uppsats. Den grundläggande principen vid en multipel regression innebär att de oberoende variablerna estimeras i ett försök att förklara förändringen i den beroende variabeln, både enskilt och gemensamt (Djurfeldt, Larsson och Stjärnhagen, 2016). I denna studie anses endast en variabel otillräcklig för att förklara skillnaden i den beroende variabeln, således är en multipel regression ett bättre alternativ.

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 * HOF_i + \beta_2 * RS_i + \beta_3 * BM_i + \beta_4 * K_i + \beta_5 * RST_i + \beta_6 * E_i + \beta_7 * RE_i + \beta_8 * RSK_i + \beta_9 * B_i + \beta_{10} * P + \beta_{11} * F + \varepsilon$$

### 3.8.4 OLS

OLS, en förkortning av *ordinary least squares* (sv. *minsta kvadratsumma*), är enligt Brooks (2014, s. 80) en regressionsmetod där regressionslinjen bestäms genom att minimera residualkvadratsumman, alltså minimera:  $\sum \hat{u}_t^2$ . Givet att antagandena nedan uppfylls, antas OLS utgöra vad som benämns BLUE, "*Best Linear Unbiased Estimators*" (Brooks, 2014).

Brooks (2014, s. 91) hävdar att följande antaganden måste vara uppfyllda för att OLS-regressioner ska vara gällande:

1. Feltermerna har ett medelvärde av 0.
2. Variansen av feltermerna är konstant och ej obegränsade.
3. Feltermerna är linjärt oberoende av varandra.
4. Feltermen och de oberoende variablerna är oberoende av varandra.

## 5. Residualerna är normalfördelade.

Antagande nummer ett, det vill säga att feltermerna har ett medelvärde av 0, anses vara uppfyllt så länge regressionsmodellen skär y-axeln, alltså när det finns ett intercept (Roberts och Whited, 2011; Brooks, 2014). Därför inkluderas ett intercept "C" i modellen för att uppfylla kriteriet. Detta intercept utgör enligt Brooks (2014) värdet den beroende variabeln har i genomsnitt om samtliga förklarande variabler tar värdet 0.

Antagande nummer två menar Brooks (2014) vara känt som antagandet om homoskedasticitet. Homoskedasticitet innebär att variansen av feltermerna ska vara samma vid alla värden av de oberoende variablerna. Det kan testas genom ett så kallat White-test, där homoskedasticitet utgör nollhypotes. Feltermerna testas genom att undersöka om variansen är olika i olika delar av regressionen. Ett förkastande av nollhypotesen antyder heteroskedasticitet, vilket skulle snedvrída tillförlitligheten i regressionen.

Antagande tre, att feltermerna är linjärt oberoende av varandra, kallas enligt Brooks (2014) för autokorrelation. Han menar att detta primärt drabbar tidsseriedata, men att risk för autokorrelation vid tvärsnittsdata också finns, förutsatt att en naturlig ordning i datan föreligger. Han menar att detta primärt uppkommer till följd av avstånd som inte tas hänsyn av i den statistiska modellen. Då urvalet i denna studie utgörs av tvärsnittsdata och hänsyn tas till geografisk spridning (i form av kulturella variabler som härleds från landtillhörighet), anses inte någon risk för autokorrelation föreligga.

Ett avvikande från antagande fyra kallas för endogenitet (Roberts och Whited, 2011). Roberts och Whited (2011) menar att detta kan uppstå till följd av följande faktorer:

- (1) Variabler som förklarar den oberoende variabeln, är inte inkluderade i modellen,
- (2) Att den oberoende variabeln och de beroende variablerna är beroende av varandra,
- (3) Mätfel.

Roberts och Whited (2011) poängterar samtidigt att det inte är möjligt att mäta huruvida en avvikelse från antagande fyra har åtgärdats. Sannolikt förekommer alltså ett viss mått av endogenitet, som försämrar tillförlitligheten i resultatet något.

Antagande fem, att residualerna är normalfördelade, testas enligt Brooks (2014) lämpligen med ett så kallat Jarque-Bera-test, där en förkastelse av nollhypotesen innebär att hypotesen om normalfördelning förkastas. Om detta test visar att residualerna inte är normalfördelade, kan det bero på stora uteliggare som gör fördelningen skev. Det finns ett antal korrigeringar som kan genomföras för att uppfylla kriteriet, utan att göra förändringar som nämnvärt förvränger resultatet. Två metoder som används kallas för trimming och winsorization. Trimming innebär att de extrema uteliggarna helt exkluderas från modellen, och winsorization är en vidareutveckling av trimming som innebär att uteliggarna istället för att tas bort helt, ersätts av det första värdet som inte anses extremt (Thomas, 2000). Enligt Thomas (2000) innebär det att uteliggarna ges mindre vikt, och har därigenom mindre påverkan på residualerna.

### **3.8.5 Ramsey's RESET-test**

Enligt Brooks (2014) finns ett implicit antagande till följd av antagandena i OLS, som innebär att de estimerade variablerna är linjära i sin natur. Uppfylls inte detta antagande menar han att variablerna inte kan beskrivas med den linjära regressionsmodellen. Linjäriteten kan enligt Brooks (2014) testas med hjälp av Ramsey's RESET-test, vilket undersöker nollhypotesen att de oberoende variablerna är linjära, varför det är önskvärt att acceptera nollhypotesen, i vilket fall linjäritet anses föreligga.

### **3.8.6 Multikollinearitet**

Brooks (2014) nämner ytterligare ett implicit antagande, som inte formellt listas bland de fem OLS-antaganden, nämligen det om att för hög multikollinearitet ej föreligger. Detta innebär att de oberoende variablerna ej korrelerar med varandra i för stor grad. I alla regressioner kommer det i praktiken att finnas någon form av korrelation, men när två variabler förklarar samma sak i för stor utsträckning blir deras koefficienter inte tillförlitliga (Dougherty, 2016). För att hantera multikollinearitet används två metoder, direkt metod, vilken syftar till förbättra förhållandet som skapar samvarians, och indirekt metod vilken syftar till att förändra mätningen av variabeln, exempelvis genom att slå ihop variabler (Dougherty, 2016).

För att kontrollera om multikollinearitet existerar mellan två variabler används i ett första steg en korrelationsmatris (Brooks, 2014). Om två variabler uppvisar en korrelation på 0,8 eller mer anses variablerna ha för hög multikollinearitet och behöver därmed hanteras (Brooks, 2014). Fortsättningsvis för att kontrollera om en variabel förklaras av andra variabler används

ett test baserat på Variance inflation factor. VIF mäts med hjälp av en förklarande variabelns tolerans, vilken representerar graden i vilken en variabel förklaras av resterande variabler (O'Brien, 2007). VIF mäts genom att ett divideras med toleransen, vilket innebär att ju lägre unik förklaringsgrad en variabel har desto högre värde kommer VIF att anta (O'Brien, 2007). Vidare diskuterar O'Brien (2007) att det finns olika tröskelvärde som används gällande VIF, där 10 är det lägsta, varför detta används som tröskelvärde i denna studie.

### **3.8.7 Bedömning av förklaringsgrad**

Ett vanligt mått för bedömning av förklaringsgrad är det så kallade justerade R<sup>2</sup>-värdet, som är en påbyggnad av vad som annars enkelt benämns R<sup>2</sup>-värde, och mäts mellan 0 och 1 (Brooks, 2014). Brooks (2014) menar att syftet med måttet är att mäta hur väl regressionen passar datan, och att en fördel med att använda det justerade R<sup>2</sup>-värdet är att hänsyn tas till att ytterligare variabler förs in i modellen. Brooks (2014) förklarar alltså att medan ytterligare variabler alltid genererar ett R<sup>2</sup>-värde som är minst lika högt som det tidigare värdet, minskar det justerade R<sup>2</sup>-värdet om ytterligare variabler med låg egen förklaringsgrad infogas. Sammantaget anses ett justerat R<sup>2</sup>-värde vara bättre ju högre det är, och ett negativt värde är klart undermåligt (Brooks, 2014, s. 155).

## **3.9 Studiens kvalitet**

### **3.9.1 Reliabilitet**

Definitionen av vad som utgör en studies reliabilitet kan enligt Bryman och Bell (2015) utgöras av åtminstone tre faktorer: stabilitet, intern reliabilitet och slutligen interbedömarreliabilitet. Den första innebär enligt författarna att mått som används bör vara stabila och inte fluktuera över tid. Intern reliabilitet menar de innebär riktigheten i skalor och index, och interbedömarreliabilitet menar de kan vara låg om subjektiva bedömningar av exempelvis datakategorisering inte överensstämmer mellan olika observatörer. Den sistnämnda exemplifierar Bryman och Bell (2015) med bedömning av innehåll i media.

Reliabilitetsproblemen i denna studie rör framförallt stabilitet och intern reliabilitet. Den beroende variabeln som mäts kännetecknas av hög stabilitet, då den mäter en faktisk verklighet (överavkastning utifrån faktiska aktiekurser och därmed faktisk förväntad avkastning) snarare än att vara experimentell i sin natur. Sammantaget är alltså replikerbarheten viktig för en studies reliabilitet (Bryman och Bell, 2015). Denna studie, med

bakgrund i dess kvantitativa natur och grundande på allmänt tillgänglig sekundärdata, kännetecknas av hög replikerbarhet.

Vad gäller intern reliabilitet, bör sammanslagna mått som bildar en totalpoäng testas för intern reliabilitet (Bryman och Bell, 2015). Detta sker i praktiken på grund av multikollinearitet mellan Hofstedes (2011) kulturella mått, med undantag av att poängen divideras med sex för att få ett genomsnitt, varför den interna reliabiliteten alltså bör testas. Bryman och Bell (2015) föreslår att detta bör göras genom att slumpmässigt dela upp variablerna som slås samman i två olika grupper, och mäta korrelationen mellan dessa. Ett önskat under tröskelvärde för detta är 0,8, under vilken internreliabilitetsproblem kan antas uppstå.

Observationerna vilka har inkluderats i urvalet innefattar både inhemska och utländska M&A. Detta kan vara ett problem då variablerna HOFSTEDE, RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET, RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT, EXPROPRIATIONSRISK, KORRUPTIONSGRAD och RÄTTSSÄKERHET endast uppvisar skillnader när transaktioner görs över landsgränser. Skillnader finns alltså inte när inhemska transaktioner undersöks. Fortsättningsvis innebär det att 70 stycken av observationerna beskrivs med hjälp av samma värde vilket kan tänkas minska variationen och därmed respektive variabels påverkan. Detta innebär att reliabiliteten kring de variabler som inte avser kulturella och juridiska skillnader minskar. För att kontrollera att detta inte är fallet har ett robustness-test gjorts där dessa observationer exkluderats. Testet görs genom att modellen enbart appliceras på internationella M&A. Om utfallet blir annorlunda existerar ett reliabilitetsproblem, men om inte anses reliabiliteten intakt.

Den sista delen som Bryman och Bell (2015) nämner, alltså interbedömarreliabilitet, är inte relevant i denna studies fall då egna klassificeringar av kvalitativ data inte görs, och därmed föreligger ingen risk att olika observatörer skulle klassificera data på varierande sätt. Den problematik med interbedömarreliabilitet som skulle kunna tänka sig uppstå, är hänförlig till övriga studier som utgör den teoretiska referensramen, där det finns viss risk för att exempelvis kulturella mått bedöms olika beroende på observatör.

### 3.9.2 Validitet

Validitet handlar enligt Bryman och Bell (2015) om huruvida mätvariablerna faktiskt mäter vad som de påstås mäta. Då inga egna begrepp och mätvariabler som inte förankras i tidigare forskning konstrueras i denna studie, är källkritiken mest relevant för att påvisa hög validitet. En fråga avseende validitet som kan påverka denna studie är den om extern validitet. Bryman och Bell (2015) beskriver det som urvalets representativitet på populationen. Ett skevt urval, och bortfall av företag som inte representerar populationen, förklarar de kan påverka validiteten negativ. Resultatet blir därmed mindre generaliserbart, och således inte tillförlitligt. De observationer som föll bort på grund av att de annonserat fler än en M&A under eventfönstret, kan tänkas skapa en viss skevhet, då de kan tänkas representera de som genomför flest M&A. Eftersom de bara var fyra till antalet anses det vara ett smärre problem.

### 3.10 Källkritik

Vad gäller den teoretiska referensramen och tidigare forskning, är många av de källor som används från ansedda publikationer såsom *Journal of Finance*. De kulturella och juridiska teorier som använts, La Porta et al. (1998) och Hofstede (2011), kommer även från väl ansedda journaler och källor, och har granskats och citerats i väldigt hög grad. Detsamma gäller Fama (1970). Då relativt lite forskning gjorts på just svenska M&As, är underlaget från ansedda publikationer också begränsat, varför vissa källor som exempelvis doktorsavhandlingar som inte är granskade och citerade i samma utsträckning som övriga källor, valts att användas. Slutligen används också i viss mån kurslitteratur för att förklara enklare begrepp. Visserligen hade det varit bättre om kvalificerade forskningsartiklar hittats även här, men då endast enklare begrepp såsom Beta förklaras genom kurslitteratur är det av ringa vikt.

Denna studie använder sig genomgående av sekundärdata. Detta bidrar likt ovan nämnt till en hög replikerbarhet, men samtidigt är det då av stor vikt att källorna är korrekta. Thomson Reuters Datastream och Zephyr är precis som tidigare nämnt de källor som använts för att hämta in aktiekurser och indexkurser respektive M&A-transaktioner. Dessa är vida använda och sannolikt rättvisande, men i form av att i bästa möjliga mån säkerställa att datan inte är felaktig, har också ett antal slumpmässigt utvalda stickprov utförts, där aktiekurser och transaktioner manuellt jämförts med andra relevanta källor, där alla varit korrekta.

## 4 Resultat

I resultatet presenteras utfallet av den data som samlats in. Först presenteras den beroende variabeln och deskriptiv statistik, därefter resultatet av de tester som gjorts med syfte att säkerställa resultatets riktighet. Sist presenteras de slutgiltiga resultaten i form av en regression, varpå en inledande tolkning görs för att underlätta analysen.

### 4.1 Urvalets data

#### 4.1.1 CAR

I ett första skede testas om det de facto finns en onormal avkastning vid svenska M&A. Fler än hälften av de undersökta företagens aktieägare upplevde en positiv onormal avkastning under estimeringsfönstret. Genomsnittet för CAR är 2,10 % för de svenska köpande företagen. Däremot finns en stor variation av avkastningen, vilket är förväntat vid en studie av aktieavkastningar, med ett maximum på 20,22 % och ett minimum på -17,61 %. Standardavvikelsen av CAR är 9,27 % vilket tillsammans med ett p-värde på 0,0047 visar att CAR kan skiljas från 0. CAR är signifikant positiv på enprocentsnivån, därav kan det konstateras att värde för aktieägare i svenska företag skapas vid M&A.

Tabell 8 T-test CAR

Hypothesis Testing for CAR_W_4		
Date: 01/11/19 Time: 15:09	Sample (adjusted): 1 161	
Included observations: 161	Test of Hypothesis: Mean = 0.000000	
Sample Mean = 2.095705		
Sample Std. Dev. = 9.264506		
Method	Value	Probability
t-statistic	2.870257	0.0047

## 4.1.2 Deskriptiv statistik

Tabell 9 Deskriptiv statistik före winsorizing

	CAR	HOFSTEDE	SAMMA BRANSCH	BETALNINGSMETOD	PRIVATA	RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK
Mean	2.095705	49.2626	0.614907	0.670807	0.900621	0.146464
Median	1.771837	44.42922	1	1	1	0.071613
Maximum	20.21483	62.24524	1	1	1	0.666363
Minimum	-17.61007	40.45785	0	0	0	0.003944
Std. Dev.	9.264506	6.838746	0.488136	0.471386	0.300104	0.174464
Sum	337.4085	7931.279	99	108	145	23.5807
Sum Sq. Dev.	13732.97	7482.953	38.12422	35.5528	14.40994	4.870052
	FINANSKRIS	RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET	RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT	EXPROPRIATIONSRISK	KORRUPTIONSGRAD	RÄTTSSÄKERHET
Mean	0.012422	9.791925	9.542484	9.439205	9.620932	9.754099
Median	0	10	10	9.58	9.65	10
Maximum	1	10	10	9.734	9.98	10
Minimum	0	8	6.13	9	9.4	8.57
Std. Dev.	0.111107	0.557082	0.715292	0.249028	0.230976	0.501551
Sum	2	1576.5	1536.34	1519.712	1548.97	1570.41
Sum Sq. Dev.	1.975155	49.6545	81.86281	9.922386	8.53596	40.24849

Den deskriptiva statistiken visar de olika variablernas egenskaper, såsom medelvärde, median, maximivärde, minimivärde samt standardavvikelse. Huruvida den enskilda variabeln är kontinuerlig eller binär påverkar dess. Tolkningen av dummyvariablerna PRIVAT, SAMMA BRANSCH och 2008 skiljer sig från resterande variabler då maximum och minimum alltid är 1 respektive 0. Medelvärdet för dummyvariablerna tolkas som andelen i urvalet som har den nämnda egenskapen, till exempel kan det utläsas att uppköp i samma bransch utgör 61,50 % av urvalet. Variabler som baseras på La Porta et al. (1998) klassificering av juridisk tillämpning är alla angivna utifrån en skala på 0 till 10, och till dessa hör variablerna RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET, KORRUPTION, RISK FÖR KONTRAKTSBROTT, EXPROPRIATIONSRISK OCH RÄTTSSÄKERHET. Tolkningen av deras medelvärde kan beskrivas som det genomsnittliga rättsläget inom respektive juridiska område. Det höga medelvärdet som finns i urvalet indikerar att målföretagen kommer från länder med välfungerande rättssystem. Variabeln HOFSTEDE är ett genomsnitt av de dimensioner som ingår, och är angiven i skalan 0 till 100. Medelvärdet på 49,3 med ett maximum på 71 och ett minimum på 39 innebär således att det finns en spridning kring kulturella aspekter för urvalet, men att någon partiskhet åt något håll inte finns. Detta kan konstateras sedan medelvärdet ligger nära sitt sanna medelvärde 50. Variabeln RELATIV



TRANSAKTIONSSTORLEK kan anta alla värden över 0. Resultatet visar att den genomsnittliga relativa transaktionsstorleken är 14,65 % i förhållande till det egna företaget, med en median på 7,16 %.

## 4.2 Regressionstester

### 4.2.1 Multikollinearitetstest

Om två eller fler förklarande variabler i en regressionsmodell förklarar samma sak uppstår multikollinearitet. Som tidigare berörts i avsnitt 3.8.6 *Multikollinearitet*, innebär detta att regressionen blir känslig för förändring i variabler samt att konfidensintervallen blir väldigt breda och därmed är det svårt att uppnå statistisk signifikans för variablerna. Vidare medför multikollinearitet att det inte går att dra någon slutsats gällande en av variablernas påverkan på utfallet (Brooks, 2014). För att testa om regressionsmodellen uppvisar multikollinearitet görs likt beskrivet i avsnitt 3.8.6 *Multikollinearitet* två tester, Variance Inflation Factors (VIF) och en korrelationsmatris.

Först upprättades en korrelationsmatris som visade att det fanns korrelation mellan variabler som berör Hofstedes (2011) sex olika dimensioner för att mäta kulturella skillnader (se Appendix C Tabell 21). Därmed skapades ett genomsnitt av de kulturella dimensionerna för varje land. Vidare kontrollerades multikollinearitet genom ett toleranstest, VIF, vilket visar om en eller flera variabler förklaras av resterande variabler i en alltför stor utsträckning. Från detta test kan konstateras att inga fler variabler behöver justeras då HOFSTEDE uppvisade högst VIF med ett värde på 3,97 (Se Appendix C, Tabell 22).

### 4.2.2 Normalitetstest Jarque-Bera

Jarque-Beras test för normalitet visar initialt att residualerna inte är normalfördelade. Normalfördelning av residualerna är ett av de kriterier som ställs upp för att uppfylla kraven på tillförlitlighet vid användande av OLS. Vid residualer som inte förefaller normalfördelade är det ofta stora värden på uteliggare som är orsaken. Två vanliga metoder som används för att korrigera extrema uteliggare är trimming och winsorizing. Uteliggarna i de olika variablerna granskas manuellt och visar inga uppenbara tecken på felaktigheter, varpå winsorizing används. Det beskrivs i detalj i avsnitt 3.8.4 *OLS*. Efter att winsorizing gjorts, visar Jarque-Beras test att residualerna är normalfördelade (se Appendix C, Figur 1), vilket uppfyller OLS-kriteriet.

### 4.2.3 Whites heteroskedasticitetstest

Ett antagande för OLS är att residualerna ter sig homoskedastiskt, varpå Whites test för heteroskedasticitet upprättas. Whites Heteroskedasticitetstest visar att nollhypotesen om homoskedasticitet accepteras, således uppfylls kriteriet om att variansen är konsistent (se Appendix C, Tabell 23). Kriteriet redogörs för ytterligare i 3.8.4 OLS under kriterium två.

### 4.2.4 Ramsey's RESET-test

För att säkerställa stabilitet i residualerna används Ramsey's RESET-test. Testets betydelse för uppsatsen är att undersöka om någon av de oberoende variablerna i själva verket ter sig icke-linjärt. Linjäritet är ett implicit antagande av OLS, vilket redogörs närmare i avsnitt 3.8.5 *Ramsey's RESET-test*. Testet resulterade i p-värden på t-testet och F-testet som var långt ifrån en signifikant nivå, därav kan nollhypotesen accepteras (se Appendix C, Tabell 24). Det kan därför konstateras att variablerna uttrycker sig i linjär form.

### 4.2.5 Robustness-test

För att kontrollera reliabiliteten i modellen har två olika tester gjorts, vars tekniska delar förklaras närmare i avsnitt 3.9.1 *Reliabilitet*.

Eftersom Hofstedes (2011) sex kulturella dimensioner mäts genom ett genomsnitt av flera variabler, kontrolleras det för intern reliabilitet. Utfallet visar en korrelationskoefficient på 0,624, efter att slumpmässigt ha delat upp dimensionerna i två grupper. Första gruppen innefattar dimensionerna; (4) maskulinitet kontra femininitet, (5) långsiktig kontra kortsiktig orientering samt (3) individualism kontra kollektivism. I andra gruppen inkluderas dimensionerna; (1) maktfördelning, (2) undvikande av osäkerhet och (6) eftergivenhet kontra självkontroll. Korrelationskoefficienten är alltså under det önskvärda tröskelvärdet på 0,8 och indikerar alltså viss brist på intern reliabilitet, vilket skulle kunna snedvrider resultatet.

Eftersom att inhemska transaktioner är inkluderade i studien, behöver likt nämnt resultatet gällande juridiska och kulturella skillnader kontrolleras, då de tar samma värde för 70 av 161 observationer. Med detta i åtanke har modellen även applicerats på enbart de 91 observationer som berör internationella M&A, i syfte att undersöka huruvida resultaten skiljer sig åt. Intressevariablernas förklaringsgrad förändras inte (se Appendix C, tabell 25), varför ursprungsmodellen behålls.

## 4.3 Regression

Efter att korrigeringar görs för att uppnå normalfördelning uppvisas följande resultat:

Tabell 10 Regression

<i>Dependent Variable: CAR_W_4</i>				
<i>Method: Least Squares</i>	Date: 01/09/19 Time: 14:47			
<i>Sample: 1 162</i>	Included observations: 161			
<i>Variable</i>	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
<i>C</i>	-24.99224	62.90808	-0.397282	0.6917
<i>HOFSTEDE</i>	-0.090478	0.212267	-0.426245	0.6705
<i>SAMMA BRANSCH</i>	-1.374664	1.556129	-0.883387	0.3785
<i>BETALNINGSMETOD</i>	3.144038	1.732597	1.814639	0.0716
<i>PRIVATA</i>	3.885951	2.516438	1.544227	0.1247
<i>RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK</i>	6.205374	4.326597	1.434239	0.1536
<i>FINANSKRIS</i>	-15.39803	6.674599	-2.30696	0.0224
<i>RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET</i>	0.828982	1.83435	0.451921	0.652
<i>RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT</i>	1.183047	4.221403	0.28025	0.7797
<i>EXPROPRIATIONSRIISK</i>	2.027707	4.359367	0.465138	0.6425
<i>KORRUPTIONAGRAD</i>	-0.98916	1.807802	-0.547162	0.5851
<i>RÄTTSSÄKERHET</i>	-0.337266	2.532522	-0.133174	0.8942
<i>R-squared</i>	0.080642	Mean dependent var		2.095705
<i>Adjusted R-squared</i>	0.01277	S.D. dependent var		9.264506
<i>S.E. of regression</i>	9.205164	Akaike info criterion		7.349017
<i>Sum squared resid</i>	12625.52	Schwarz criterion		7.578687
<i>Log likelihood</i>	-579.5958	Hannan-Quinn criter.		7.442272
<i>F-statistic</i>	1.188142	Durbin-Watson stat		2.194138
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.299855			

### 4.3.1 Informationsasymmetri

Variabler som är relaterade till det teoretiska ramverket informationsasymmetri uppvisar olika påverkan på CAR i studien. Resultatet av variabeln PRIVATA, visar att uppköp av privata företag har en positiv inverkan på CAR, då koefficienten är 3,89 och är nära en signifikansnivå på tio procent, varpå sambandet kan anses väsentligt vid M&A. Variabeln SAMMA BRANSCH uppvisar en negativ påverkan på CAR med en koefficient på -1,38. Vidare antar denna variabel ett p-värde på 0,38 vilket innebär att den inte är statistiskt signifikant. Den negativa koefficienten tyder på att uppköp inom samma bransch har en större tendens att vara negativa för värdeskapandet. Samtidigt antyder p-värdet för SAMMA

BRANSCH att förhållandet inte kan generaliseras för hela populationen. Variabeln BETALNINGSMETOD har en positiv koefficient på 3,14, vilket innebär att det finns ett positivt samband med CAR. Vidare antar variabeln p-värdet 0,07, som påvisar att resultatet även är statistiskt signifikant på en 10-procentsnivå. Detta betyder att M&A, där kontanter används som betalningsmedel, har en positiv effekt på värdeskapandet. Variabeln RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK har en positiv påverkan på CAR och antar en koefficient med ett värde på 6,21. Koefficienten påvisar att ju större transaktionen är relativt det köpande företags storlek, desto mer påverkas CAR positivt. Vidare har variabeln ett p-värde på 0,15, vilket innebär att den inte är statistiskt signifikant. Med den höga koefficienten och det relativt låga p-värdet i åtanke skulle ett samband kunna föreligga.

Variabeln FINANSKRIS har en stark negativ påverkan på CAR och är statistiskt signifikant på 5-procentsnivån. Genom att studera resultatet konstateras att M&As som utfördes under finanskrisen 2008, hade en negativ påverkan på värdeskapandet.

#### **4.3.2 Kulturella och juridiska variabler**

Förklaringsvariablerna som relaterar till kulturella skillnader mäts med variabeln HOFSTEDE. Variabeln antar en negativ koefficient på -0,09, vilket innebär att kulturella skillnader har en liten negativ påverkan på CAR. Utfallet för variabeln HOFSTEDE är inte statistiskt signifikant och har därmed en låg förklaringsgrad av vad som påverkar värdeskapande vid M&A för svenska köpande bolag.

För att mäta juridiska skillnader har variabler skapats utifrån La Porta et als. (1998) klassificering, som beskrivs i detalj i avsnitt 2.2.2 *juridiska aspekter*. Variabeln RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET har en positiv koefficient på 0,83, vilket innebär att en hög effektivitet i rättssystemet har en positiv betydelse för värdeskapandet vid M&A för företagen i urvalet. Variabeln har även ett högt p-värde på 0,65, vilket innebär att sambandet inte är statistiskt signifikant. Variabeln RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT har likt den föregående en påverkan på värdeskapande för de köpande bolagen i urvalet med en koefficient på 1,18. Resultatet antyder att skillnader i RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT samt RÄTTSSYSTEMEFFEKTIVITET genererar något högre CAR för företagen i urvalet, jämfört med om inga skillnader identifieras. Ingen av dessa två variabler är statistiskt signifikanta.

Variabeln EXPROPRIATIONSRISK uppvisar en positiv påverkan på CAR på företagen i urvalet med koefficienten 2,03. Sambandet är ej statistiskt signifikant, vilket innebär att det inte går att generalisera kring dess effekt på värdeskapandet vid M&A bortom urvalet.

KORRUPTIONSGRAD påvisar ett negativt samband mellan CAR för företagen i urvalet och skillnad i korruption med en koefficient på -0,99. Att korruption påverkar CAR negativt är i fallet inte statistiskt signifikant.

#### 4.4 Hantering av resultat

I syfte att göra regressionens koefficienter jämförbara med varandra, multipliceras varje enskild koefficient med dess standardavvikelse. Resultaten divideras sedan med standardavvikelsen i CAR. Slutligen fås ett jämförbart mått som kallas ekonomisk signifikans, och återfinns nedan:

*Tabell 11 Ekonomisk Signifikansfaktorer*

<i>Variabel</i>	<i>Ekonomisk signifikansfaktor</i>
<i>HOFSTEDE</i>	-0.06679
<i>SAMMA BRANSCH</i>	-0.07243
<i>BETALNINGSMETOD</i>	0.15997
<i>PRIVATA</i>	0.12588
<i>RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK</i>	0.11686
<i>FINANSKRIS</i>	-0.18466
<i>RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET</i>	0.04985
<i>RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT</i>	0.09134
<i>EXPROPRIATIONSRISK</i>	0.05450
<i>KORRUPTIONSGRAD</i>	-0.02466
<i>RÄTTSSÄKERHET</i>	-0.01826

## 4.5 Hypotesprövning

Tabell 12 Sammanställning av hypotesprövningar

Nr	Variabel	Teori	Hypotes H1	Utfall H0
1	PRIVATA	Effektiv kapitalmarknad	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
2	SAMMA BRANSCH	Principal-agentproblem	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
3	RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK	Principal-agentproblem	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
4	BETALNINGSMETOD	Principal-agentproblem	Påverkar värdeskapande	Förkastas
5	HOFSTEDE	Kulturella aspekter	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
6	RÄTTSSÄKERHET	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
7	RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
8	RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
9	EXPROPRIATIONSRIISK	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej
10	KORRUPTIONSGRAD	Juridiska aspekter	Påverkar värdeskapande	Förkastas ej

## 5. Analys

*I kapitlet analyseras resultatet utifrån de teorier som ställts upp, och positioneras mot tidigare relevant forskning. Inledningsvis analyseras teorier om informationsasymmetri, varpå kulturella och juridiska skillnader vidare behandlas med avsikt att besvara frågeställningen.*

### 5.1 Analys av variabler relaterade till informationsasymmetri

Det första testet som utförs är huruvida resultatet, att M&A är värdeskapande för svenska företag i genomsnitt, är signifikant eller ej. Testet visar på ett positivt signifikant samband, gällande värdeskapandet för aktieägare i det köpande företaget, vilket inte är i linje med Bruners (2003) sammanställning av tidigare internationell forskning på området. Likt tidigare nämnt är resultaten av tidigare forskning kring svenskt värdeskapande tvetydigt. Resultatet i denna uppsats styrker att svenska M&A de facto är värdeskapande, vilket skiljer sig från exempelvis Jonsson (1995) som enbart hittar signifikans för att horisontella uppköp på den amerikanska verkstadsmarknaden är värdeskapande, se appendix B tabell 20.

Den oberoende variabeln CAR, samt den förklarande variabeln PRIVATA, som avser om målföretaget är börsnoterat eller ej, kopplas till teorin om effektiv kapitalmarknad. Resultatet gällande den förklarande variabeln visar att värdeskapandet påverkas positivt vid uppköp av privata bolag, vilket stämmer överens med förväntningarna, då tidigare forskning indikerar samma förhållande (Capron och Shen, 2007; Mantecon, 2008). Detta kan förklaras utifrån att privata företag inte omfattas av lika övergripande rapporteringsskyldigheter som börsnoterade företag, vilket leder till informationsasymmetri på grund av olika god insyn i bolagen.

Av variablerna relaterade till principal-agentproblem var det endast SAMMA BRANSCH vars påverkan på CAR inte var i linje med förväntningarna och därmed motsäger tidigare forskning (Healy, Palepu och Ruback, 1997; Morck, Shleifer och Vishny, 1990). Utfallet i denna studie visar att strategiska uppköp inte leder till mer värdeskapande än finansiella uppköp. Vidare kan det påvisas att betalning med kontanter skapar mer värde för aktieägarna vid M&A än vad betalning med aktier gör, vilket är samstämmigt med tidigare forskning (Travlos, 1987; Huang och Walking, 1987; Yook, 2003; Loughran och Vijh, 1997). Även den relativa transaktionsstorleken visas ha en positiv effekt på värdeskapandet. Arik och Kutans (2015) forskning finner att relativ storlek har en positiv påverkan på värdeskapandet, med en statistisk signifikans på enprocentsnivån. Travlos (1987) finner motsatt samband men utan

statistisk signifikans. Därför positionerar sig resultatet i denna uppsats tvetydigt i förhållande till forskningen på området, då ett positivt samband uppvisas, men utan starka bevis. Resultatet i denna studie påvisar ingen statistisk signifikans gällande variabeln för relativ transaktionsstorlek samt variabeln för strategiska kontra finansiella M&A. Fortsättningsvis implicerar detta att agenternas val av att utföra strategiska eller finansiella M&A, inte har någon påverkan på värdeskapandet, vilket motsäger de intressekonflikter som tar avstamp i principal-agentteorin. Den hypotiserade principal-agentproblematiken kan inte med hjälp av relativ transaktionsstorlek visas föreligga, då den relativa transaktionsstorlekens positiva koefficient tyder på att en hög relativ storlek är till såväl företagsledningens som aktieägarnas intresse. Samtidigt kan detta, på grund av avsaknaden av statistisk signifikans, inte generaliseras till den övriga populationen. Av variablerna som relaterar till agent-principalteorin påvisar BETALNINGSMETOD störst ekonomisk signifikans, se tabell 11. Detta innebär att en förändring i valet av betalningsmetod påverkar utfallet av CAR mer än en förändring i relativ transaktionsstorlek, och huruvida en M&A är strategisk eller finansiell.

Kontrollvariabeln FINANSKRIS har en påverkan som är statistiskt signifikant på femprocentnivån. I linje med den forskning som ligger till grund för kontrollvariabelns formulerande, var såväl antalet transaktioner som det utfallet på värdeskapandet av dessa lågt. Detta utgör dock i sig en besvärande omständighet, då det ringa antalet transaktioner gör det svårt att bedöma huruvida detta är en konsekvens av slump eller ej.

## **5.2 Påverkan av kulturella och nationella variabler**

Resultatet av variabeln HOFSTEDE visar att kulturella skillnader inte har någon påverkan på värdeskapandet, således kan kulturella skillnader inte användas som förklaring till värdeskapande när svenska företag genomför M&A. Detta står i kontrast till vad Weber, Shenkar och Raleh (1996) konstaterar gällande kulturens påverkan vid M&A. De menar att kulturella skillnader har en positiv påverkan på integrationen vid internationella M&A, och detta kan tänkas leda till högre värdeskapande. Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) finner att kulturella skillnader har en positiv påverkan på värdeskapandet under en 36-månaders period, vilket kan tänkas ha ursprung i Weber, Shenkar och Ralehs (1996) påstående angående att integrationsprocessen blir mer framgångsrik när nationella kulturella skillnader existerar. Samtidigt finner Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008) ingen signifikant effekt på värdeskapandet vid annonsering av M&A, vilket är i linje med



denna uppsatsens resultat. Det skulle kunna tänkas bero på att den positiva effekt som skillnader i nationell har på integrationsprocessen inte fångas upp av marknaden vid annonsering. Däremot måste det faktum att andra faktorer möjligen påverkar resultatet under en 36-månaders period tas i beaktning. Därmed kan ingenting sägas om huruvida skillnader i nationell kultur påverkar värdeskapandet vid svenska M&A. Den deskriptiva statistiken visar dock att målföretagen inte skiljer sig särskilt mycket åt med avseende på kultur, med ursprung i medelvärdet av Hofstede (2011) dimensioner.

Skillnader i rättssystemets effektivitet, risken för statliga kontraktsbrott och expropriationsrisk uppvisar en svag positiv påverkan på CAR, medan korruptionsgrad och rättssäkerhet uppvisar en svag negativ påverkan på CAR. Det innebär att målföretag i urvalet med ursprung i länder med effektiva rättssystem, låg risk för statliga kontraktsbrott och låg expropriationsrisk har en positiv effekt på värdeskapandet. Vidare har låg korruption och hög rättssäkerhet en negativ påverkan på värdeskapandet när svenska företag genomför M&A. Ytterligare kan konstateras att risk för statliga kontraktsbrott har högst ekonomisk signifikans av de juridiska måtten, men dess påverkan på värdeskapandet är fortfarande låg och ej säkerställd. Denna studie kan därmed inte visa att graden av rättslig tillämpning påverkar värdeskapandet vid M&A genomförda av svenska företag. Av detta kan två olika tolkningar göras. I den första kan det förhålla sig på det viset, att La Porta et al. (1998) teori om att rättslig tillämpning kan väga upp för aktieägarrättigheter, inte stämmer. Omvänt, om La Porta et al. (1998) teori stämmer, saknas möjlighet att applicera Martynova och Renneboogs (2008) resultat gällande skillnader i investerarskydd på urvalet i denna studie. Det blir implicit då en uppvägning av investerarskyddet, i form av en ökad rättslig tillämpning, skulle innebära en positiv påverkan på värdeskapandet. Resultatet i denna studie är på så vis i linje med Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayaraman (2008), vilka inte heller kan påvisa någon statistisk signifikans rörande rättsskillnaders påverkan på värdeskapandet.

### **5.3 Sammanfattande analys**

Modellen har tagits fram med syfte att förklara hur värdeskapandet av svenska M&A påverkas dels av kulturella- och juridiska skillnader, och dels av informationsasymmetri. Resultatet visar en varierande bild av verkligheten. BETALNINGSMETOD har högst förklaringsstyrka gällande vad som påverkar CAR när svenska företag utför M&A. Detta eftersom att det är den enda variabeln som är signifikant på tioprocentnivå, bortsett från kontrollvariabeln FINANSKRIS, som är signifikant på femprocentnivån. Vidare går det att

konstatera att modellen inte kan påvisa att skillnader i vare sig nationell kultur eller juridisk tillämpning påverkar värdeskapandet. Förklaringsgraden mätt som justerad R<sup>2</sup> är väldigt lågt vilket är ett resultat av den låga signifikansen i de enskilda förklarande variablerna. I modellen tillämpas 11 olika förklarande variabler, vilket kan anses problematiskt då endast 161 observationer undersöks. Detta kan tänkas vara en anledning till modellens låga förklaringsgrad. När ekonomisk signifikans tas i beaktande, kan det utläsas att variabeln RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT är den enda relaterad till juridiska skillnader, som har en större påverkan på CAR än skillnader i nationell kultur. Vidare går det att utläsa att variablerna som tar avstamp i teorier kring informationsasymmetri, har större påverkan på CAR än variabler relaterad till kulturella och juridiska aspekter.

## 6. Slutsats och diskussion

*I kapitlet sammanfattas de slutsatser som dragits, och deras generaliserbarhet diskuteras. Diskussionen leds vidare genom att resonera kring hur resultatet kan ha påverkats av olika faktorer. Slutligen presenteras tankar kring fördjupning och framtida forskning inom ämnet.*

Sammantaget kan det konstateras att svenska företags genomförande av M&A är värdeskapande. Detta är inte i linje med tidigare internationell forskning och bidrar vidare till att skapa klarhet i huruvida svenska företags genomförande av M&A skapar värde eller ej. Det senare har dessutom visats tvetydigt i tidigare forskning som fokuserar på svenska M&A, vilka även saknat en tydlig ansats till att förklara värdeskapande genom kulturella och juridiska skillnader. Slutsats kan dras kring att informationsasymmetriska faktorer har större påverkan på värdeskapande vid svenska M&A än kulturella och juridiska aspekter. I linje med tidigare forskning är det möjligt att konstatera att betalning med kontanter i högre grad är värdeskapande än betalning med aktier. Vidare påvisar inte denna studie att någon av de övriga variablerna påverkar värdeskapandet när svenska företag genomför M&A. Att några juridiska eller kulturella skillnader skulle påverka värdeskapandet vid M&A går alltså inte att påvisa. Detta tyder på att det är andra faktorer än juridiska och kulturella som är avgörande för värdeskapandet när svenska företag genomför M&A. Resultatet av denna uppsats positionerar sig alltså tvärtemot Martynova och Renneboogs (2008) slutsatser kring juridiska faktorer påverkan och Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayarmans (2008) slutsatser om kulturella skillnaders påverkan. En möjlig förklaring är, likt tidigare problematiserat, att urvalet i Chakrabarti, Gupta-Mukherjee och Jayarman (2008) inte är representativt för mindre ekonomier såsom Sverige, och att mätmetoden angående juridisk tillämpning i Martynova och Renneboog (2008) skiljer sig från denna uppsats. Sammanfattningsvis kan uppsatsens syfte anses som uppfyllt, då ytterligare klarhet kring värdeskapandet av svenska M&A har bringats. Därtill bidrar positioneringen gentemot internationell forskning på juridiska och kulturella skillnaders påverkan på värdeskapandet vid M&A, till vidare kunskap.

Slutsatsen måste dock reserveras för det låga antalet observationer som är inkluderade i modellen. De kan anses vara för få för att generalisera om värdeskapandet faktiskt har påverkats av variablerna som undersökts. Om mer tid hade funnits till förfogande, skulle ett större urval kunna uppnås genom att använda fler databaser och på så vis fånga upp transaktioner som inte registrerats i Zephyr. Likaså hade transaktioner som skett tidigare än år

1998 eventuellt kunnat fångas upp. Vidare hade de ytterligare observationerna kunnat medföra att resultatet till större del speglat populationen. Ett större antal observationer hade eventuellt möjliggjort en individuell användning av Hofstedes variabler, eftersom en större population är mindre benägen att inneha multikollinearitetsproblem (Dougherty, 2016). Detta hade även löst några av de problem med intern reliabilitet som presenteras i avsnitt 3.9.1 *Reliabilitet*. Sammanfattningsvis krävs försiktighet vid generalisering av resultatet, såväl till övriga svenska som till andra mindre ekonomiers M&A.

Förutom att antalet observationer har implikationer för studiens möjlighet att besvara frågeställningen och syftet, kan skevhet även uppstå som en konsekvens av hur mätningen av kulturella och juridiska variabler skett. För att på ett tillförlitligt sätt inkludera juridiska och kulturella skillnader i en regressionsmodell krävs kvantifiering. Det kan anses problematiskt att kvantifiera något så abstrakt som kultur. Ytterligare problematik uppstår av att kvantifieringen är gjord på landsbasis, och därmed tas kulturella skillnader inom länder inte med. Fortsättningsvis uppmättes juridiska skillnader med hjälp av La Porta et als. (1998) kategorisering gällande olika länders juridiska tillämpning. Kvantifieringen av denna är gjord år 1997, vilket kan innebära att förändringar i juridisk tillämpning inte inkluderats i regressionen men eftersom förändring i juridisk tillämpning är trögflytande, har troligtvis inga drastiska skillnader från år 1997 skett. Ännu ett potentiellt mätproblem, är att överlapp mellan kultur och juridisk tillämpning skulle kunna föreligga. Detta skulle i så fall kunna resultera i en lägre förklaringsgrad för de enskilda variablerna.

Med ovanstående diskussion och slutsats som bakgrund, är denna studies kunskapsbidrag främst hänförlig till att svenska företags genomförande av M&A är värdeskapande. Utöver detta, utgör det faktum att kulturella och juridiska faktorer inte lyckats generaliseras till urvalet, ytterligare ett kunskapsbidrag. Med tanke på att antalet observationer som ligger till grund för modellen kan anses vara få, vore det intressant att undersöka kulturella och juridiska aspekter med fler observationer inkluderade i urvalet. Denna forskning skulle kunna fokusera på de variabler som har använts i denna studie för att kontrollera tillförlitligheten i förklaringsgraden. Vidare är den mätmetod som ligger till grund för denna uppsats beroende av att ett antal antaganden stämmer. Annan forskning som lyckats med att förklara värdeskapande av M&A till följd av kulturella skillnader, använder en mätmetod för värdeskapande med längre tidsperspektiv. Intressant vore att undersöka huruvida denna metod applicerad på denna studies urval, skulle resultera i ett annat utfall. En annan frågeställning

som genereras till följd av resultaten i denna studie, och skulle vara intressant att undersöka i vidare forskning, är om ett mer djupgående fokus på företagskultur skulle kunna förklara värdeskapandet. En sådan studie skulle dessutom kunna förklara kulturella skillnader även på inhemska förvärv.

## 8. Källförteckning

- Arik, E. och Kutan, A. (2015). Do Mergers and Acquisitions Create Wealth Effects? Evidence from Twenty Emerging Markets. *Eastern European Economics*, 53(6), ss.529-550.
- Asquith, P., Bruner, R. och Mullins, D. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), ss.121-139.
- Berk, J. och DeMarzo, P. (2017). *Corporate finance*. Harlow: Pearson.
- Black, J., Mendenhall, M., och Oddou, G. (1991). Toward a Comprehensive Model of International Adjustment: An Integration of Multiple Theoretical Perspectives. *The Academy of Management Review*, 16(2), ss. 291–317.
- Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance*. 3rd ed. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bruner, R. (2003). *Applied Mergers and Acquisitions, Kapitel 3: Does M&A Pay?* John Wiley & Sons Inc
- Bryman, A. och Bell, E. (2015). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*. Uppl. 2. Liber.
- Capron, L. och Shen, J. (2007). Acquisitions of private vs. public firms: Private information, target selection, and acquirer returns. *Strategic Management Journal*, 28(9), ss.891-911.
- Chakrabarti, R., Gupta-Mukherjee, S. och Jayaraman, N. (2008). Mars–Venus marriages: Culture and cross-border M&A. *Journal of International Business Studies*, 40(2), ss.216-236.
- Chang, S. (2002). Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns. *The Journal of Finance*, 53(2), ss.773-784.
- Deegan, C. och Unerman, J. (2011). *Financial accounting theory*. 2nd ed. London: McGraw-Hill, ss. 263-265.
- DePamphilis, Donald M. (2010) *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities*. New York: Academic Press.
- Djurfeldt, G, Larsson, R och Stjärnhagen, O. (2016). *Statistisk verktygslåda - samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*. Studentlitteratur AB, Lund, ss. 183-184, 311-322.
- Dougherty, C. (2016). *Introduction to econometrics*. 5th ed. Oxford: Oxford University Press.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), ss.383-418.
- Garzella, S. och Fiorentino, R. (2014). A synergy measurement model to support the pre-deal decision in making mergers and acquisitions. *Management Decision*, 52(6), ss. 1194-1216.

- Gaughan, P. (2018). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 7th Edition, Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, ss. 124-136.
- Healy, P., Palepu, K. och Ruback, R. (1997). Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?. *Sloan Management Review*, 38(4), ss.45-57.
- Hofstede, G. (2011). Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1).
- Huang, Y. och Walkling, R. (1987). Target abnormal returns associated with acquisition announcements: Payment, acquisition form, and managerial resistance. *Journal of Financial Economics*, 19(2), ss.329-349.
- Kogut, B., Walker, G. och Anand, J. (2002). Agency and Institutions: National Divergences in Diversification Behavior, *Organization science*. 13(2), ss.162-178
- Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, ss. 323-329.
- Jones, M. (2007). Hofstede - Culturally questionable?. *Faculty of Commerce - Papers*.
- Jonsson, T. (1995) Value creation in mergers and acquisitions: A study of Swedish domestic and foreign takeovers.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. och Shleifer, A. (2008). The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*, 46(2), pp.285-332.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., och Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, ss. 1113–1155.
- Loughran, T. och Vijh, A. (1997). Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?. *The Journal of Finance*, 52(5), s.1765.
- MacKinlay, C. (1997) Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), ss. 13–39.
- Malatesta, P-H. (1983). The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms. *Journal of financial economics*, 11(1-4), ss.155-181.
- Mantecon, T. (2008). An analysis of the implications of uncertainty and agency problems on the wealth effects to acquirers of private firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), ss.892-905.
- Marton, J., Lundqvist, P., Pettersson, A-K. (2016). *IFRS - i teori och praktik*. 4:e upplagan. Stockholm: Sanova utbildning.
- Martynova, M. och Renneboog, L. (2008). Spillover of corporate governance standards in cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), ss.200-223.

- Morck, R., Shleifer, A. och Vishny, R. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?. *The Journal of Finance*, 45(1), s.31.
- O'Brien, R. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, 41(5), ss.673-690.
- Oler, D. (2005). Does Acquirer Cash Level Predict Post-Acquisition Returns?. *SSRN Electronic Journal*.
- Parvinen, P. och Tikkanen, H. (2007). Incentive Asymmetries in the Mergers and Acquisitions Process. *Journal of Management Studies*, 44(5), ss.759-787.
- Raghavendra Rau, P. (1998). Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 49(2), ss.223-253.
- Reddy, K., Nangia, V. and Agrawal, R. (2014). The 2007–2008 Global Financial Crisis, and Cross-border Mergers and Acquisitions. *Global Journal of Emerging Market Economies*, 6(3), ss.257-281.
- Roberts, M. och Whited, T. (2011). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. *SSRN Electronic Journal*.
- Schneider, S. (1988). National vs Corporate Culture: Implications for Human Resource Management. *Human Resource Management*.
- Spamann, H. (2009). The “Antidirector Rights Index” Revisited. *The Review of Financial Studies*, 23(2), ss 467–486.
- Thomas, G.E. (2000). Use the bootstrap in robust estimation of location. *The statistician*, 49(1), ss. 63-64.
- Travlos, N. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance*, 42(4), ss. 943–963.
- Yook, K. (2003). Larger Return to Cash Acquisitions: Signaling Effect or Leverage Effect?\*. *The Journal of Business*, 76(3), ss.477-498.
- Weber, Y., Shenkar, O. och Raveh, A. (1996). National and Corporate Cultural Fit in Mergers/Acquisitions: An Exploratory Study. *Management Science*, 42(8), ss. 1215-1227.



## Appendix A Förteckning över M&A-transaktioner

Tabell 13 Sammanställning av urvalstransaktioner

Uppköpande företag	Uppköpt företag	Uppköpande företag	Uppköpt företag
TELIA COMPANY	SONERA OYJ	ASSA ABLOY B	VEMA SALES BV
ALFA LAVAL	FRANK MOHN AS	AMASTEN FASTIGHETS	BILDNINGSAGENTEN 6344 AB
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN A	BFG BANK AG	OPUS GROUP	AUTOLOGIC DIAGNOSTICS HOLDINGS LTD
CASTELLUM	FASTIGHETSAKTIEBOLAGET NORRPORTEN AB	PROACT IT GROUP	TEAMIX GMBH
SSAB A	RAUTARUUKKI OYJ	THQ NORDIC	EXPERIMENT 101 AB
ERICSSON B	TELCORDIA TECHNOLOGIES INC.	OSCAR PROPERTIES HOLDING	ALLEGRO PROJEKT AB
ERICSSON B	NORTEL NETWORKS LIMITED'S CDMA BUSINESS AND LTE ACCESS...	FEELGOOD SVENSKA	HALUXA AB
DOMETIC GROUP	MARINE ACQUISITION CORPORATION	ADDNODE GROUP B	OOPIX
GETINGE B	DATASCOPE CORPORATION	SECURITAS B	BAM BEVEILIGING A ALARMERING BV
SKF B	LINCOLN HOLDINGS ENTERPRISES INC.	GUNNEBO	GARNY SICHERHEITSTECHNIK
SVENSKA CELLULOSA AKTIEBOLAGET SCA B	CARTER HOLT HARVEY LTD'S TISSUE BUSINESS	ALCADON GROUP	DATACONNECT NORDEN AB
ALFA LAVAL	AALBORG INDUSTRIES HOLDING A/S	XANO INDUSTRI B	CANLINE HOLDING BV
SVENSKA CELLULOSA AKTIEBOLAGET SCA B	CARTOINVEST SPA	HIQ INTERNATIONAL	WISE NETWORK
SAAB B	ERICSSON MICROWAVE SYSTEMS AB	LEO VEGAS	WINGA SRL
ERICSSON B	TORRENT NETWORKING TECHNOLOGIES	BERGS TIMBER B	SETRA TRAVAROR AB'S SAWMILLS IN VIMMERBY

<b>ELEKTA B</b>	NUCLETRON BV	<b>VITEC SOFTWARE GROUP B</b>	DATAMANN A/S
<b>SWECO B</b>	GRONTMIJ NV	<b>STOCKWIK FORVALTNING</b>	TOTALTELEFONI SVENSKA AB
<b>NIBE INDUSTRIER B</b>	CLIMATE CONTROL GROUP INC., THE	<b>NEW WAVE GROUP B</b>	SEGERKONCERNEN AB
<b>ASSA ABLOY B</b>	BESAM AB	<b>ENEA</b>	POLYHEDRA PLC
<b>ELECTROLUX B</b>	EMAIL LTD'S HOUSEHOLD APPLIANCE MAKING UNIT	<b>PROACT IT GROUP</b>	CHRISTIANIA CONSULTING AS
<b>SVENSKA HANDELSBANKEN A</b>	MIDTBANK A/S	<b>ZETADISPLAY</b>	SEASAM OY
INVUO TECHNOLOGIES DEAD - DELIST.09/10/18	MEAWALLET AS		
<b>SECURITAS B</b>	PROTEG SA	<b>BILIA A</b>	MICHAELSSON & NELIN AB
<b>TELE2 B</b>	UTA TELEKOM AG	<b>HIQ INTERNATIONAL</b>	OPEN SOFTWARE
<b>HEXAGON B</b>	BROWN & SHARPE MANUFACTURING COMPANY'S ...	<b>INISSION</b>	ONROX GROUP AB
<b>ELEKTA B</b>	IMPAC MEDICAL SYSTEMS INC.	<b>SOFTRONIC B</b>	CONSULTUS
<b>GETINGE B</b>	SIEMENS MEDICAL SOLUTIONS'S LIFE SUPPORT SYSTEMS...	<b>MQ HOLDING</b>	JOY SHOP AB
<b>TRELLEBORG B</b>	LAIRD GROUP PLC'S AUTO COMPONENT UNIT	<b>I A R SYSTEMS GROUP</b>	HERA AB
<b>HEXPOL B</b>	EXCEL POLYMERS LLC	<b>VITEC SOFTWARE GROUP B</b>	AUTODATA NORGE AS
<b>KLOVERN A</b>	DAGON AB	<b>BINERO GROUP</b>	RYCE HOLDING AB
<b>KINNEVIK B</b>	EMESCO AB	<b>TAGMASTER B</b>	CA TRAFFIC LTD
<b>KARO PHARMA</b>	WEIFA ASA	<b>MOBERG PHARMA</b>	CHATTEM INC.'S BALMEX BRAND
<b>SKF B</b>	SNFA SAS	<b>STOCKWIK FORVALTNING</b>	STJÄRNAFYRKANT NORDIC AB
<b>ASSA ABLOY B</b>	TESA HARDWARE	<b>IMAGE SYSTEMS</b>	NUCODA LTD
<b>NOBIA</b>	HYGENA CUISINES SASU	<b>ORTIVUS B</b>	ORTIVUS INC. CANADA

<b>SAAB B</b>	CELSIUS AB	<b>EMPIR GROUP B</b>	EMPIR SOLUTIONS AB
<b>NEW WAVE GROUP B</b>	CUTTER & BUCK INC.	<b>WISE GROUP</b>	NETSURVEY BOLINDER AB
<b>ERICSSON B</b>	MICROWAVE POWER DEVICES INC.	<b>GOTENEHUS GROUP B</b>	MELLBY INDUSTRI AB
<b>CLX COMMUNICATIONS</b>	MBLOX INC.	<b>TRANSTEMA</b>	THEBPLAN AS
<b>HEXPOL B</b>	RHETECH THERMOPLASTIC COMPOUNDING	<b>ITAB SHOP CONCEPT B</b>	MAXTED HOLDINGS LTD
<b>NOBIA</b>	GOWER GROUP LTD	<b>ITAB SHOP CONCEPT B</b>	PROFILE LIGHTING SERVICES LTD
<b>ALM EQUITY</b>	SMAA AB	<b>ADDNODE GROUP B</b>	CADI OY
<b>STORYTEL B</b>	STORYTEL AG	<b>ANOTO GROUP</b>	DEVELOPIQ LTD
<b>GETINGE B</b>	MAQUET AG	<b>KARO PHARMA</b>	MEDCORE AB
<b>VOLVO B</b>	BRS TRUCK RENTAL AND CONTRACT HIRE	<b>STOCKWIK FORVALTNING</b>	BERGFAST AB
<b>MEDIVIR B</b>	BIOPHAUSIA AB	<b>STARBREEZE B</b>	INFINITEYE VR SAS
<b>AXFOOD</b>	MATSE HOLDING AB	<b>VITEC SOFTWARE GROUP B</b>	INFOEASY AS
<b>AF B</b>	BENIMA AB	<b>ORGANOCLICK</b>	BIOKLEEN MILJOKEMI AB
<b>ELEKTA B</b>	CMS INC.	<b>DUROC B</b>	MADSEN & HANSEN
<b>SWEDISH MATCH</b>	BOGAERT CIGARS	<b>RECIPHARM B</b>	ONTARGET CHEMISTRY AB
<b>CLX COMMUNICATIONS</b>	DIALOGUE GROUP LTD	<b>HEDERA GROUP</b>	SVENSK LAKARTJANST LIL AB
<b>CATELLA B</b>	PC LAN ASA	<b>UMIDA GROUP B</b>	LO SMITH HOLDINGS AB
<b>HEXPOL B</b>	HORST MÜLLER KUNSTSTOFFE GMBH & CO. KG	<b>CROWN ENERGY</b>	TIGRIS OIL I SVERIGE AB
<b>HEXPOL B</b>	VTC FRANCE SAS	<b>WONDERFUL TIMES GROUP</b>	CARLO I JÖNKÖPING AB
<b>XANO INDUSTRI B</b>	JORGENSEN ENGINEERING A/S	<b>I A R SYSTEMS GROUP</b>	CYBERINK INFORMATION SYSTEMS AB

<b>FORMPIPE SOFTWARE</b>	TRAEN HOLDING A/S	<b>BILIA A</b>	HAGLUND & HELLBERG BIL I HANINGE AB
<b>ERICSSON B</b>	NETWISE AB	<b>ANOTO GROUP</b>	UBIQUITOUS SYSTEMS LTD
<b>CLOETTA 'B'</b>	LOCAWO BV	<b>CTT SYSTEMS</b>	CATRON ELEKTRONIK AB
<b>FASTATOR</b>	FASTATOR AB	<b>BINERO GROUP</b>	AFFILIATOR AB
<b>MIDSONA B</b>	BRINGWELL AB	<b>DORO</b>	PRYLOS SAS
<b>KARO PHARMA</b>	SWERECO GROUP AB	<b>EMPIR GROUP B</b>	GENERIC SYSTEMS SWEDEN AB
<b>ALFA LAVAL</b>	HUTCHISON HAYES SEPARATION INC.	<b>A3 ALLMANNA IT- OCH TELEKOMAKTIEBOLAGET</b>	PERFECT COMMUNICATION AB'S EPHONE BRAND
<b>HALDEX</b>	HOLLAND ANCHORLOK SPRING BRAKE BUSINESS	<b>TRANSTEMA</b>	DATELAB AB
<b>HEXPOL B</b>	KARDOES RUBBER COMPANY	<b>STOCKWIK FORVALTNING</b>	FORWARD COMMUNICATION AS
<b>BERGMAN &amp; BEVING</b>	RUUSKA GROUP OY	<b>MOXIETECH GROUP</b>	MULTIEKONOMERNA J&M AB
<b>SOFRONIC B</b>	IBERCONSULT	<b>ITAB SHOP CONCEPT B</b>	NEW STORE EUROPE DENMARK A/S
<b>SVEDBERGS I DALSTORP B</b>	MACRO INTERNATIONAL AB'S BUSINESS OPERATIONS	<b>PAYNOVA</b>	GLOBAL PRODUCT MANAGEMENT
<b>LOOMIS B</b>	EFFECTIVOX SA	<b>PREVAS B</b>	MIKON AS
<b>GETINGE B</b>	HERAEUS MEDICAL TECHNOLOGY GMBH	<b>VINDICO SECURITY</b>	GOTHIA KAMERAOVERVAKNING AB
<b>WIFOG HOLDING</b>	WIFOG AB	<b>BINERO GROUP</b>	EURONET ONLINE AB
<b>AGES INDUSTRI</b>	HORLE AUTOMATIC GRUPPEN AB	<b>COPPERSTONE RESOURCE AB</b>	LUNDIN MINING EXPLORATION AB
<b>BERGMAN &amp; BEVING</b>	FB INDUSTRI HOLDING AB	<b>OPUS GROUP</b>	J&B MASKINTEKNIK AB
<b>ACANDO B</b>	ACANDO AB	<b>MIRIS HOLDING</b>	LO SJAUNJA AB
<b>INWIDO</b>	CWG CHOICES LTD	<b>WISE GROUP</b>	FABI KOMPETANSE AB
<b>BILIA A</b>	BILCENTRALEN I STOCKHOLM AB	<b>SURGICAL SCIENCE SWEDEN</b>	SIMBALL SYSTEMS AB

<b>CLX COMMUNICATIONS</b>	SINCH AB	<b>TRANSTEMA</b>	FIBER SOLUTION SWEDEN AB
<b>AF B</b>	ENPRIMA OY	<b>UMIDA GROUP B</b>	BRANDS FOR FANS SWEDEN AB
<b>ELANDERS B</b>	KAPE COM AB	<b>STARBREEZE B</b>	PAYDAY PRODUCTIONS LLC
<b>STORYTEL B</b>	MOFIBO BOOKS APS	<b>PAYNOVA</b>	BILLING PLATFORM DEVELOPMENT COMPANY
<b>NEXAM CHEMICAL HOLDING</b>	PLASTICOLOR SWEDEN AB	<b>CYBER SECURITY 1</b>	INTACT SOFTWARE DISTRIBUTION (PTY) LTD
<b>SECURITAS B</b>	LINCOLN SECURITY SERVICES INC.	<b>SVENSKA CELLULOSA AKTIEBOLAGET SCA B</b>	A&R CARTON FEGERSHEIM
<b>CONCENTRIC</b>	LICOS TRUCKTEC GMBH	<b>TRUE HEADING B</b>	MERD SYSTEMS AB
<b>BILIA A</b>	ROLAC OY AB	<b>SOFTRONIC B</b>	M ENTERPRISE SOLUTIONS AND HOSTING AB
<b>ITAB SHOP CONCEPT B</b>	MB SHOP DESIGN AB	<b>SHORTCUT MEDIA</b>	FROST VFX AB
<b>BONG</b>	REXAM ENVELOPES	<b>FUTURE GAMING GROUP INTERNATIONAL</b>	HIGHWEB VENTURES NV
<b>PROACT IT GROUP</b>	DIMENSION AB	<b>PREVAS B</b>	APC WRAPPING AB

## Appendix B Tidigare forskning

Tabell 14 Sammanställning av tidigare forskning variabel PRIVAT

<b>Privata och börsnoterade företag</b>			
<b>Författare</b>	<b>Beskrivning</b>	<b>Resultat</b>	<b>Signifikans</b>
<i>Capron och Shen (2007)</i>	Undersöker vad som styr företag i valet mellan publika och privata företag, hur förvärv av privata bolag påverkar överavkastning, samt hur överavkastning påverkas av om de följer teorin om val mellan publika/privata bolag	Privata bolag förvärvas i högre grad om branscherna är desamma. Privata bolag skapar i högre grad överavkastning. Förvärv av privata bolag presterar bättre än publika om teorin följs, och vice versa.	Ja, på enprocentsnivån
<i>Chang (2002)</i>	Undersöker överavkastning vid förvärv av privata bolag.	Hittar samband mellan överavkastning och privata bolag, men enbart om betalningsmetod är aktier.	Ja, på enprocentsnivån
<i>Mantecon (2008)</i>	Försöker förklara varför avkastning av privata bolag resulterar i värdeskapande.	Visar att sambandet mellan avkastning vid förvärv av privata bolag har ett samband med agentproblem och informationsasymmetri.	Ja, på enprocentsnivån

Tabell 15 Sammanställning av tidigare forskning variabel SAMMA BRANSCH

<b>Strategiska och finansiella köp</b>			
<b>Författare</b>	<b>Beskrivning</b>	<b>Resultat</b>	<b>Statistiskt signifikant</b>
<i>Healy, Palepu och Ruback (1997)</i>	Undersöker om strategiska och finansiella köp resulterar i värdeskapande.	Strategiska köp skapar värde, finansiella köp förstör i bästa fall inte värde.	Ja, på femprocentsnivån
<i>Morck, Shleifer och Vishny (1990)</i>	Försöker förklara överavkastning vid M&As till följd av managementfaktorer	Diversifierande köp, köp av tillväxtföretag och köp där företagsledningen tidigare presterat dåligt leder till underavkastning.	Ja, på tioprocentnivån

Tabell 16 Sammanställning av tidigare forskning variabel *BETALNINGSMETOD*

<b>Betalningsmetod</b>			
<b>Författare</b>	<b>Beskrivning</b>	<b>Resultat</b>	<b>Signifikant</b>
<i>Oler (2005)</i>	Undersöker huruvida företag med stora kontant reserver skapar värde via M&As eller inte.	Företag med mycket kontanter tenderar att förstöra värde via M&As	Ja 10 % nivå
<i>Travlos (1987)</i>	Undersöker hur betalningsmetod påverkar avkastning vid annonsering i samband med M&As	Visar att betalning med aktier leder till negativ avkastning på grund av signalvärdet, normal avkastning vid kontantbetalning	Ja
<i>Yook (2003)</i>	Undersöker hur betalningsmetod påverkar uppköpande företags aktie i förhållande till förändring i kreditrating	Dra slutsats kring att betalningsmetod har en positiv signaleringseffekt och skapar därmed värde.	Ja, 5 % nivå
<i>Huagang och Walking (1987)</i>	Undersöker vilka faktorer relaterat till informationsasymteri som har störst påverkan på avkastningen.	Resultatet visar att kontanter har en positiv påverkan på avkastning	Ja, 1 % nivå.
<i>Loughran och Vijh (1997)</i>	Studerar om M&As genererar överavkastning för köparen, med kategorisering utifrån betalningsmetod.	Drar slutsatsen att M&As skapar värde för köparen om betalning sker kontant, utifrån teorin att aktieköp signalerar att ledningen finner aktien övervärderad.	Ja

Tabell 17 Sammanställning av tidigare forskning variabel *RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK*

<b>Relativ storlek</b>			
<b>Författare</b>	<b>Beskrivning</b>	<b>Resultat</b>	<b>Signifikant</b>
<i>Arik och Kutan (2015)</i>	Undersöker om M&As skapar värde.	M&As skapar statistiskt signifikant värde. Relativ storlek är har en liten statistiskt signifikant positiv påverkan.	Ja, på femprocentnivån
<i>Asquith, Bruner och Mullins (1983)</i>	Undersöker vad som skapar värde vid M&A transaktioner	M&As skapar värde, relativ storlek har en positiv påverkan.	Ja
<i>Travlos (1987)</i>	Undersöker hur betalningsmetod påverkar avkastning vid annonsering i samband med M&As	Visar att det har ett negativt samband mellan relativ size i samband med annonsering. Dock ej signifikant	Nej

Tabell 18 Sammanställning av tidigare forskning gällande kulturella skillnader

### Kulturella skillnader

Författare	Beskrivning	Resultat	Signifikans
Chakrabarti, Gupta-Mukherjee S. Och Jayarman N (2008)	Att undersöka om värdeskapandet skiljer sig mellan utländska och inhemska M&As och hur kulturella skillnader påverkar. Studien tar avstamp i transaktioner över hela världen med avgränsning på att transaktionerna ska avse 100 miljoner dollar eller mer.	Studien kommer fram till att kulturella skillnader har en positiv påverkan med hjälp av Hofstedes mått. Deras resultat visar att större nationella kulturella skillnader skapar högre värde vid M&As	Ja, på enprocentsnivån

Tabell 19 Sammanställning av tidigare forskning gällande juridiska skillnader

### Juridiska skillnader

Författare	Beskrivning	Resultat	Signifikans
Martynova och Renneboog (2008)	Undersöker om skillnader i juridiska aspekter som påverkar bolagsstyrningsstandarder länder emellan påverkar överavkastning vid M&As.	Synergier vid M&As är delvis hänförliga till skillnader i bolagsstyrning mellan länder. Samt investerar skydd	Ja, på en- och femprocentsnivån

Tabell 20 Sammanställning av tidigare forskning på svenska marknaden

Studie	Aktör	Transaktionstyp	Påverkan för aktieägare	Statistisk signifikant
Bergström et al. (1989, citerade av Jonsson, 1995))	Köpande företaget	Nationell	Värdeskapande	Ja
	Målföretaget	Nationell	Värdeskapande	Ja
Modén (1993, citerad av Jonsson, 1995)	Köpande företaget	Nationell	Värdeskapande	Nej
	Målföretaget	Nationell	Värdeskapande	Nej
Jonsson (1995)	Köpande företaget	Nationell	Värdeskapande	Nej
		Internationell*	Värdeskapande	Ja
		Internationell**	Värdeförstörande	Nej

\*urvalet innefattar enbart svenska verkstadsföretag involverade i horisontella uppköp på den amerikanska marknaden.

\*\*urvalet innefattar enbart uppköp på den europeiska marknaden.



## Appendix C Redovisning av Regressionstester

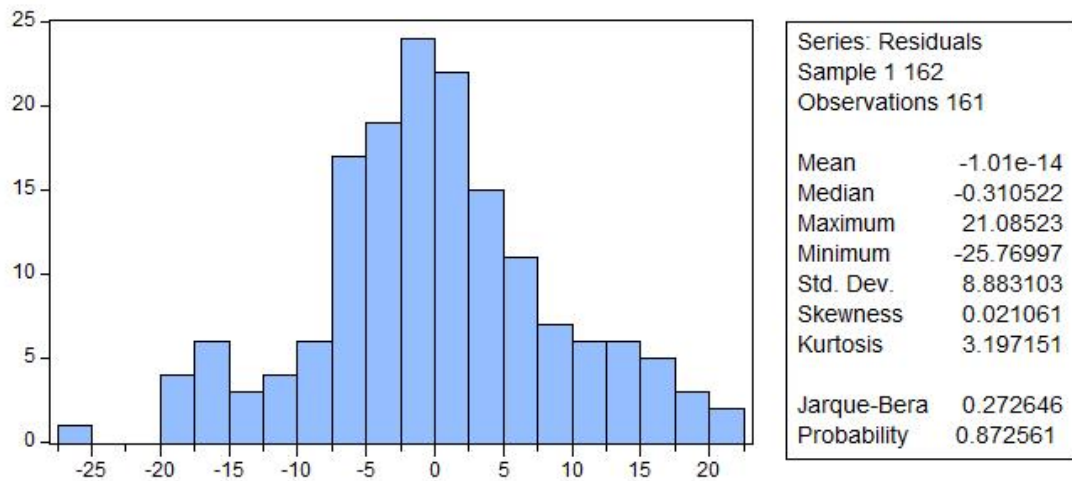
Tabell 21 Korrelationsmatrix Hofstede

	<i>Maskulinitet</i>	<i>Individualism</i>	<i>Eftergivenhet</i>	<i>Maktfördelning</i>	<i>Långsiktig orientation</i>	<i>Undvikande av risk</i>
<i>Maskulinitet</i>	1	0.55282	-0.508945	0.415929	-0.11473	0.513604
<i>Individualism</i>	0.55282	1	0.211128	0.068924	-0.372168	-0.183044
<i>Eftergivenhet</i>	-0.508945	0.211128	1	-0.532104	-0.150737	-0.873554
<i>Maktfördelning</i>	0.415929	0.068924	-0.532104	1	0.135949	0.770481
<i>Långsiktig orientation</i>	-0.11473	-0.372168	-0.150737	0.135949	1	0.152642
<i>Undvikande av risk</i>	0.513604	-0.183044	-0.873554	0.770481	0.152642	1

Tabell 22 VIF-test

### VARIANCE INFLATION FACTORS

DATE: 01/09/19 TIME: 14:57			
SAMPLE: 1 162			
INCLUDED OBSERVATIONS: 161			
VARIABLE	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
<b>C</b>	3957.427	7519.27	NA
<b>HOFSTEDE</b>	0.045057	211.7398	3.979018
<b>SAMMA BRANSCH</b>	2.421537	2.829197	1.089505
<b>BETALNINGSMETOD</b>	3.001894	3.826097	1.259523
<b>PRIVATA</b>	6.332462	10.83621	1.076891
<b>RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK</b>	18.71944	1.838866	1.075879
<b>FINANSKRIS</b>	44.55027	1.051519	1.038457
<b>RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET</b>	3.268148	568.5986	3.157369
<b>RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT</b>	6.413669	1162.474	3.046443
<b>EXPROPRIATIONSRIK</b>	3.364839	614.9757	1.971786
<b>KORRUPTIONSGRAD</b>	17.82024	3018.891	2.086732
<b>RÄTTSSÄKERHET</b>	19.00408	3344.203	1.914416



Figur 1 Jarque-Beratest

Tabell 23 Whitetest

Heteroskedasticity Test: White				
Null hypothesis: Homoskedasticity				
F-statistic	1.33232	Prob. F(53,107)	0.1059	
Obs*R-squared	64.0082	Prob. Chi-Square(53)	0.143	
Scaled explained SS	60.22632	Prob. Chi-Square(53)	0.2307	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 01/09/19 Time: 14:59				
Sample: 1 162				
Included observations: 161				
Collinear test regressors dropped from specification				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	265284.5	226978.1	1.168767	0.2451
EFF_JUR_SYS_W4^2	-1470.561	898.3264	-1.637001	0.1046
EFF_JUR_SYS_W4*RISK_CONTRACT_W4	11473.25	5012.325	2.289008	0.024
EFF_JUR_SYS_W4*RISK_EXPROPRIATION_W4	-5678.525	4462.224	-1.272577	0.2059

EFF_JUR_SYS_W4*HOFSTEDER_AVG_W4	-234.8213	107.1769	-2.19097	0.0306
EFF_JUR_SYS_W4*SAMMA_BRANSCH_	-20.45742	100.5098	-0.203537	0.8391
EFF_JUR_SYS_W4*PAYMENTMETHOD	144.9937	124.0716	1.168629	0.2452
EFF_JUR_SYS_W4*PRIVAT_	757.9464	450.0585	1.684106	0.0951
EFF_JUR_SYS_W4*REL_DEAL_SIZE_W4	-325.2029	319.8278	-1.016806	0.3115
EFF_JUR_SYS_W4*_2008_2009	-458.7557	622.3315	-0.737156	0.4626
EFF_JUR_SYS_W4*CORR_W4	-620.5876	245.3312	-2.52959	0.0129
EFF_JUR_SYS_W4*RULEOFLAW_W4	3872.248	1753.562	2.208219	0.0294
EFF_JUR_SYS_W4	-43265.81	20844.61	-2.075635	0.0403
RISK_CONTRACT_W4^2	-2515.288	1916.609	-1.312364	0.1922
RISK_CONTRACT_W4*RISK_EXPROPRIATION_W4	2434.42	3733.494	0.652049	0.5158
RISK_CONTRACT_W4*HOFSTEDER_AVG_W4	435.97	224.338	1.943362	0.0546
RISK_CONTRACT_W4*SAMMA_BRANSCH_	19.53825	171.9261	0.113643	0.9097
RISK_CONTRACT_W4*PAYMENTMETHOD	297.5441	195.2388	1.524001	0.1305
RISK_CONTRACT_W4*PRIVAT_	-520.4076	330.9724	-1.572359	0.1188
RISK_CONTRACT_W4*REL_DEAL_SIZE_W4	-1283.191	619.4961	-2.071346	0.0407
RISK_CONTRACT_W4*_2008_2009	478.7996	657.3254	0.728406	0.468
RISK_CONTRACT_W4*CORR_W4	1667.215	932.4942	1.787909	0.0766
RISK_CONTRACT_W4*RULEOFLAW_W4	-10950.36	6873.466	-1.593136	0.1141
RISK_CONTRACT_W4	-16575.69	50669.68	-0.327132	0.7442
RISK_EXPROPRIATION_W4^2	-980.1581	2358.29	-0.415622	0.6785
RISK_EXPROPRIATION_W4*HOFSTEDER_AVG_W4	-100.258	220.7454	-0.454179	0.6506
RISK_EXPROPRIATION_W4*SAMMA_BRANSCH_	-79.33169	239.8728	-0.330724	0.7415
RISK_EXPROPRIATION_W4*PAYMENTMETHOD	426.7932	239.9717	1.778515	0.0782
RISK_EXPROPRIATION_W4*PRIVAT_	-467.8652	274.5279	-1.704254	0.0912
RISK_EXPROPRIATION_W4*REL_DEAL_SIZE_W4	122.2899	400.9712	0.304984	0.761
RISK_EXPROPRIATION_W4*CORR_W4	-1158.556	804.7111	-1.439717	0.1529
RISK_EXPROPRIATION_W4*RULEOFLAW_W4	6985.557	5278.519	1.323393	0.1885
HOFSTEDER_AVG_W4^2	-8.541969	3.456775	-2.47108	0.015
HOFSTEDER_AVG_W4*SAMMA_BRANSCH_	-4.201587	27.60742	-0.152191	0.8793
HOFSTEDER_AVG_W4*PAYMENTMETHOD	49.16409	32.3372	1.520357	0.1314
HOFSTEDER_AVG_W4*PRIVAT_	9.168556	14.79911	0.619534	0.5369
HOFSTEDER_AVG_W4*REL_DEAL_SIZE_W4	-41.13456	26.87432	-1.530627	0.1288
SAMMA_BRANSCH_^2	2598.617	8269.353	0.314247	0.7539
SAMMA_BRANSCH_*PAYMENTMETHOD	-107.3245	54.73417	-1.960831	0.0525
SAMMA_BRANSCH_*PRIVAT_	-8.799367	77.68785	-0.113266	0.91
SAMMA_BRANSCH_*REL_DEAL_SIZE_W4	-37.1626	157.1144	-0.236532	0.8135
SAMMA_BRANSCH_*CORR_W4	-108.1072	294.3591	-0.367263	0.7141
SAMMA_BRANSCH_*RULEOFLAW_W4	-50.6568	142.9798	-0.354293	0.7238
PAYMENTMETHOD^2	-19201	9599.21	-2.000269	0.048
PAYMENTMETHOD*PRIVAT_	-42.61426	86.42207	-0.493095	0.623
PAYMENTMETHOD*REL_DEAL_SIZE_W4	72.81809	162.6972	0.447568	0.6554

PAYMENTMETHOD*CORR_W4	581.0286	338.8388	1.714764	0.0893
PAYMENTMETHOD*RULEOFLAW_W4	293.7472	182.1015	1.613096	0.1097
PRIVAT_*REL_DEAL_SIZE_W4	35.58469	206.9885	0.171916	0.8638
PRIVAT_*CORR_W4	151.5598	152.656	0.992819	0.323
REL_DEAL_SIZE_W4^2	148.7324	336.2853	0.442281	0.6592
REL_DEAL_SIZE_W4*CORR_W4	271.509	278.4593	0.97504	0.3317
REL_DEAL_SIZE_W4*RULEOFLAW_W4	-386.239	325.7785	-1.185588	0.2384
REL_DEAL_SIZE_W4	17295.46	9234.289	1.872961	0.0638
<b>R-squared</b>	0.397566	Mean dependent var		78.41939
<b>Adjusted R-squared</b>	0.099165	S.D. dependent var		116.6021
<b>S.E. of regression</b>	110.6698	Akaike info criterion		12.51321
<b>Sum squared resid</b>	1310515	Schwarz criterion		13.54673
<b>Log likelihood</b>	-953.3135	Hannan-Quinn criter.		12.93286
<b>F-statistic</b>	1.33232	Durbin-Watson stat		2.305781
<b>Prob(F-statistic)</b>	0.105933			

Tabell 24 Ramsey Reset-test

Ramsey RESET Test

Equation: REGRESSION		Omitted Variables: Squares of fitted values			
	Value	df	Probability		
<i>t</i> -statistic	0.24	148	0.81		
<i>F</i> -statistic	0.06	(1, 148)	0.81		
Likelihood ratio	0.06	1	0.8		
<i>F</i> -test summary:					
	Sum of Sq.	df	Mean Squares		
Test SSR	4.81	1	4.81		
Restricted SSR	12,625.52	149	84.74		
Unrestricted SSR	12,620.71	148	85.28		
<i>LR</i> test summary:					
	Value				
Restricted LogL	-579.6				
Unrestricted LogL	-579.57				
Unrestricted Test Equation:					
Dependent Variable: CAR_W_4	Method: Least Squares	Date: 01/09/19 Time: 14:59	Sample: 1 162	Included observations: 161	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	-27.31	63.86	-0.43	0.67	
HOFSTEDE	-0.1	0.22	-0.46	0.65	
SAMMA BRANSCH	-1.52	1.68	-0.91	0.37	
BETALNINGSMETOD	3.43	2.1	1.63	0.11	
PRIVATA	4.17	2.8	1.49	0.14	
RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK	6.99	5.46	1.28	0.2	
FINANSKRIS	-12.12	15.33	-0.79	0.43	
RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET	0.93	1.89	0.49	0.62	
RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT	1.33	4.28	0.31	0.76	
EXPROPRIATIONSRIK	2.2	4.44	0.5	0.62	
KORRUPTIONSGRAD	-1.12	1.89	-0.59	0.56	
RÄTTSSÄKERHET	-0.36	2.54	-0.14	0.89	
FITTED^2	-0.02	0.1	-0.24	0.81	
<i>R</i> -squared	0.08	Mean dependent var	2.1		
Adjusted <i>R</i> -squared	0.01	S.D. dependent var	9.26		
<i>S.E.</i> of regression	9.23	Akaike info criterion	7.36		
Sum squared resid	12,620.71	Schwarz criterion	7.61		
Log likelihood	-579.57	Hannan-Quinn criter.	7.46		
<i>F</i> -statistic	1.09	Durbin-Watson stat	2.2		

Tabell 25 Robustness-test

<i>Dependent Variable: CAR_W_4</i>				
<i>Method: Least Squares</i>				
<i>Date: 01/10/19 Time: 15:17</i>				
<i>Sample: 1 162 IF SAMMA_LAND=0</i>				
<i>Included observations: 91</i>				
<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
<i>C</i>	-37.91265	65.89401	-0.575358	0.5667
<i>HOFSTEDE</i>	-0.197179	0.224501	-0.878299	0.3824
<i>SAMMA BRANSCH</i>	-1.824842	2.027466	-0.900061	0.3708
<i>BETALNINGSMETOD</i>	5.466682	2.580124	2.118767	0.0373
<i>PRIVATA</i>	3.93945	3.693128	1.066697	0.2894
<i>RELATIV TRANSAKTIONSSTORLEK</i>	3.517565	5.983955	0.587833	0.5583
<i>FINANSKRIS</i>	-23.26415	9.112823	-2.552903	0.0126
<i>RÄTTSSYSTEMETS EFFEKTIVITET</i>	0.382123	1.856291	0.205853	0.8374
<i>RISK FÖR STATLIGA KONTRAKTSBROTT</i>	0.098111	4.695376	0.020895	0.9834
<i>EXPROPRIATIONSRIK</i>	6.47296	8.91096	0.726404	0.4697
<i>KORRUPTIONSGRAD</i>	-0.851553	1.741941	-0.488853	0.6263
<i>RÄTTSSÄKERHET</i>	-1.707411	3.231928	-0.528295	0.5988
<i>R-squared</i>	0.133275	Mean dependent var		2.639279
<i>Adjusted R-squared</i>	0.012592	S.D. dependent var		8.802674
<i>S.E. of regression</i>	8.747079	Akaike info criterion		7.297641
<i>Sum squared resid</i>	6044.4	Schwarz criterion		7.628744
<i>Log likelihood</i>	-320.0427	Hannan-Quinn criter.		7.43122
<i>F-statistic</i>	1.104335	Durbin-Watson stat		1.918225
<i>Prob(F-statistic)</i>	0.369136			