



SCHOOL OF
ECONOMICS AND
MANAGEMENT

Företagsekonomiska institutionen

FEKH89

Examensarbete i finansiering på kandidatnivå

Vårterminen 2020

Landsspecifika påverkansfaktorer på budpremien vid gränsöverskridande förvärv

En studie av europeiska förvärvare mellan 2003-2007

Författare:

Per Almgren 971218-3293

Linda Engström 971023-7984

Emma Lundblad 981101-7285

Handledare:

Anamaria Cociorva

SAMMANFATTNING

Titel: *Landsspecifika påverkansfaktorer på budpremien vid gränsöverskridande förvärv - En studie av europeiska förvärvare mellan 2003-2007*

Seminariedatum: 2020-06-04

Kurs: FEKH89

Författare: Per Almgren, Linda Engström och Emma Lundblad

Handledare: Anamaria Cociorva

Nyckelord: Gränsöverskridande förvärv; Budpremie; Multipel regression; Institutionell distans

Syfte: Syftet med uppsatsen är att undersöka teoretiskt motiverade variabler för att förklara vilka landsspecifika faktorer som påverkar budpremiens storlek vid gränsöverskridande företagsförvärv, mätt i institutionell distans mellan länderna. Vidare ämnar uppsatsen att undersöka vilka av de utvalda landsspecifika variabler som har störst samband med budpremiens storlek.

Metod: En multipel regression används för att testa effekten av landsspecifika- och kontrollvariabler på budpremien vid gränsöverskridande förvärv. De underliggande antaganden för OLS testas och modellen justeras.

Teoretiskt ramverk: Studien utgår ifrån ett neoklassiskt, beteendeteoretiskt och institutionellt perspektiv på förvärv vilket kompletteras med en litteraturstudie över landsspecifika variablers påverkan på budpremien.

Empiri: Urvalet utgörs av 132 gränsöverskridande förvärv utförda av europeiska förvärvare under den sjätte förvärvsvågen (2003-2007) och datan är huvudsakligen hämtad från Zephyr. Empirin analyseras i en regressionsanalys.

Slutsats: Politisk distans i form av politisk stabilitet och frihet påverkar budpremiens storlek vid samtliga gränsöverskridande förvärv, samtidigt som även ekonomisk distans påverkar vid förvärv inom samma bransch och språklig distans vid branschöverskridande förvärv. Däremot kan inget samband mellan budpremiens storlek och kulturell distans i de gränsöverskridande förvärven göras gällande. Vidare dras slutsatsen att det är politisk distans i form av distans i politisk stabilitet och frihet som har störst påverkan på budpremien.

ABSTRACT

Title: *Country-Specific Determinants of the Acquisition Premium in Cross-Border Mergers and Acquisitions - A Study on European Acquirors between 2003-2007*

Seminar date: 2020-06-04

Course: FEKH89

Authors: Per Almgren, Linda Engström och Emma Lundblad

Advisor: Anamaria Cociorva

Key words: Cross-border mergers and acquisitions; Bid premium; Multiple regression; Institutional distance

Purpose: The purpose of the thesis is to examine theoretically derived variables to explain which country-specific factors affect the size of the bid premium in cross border mergers and acquisitions (CBM&A). Furthermore the thesis aims to examine which of the country-specific variables that possess the greatest power in explaining the size of the bid premium.

Methodology: A multiple regression is utilized to test the effects of country-specific and control variables on the bid premium. The underlying assumptions for OLS is tested and, if violated, adjusted.

Theoretical perspective: The thesis is based on a neoclassical, behavioral and institutional approach on mergers and acquisitions which is complemented with a literature study on country specific variables and their effect on the bid premium.

Empiric foundation: The sample contains 132 cross-border mergers and acquisitions conducted by european acquirors during the sixth merger wave (2003-2007). This data is mainly retrieved from Zephyr, and the empirical data is further analyzed in a regression analysis.

Conclusion: Political distance, measured as political stability and freedom, is found to affect the size of the bid premium in CBM&A. Furthermore, economical distance is affecting the size of the bid premium in intra-industry CBM&A, for inter-industry CBM&A linguistic distance is found to explain the size of the bid premium. In contrast, the study finds no support for cultural distance having a significant effect on the size of the bid premium. Political distance, measured as political stability and freedom, is proven to be the variable with the most substantial explanatory power with regards to the size of the bid premium.

Förord

Vi vill rikta ett särskilt tack till Anamaria Cociorva för ett starkt engagemang och värdefulla råd avseende gränsöverskridande förvärv men även inom ekonometriska överväganden vilket utgjort en central del av uppsatsen och orsakat huvudbry hos författarna.

Per Almgren

Linda Engström

Emma Lundblad

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. INLEDNING	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Syfte	11
1.4 Frågeställningar	12
1.5 Avgränsning	12
2. TEORETISK REFERENSRAM	14
2.1 Budpremien	14
2.2 Gränsöverskridande förvärv	14
2.3 Neoklassiskt perspektiv på förvärv	15
2.3.1 Den effektiva marknadshypotesen	15
2.3.2 Synergihypotesen	16
2.4 Beteendeteoretiskt perspektiv på förvärv	18
2.4.1 Agentteorin	18
2.4.2 Hybrishypotesen	19
2.4.3 Empire Building teorin	19
2.5 Institutionellt perspektiv på förvärv	20
2.5.1 The Eclectic Paradigm: OLI-framework	21
2.5.2 CAGE-framework	22
2.6 Teorisammanfattning	23
3. EMPIRISK REFERENSRAM OCH HYPOTESFORMULERINGAR	24
3.1 Litteraturstudie över budpremiens landsspecifika variabler	24
3.1.1 Nationell kulturell distans	24
3.1.2 Språklig distans	25
3.1.3 Politisk distans	26
3.1.4 Geografisk distans	28
3.1.5 Ekonomisk distans	29
3.1.6 Sammanfattning av litteraturstudien för landsspecifika variabler	31
3.2 Litteraturstudie för budpremiens kontrollvariabler	32
3.2.1 Bransch	32
3.2.2 Betalningsmetod	32
3.2.3 Målföretagets Market-to-book kvot	33
4. METOD	37
4.1 Datainsamling	37
4.2 Urval	38
4.3 Statistisk undersökningsmetodik	39
4.3.1 Multipel regression	39
4.3.2 Regressionsdiagnostik och korrigeringar	40

4.4	Hantering av den beroende variabeln	43
4.5	Hantering av de landsspecifika variabler	44
4.5.1	Nationell kulturell distans	44
4.5.3	Politisk distans	46
4.5.4	Geografisk distans	48
4.6	Landsspecifika variabler: Vodafone och Mannesmann förvärvet	49
4.7	Sammanfattning av landsspecifika variabler	52
4.8	Hantering av kontrollvariabler	52
4.8.1	Branschtillhörighet	52
4.8.2	Betalningsmetod	53
4.8.3	Målföretagets Market-to-book-kvot	53
4.8.4	Målföretagets storlek	54
4.9	Metoddiskussion	54
4.9.1	Reliabilitet	55
4.9.2	Validitet	56
4.9.3	Bortfallsanalys	58
5.	RESULTAT	60
5.1	Beskrivande statistik	60
5.2	Studiens modeller	64
6.	ANALYS	66
6.1	Förklaringsgrad av budpremien	66
6.2	Landsspecifika variabler	69
6.3	Kontrollvariabler	76
7.	SLUTSATS OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	81
7.1	Slutsats	81
7.2	Förslag till vidare forskning	84
	KÄLLFÖRTECKNING	85
	Bilaga 1	95
	Bilaga 2	99
	Bilaga 3	100
	Bilaga 4	101
	Bilaga 5	102

1. INLEDNING

Kommande kapitel förser en bakgrund till gränsöverskridande förvärv följt av en diskussion som motiverar valet av forskningsämne och dess avgränsning. Vidare formuleras det syfte och de frågeställningar som ligger till grund för undersökningen. Slutligen beskrivs uppsatsens fortsatta disponering.

1.1 Bakgrund

Den 13:e November 1999 meddelade brittiska Vodafone AirTouch, världens då största mobiltelefongrupp, ett uppköpserbjudande på den tyska telekommunikations- och ingenjörgruppen Mannesmann AG. Vodafones avsikt med budet var att förstärka sin marknadsposition i Europa. De prognostiserade kostnadsbesparingarna från att kombinera företagen skulle uppgå till 500 miljoner brittiska pund. (Kumar, 2019)

Vodafones erbjudande innebar att Mannesmanns aktiepris värderades till 240 EUR, vilket var en signifikant premie över marknadsvärdet på 143 EUR (18 november 1999). 19 november 1999 avvisade Mannesmann Vodafones erbjudande, efter vilket Vodafone började undersöka möjligheterna för ett fientligt uppköp. Till en början framstod det som att Vodafones förvärv skulle resultera i stora personalnedskärningar vilket ledde till att flera tyska politiker och fackföreningar gick ihop för att protestera mot det fientliga uppköpet, även den europeiska kommissionen lade sig i affären genom att ställa vissa krav för att ge sitt godkännande.

Efter tre månader, den 3:e Februari år 2000, accepterade Mannesmanns styrelse Vodafones erbjudande och det nya företaget gick under namnet Vodafone AirTouch. Tillsammans blev Vodafone och Mannesmann det fjärde största företaget i världen efter Microsoft, GE och Cisco, räknat i termer av marknadsvärde. Vodafone AirTouch största utmaning var att integrera Mannesmanns kultur och kompetens. Efter alla formaliteter var avslutade sägs det att Vodafone hade betalat 190 miljarder euro för Mannesmann vilket gör dealen till det dyraste fientliga uppköpet i världshistorien. Vodafone AirTouch betalade en exceptionellt hög budpremie för Mannesmann på 89,15% (Kumar, 2019).

I enlighet med Vodafone och Mannesmann exemplet, visar tidigare forskning på att budpremier vid gränsöverskridande förvärv i allmänhet är högre än inhemska förvärv. (Mateev & Andonov, 2018; Rossi & Volpin, 2004; Swenson, 1993) Exempelvis finner Harris och Ravenscraft (1991) att den genomsnittliga budpremien var 46,4 % för gränsöverskridande förvärv jämfört med 41,9 % för inhemska förvärv, genom att undersöka amerikanska inhemska och gränsöverskridande förvärv under tidsperioden 1976-1989.

Frågan är om Vodafones höga budpremie för Mannesmann var rimlig i relation till avkastningen efter förvärvet. Antoniou, Arbour och Zhao (2007) hävdar att höga budpremier kan förklaras av framtida synergier och att dessa påverkar förvärvarens långsiktiga avkastning. Vodafones avkastning blev positiv fyra år efter förvärvet, vilket i enlighet med resonemanget ovan kan bero på uppnådda synergier (Kumar, 2019). Vodafone och Mannesmann fusionen illustrerar hur budpremien kan förklaras av framtida synergier vid gränsöverskridande förvärv. Eftersom den långsiktiga avkastningen inte kan mätas direkt, blir det intressant att undersöka vilka landsspecifika variabler som kan förklara förekomsten av så höga budpremier vid gränsöverskridande förvärv. Vidare finns det bristande forskning kring landsspecifika variabelers påverkan på budpremiens storlek vid gränsöverskridande förvärv, trots att dessa visar sig överstiga inhemska.

1.2 Problemdiskussion

Det är välkänt att gränsöverskridande förvärv upplever en signifikant lägre onormal avkastning jämfört med inhemska förvärv, både på kort sikt och lång sikt. (Carnes, Black & Jandik, 2001; Aw & Chatterjee, 2004; Moeller & Schlingemann, 2005) Att gränsöverskridande förvärv är värdeförstörande och genererar negativ onormal avkastning kan bland annat bero på att förvärvaren betalar en för hög budpremie för målföretaget. Díaz Díaz, Azofra och Gutiérrez (2013) finner ett samband mellan onormal avkastning och budpremien, där en låg premie är ett tecken på framtida synergier vilket leder till positiv onormal avkastning och en hög premie, kring 40%, leder till en negativ onormal avkastning vilket indikerar på att förvärvaren har betalat ett för högt pris för målföretaget. Författarna menar att förvärvare måste betala rimliga budpremier för målföretagen för att säkerställa

värdeskapande sammanslagningar och förvärv. Budpremier är ett väldiskuterat ämne i den akademiska världen. Då tidigare forskning visar att gränsöverskridande förvärv är associerade med höga budpremier och att majoriteten av dessa förvärv är värdeförstörande är det intressant att analysera vilka faktorer som ligger bakom de höga premierna. Weitzel och Berns (2006) menar att flertalet landsspecifika institutionella variabler kan ha en påverkan på budpremien, såsom mållandets korruption, politiska stabilitet, regeringseffektivitet, ekonomiska status, legala system, officiella språk och kulturell distans mellan länderna. Aybar och Ficici (2009) hävdar att institutionell distans mellan utvecklade- och utvecklingsländer i samband med gränsöverskridande förvärv kan leda till att förvärvare från utvecklingsländer inte har tillräckligt med kännedom om institutionerna i mållandet, vilket leder till en ökad sannolikhet att betala höga budpremier. Baserat på tidigare forskning är det av intresse att undersöka hur olika landsspecifika variabler kopplade till ländernas institutioner påverkar budpremien.

Flertalet empiriska studier inom FDI (foreign direct investment) och gränsöverskridande förvärv har fokuserat på hur olika landsspecifika variabler påverkar förvärvarens onormala avkastning på kort och lång sikt, däribland kulturella- ekonomiska-, politiska- och geografiska skillnader. (Chun, Qian, Qi & Qi, 2017; Yang & Zhang, 2015; Chari, Ouimet & Tesar, 2010; Uysal, Kedia & Panchapagesan, 2008) Däremot finns det brist på tidigare forskning om hur olika landsspecifika variabler påverkar storleken på budpremien för målföretaget vid gränsöverskridande förvärv. Ett fåtal tidigare studier om budpremien har endast studerat enstaka landsspecifika variablers påverkan på budpremien, detta gäller framför allt politiska skillnader såsom korruption, politisk stabilitet, lagar och aktieägar skydd. (Weitzel & Berns, 2006; Glamboosky, Gleason & Murdock, 2015; Rossi & Volpin, 2004) Inga tidigare studier har undersökt hur ett flertal olika landsspecifika variabler påverkar budpremiens storlek i en och samma studie.

Vidare finns det begränsad forskning vad gäller sambandet mellan budpremien och olika landsspecifika variabler under sjätte förvärvsvågen (2003-2007). Sjätte vågen kännetecknas av strategiska sammanslagningar och förvärv och karakteriseras av faktorer som globalisering, uppmaningar av ländernas regeringar i Europa att skapa starka nationella och globala företag, ökat ledningsstyrt uppköp samt aktieägaraktivitet (Lipton, 2006). I och med

att globala strategiska förvärv dominerade under sjätte förvärvsvågen är det intressant att analysera budpremien vid gränsöverskridande förvärv under perioden. Slutligen har tidigare forskning om gränsöverskridande förvärv fokuserat främst på den amerikanska marknaden, där antingen förvärvaren eller målföretaget är från USA. Då europeiska företag, på uppmaning av sina nationella regeringar, expanderade globalt under den sjätte förvärvsvågen anses europeiska förvärvares investeringsbeslut vara av intresse att studera i samband med budpremien vid gränsöverskridande förvärv. Att endast undersöka förvärvare baserade i Europa med målföretag baserade i samtliga världsdelar leder även till att det finns en större variation i de landsspecifika variabler.

Denna studie ger flertalet bidrag till den befintliga litteraturen genom att fylla ovannämnda gap. För det första undersöker studien flertalet landsspecifika variablers påverkan på budpremiens storlek i en och samma studie, snarare än den hos endast ett fåtal variabler. Studien skiljer sig från tidigare studier då den undersöker effekten av institutionell distans mellan länderna på budpremien. För det andra undersöker studien gränsöverskridande förvärv under den sjätte förvärvsvågen (2003-2007), då globala strategiska förvärv dominerade, en period för vilken tidigare forskning i stor utsträckning saknas. För det tredje fokuserar studien på den europeiska marknaden genom att studera endast förvärvare från Europa, snarare än den amerikanska marknaden. Studien ger därmed ett djupare och bredare perspektiv på budpremiens landsspecifika variabler vid gränsöverskridande förvärv jämfört med tidigare studier. Med tanke på undersökningens unika karaktär är studien väl positionerad för att bidra ytterligare till de teoretiska och empiriska slutsatser som hittills har presenterats i litteraturen. Således genererar studien relevanta och nytvecklade bidrag till förvärvare om landsspecifika påverkansfaktorer vid beslut om budpremien i gränsöverskridande förvärv.

1.3 Syfte

Syftet med uppsatsen är att undersöka teoretiskt motiverade variabler för att förklara vilka landsspecifika faktorer som påverkar budpremiens storlek vid gränsöverskridande företagsförvärv, mätt i institutionell distans mellan länderna. Vidare ämnar uppsatsen undersöka vilka av de utvalda förklaringsvariabler som har störst samband med budpremiens storlek.

1.4 Frågeställningar

1. Hur påverkar kulturell, politisk, geografisk och ekonomisk distans budpremiens storlek vid gränsöverskridande förvärv?
2. Vilken landsspecifik variabel har störst påverkan på budpremiens storlek?

1.5 Avgränsning

Studien är utförd med vissa avgränsningar. Tidsperioden som undersöks är den sjätte förvärvsvågen som ägde rum från 01/01/2003 till 31/12/2007, förvärven i urvalet måste vara avslutade med tillkännagivande under perioden. Den sjätte förvärvsvågen anses vara en relevant tidsperiod för denna studie då gränsöverskridande ökade markant under perioden i och med globaliseringen. Enligt Lipton (2006) slutar varje M&A våg med någon form av finansiell kris med efterföljande lågkonjunktur. Den femte förvärvsvågen slutade år 2000 med IT-bubblan och den sjätte förvärvsvågen slutade med finanskrisen år 2008. För att undvika finansiella kriser som kan innebära störningar i den finansiella datan, vilket kan snedvrída resultatet, har tidsperioden mellan dessa två kriser valts. Det förvärvande företaget måste vara från ett europeiskt land. Anledningen är att Europa började att fokusera på att bygga upp starka globala företag och var aktivt i gränsöverskridande förvärv, under den valda tidsperioden. När förvärvaren är baserad i Europa kan en jämförelse göras mellan länder inom Europa som är lika varandra gällande institutionella dimensioner med länder utanför Europa där den institutionella distansen kan anses vara större. För att få en stor variation i de landsspecifika variablerna avgränsas därmed inte målföretagens hemvister.

Undersökningen fokuserar på kontrollpremiern, den premie som förvärvaren är villig att betala för att erhålla kontroll över målföretaget. Detta medför att förvärvaren måste inneha mindre än 50% av målföretaget före förvärvet och över 50% efter förvärvet. Vidare exkluderar studien förvärv där antingen förvärvaren eller målföretaget tillhör finansbranschen eller den allmännyttiga sektorn då dessa branscher regleras hårdare än andra branscher. Slutligen beaktar undersökningen endast förvärv av publika företag då det inte finns lika hög grad av finansiell information om privata företag.

1.6 Disposition

Studiens resterande upplägg är disponerad enligt följande. Kapitel 2 presenterar studiens teoretiska referensram. Kapitel 3 redogör för tidigare forskning som ligger till grund för hypotesformuleringarna. Kapitel 4 presenteras studiens urvalskriterier, metod för datainsamling, testningsmetoder, hantering av variabler och metoddiskussion. Kapitel 5 redogör för och tolkar studiens resultat. Kapitel 6 omfattar en analys av studiens resultat, vilket baseras på en jämförelse med studiens teoretiska referensram, studiens syfte och frågeställning som utgångspunkt. Kapitel 7 presenterar studiens slutsats och diskussion samt förslag till vidare forskning.

2. TEORETISK REFERENSRAM

I följande kapitel presenteras budpremien, gränsöverskridande förvärv och dess teoretiska kontext, vilket består av tre delar: ett neoklassisk perspektiv, ett beteendevetenskapligt perspektiv och ett institutionellt perspektiv. Till sist presenteras tidigare forskning som ligger till grund för en hypotesformulering.

2.1 Budpremien

Vid ett företagsförvärv vill förvärvaren betala så lite som möjligt för målföretaget och minimera kostnaderna för förvärvet eftersom denna strategi leder till ett högre nettonuvärde (Haunschild, 1994). Samtidigt är det viktigt att förvärvaren lyckas övertyga målföretagets aktieägare att sälja sina aktier för att förvärvet ska gå igenom. Aktieägarna kommer endast gå med på förvärvet om förvärvspriset överstiger det förväntade värdet på målföretaget om transaktionen inte sker. (Schwert, 1996) En budpremie innebär att förvärvaren är villig att betala ett högre pris än målföretagets marknadsvärde. Detta gäller framförallt den så kallade kontrollpremien, vilket är det belopp utöver aktiernas marknadsvärde som förvärvaren är villig att betala för att erhålla kontroll över målföretaget. (Gugler, Mueller, Weichselbaumer & Yurtoglu, 2010) Fortsättningsvis kommer budpremien att användas synonymt med kontrollpremien.

2.2 Gränsöverskridande förvärv

Enligt UNCTAD (2000) utgjorde värdet av gränsöverskridande förvärv över 80% av globala utländska direktinvesteringar, eller, foreign direct investment (FDI) år 1999. Det finns flertalet motiv till varför företag genomför gränsöverskridande förvärv, bland annat:

- för att bygga upp en stark marknadsposition på en ny global marknad,
- för att öka företagets storlek eller sprida risker,
- för att realisera synergier genom att kombinera företag. (UNCTAD, 2000)

Tillväxten av globala FDI har drivits av gränsöverskridande förvärv sedan i slutet av 1900-talet. Under år 2004 ökade värdet av gränsöverskridande förvärv med 88 % och antalet affärer med 20%. Den höga tillväxten reflekteras av strategiska beslut av företag, där det

främsta motivet är att internationalisera sig och få global närvaro genom att etablera sig över nationella gränser. (UNCTAD, 2006)

2.3 Neoklassiskt perspektiv på förvärv

Neoklassisk teori utgår ifrån att investerare är rationella och agerar på ett värdemaximerande sätt. I den neoklassiska teorin betraktas företag som homogena beslutstagande enheter vilka strävar efter att uppnå långsiktig lönsamhet. (Gugler *et al.*, 2010) Den femte förvärvsvågen (1993-2003) karaktäriseras av övervärderingar vilket innebar massiva överbetalningar. Under den sjätte förvärvsvågen (2003-2007) drogs flera viktiga lärdomar från föregående förvärvsvåg och resulterade i förbättringar av förvärvsbeslut och lägre budpremier. Motiven för förvärv under den sjätte förvärvsvågen är därför mer i linje med neoklassiska teorier, snarare än beteendeteoretiska teorier, varför bland annat hybris- och empire building-motiv var mindre förekommande. (Alexandridis, Mavrovitis, & Travlos, 2011) Följande avsnitt beskriver ett neoklassiskt perspektiv på förvärv där företagens huvudsakliga uppgift är att maximera aktieägarvärdet.

2.3.1 Den effektiva marknadshypotesen

För att beräkna budpremiens storlek krävs en värdering av företagets marknadsvärde rensat från eventuella uppköpsrykten som påverkar aktiens pris. Vid värdering av marknadsvärdet krävs ett antagande om graden av marknadseffektivitet då denna påverkar tidpunkten för inhämtandet av aktiepriset som används vid beräkning av budpremiern.

År 1970 presenterade Eugene F. Fama den effektiva marknadshypotesen som bygger på antagandet om en effektiv marknad. När marknaden är effektiv återspeglar tillgångarnas priser fullständigt all tillgänglig information, vilket innebär att marknaden reagerar omedelbart på ny information och aktiepriset justeras direkt till en ny jämvikt. Som ett resultat är aktiepriset en korrekt återspeglning av den framtida förväntade avkastningen.

Enligt Fama (1970) finns det tre grader av marknadseffektivitet: svag, halvstark och stark effektivitet. En svag marknadseffektivitet innebär att priset reflekterar all historisk information, således kan inte investerare förutse framtida prisförändringar. En halvstark

effektivitet bygger på att priset reflekterar historisk information samt tillgänglig offentlig information, därmed kommer priset justeras omedelbart av ny offentlig information. En stark effektivitet karaktäriseras av att priset reflekterar all historisk, offentlig och privat information, vilket innebär att samtliga investerare har tillgång till insiderinformation.

För att marknaden ska vara effektiv krävs det att följande tre villkor är uppfyllda:

- Det finns inga transaktionskostnader vid handel av värdepapper.
- All tillgänglig information är kostnadsfritt tillgänglig för alla marknadsaktörer.
- Alla marknadsaktörer är överens om att tillgänglig information reflekterar tillgångarnas priser. (Fama, 1970)

2.3.2 Synergihypotesen

Chatterjee (1986) hävdar att förvärv är värdeskapande när det sammanslagna företaget lyckas realisera potentiella synergier som uppstår som ett resultat av affären. Det pris förvärvare betalar för målföretaget är kopplat till de synergier som det kombinerade företaget förväntas realisera. Chatterjee delar in synergier i tre kategorier:

1. *Finansiella synergier* vilket resulterar i minskade kapitalkostnader.
2. *Operationella synergier* som genererar effektivare produktion och administration, vilket leder till skal- och stordriftsfördelar.
3. *Överenskomna synergier* som leder till bättre marknadsposition.

Chatterjee (1986) menar att fusioner av konglomerat kopplas till finansiella synergier, vertikala fusioner kopplas till operationella synergier och horisontella fusioner kopplas till överenskomna synergier.

Gaughan (2011) hävdar att lyckade förvärv uppstår när sammanslagningen av två företag kommer att innebära positiva effekter vilket gör att det totala värdet för företagen tillsammans överstiger det totala värdet för företagen separat. Gaughan refererar till metaforen; "två plus två blir lika med fem" och menar då att förvärvet genererat synergieffekter. Det är synergierna som resulterar i att de kombinerade företagen förväntas ge ett positivt nettoförvärvsvärde. Algebraiskt kan ett förvärv beskrivas som:

$$NFV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + K) \quad (1)$$

där:

NFV = nettoförförvärvsvärdet

V_{AB} = det kombinerade värdet av de två företagen

V_A = värdet av företag A

V_B = värdet av företag B

P = premien

K = kostnaderna av transaktionsprocessen

Uttrycket innanför hakparentesen beskriver synergieffekten. För att förvärvet ska vara värdeskapande måste synergieffekterna överstiga summan av budpremierna och transaktionskostnaderna, om så inte är fallet innebär det att förvärvaren har betalat för mycket för målföretaget. (Gaughan, 2011)

Både Chatterjees (1986) och Gaughans (2011) resonemang grundar sig i synergihypotesen enligt vilken budpremierna för målföretaget beror på de synergier förvärvet förväntas innebära. Ju större förväntade synergier, desto större budpremie är förvärvaren villig att betala (Bradley, Desai & Kim, 1983). Därmed kan budpremierna ses som en indikation på de framtida synergieffekter förvärvet väntas skapa och i förlängningen, ökat aktieägarvärde. Enligt hypotesen existerar således ett positivt samband mellan budpremierna och förvärvarens onormala avkastning efter förvärvet (Slusky & Caves, 1991).

Eun, Kolodny och Scheraga (1996) testar synergihypotesen genom att analysera internationella förvärv av amerikanska företag under tidsperioden 1979-1990. Studien visar att gränsöverskridande förvärv genomförda av amerikanska företag generellt sett är synergi-skapande aktiviteter där förvärvaren betalar ett högt pris för målföretaget baserat på förväntade synergier snarare än ledningens egna motiv. Studien finner att det förvärvande företaget och målföretaget upplevde en signifikant positiv kombinerad onormal avkastning efter förvärvet, vilket ger stöd åt synergihypotesen.

Díaz Díaz, Azofra och Gutiérrez (2013) undersöker i deras studie om priset för målföretaget är relaterat till de förväntade synergier av förvärvet genom att analysera sambandet mellan budpremien och förvärvarens onormala avkastning vid förvärvstillfället. Ett urval av 147 fusioner och förvärv i Europa mellan åren 1995 till 2004 visar att om priset för förvärvet inte överstiger budpremien med mer än 39.69–40.03%, är budpremien ett tecken på framtida synergier och har därmed en positiv påverkan på förvärvarens avkastning, vilket också stödjer synergihypotesen.

2.4 Beteendeteoretiskt perspektiv på förvärv

Beteendeteorin utforskar hur intressekonflikter och irrationella beteenden kan resultera i att företag frångår sitt primära finansiella mål; värdemaximering (Luo, 2012). Följande avsnitt framställer ett beteendeteoretiskt perspektiv på förvärv med utgångspunkt i att människor fattar besluten i företag. Eftersom människorna bakom besluten kan ha egna motiv till sitt agerande påverkar det den mån företag kan betraktas vara värdemaximerande och rationella.

2.4.1 Agentteorin

Agentteorin har sin utgångspunkt i det beteendeteoretiska perspektivet. Jensen och Meckling (1976) definierar agent-förhållandet som ett kontrakt enligt vilket en eller flera personer (principalerna) agerar på anmodan av en annan (agenten) för att utföra en tjänst för deras räkning som innebär tilldelning av viss beslutsmyndighet till agenten. Om båda parter är nyttomaximerare finns det en risk att agenten inte kommer att agera i principalens bästa utan istället maximera sin egennyta. Jensen (1986) diskuterar principal-agent problematiken i samband med förvärvsbeslut. Agent-förhållandet utgörs av företagsledningen vilka agerar agenter åt aktieägarna, vilka kallas principaler. Relationen mellan parterna präglas av intressekonflikter där företagsledningen har starka incitament att genomföra värdeförstörande förvärv som ökar deras egennyta på bekostnad av aktieägarnas. Enligt free cash flow hypotesen ökar risken för dessa intressekonflikter mellan företagsledare och aktieägare när företaget har höga kassaflöden då detta innebär möjligheter för företagsledningen att använda sina kassaöverskott till att genomföra värdeförstörande förvärv. Att investeringarna förstör aktieägarvärde kan bero på att företagsledningen betalar en för hög budpremie för

målföretaget som kan förklaras av hybrishypotesen och empire building teorin, vilka vidareutvecklas nedan.

2.4.2 Hybrishypotesen

En anledning till varför det förvärvande företaget betalar ett för högt pris för målföretaget kan förklaras med hjälp av hybrishypotesen. Roll (1986) hävdar att överdriven optimism hos företagsledningen i utvärdering av potentiella synergier av förvärvet leder till att en för hög budpremie betalas för målföretaget. Vid ett företagsförvärv måste budgivarens värdering av målföretaget vara större eller lika med målföretagets marknadsvärde för att en affär ska äga rum. På grund av företagsledningens hybris överbjuder och överbetalar ofta budgivare för målföretaget och genomför förvärv som har låga chanser att skapa värde då de överskattar sin förmåga att skapa synergier.

Raj och Forsyth (2003) visar i sin studie hur företagsledares hybris i det förvärvande företaget leder till övervärdering av potentiella synergier och därmed ett överpris för målföretaget. Ett urval av förvärv under 1990-talet visade att förvärv som baseras på företagsledningens hybris ledde till signifikant större budpremier än förvärv som ej baseras på företagsledningens hybris, där den genomsnittliga budpremien för hybris-förvärv var 57% jämfört med 38% för övriga förvärv.

2.4.3 Empire Building teorin

En ytterligare anledning till att det förvärvande företaget betalar ett för högt pris för målföretaget kan bero på att företagsledningen genomför förvärv av fel anledningar. Enligt empire building teorin genomför företagsledningen förvärv i syfte att maximera sin egen nytta istället för aktieägarnas värde. (Trautwein, 1990) Black (1989) för liknande resonemang och menar att principal-agent konflikter kan vara en anledning till varför förvärvare betalar ett för högt pris för målföretaget. Företagsledningen har incitament att öka företagets storlek eller diversifiera, trots att det förstör aktieägarvärdet. Incitamentet bygger bland annat på att företagsledare i större företag associeras med större prestige och publicitet samt kompensation kopplad till försäljnings- och vinstillväxt. Därmed kan företagsledningen överinvestera genom att förvärva ett nytt företag till ett för högt pris i syfte att öka i storlek.

Morck, Shleifer och Vishny (1990) identifierar vilka förvärv som är dåliga investeringar för förvärvarens aktieägare och avgör om dessa förvärv är kopplade till företagsledningens vilja att köpa snabbt växande företag i syfte att öka storleken på det egna företaget vilket ger ledningen privata fördelar. Ett urval av 326 förvärv mellan åren 1975 och 1987 visar att förvärv av snabbt växande målföretag ger en negativ avkastning för förvärvarens aktieägare. De menar att resultatet indikerar på att företagsledare tenderar att betala ett för högt pris för målföretag med snabb tillväxt då de vill generera privata fördelar, även om dessa förvärv har ett negativt nuvärde.

2.5 Institutionellt perspektiv på förvärv

En av de första att presentera institutionell teori är North (1990). North definierar institutioner som mänskligt utformade begränsningar som strukturerar mänsklig interaktion. North (1990) gör en distinktion mellan länders formella institutioner (regler, lagar och konstitutioner) och informella institutioner (normer, konventioner och uppförandekoder). Baserat på Norths (1990) institutionella teori menar Dikova, Sahib och van Witteloostuijn (2010) att formell- och informell distans spelar en viktig roll i gränsöverskridande förvärv. Institutionell distans ökar svårigheten och osäkerheten kring gränsöverskridande förvärv då multinationella företag lättare kan anpassa sig till en institutionell miljö som liknar hemlandet, där den institutionella distansen är mindre. Informell institutionell distans såsom kulturella skillnader, kan utlösa konflikter mellan förvärvaren och målföretaget i förvärvsprocessen. Formell institutionell distans såsom skillnader i regelverk, kan leda till problem kring företagsbesiktningen, vilket kan försvåra värderingen av målföretaget. (Dikova, Sahib & van Witteloostuijn, 2010) Detta kan i sin tur bland annat leda till överbetalning för målföretaget (Arslan & Dikova, 2015). Således anses det vara viktigt att ta hänsyn till institutionella skillnader gällande budpremiens storlek vid gränsöverskridande förvärv.

Reis (2017) redogör för North (1990) institutionella teori och hävdar att multinationella företag som genomför gränsöverskridande förvärv upplever svårigheter med att förstå den internationella affärsmiljön när det råder institutionella skillnader mellan mållandet (målföretagets land) och förvärvslandet (förvärvarens land). Institutionell distans utgör en mängd institutionella skillnader mellan länderna vilka påverkar företag i gränsöverskridande förvärv. Reis (2017) hänvisar till CAGE-framework utvecklad av (Ghemawat, 2001) och

menar att institutionell distans kan beskrivas av kulturella, administrativa, geografiska och ekonomiska skillnader. Slutligen refererar Reis (2017) till OLI-framework presenterad av (Dunning, 1980; Dunning, 1993) och argumenterar att valet att genomföra gränsöverskridande förvärv påverkas av institutionella skillnader mellan länderna. (Reis, 2017) Dessa två teorier vidareutvecklas nedan.

2.5.1 The Eclectic Paradigm: OLI-framework

The eclectic paradigm eller OLI-framework utvecklat av (Dunning, 1980; Dunning, 1993) förklarar uppkomsten av multinationella företag och motiv till varför dessa företag genomför gränsöverskridande aktiviteter. OLI-framework har uppdaterats och omarbetats av Dunning och Lundan (2008) genom att inkludera en institutionell dimension till ramverket baserat på North (1990) institutionella teori. Enligt OLI-framework kan företag ha svårt att genomföra gränsöverskridande aktiviteter med varandra på grund av institutionell distans, vilket inkluderar formella och informella faktorer som kulturell-, politisk-, geografisk och ekonomisk distans. Dunning och Lundan (2008) menar att multinationella företags gränsöverskridande aktiviteter påverkas av tre faktorer: "O", "L" och "I".

"O" i OLI, *Ownership Advantages* eller *företagsspecifika fördelar*, innefattar ett företags institutionella infrastruktur. Ett företag består av både formella och informella institutioner. De formella institutionerna inkluderar företagets regler, förordningar och kommunikation medan de informella inkluderar företagets- och landets kultur såsom uppförandekoder och normer. Dessa kan påverka ledningens beslutsfattande samt attityder och beteenden hos företagets intressenter och bolagsstyrning.

"L" i OLI, *Location Specific Advantages* eller *platspecifika fördelar*, berör formella och informella institutioner på nationell nivå. De formella innefattar politiska faktorer som landets lagar och förordningar och de informella innefattar landets religion, sociala moral och traditioner. Vidare refererar Dunning och Lundan (2008) till ekonomiska och geografiska faktorer vad gäller de platspecifika fördelarna. Institutioner på nationell nivå skiljer sig avsevärt mellan utvecklade- och utvecklingsländer och påverkar multinationella företags benägenhet att genomföra gränsöverskridande aktiviteter i det specifika landet.

”I” i OLI, *Internalisation* eller *internalisering*, handlar om företagens val att internalisera sina företagsspecifika fördelar genom gränsöverskridande aktiviteter eller licensiera dessa till andra företag. Valet påverkas av mållandets institutionella kvalitet som beror på formella och informella relationsbaserade institutioner. De formella inkluderar kontrakt mellan- och inom företag medan de informella inkluderar förtroendebaserade relationer mellan- och inom företag. Om mållandets institutioner associeras med ökade kostnader, risker och osäkerhet minskar företagens benägenhet att genomföra förvärv och väljer därför att licensiera sina företagsspecifika fördelar. (Dunning och Lundan, 2008)

Baserat på OLI-framework utifrån ett institutionellt perspektiv finns ett samband mellan länders institutionella kvalitet och skillnaden i denna och företags benägenhet att bedriva gränsöverskridande aktiviteter. Formella och informella institutionella skillnader mellan företag och länder påverkar förvärvarens beslutsfattande vid gränsöverskridande aktiviteter, vilket motiverar en djupare granskning av dessa faktorer i samband med budpremien.

2.5.2 CAGE-framework

Ghemawat (2001) utvecklar en modell baserad på Norths (1990) institutionella teori och menar att flera kostnader och risker i gränsöverskridande förvärv är ett resultat av distans. Ghemawat delar in gränsöverskridande distans mellan två länder i fyra olika institutionella dimensioner vilka utgör CAGE-framework: kulturell, administrativ, geografisk och ekonomisk.

Kulturell distans inkluderar faktorer som skillnader i religiös tro, etnicitet, sociala normer och språk. Ett lands kulturella attributer påverkar hur människor interagerar med varandra och med företag eller institutioner. Exempelvis är handel mellan länder som har ett gemensamt språk tre gånger större än mellan länder utan ett gemensamt språk. Ghemawat (2001) menar även att graden av den språkliga distansens påverkan skiljer sig mellan industrier.

Administrativ eller *politisk distans* inkluderar faktorer som handelsöverenskommelser, gemensam valuta eller politisk union. Vidare gäller att om målföretagets institutionella infrastruktur är svag kan det dämpa den gränsöverskridande ekonomiska aktiviteten. Företag undviker ofta att göra affärer i länder som karaktäriseras av korruption eller sociala

konflikter. När ett lands institutionella infrastruktur är stark, till exempel om det har en väl fungerande rättssystem, är det mer attraktivt för utomstående.

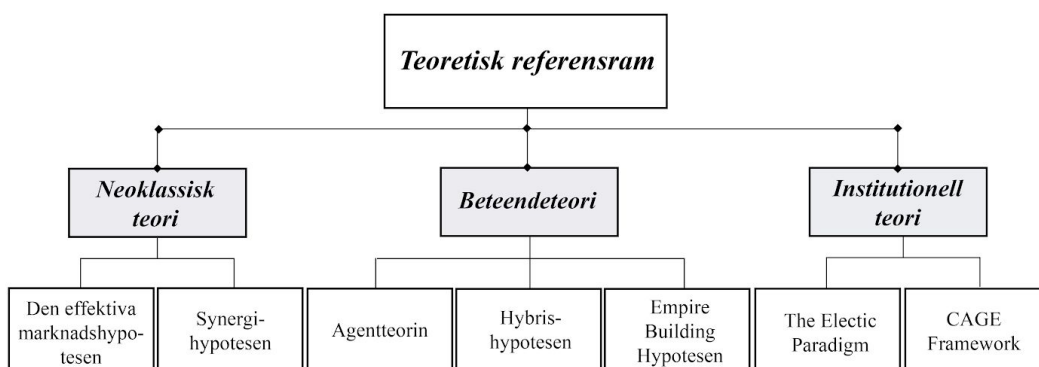
Geografisk distans handlar inte enbart om hur långt ifrån varandra två länder är. Andra attribut av betydelse är bland annat ländernas fysiska storlek, tillgång till vattenvägar, transport- och kommunikationslänkar samt topografi.

Ekonomisk distans inkluderar nationella ekonomiska skillnader såsom BNP eller växlingskurs. Den viktigaste ekonomiska faktorn som skapar distans mellan länder och har effekt på handelsvolymen mellan länderna är välfärd. Vidare utför rika länder ofta gränsöverskridande ekonomiska aktivitet med andra rika länder. Företag som fokuserar på erfarenhet, skala och standardisering bör vidare inrikta sig på länder med liknande ekonomiska profiler då dessa företag måste replikera sin redan existerande affärsmodell i det nya landet för att utnyttja konkurrensfördelarna.

Den formella institutionella distansen (politisk och ekonomisk) och den informella institutionella distansen (kulturell och geografisk) baserat på CAGE-framework utgör studiens landsspecifika variabler, vilka vidareutvecklas i metoddelen, 4.5 *Hantering av de landsspecifika variablerna*.

2.6 Teorisammanfattning

Figur 1. Teorisammanfattning.



3. EMPIRISK REFERENSRAM OCH HYPOTESFORMULERINGAR

I följande kapitel presenteras tidigare empiriska studier för institutionell distans med fokus på respektive variabel vilka består av nationell kulturell distans, språklig distans, politisk distans, geografisk distans och ekonomisk distans. Litteraturstudien avser även kontrollvariablerna bransch, betalningsmetod, målföretagets market-to-book kvot och målföretagets storlek. Utifrån studierna och ovanstående teorier formuleras hypoteser till varje variabel som vidare kommer att testas i en regressionsanalys.

3.1 Litteraturstudie över budpremiens landsspecifika variabler

Med grund i CAGE-framework kommer uppsatsen undersöka effekten av olika landsspecifika variabler baserat på institutionell distans på budpremien. Institutionell distans, både formell (politisk och ekonomisk) och informell (kulturell och geografisk) anses spela en viktig roll vid gränsöverskridande förvärv, därmed även vid beslut om budpremie. Tidigare forskning har inte presenterat en samlad teori för vilka landsspecifika faktorer som påverkar budpremien. Däremot föreligger det undersökningar vilka fokuserar på enskilda landsspecifika variablers påverkan på budpremiens storlek. Det råder en viss tvetydighet bland tidigare forskning på vissa variabler där olika undersökningar finner skilda samband mellan variablerna och budpremien. Syftet med kommande avsnitt är att presentera resultat från tidigare litteraturstudier och utifrån dessa formulera välgrundade hypoteser.

3.1.1 Nationell kulturell distans

Enligt Xie, Reddy och Liang. (2017) anses kultur vara en av de viktigaste aspekterna i internationalisering av företag och har fått stort utrymme i forskningen om multinationella företag. Författarna föreslår efter teoretiska överväganden, att större kulturell distans mellan länderna kan påverka förvärvarens värdering och beslut om budpremie för målföretaget.

Datta och Puia (1995) undersöker 112 gränsöverskridande förvärv av amerikanska förvärvare under tidsperioden 1978-1990. Studien finner att förvärv karakteriserade av stor nationell kulturell distans mellan länderna leder till en lägre kumulativ överavkastning för förvärvaren

efter förvärvet. De menar att kulturella skillnader resulterar i en bristande förståelse för den utländska marknaden och målföretaget, vilket kan medföra att förvärvaren upplever svårigheter kring prissättning av målföretaget. Således överbetalar förvärvaren för målföretaget och förstör därmed aktieägarvärde.

Lim, Makhija och Shenkar (2016) undersöker budpremiens påverkan av kulturell distans mätt i Hofstedes Cultural Difference Index cultural difference index (CDI). Studien baseras på ett urval av 1690 gränsöverskridande förvärv där antingen målföretaget eller förvärvaren är från USA under perioden 1990-2009. De finner ett assymmetrisk samband mellan nationell kulturell distans och budpremien där sambandet varierar beroende på förvärvarens hemland. De finner ett starkt negativt samband mellan nationell kulturell distans och budpremien när amerikanska förvärvare budar på utländska målföretag. En ökning med en standardavvikelse i CDI associeras med cirka 24% lägre budpremie. Ett sådant negativt samband finns inte när utländska företag budar på amerikanska målföretag. I det urval där förvärvarna är från USA är de mest frekventa målländerna Kanada, Storbritannien och Frankrike, vilka svarar för 34% av förvärven.

Tidigare studier indikerar på olika samband mellan nationell kulturell distans och budpremien. Lim, Makhija och Shenkar (2016) menar att större distans leder till lägre budpremier medan Datta och Puia (1995) hävdar att större distans kan leda till högre budpremier. Därför presenteras följande hypotes:

H1: Det finns ett samband mellan nationell kulturell distans och budpremiens storlek.

3.1.2 Språklig distans

Som nämnt i avsnitt 2.4.3 *CAGE-framework* är språk en parameter inom kulturell distans som kan påverka gränsöverskridande förvärv. Enligt Kyvik (2011) spelar språklig distans en viktig roll i gränsöverskridande förvärv. Språklig distans försvårar dels företagsbesiktningen av målföretaget då insamling av information blir komplicerad när det råder språkskillnader mellan länderna, vilket påverkar förvärvarens värdering av målföretaget, förväntade synergier och därmed även prissättningen. Vidare försvårar språklig distans förhandlingsprocesser då

företagen upplever svårigheter med kommunikationen, vilket kan leda till problem när förvärvaren ska erbjuda en budpremie för målföretaget.

Kedia och Reddy (2016) undersöker effekten av språklig distans på förvärvarens avkastning efter förvärvet. Ett urval av 1120 gränsöverskridande förvärv av amerikanska företag under tidsperioden 2007-2012 visar ett negativt samband mellan språklig distans och förvärvarens avkastning. Resultatet kan bero på att språklig distans ökar risken för misslyckande med att uppnå förväntade synergier. Vidare menar de att en anledning till att gränsöverskridande förvärv är värdeförstörande kan bero på att förvärvare betalar en för hög budpremie. (Kedia & Reddy, 2016) Således kan det antas att språklig distans leder till att förvärvare överskattar potentiella synergier och därmed betalar en för hög budpremie för målföretaget.

Baserat på teoretiska antaganden och Kedia och Reddys (2016) studie om språkliga skillnader i samband med gränsöverskridande förvärv kan det antas att språklig distans leder till felvärdering av målföretaget och därmed en högre budpremie. Därför presenteras följande hypotes:

H2: Det finns ett positivt samband mellan språklig distans och budpremiens storlek.

3.1.3 Politisk distans

Xie, Reddy och Liang (2017) redogör för det teoretiska påståendet att större institutionell distans, både administrativ och formell distans, mellan förvärvsland och mållandet kan leda till en högre budpremie för målföretaget.

Weitzel och Berns (2006) undersöker sambandet mellan korruption samt andra politiska aspekter och budpremien genom att studera 961 gränsöverskridande förvärv under tidsperioden 1996-2003. Studien visar ett negativt samband mellan korruption i mållandet och budpremien. Att en ökad grad av korruption resulterar i en lägre budpremie kan bero på effekten av större rabatter på förväntade kassaflöden vilket leder till lägre förväntade synergier eller avskräckta utländska förvärvare. Vidare finner de ett positivt samband mellan regeringens effektivitet i mållandet och budpremien. Slutligen visar studien ett negativt

samband eller ingen signifikans mellan mållandets politiska stabilitet och budpremien, trots att de förväntade sig ett positivt och signifikant samband då politisk stabilitet i mållandet associeras med synergier.

Glambosky, Gleason och Murdock (2015) finner också ett negativt samband mellan mållandets korruption och budpremien, genom att undersöka 1117 internationella fusioner och förvärv under tidsperioden 1985-2006. Korrupta länder associeras med högre kostnader och därmed lägre framtida kassaflöden vilket leder till värderingsrabatter. För att minimera potentiella förluster, betalas en lägre budpremie för målföretag i dessa länder. Vidare visar studien ett negativt samband mellan mållandets rättsstat och budpremien, där en svag rättsstat leder till lägre budpremie. En svag rättsstat kan avskräcka förvärvare vilket leder till en mindre konkurrenskraftig budprocess och därmed generellt lägre budpremier.

Daude och Stein (2007) menar att länder med svaga institutioner ökar osäkerheten kring den utländska investeringens avkastning. Därför undersöker de formella institutionernas effekt på FDI genom att dela in World Governance Indicators (WGI) i två variabler: (1) *Politisk stabilitet och frihet* (Röst- och ansvarsskyldighet samt Politisk stabilitet och frånvaro av våld/terrorism) och (2) *Regeringseffektivitet* (Rättsstat, Kontroll för korruption, Regeringens effektivitet och Regleringskvalitet). Baserat på cirka 700 FDI från OECD länder mellan åren 1997 och 1998, visar studien ett positivt och signifikant samband mellan *Regeringseffektivitet* och FDI och ett negativt och icke-signifikant samband mellan *Politisk stabilitet och frihet* och FDI, trots att de förväntade sig en signifikant effekt då formella institutioner antas ha en påverkan på FDI.

Baserat på tidigare forskning och teoretiska påståenden kan det antas att politisk distans mellan länderna har en påverkan på budpremien. Därmed presenteras följande hypotes:

H3.a: Det finns ett samband mellan distans i regeringseffektivitet och budpremiens storlek.

H3.b: Det finns ett samband mellan distans i politisk stabilitet och frihet och budpremiens storlek.

3.1.4 Geografisk distans

Xie, Reddy och Liang (2017) presenterar ett teoretiskt påstående att större fysiskt avstånd mellan förvärvslandet och mållandet kan leda till att förvärvaren betalar en hög budpremie vid gränsöverskridande förvärv.

Bick, Crook, Lynch & Walkup (2017) undersöker sambandet mellan informationsasymmetri, mätt i geografisk distans, och budpremien. Studiens urval består av 3652 förvärv mellan tidsperioden 1985-2014 där antingen förvärvaren eller målföretaget är baserat i USA. De finner att budpremien för små företag tenderar att öka i samband med att den geografiska distansen mellan förvärvaren och målföretaget ökar. Däremot finner de inget samband för stora företag.

Med undantag för Bick *et al.* (2017) råder det en brist på tidigare forskning på sambandet mellan geografiskt distans och budpremiens storlek. Bick *et al.* (2017) använder geografisk distans som proxy för att mäta informationsasymmetri samtidigt som Dionne La Haye och Bergerès (2015) testar sambandet mellan informationsasymmetri och budpremien vid företagsförvärv. Studiens urval består av 1026 förvärv i USA mellan 1990 och 2007. De finner att förvärvare med en högre grad av information tenderar att betala lägre budpremier för målföretaget. (Dionne La Haye & Bergerès, 2015) Då högre grad av information kan likställas med lägre geografisk distans indikerar studien på att större geografisk distans leder till högre budpremier.

Baserat på Xie, Reddy och Liang (2017) teoretiska påstående att större fysiskt avstånd kan leda till högre budpremier och tidigare forskning, kan det antas att geografisk distans har en negativ påverkan på budpremien. Därmed presenteras följande hypotes:

H4: Det finns ett positivt samband mellan geografisk distans och budpremiens storlek.

3.1.5 Ekonomisk distans

Det råder brist på tidigare forskning vad gäller sambandet mellan ekonomisk distans och budpremien. Tidigare studier har bland annat fokuserat på relationen mellan ekonomisk distans och antalet genomförda förvärv eller sannolikheten för att ett förvärv genomförs.

Malhotra, Sivakumar och Zhu (2009) testar sambandet mellan ekonomisk distans och antal gränsöverskridande förvärv, baserat på skillnaden i BNP per capita mellan länderna. Ett urval av 4803 gränsöverskridande förvärv under tidsperioden 1990-2006 visar att ekonomisk distans har en positiv och signifikant koefficient, vilket indikerar på att ju större ekonomisk distans, desto fler gränsöverskridande förvärv. De menar att resultatet indikerar på att sambandet ger stöd åt CAGE-framework.

Lim och Lee (2017) undersöker sambandet mellan ekonomisk distans mellan länderna, mätt i skillnaden i BNP per capita, och sannolikheten för att ett gränsöverskridande förvärv genomförs. Baserat på ett urval av 2445 gränsöverskridande förvärv mellan åren 1985-2008, finner de ett negativt samband mellan ekonomisk distans och sannolikheten för det slutliga genomförandet. Resultatet indikerar att ju högre den ekonomiska utvecklingsnivån är i förvärvslandet i förhållande till mållandet, desto mindre är sannolikheten att förvärvet slutförs.

Baserat på att Malhotra, Sivakumar och Zhu (2009) och Lim och Lee (2017) finner att ekonomisk distans har en signifikant påverkan på gränsöverskridande förvärv kan det antas att ekonomisk distans även har en effekt på budpremien vid gränsöverskridande förvärv. Därmed redovisas följande hypotes:

H5: Det finns ett samband mellan ekonomisk distans och budpremiens storlek.

3.1.6 Sammanfattning av litteraturstudien för landsspecifika variabler

Tabell 1. Sammanfattning av tidigare forskning på landsspecifika variabler.

Författare	Data	Period	Variabel	Resultat
Lim, Makhija och Shenkar (2016)	1690 gränsöverskridande förvärv där minst ett av företaget var från USA	1990-2009	Nationell kulturell	Negativt samband mellan nationell kulturell distans och budpremien för amerikanska förvärvare.
Datta och Puia (1995)	112 gränsöverskridande förvärv av amerikanska förvärvare	1978-1990	Nationell kulturell distans	Negativt samband mellan nationell kulturell distans och förvärvarens avkastning.
Kedia och Reddy (2016)	Ett urval av 1120 gränsöverskridande förvärv med förvärvare baserade i USA	2007-2012	Språklig distans	Negativt samband mellan språklig distans och förvärvarens avkastning.
Weitzel och Berns (2006)	961 är gränsöverskridande förvärv	1996-2003	Politisk distans	Negativt samband mellan mållandets korruption och budpremien. Positivt samband mellan regeringseffektivitet i mållandet och budpremien. Positivt och icke-signifikant samband mellan mållandets politisk stabilitet och budpremien.
Glambosky, Gleason och Murdock (2015)	1117 internationella fusioner och förvärv	1985-2006	Politisk distans	Negativt samband mellan mållandets korruption och budpremien. Negativt samband mellan mållandets rättsstat och budpremien.
Daude och Stein (2007)	Cirka 700 FDI från OECD länder	1997-1998	Politisk distans	Positivt samband mellan distans i regeringseffektivitet och FDI Negativt och icke-signifikant samband mellan distans i politisk stabilitet och frihet och budpremien
Bick et al. (2017)	3,652 förvärv där antingen förvärvaren eller målföretaget är baserat i USA	1985-2014	Geografisk distans	Positivt samband mellan geografisk distans och budpremien för små företag.
Dionne La Haye och Bergerès (2015)	1026 förvärv i USA	1990-2007	Geografisk distans	Positivt samband mellan informationsasymmetri och budpremien.
Malhotra, Sivakumar och Zhu (2009)	4803 gränsöverskridande förvärv	1990-2006	Ekonomisk distans	Positivt samband mellan ekonomisk distans och antal gränsöverskridande förvärv
Lim och Lee (2017)	2445 gränsöverskridande förvärv	1985-2008	Ekonomisk distans	Negativt samband mellan ekonomisk distans och sannolikheten för det slutliga genomförandet av förvärv.

3.2 Litteraturstudie för budpremiens kontrollvariabler

I kommande avsnitt presenteras vanligt förekommande variabler i tidigare forskning på budpremiens vilka används som kontrollvariabler för att styrka studiens validitet.

3.2.1 Bransch

Att dela upp företag som genomför M&A aktiviteter i olika grupper baserat på bransch är vanligt förekommande i tidigare forskning. En alternativ indelning är att använda ett företags SIC-kod, se exempelvis Rossi & Volpin (2004). SIC-koderna delar in företag i en av tio branscher (United States Department Of Labor, 2020).

Officer (2003) undersöker ett urval av 2511 förvärv mellan 1988 och 2000. Studien finner att budpremier är högre vid förvärv inom samma industri än i förvärv där målföretaget är verksamt i en annan industri än förvärvaren. Vidare finner Officer (2003) att finansbranschen är ett undantag från detta samband.

Enligt resonemanget i 2.2.2 *Synergihypotesen* motiveras budpremiens storlek av de synergier som förväntas realiseras efter förvärvet. Enligt Chatterjee (1986) kan horisontella fusioner, det vill säga fusioner inom samma bransch, kopplas till överenskomna synergier vilka skapar en bättre marknadsposition för det förvärvande företaget. Därmed motiveras förvärv inom branschgränser av synergieffekter, vilka i sin tur motiveras av budpremier.

Tidigare forskning samt teoretiska antaganden relaterade till synergihypotesen indikerar på att förvärv inom samma bransch genererar en viss typ av synergier, vilken motiverar budpremier, varför följande hypotes formuleras:

H6: Det finns ett positivt samband mellan köp inom branschgränser och budpremiens storlek.

3.2.2 Betalningsmetod

Det finns flera olika betalningsmetoder som används vid företagsförvärv. De vanligaste betalningssätten är genom emission av nya aktier eller genom kontantbetalning. En ytterligare metod är en kombination av betalning kontant och betalning med aktier. (Gaughan, 2018)

Yang, Guariglia, och Guo (2019) undersöker kinesiska företag under tidsperioden 1998-2015. Studien visar att företag med höga kassaflöden tenderar att använda kontantbetalning som betalningsmetod vid företagsförvärv. De finner även att kontantförvärv underpresterar aktieförvärv, vilket indikerar på att företag med höga kassaflöden tenderar att använda sina kassaöverskott som betalningsmetod för att genomföra värdeförstörande förvärv. Yang, Guariglia, och Guo (2019) refererar till (Fishman, 1989) och menar att kontantförvärv underpresterar aktieförvärv då förvärvare tenderar att betala högre budpremier vid kontanttransaktioner än vid aktietransaktioner. Resultatet ger stöd åt agentteorin och de agentkostnader som uppstår i samband med höga kassaflöden enligt free cash flow hypotesen. (Yang, Guariglia, och Guo, 2019) Därmed kan sambandet mellan betalningsmetod och budpremiens storlek kopplas till agentteorin, utvecklad i avsnitt 2.3.1 *Agentteorin*.

Davidson och Cheng (1997) visar att budpremien skiljer sig beroende på vilken betalningsmetod som användes, där den genomsnittliga budpremien var 39.9% för kontanttransaktioner och 29.3% för aktiebaserade transaktioner. Goergen och Renneboog (2004) finner också i deras studie signifikant högre budpremier för kontanttransaktioner.

Tidigare forskning om huruvida betalningsmetod påverkar budpremien är enig, där Yang, Guariglia, och Guo (2019), Davidson och Cheng (1997) samt Goergen och Renneboog (2004) visar att betalningsmetod har en signifikant påverkan på budpremien, där kontanttransaktioner associeras med högre budpremier. Således presenteras följande hypotes:

H7: Det finns ett positivt samband med kontantbaserade transaktioner och budpremiens storlek.

3.2.3 Målföretagets Market-to-book kvot

Market-to-book kvoten eller M/B-kvoten anger företagets marknadsvärde i relation till företagets bokförda värde av eget kapital och används ofta vid värdering av företag. En hög M/B-kvot indikerar att företaget är högt värderat av marknaden, vilket är ett tecken på framtida tillväxtpotential. (Sharma, Branch, Chgawla & Qiu, 2013) Då ett högt värderat företag, ett företag med hög M/B-kvot, kan associeras med tillväxtmöjligheter, skapar detta ett samband mellan M/B-kvoten och budpremien genom empire building teorin, vilken

utvecklas i avsnitt 2.3.3 *Empire Building teorin*. Enligt teorin tenderar företagsledningen att betala ett högt pris för mindre företag med tillväxtpotential för att öka företagets storlek, vilket leder till att förvärvare kan betala en högre budpremie för högt värderade företag med hög M/B-kvot.

Weston, Mark, Mulherin, Siu & Johnson (2010) hävdar att en förvärvare endast kommer att bjuda på målföretaget om det är högt värderat, där värdet på målföretaget är värderat över marknadspriset. Förvärvare anser att deras värdering av målföretaget med estimerade synergier är mer korrekt än marknadsens. Risken finns att förvärvare gör en felvärdering av målföretagets värde och erbjuder en budpremie trots att förvärvet inte genererar de estimerade synergier, vilket leder till en överbetalning för målföretaget. Sambandet mellan målföretagets M/B-kvot och budpremien kan därmed kopplas till Rolls (1986) *hybrishypotesen* som presenterades i avsnitt 2.3.2 *Hybrishypotesen*. Enligt hypotesen kan företagsledningen överestimera de potentiella synergier av förvärvet på grund av sin hybris och överdrivna optimism, vilket resulterar i att förvärvare betalar en för hög budpremie för målföretaget.

Goergen och Renneboog (2004) undersöker inom-europeiska och gränsöverskridande förvärv under tidsperioden 1993-2000 och finner ett positivt samband mellan målföretagets M/B-kvot och budpremiens storlek. Studien visar även att företagsledningens hybris, i ungefärlig tredjedel av företagen, kan till stor del vara ansvarig för dåliga bud vid förvärv och fusioner. I kontrast till detta finner Alexandridis, Fuller, Terhaar & Travolos (2013) ett signifikant negativt samband mellan M/B-kvoten och budpremien genom att undersöka 3691 förvärv under tidsperioden 1990-2007. Detta samband innebär att förvärvare tenderar betala en lägre budpremie för ett företag med en högre M/B-kvot och en högre budpremie för ett företag med en lägre M/B-kvot.

Presenterade studier visar både ett negativt och positivt samband mellan målföretagets M/B-kvot och budpremiens storlek. Däremot indikerar *hybrishypotesen* och *empire building teorin* på ett positivt samband, vilket även styrks av Weston *et al.* (2010), varför detta samband förväntas existera i denna studie. Således presenteras följande hypotes:

H8 : Det finns ett positivt samband mellan målföretagets M/B-kvot och budpremiens storlek.

3.2.4 Målföretagets storlek

Alexandridis *et al.* (2013) studerar 3691 amerikanska publika företagsförvärv mellan 1990 och 2007 och finner att företag betalar en lägre budpremie för större företag än för mindre företag, räknat i marknadsvärde. Den genomsnittliga budpremien för de största målföretagen (36,5%) är 16,1 procentenheter lägre än för de minsta målföretagen (52,6%), där skillnaden är statistiskt signifikant på 1% nivån. Resultatet indikerar på att risken att förvärvare överbetalar för målföretaget är lägre i stora förvärv än i små förvärv. Vidare menar de att det negativa sambandet mellan budpremien och målföretagets storlek beror på att förvärv av större företag har en mer negativ påverkan på förvärvarens aktiepris. Anledningen till detta kan vara att större målföretag associeras med högre komplexitet och därmed svårare att uppnå förväntade synergier.

Vidare menar Billet och Ryngaert (1997) att förvärvare är mer benägna att betala ett för högt pris i mindre förvärv då överbetalning kommer att ha en mindre påverkan på förvärvarens aktiepris. Resonemanget är i enlighet med Alexandridis *et al.* (2013) negativa samband mellan budpremien och målföretagets storlek. Sambandet förstärks ytterligare av Rossi och Volpin (2004) som visar med en signifikansnivå på 1% att det finns ett negativt samband mellan målföretagets storlek och budpremien.

Som tidigare nämnts i avsnitt 2.3.2 *Empire building teorin* kan företagsledningen ha incitament att öka storleken på företaget för att få högre kompensation genom att förvärva bolag även om det skulle innebära en reduktion i aktieägarvärde. Baserat på detta resonemang, finner Harford och Li (2007) ett positivt samband mellan målföretagets storlek och VDns kompensation. Sambandet medför att det kan finnas incitament för VDn att förvärva större målföretag och därmed betala en högre budpremie för dessa.

Tidigare studier visar på både positiva och negativa samband mellan målföretagets storlek och budpremiens storlek. Vidare kan empire building teorin förklara målföretagets storlek samband med budpremien. Således presenteras hypotesen:

H9: Det finns ett samband mellan målföretagets storlek och budpremiens storlek.

3.3 Hypotessammanfattning

Tabell 2. Hypotessammanfattning.

Landsspecifika variabler	Förväntat samband	Teori
Nationell kulturell distans	+/-	The Electric Paradigm och CAGE-Framework
Språklig distans	+	The Electric Paradigm och CAGE-Framework
Distans i regeringseffektivitet	+/-	The Electric Paradigm och CAGE-Framework
Distans i politisk stabilitet och frihet	+/-	The Electric Paradigm och CAGE-Framework
Geografisk distans	+	The Electric Paradigm och CAGE-Framework
Ekonomisk distans	+/-	The Electric Paradigm och CAGE-Framework
Kontrollvariabler	Förväntat samband	Teori
Bransch	+	Synergihypotesten
Betalningsmetod	+	Agentteorin
Målföretagets market-to-book kvot	+	Empire Building Teorin och Hybrishypotesen
Målföretagets storlek	+/-	Empire Building Teorin

4. METOD

Följande kapitel beskriver den metod som användes för att svara på frågeställningarna. Val av metod, processen för datainsamling, hantering av variabler presenteras. Till sist följer en metoddiskussion som tar upp undersökningens validitet och reliabilitet.

4.1 Datainsamling

Studien hanterar finansiell sekundärdata som sedan tillämpas i en statistisk analys för att svara på tidigare formulerade undersökningsfrågor. Zephyr är utgångspunkten för datainsamlingen och omfattar en stor mängd data som visar sig vara särskilt användbar för gränsöverskridande förvärv. Zephyr är en framstående M&A databas av Bureau van Dijk med över 2 miljoner transaktioner från 1997 och framåt. Med dess stora mängd urvalsalternativ visar sig Zephyr vara passande för studien. Med hjälp av Zephyr har det ursprungliga urvalet av 132 transaktioner hämtats. Vidare kommer Zephyr till användning i andra skeden då den bland annat tillhandahåller företagens geografiska lokalisering och branschtillhörighet. Då studien kräver en bred mängd datainsamling inom flertalet områden, såsom kultur, språk, politik, geografi och ekonomi har andra datakällor använts som komplement till Zephyr. Värden på dimensionerna om nationell kultur (CDI) för länderna i urvalet samlades in från Hofstede Insights. Data över observationernas landstillhörighet hämtades från Zephyr och utgjorde tillsammans med de kulturella dimensionerna det material för vilket kulturell distans beräknats. Institutionella dimensionerna (WGI) hämtades från världsbankens databas World Governance Indicators och kompletterades med data över observationernas landstillhörighet från Zephyr vilket utgör underlaget variabeln beräknas på. Data för ländernas BNP per capita i urvalet hämtades från världsbankens databas World Development Indicators (WDI) för den avsedda perioden, datum specifikt för varje observation kompletterades från Zephyr som tillsammans utgjorde det material variabeln beräknas utefter.

För M/B-kvot hämtades data för majoriteten av urvalet (115st eller 87,1%) via datastream, för resterande observationer gjordes kompletteringar i Bloomberg Terminal och via årsredovisningar.

Tabell 3. Databaser.

Databas	Data
Ethnologue Language Family Index	Språkfamiljer
Bloomberg Terminal	Aktiepris, Market-to-book kvot
Datastream	Market-to-book kvot
Hofstede Insights	Kulturella dimensioner
Multimap	Koordinater för urvalsföretagens huvudkontor
World Governance Indicators	Institutionella dimensioner
World Development Indicators	BNP per capita
Zephyr	Budpremie, deal value, datum, betalningsmetod, nationalitet, branschtillhörighet

4.2 Urval

För att få ett urval som är representativt för studiens syfte och som efterlever studiens avgränsningar ställs ett antal kriterier. Först och främst fokuserar studien på europeiska förvärvare, däremot sätts inga avgränsningar för vilket geografiskt område målföretaget ska vara baserat i. Eftersom undersökningen fokuserar på kontrollpremien sätts det krav på att förvärvarens innehavande andel av målföretaget ska vara mindre än 50% innan förvärvet och mer 50% efter förvärvet. Vidare exkluderas finansbranschen och den allmännyttiga sektorn. Detta då dessa sektorer ofta är föremål för regleringar gällande kapitalkrav och produktionskvoter vilka kan tänkas påverka deras möjligheter till M&A-aktiviteter. Studiens tidsperiod avgränsas för förvärv som slutföts mellan 2003-01-01 till och med 2007-12-31. Detta för att sjätte förvärvsvågen karaktäriserades av globalisering där Europa var en aktiv världsdela samt för att undvika finanskriser som kan påverka resultatet. För att konstruera urvalet används databasen Zephyr, där de 132 förvärv som möter kraven i tabell 4 hämtas.

Tabell 4. Urvalskriterier.

Urvalskriterier	Totalt resultat
Transaktionen är ett förvärv eller en fusion.	744,060
Förvärvet har slutförts mellan 1 Januari 2003 och 31 December 2007.	99,812
Förvärvaren äger mindre än 50% av målföretagets aktier innan förvärvet offentliggörs.	86,305
Förvärvaren äger mer än 50% efter förvärvet har slutförts.	84,037
Förvärvaren är baserad i ett europeiskt land.	38,472
Förvärvet är gränsöverskridande.	10,322
Förvärv där en av aktörerna är från finansbranschen och den allmännyttiga sektorn exkluderas.	8,077
Försäljningspriset är tillkännagivet.	179
Målföretaget är publikt.	136

Databortfall ¹	132

4.3 Statistisk undersökningsmetodik

Nedan introduceras den statistiska metod som kommer utgöra grund för de tester som kommer genomföras i syfte att besvara studiens frågeställningar. Först presenteras hur modellen kommer specificeras och vilka överväganden som ligger bakom valet av denna. Därefter återges vilka tester som genomförs för att säkerställa att metoden uppfyller vissa grundläggande kriterier för vidare analys av resultaten. I de fall då kriterier ej uppfylls korrigeras modellen enligt nedan.

4.3.1 Multipel regression

Analys med hjälp av regression är en metod för att undersöka och förklara sambandet mellan en given variabel och en eller flera andra variabler (Brooks, 2014). Då studien syftar till att undersöka sambandet mellan budpremien och de variabler som anses påverka budpremien så används multipel regression.

¹ För fyra observationer fanns data över målföretagets M/B-kvot ej tillgänglig, varför dessa utesluts ur urvalet.

I multipel regression, till skillnad från enkel regression, analyseras samtliga oberoende variablers simultana påverkan på den beroende variabeln där varje koefficient är effekten av den specifika variabeln på den beroende variabeln när effekten av övriga variablers variation hålls konstant (Brooks, 2014).

I studien är budpremien den beroende variabeln och de oberoende variablerna utgörs av de landsspecifika variabler och kontrollvariabler som presenteras i tabell 2.

Den multipla regressionen beskrivs algebraiskt som:

$$y_i = \beta_1 + \beta_2 x_{2,i} + \beta_3 x_{3,i} + \dots + \beta_k x_{i,k} + \varepsilon_i \quad (2)$$

där:

y_i = beroende variabel

β_1 = intercept

β_k = koefficient för variabel k, där $k=2, 3, \dots, 10$

$x_{k,i}$ = oberoende variabel k för observation i, där $k=2, 3, \dots, 10$ och $i=1, \dots, 132$

ε_i = residual för observation i, där $i=1, \dots, 132$

4.3.2 Regressionsdiagnostik och korrigeringar

I uppsatsen används OLS vilken förutsätter att vissa antaganden uppfylls för att möjliggöra analys av resultaten. För att säkerställa detta utförs tester baserade på rekommendationer av Brooks (2014).

För att undersöka att residualerna är normalfördelade används ett Jarque-Bera test. Vid detta test förkastas nollhypotesen, att residualerna följer en normalfördelning, vid alla signifikansnivåer, se bilaga 2. Detta innebär att OLS inte är en effektiv, väntevärdesriktig och konsistent skattare av variablernas koefficienter. För att uppfylla dessa egenskaper genomförs winsorizing och logaritmering.

För att förbättra fördelningen genomförs winsorizing på 5% för samtliga variabler. Winsorizing är en allmänt förekommande metod för att hantera urvalet, se exempelvis Li, Y.,

Lu, M., Ling Lo, Y. (2019), Nyitrai och Virág (2019), Duan och Jin (2019), Huxley och Sidaoui (2018) samt De Moor och Sercu (2015). Winsorizing innebär att man för en uteliggare tilldelar observationen det värde som är det högst tillåtna värdet utan att observationen ska klassas som en uteliggare (Reifman & Keyton, 2010). Metoden innebär att observationerna som klassas som uteliggare inkluderas i urvalet, representeras av höga värde så att de placeras i utkanten av fördelningen, utan att inskränka på de centrala antaganden OLS bygger på (Reifman & Keyton, 2010). För att förbättra normalfördelningen ytterligare logaritmeras variablerna för målföretagets marknadsvärde och förvärvets geografiska distans då dessa är stora i absoluta värde. Efter winsorizing av samtliga variabler och logaritmering av de två ovan nämnda variablerna, är residualerna normalfördelade, se bilaga 2.

För att avgöra residualernas varians är konstant i datamaterialet utförs ett Whites hetroskedasticitetstest. Vid test framgår att nollhypotesen förkastas på 5%-signifikansnivå, se bilaga 3. För att säkerställa att modellen inte påverkas av problemet inkluderas även Whites heteroskedasticitets-konsistenta standardfel. Detta är en vanlig metod för att bemöta problemet men som konsekvens blir det relativt sett svårare att förkasta nollhypoteserna för koefficienterna (Brooks, 2014). Whites hetroskedasticitets-konsistenta standardavvikelse inkluderades i modell 1 för att möjliggöra en effektiv skattning med OLS.

För att undersöka att den data regressionen sker på avser ett linjärt samband används ett Ramsey RESET-test, av vilket det framgår att det finns ett linjärt samband i data, se bilaga 4.

Vidare antas residualernas väntevärde vara noll. Detta antagande uppfylls, med bakgrund i hur OLS definieras, genom att inkludera ett intercept i modellen (Brooks, 2014). Samtliga modeller som testas i undersökningen har specificerats med ett intercept, eller konstant term, vilken representeras av "c" i presentationen av resultatet nedan.

För att undersöka om det råder multikolinjäritet används en korrelationsmatris där korrelationen mellan varje par av variabler presenteras, vilken presenteras i bilaga 5. Multikolinjäritet påverkar endast koefficienter vid extrema fall, när korskorrelationen närmar sig 0,8 (Allison, 1999). Då den högst uppmätta korrelationen mellan två variabler är ungefär 0,65 anses modellen inte lida av problem hänförbart till multikolinjäritet.

Genomgående i studien kommer denna ovan diskuterade modell, urvalet behandlat med winsorizing, att utgöra modell 1 och vara studiens huvudmodell för vilken tyngdpunkt kommer läggas vid presentation av resultat och efterföljande analys.

Med bakgrund i den allmänna praxis som råder inom finansforskningen över uppdelning av urvalet baserat på dess stabilitet över variabler, så kallad stability-testing, kommer uppdelning baserat på huruvida förvärven skedde inom eller utom branschgränser göras, se Mateev & Andonov (2018), Officer (2003) och Slusky & Caves (1991). Anledningen till detta ligger framförallt i att det kan tänkas naturligt att det råder stora skillnader mellan länderna i urvalet men även i att de synergier som motiverar budpremien är olika beroende på om förvärvet sker inom eller över branschgränser, se 2.2.2 *Synergihypotesen*. När sådana skillnader anses föreligga, samt när olika förklaringsvariabler anses ha olika påverkan på den oberoende variabeln är det lämpligt att inkludera ytterligare modeller i studien för att beskriva sambandet, se exempelvis Lee (2018) och Rhodes-Kropf, Robinson & Viswanathan (2005). Ytterligare motiv till uppdelningen hämtas från litteraturstudien där stöd för att förvärv inom branscher leder till högre premier presenteras, se Officer (2003). Enligt den tidigare presenterade kopplingen mellan budpremien och synergier kan detta innebära att förvärv över branschgränser har svårare att skapa synergieffekter varför landsspecifika variabler kan tänkas påverka grupperna i olika utsträckning.

Detta leder till två nya modeller, modell 2 och 3 som är replikationer av modell 1. Modell 2 körs mot de förvärv som skedde inom samma bransch och modell 3 körs mot de branschöverskridande förvärven. Nedan presenteras en sammanfattning över de modeller som studien baseras på.

Tabell 5. Sammanfattning över studiens modeller.

	Antal observationer	Grupp
Modell 1	132	Hela urvalet
Modell 2	87	Samma bransch
Modell 3	45	Olika bransch

För att avgöra signifikansen av koefficienter testas regressionens p-värde mot på förhand utvalda signifikansnivåer. Dessa är 10%, 5% och 1% och baseras på den praxis som råder

inom finansforskning, se Mateev & Andonov (2018), Malhotra, Sivakumar & Zhu (2009) och Rossi & Volpin (2004). Är p-värdet för en koefficient mindre än en viss nivå av signifikans har variabeln i fråga en säkerställd påverkan på den beroende variabeln. (Brooks, 2014) För att mäta en modells förmåga att förklara sambandet mellan de beroende- och oberoende variabelerna används den justerade förklaringsgraden.

4.4 Hantering av den beroende variabeln

Reuer, Tong och Wu (2012) mäter budpremien som den procentuella skillnaden mellan priset uppköparen betalade och målföretagets värde per aktie fyra veckor före annonseringsdatum, vilket även denna studie kommer att göra.

Att använda målföretagets aktiekurs fyra veckor före tidpunkten för annonseringen av uppköpet är praxis, se exempelvis Kisgen, Qian och Song (2009), Jory, Ngo och Wang (2016) och Li, Lu och Ling (2019). Motivet till tidsskillnaden på 4 veckor är att rensa bort kurspåverkan från marknadens spekulationer samt för att ”minimera effekten av informationsläckage” (Nathan och O’Keefe, 1989). Graden av informationsläckage är kopplat till hur effektiv marknaden antas att vara. (Fama, 1970).

Forskning finner stöd för att det på finansiella marknader råder en halvstark effektivitet (Bacon & Boulton, 2019; Mnif, Salhi & Jarbouï, 2020; Nan & Kaizoji, 2019). På en halvstark marknad kan inte investerare vid upprepade tillfälle skapa vinster genom att handla på offentlig information (Fama, 1970), vilket indikerar att privat information och rykten kan användas för handel och således ha kursdrivande effekter. Schwert (1996) fann att spekulationer och rykte om uppköp hade störst kurspåverkan mellan 1 till 21 dagar innan själva budet, vilket stärker argumentet för en karaktärisering av marknaderna som halvstarkt effektiv. För att undvika dessa faktorerers påverkan på aktiekursen behöver en tidigare tidpunkt användas för att mäta storleken på budpremien. Det betalda priset hämtas från Zephyr och målföretagets aktiepris inhämtas från Bloomberg Terminal.

$$Budpremie = \frac{Betald\ pris}{Aktiepris\ ex-ante} - 1 \quad (3)$$

4.5 Hantering av de landsspecifika variabler

Landsspecifika variabler har valts utifrån tidigare litteraturstudier och studiens teoretiska referensram som presenteras ovan. Dessa kommer utgöra grund för modellen och testas i en regressionsanalys. Variablerna är; nationell kulturell distans, språklig distans, geografisk distans, politisk distans och ekonomisk distans. Följande avsnitt redovisar hur variablerna behandlas och vilken måtenhet som kommer att användas i regressionsanalysen, med utgångspunkt i hur variablerna har hanterats i tidigare studier.

4.5.1 Nationell kulturell distans

I enlighet med den metodik som utarbetats i litteraturen har måttet på kulturell distans baserats på de fyra dimensioner som utgjorde Hofstedes index vid publikationen 1980, se exempelvis Morosini, Shane och Singh (1998), Lim, Makhija och Shenkar (2016) samt Datta och Puia (1995). Data har inhämtats från Hofstede Insights.

Hofstedes fyra dimensioner består av:

- 1) *Maktdistans* fångar den grad av acceptans och förväntan som finns på samhällets hierarki. En hög grad innebär att samhällets medlemmar accepterar hierarkin medan en låg grad av acceptans speglar en strävan efter jämlik distribution av makt.
- 2) *Individualism* ställs i relation till kollektivism där en hög siffra innebär ett individualistiskt samhälle. Måttet speglar huruvida personer förlitar sig på endast sig själva och sin närmaste familj (individualism) eller litar på att samhället i stort sluter upp och hjälps åt (kollektivism).
- 3) *Maskulinitet* fångar de generella preferenserna i samhället. Det finns både maskulina sidor såsom prestation och materiell kompensation där samhället karaktäriseras av tävling och konkurrens, samt feminina drag såsom samverkan, samarbete och omhändertagande. Graden av maskulinitet fångar hur samhället hanterar de fundamentala skillnaderna mellan könen.
- 4) *Osäkerhetsundvikande* mäter graden av obekvämheter samhällets medlemmar känner gällande osäkerhet i framtiden och hur samhället hanterar denna. Å ena sidan finns tydligt utformade regler för beteende och å andra sidan en mer avslappnad attityd. (Hofstede, 1980)

Morosnin, Shane och Singh (1998) presenterar förslag på en metod för att omvandla siffrorna i ett underliggande index till en hanterbar mätenhet. Denna metod grundar sig i arbetet av Kogut och Singh (1988) och innebär att kulturell distans mäts som avvikelserna i dimensionerna mellan förvärvarens land och målföretagets land. Då samtliga mått syftar till att beskriva ett lands kultur lyfts frågan om huruvida dimensionerna är korrelerade med varandra och isåfall kan användas i samma modell. Vid test av detta framgår att den högst uppmätta korrelationen är -0,633, under gränsen på 0,8 i absoluta tal. Dimensionerna kan således användas i samma mått för att beräkna kulturell distans.

Tabell 6. Korrelationsmatris över Hofstedes fyra dimensioner.

	1	2	3	4
1. INDIVIDUALISM	1.000000			
2. MASKULINITET	0.109369	1.000000		
3. MAKTDISTANS	-0.633115	0.079789	1.000000	
4. OSÄKERHETSUNDVIKANDE	-0.319595	0.138712	0.360252	1.000000

För att säkerställa att samtliga variabler som testas är på samma skala, samt för att korrigera för skillnader i varians över dimensionerna, så divideras roten av summan av de kvadrerade avvikelserna med det antal dimensioner summan avser, för denna variabel: fyra. Detta tillvägagångssätt följer metodiken i Lim, Makhija och Schenker (2017) samt Datta och Puia (1995). Algebraiskt blir formeln:

$$KultDist_{F,M} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^4 (C_{i,F} - C_{i,M})^2}}{4} \quad (4)$$

där $C_{i,F}$ är värdet på dimension "i" för det förvärvande landet "F" och $C_{i,M}$ värdet på dimension "i" för målföretagets land "M" (Morosin, Shane & Singh, 1998).

Data för Cyperns kulturella dimensioner saknas i Hofstede Insights, ett problem som visat sig närvarande i tidigare forskning, se Ojo (2017). I enlighet med denna artikel används grekisk kultur som proxy för den cypriotiska, då Grekland är det kulturella närmsta landet till Cypern.

4.5.2 Språklig distans

Dow och Karunaratna (2006) presenterar en metod för att mäta den språkliga distansen där de två närmaste huvudspråken för varje par av länder klassificeras och kodas i fem olika kategorier. Metoden är bristande i den mån att det inte finns någon kategori för språk som har samma andra nivå underkategori men inte är samma språk. Därför kompletteras metoden med kategori (2).

- (6) Olika språkfamiljer.
- (5) Samma familj men olika grenar.
- (4) Samma gren men olika första nivå underkategori.
- (3) Samma första nivå underkategori men olika andra nivå underkategori.
- (2) Samma andra nivå underkategori men olika språk.
- (1) Samma språk.

För att koda språken använder Dow och Karunaratna (2006) *Ethnologue Language Family Index* som klassificerar 6809 språk efter språkfamiljer. Denna undersökning kommer följa metoden som Dow och Karunaratna (2006) presenterar i kombination med Ethnologues klassificeringar och mäta språklig distans som en diskret variabel som antar ett heltal mellan 1-6.

4.5.3 Politisk distans

Politisk distans mäts som den formella institutionella skillnaden mellan målföretagets- och förvärvarens land. För att beräkna denna används databasen WGI (World Governance Indicators) som tillhandahållits av The World Bank Group och som består i sex indikatorer utvecklade av Kaufmann, Kraay och Mastruzzi (2009):

- 1) *Röst- och ansvarsskyldighet* identifierar i vilken utsträckning ett lands medborgare kan delta i regeringsvalet, såväl som närvaron av yttrandefrihet, föreningsfrihet samt fri media.
- 2) *Politisk stabilitet och frånvaro av våld/terrorism* mäter sannolikheten för politisk instabilitet och/eller politiskt motiverat våld, inklusive terrorism.
- 3) *Regeringens effektivitet* fångar kvaliteten på offentliga- och privata tjänster och graden av dess oberoende från politiska påtryckningar, kvaliteten på utformningen och genomförandet av regeringens politik samt trovärdigheten för politiken.

- 4) *Regleringskvalitet* identifierar regeringens förmåga att formulera och genomföra policyer och förordningar som tillåter och främjar utveckling av den privata sektorn.
- 5) *Rättsstaten* fångar förtroendet för samhällets regler, verkställandet av avtalsförbindelser, äganderätten, polisen och domstolarna samt sannolikheten för brott och våld
- 6) *Kontroll av korruption* mäter graden av korruption, det vill säga i vilken utsträckning offentlig makt utövas för privat vinst.

Samtliga index returnerar en poäng för respektive land och år, där ett högre poäng innebär ett bättre resultat i termer av de specifika dimensionerna.

Mauro (1995) argumenterar att korruption och andra formella institutionella faktorer, såsom byråkrati, rättssystem, politisk stabilitet och terrorism är positivt och signifikant korrelerade med varandra. Därmed är det svårt att avgöra vilken formell institutionell faktor som påverkar den beroende variabeln mest (Mauro, 1995). Vid kontroll av eventuell korrelation hos faktorerna bekräftades detta, nedan följer en utskrift av en korrelationsmatris.

Tabell 7. Korrelationsmatris över World Governance Indicators.

	1	2	3	4	5	6
1. KONTROLL AV KORRUPTION	1.000000					
2. REGERINGENS EFFEKTIVITET	0.853855	1.000000				
3. POLITISK STABILITET OCH FRÅNVARO AV TERRORISM/VÅLD	0.809957	0.634770	1.000000			
4. REGLERINGSKVALITET	0.868395	0.941152	0.660662	1.000000		
5. RÄTTSSTATEN	0.985663	0.858631	0.811287	0.886235	1.000000	
6. RÖST OCH ANSVARSSKYLDIGHET	0.766030	0.544990	0.657224	0.608747	0.751302	1.000000

En lösning på problemet är att kombinera grupper av variabler som fångar liknande dimensioner (Mauro, 1995). I enlighet med Daude och Stein (2007) delas WGI upp i två variabler för att undvika statistiska mätfel då samtliga faktorer är signifikant korrelerade med varandra: (1) *Politisk stabilitet och frihet* (Röst- och ansvarsskyldighet och Politisk stabilitet och frånvaro av våld/terrorism) (2) *Regeringseffektivitet* (Rättsstat, Kontroll för korruption, Regeringens effektivitet och Regleringskvalitet). (Daude & Stein, 2007).

För att beräkna den formella institutionella distansen mellan mållandets- och förvärvarens land används den metod som Lim, Makhija och Schenker (2017) samt Datta och Puia (1995) använder för att beräkna ett mått från index med flera dimensioner. Likt kulturell distans beräknas formell institutionell distans enligt följande formler:

$$RegDist_{F,M} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^4 (I_{i,F} - I_{i,M})^2}}{4} \quad (6)$$

$$StabDist_{F,M} = \frac{\sqrt{\sum_{i=1}^2 (I_{i,F} - I_{i,M})^2}}{2} \quad (7)$$

där *StabDist* är skillnaden i *Politisk stabilitet och frihet* mellan land *F* och land *M*, *RegDist* är skillnaden i *Regeringseffektivitet* mellan land *F* och land *M*, $I_{i,F}$ och $I_{i,M}$ är poängen land *F* och *M* tilldelas på den institutionella dimensionen "i".

4.5.4 Geografisk distans

Great Circle Distance används som mått på geografiskt avstånd och utgår ifrån koordinater från huvudstaden i det land där målföretaget och förvärvaren är baserat, vilka hämtas från databasen Multimap. Är företaget amerikanskt utgår koordinaterna istället ifrån delstatens huvudstad. En åtgärd för att bemöta problemet med heteroskedastiska feltermen, samt för att komprimera variablerna till samma skala kommer högersidan i ekvationen logaritmeras. (Raggozino & Reuer, 2011; Coval & Moskowitz, 1999) Algebraiskt blir formeln:

$$GeoDist_{F,M} = \ln(r \times \arccos [\sin(lat_F) \times \sin(lat_M) + \cos(lat_F) \times \cos(lat_M) \times \cos(lon_M - lon_F)])] \quad (5)$$

där

r = jordens radie i km, ≈ 6378 km

lat = latitud

lon = longitud

F = förvärvaren

M = målföretaget

4.5.5 Ekonomisk distans

BNP per capita är den vanligaste variabeln för att mäta ett lands ekonomiska status. (Tsang & Yip, 2007) Ekonomisk distans mäts genom skillnad i ländernas logaritmerade BNP per capita under förvärvsåret. Data för BNP per capita för urvalets länder har hämtats från världsbankens databas WDI (World Development Indicators). Att använda den naturliga logaritmiska skillnaden istället för den enkla skillnaden är praxis inom ekonometri. Logaritmisk skillnad är vidare en bra approximation av den procentuella skillnaden i reala BNP per capita. Denna metod är vanlig för att mäta ekonomisk distans mellan två länder, se till exempel Lim och Lee (2017), Tsang och Yip (2007), Dong, Li, McDonald och Xie (2019) samt Le (2017). Ekonomisk distans beräknas enligt:

$$EkDist_{F,M} = \ln(Y_{F,t}) - \ln(Y_{M,t}) \quad (8)$$

där $\ln(Y_{F,t})$ är den naturliga logaritmen av BNP per capita i förvärvarens land år t och $\ln(Y_{M,t})$ är den naturliga logaritmen av BNP per capita i målföretagets land år t, mätt i amerikanska dollar. Där t innebär förvärvsåret.

4.6 Landsspecifika variabler: Vodafone och Mannesmann förvärvet

För att förtydliga metodiken kring variablernas beräkning kommer det inledande exemplet med Vodafones förvärv av Mannesmann att användas som exempel för de landsspecifika variablerna. Vodafone, förvärvaren, kommer från Storbritannien och Mannesmann, målföretaget, från Tyskland, således kommer Storbritannien betecknas "F" och Tyskland "M" för samtliga beräkningar.

Data för Storbritannien och Tyskland nationella kulturella värden inhämtas från Hofstede Insights och presenteras i tabell 8. Den nationella kulturella distansen för Vodafones förvärv av Mannesmann uppgår enligt formel 2 till 9,3.

Tabell 8. Hofstede värden för Storbritannien och Tyskland.

Dimension	Storbritannien	Tyskland
Maktdistans	35	35
Individualism	89	67
Maskulinitet	66	66
Osäkerhetsundvikande	35	65

Språklig distans bedöms utifrån de två huvudspråk som är likast varandra, vilket i detta fall är Engelska och Tyska. Eftersom språken tillhör samma språkfamilj (Indoeuropeiska), samt samma första nivå underkategori (Germanska) men inte samma andra nivå underkategori tilldelas förvärvet värde 3 i språklig distans.

Den geografiska distansen beräknas utifrån ländernas huvudstäder vilket i detta fall är London och Berlin. Datan inhämtas från Multimap och respektive företags värde presenteras i tabell 9. Den geografiska distansen för Vodafone och Mannesmann beräknas enligt formel 5 och uppgår till 7,081.

Tabell 9. Beräkning av geografisk distans.

Huvudstad	Latitud	Longitud
London	51,507	-0,128
Berlin	52,517	13,388

Måtten för politisk distans inhämtas data från världsbankens databas *World Governance Indicators*. Då politisk distans delas upp i två variabler presenteras värdet för respektive dimension i tabell 10 och 11. Distans i regeringseffektivitet beräknas enligt formel 6 och uppgår till 1,92. Distans i Politisk stabilitet och frihet beräknas enligt formel 7 och uppgår till 6,95.

Tabell 10. Värden av politisk stabilitet och frihet för Storbritannien och Tyskland.

Dimension	Storbritannien	Tyskland
Röst- och ansvarsskyldighet	91,52	89,55
Politisk stabilitet och frånvaro av våld/terrorism	81,48	95,24

Tabell 11. Värden av regeringseffektivitet för Storbritannien och Tyskland.

Dimension	Storbritannien	Tyskland
Regeringens effektivitet	93,33	93,85
Regleringskvalitet	98,46	91,28
Rättsstaten	94,55	93,56
Kontroll av korruption	95,94	93,40

Vid beräkning av ekonomisk distans krävs data över respektive lands BNP per capita för förvärvsåret 1999, vilket presenteras i tabell 12. Datan inhämtas från världsbankens databas *World Development Indicators* och uttrycks i 2010 års USD. Den ekonomiska distansen uppgår enligt formel 8 till -0.407.

Tabell 12. Beräkning av ekonomisk distans.

Land	BNP per Capita
Storbritannien	21105,2
Tyskland	31712,4

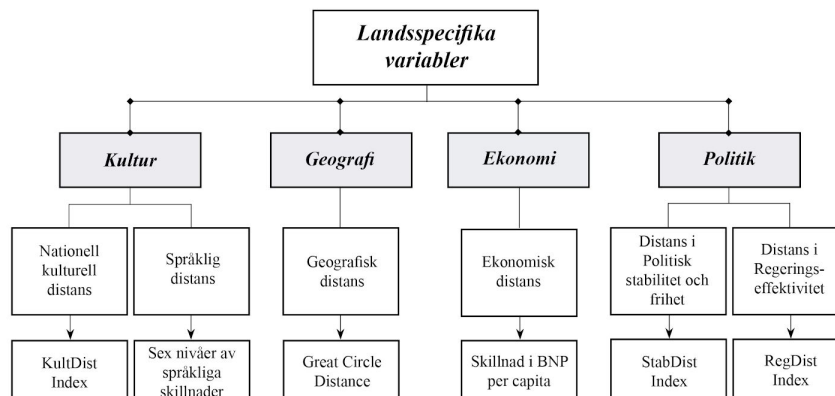
Tabell 13 visar en överblick på de landsspecifika variablerna i Vodafone och Mannesmann exemplet.

Tabell 13. Överblick av Vodafone-Mannesmann transaktionen.

Nationell kulturell distans	Språklig distans	Geografisk distans	Ekonomisk distans	Distans i politisk stabilitet och frihet	Distans i regeringseffektivitet
9,3	3	7,081	-0,407	6,95	1,92

4.7 Sammanfattning av landsspecifika variabler

Figur 3. Sammanfattning av landsspecifika variabler.



4.8 Hantering av kontrollvariabler

De kontrollvariabler som presenteras nedan utgår ifrån tidigare forskning vilken påvisat samband mellan dessa och budpremien. Kontrollvariablerna inkluderas i modellerna för att kontrollera för den variation i den beroende variabeln som orsakas av just dessa. Detta möjliggör noggrannare analys av studiens landsspecifika variabler och ämnar styrka studiens förklaringsgrad. Följande kontrollvariabler har valts ut; branschtillhörighet, målföretagets storlek, målföretagets market-to-book-kvot och betalningsmetod. Följande avsnitt ämnar att förklara hur dessa kontrollvariabler behandlas i regressionsanalysen.

4.8.1 Branschtillhörighet

Den uppdelning som görs är beroende på om det förvärvande och det uppköpta bolaget tillhör samma bransch eller inte. Detta mäts genom jämförelse av bolagens SIC-koder, vilka hämtats från Zephyr. Rossi och Volpin (2004) som undersöker budpremien vid gränsöverskridande förvärv baserar grupperingen på den första SIC-siffran. Även denna studie baseras på nämnda metodik, den första siffran i den amerikanska versionen av SIC-kod avgör tilldelning av branschgrupp. Om företagen tillhör samma bransch, vilket innebär samma första siffra i sin SIC-kod, tilldelas de värdet 1, annars värdet 0.

Tabell 14. Dummyvariabel för branschtillhörighet.

Specifikation	Bransch
Inom branschgränser	1
Över branschgränser	0

I 4.3.2 *Regressionsdiagnostik och korrigeringar*, presenterades argumentation för att de landsspecifika variablerna kan tänkas påverka observationerna i urvalet olika beroende på huruvida förvärvet sker över eller inom branschgränser. Den främsta anledningen till detta är att olika typer av förvärv genererar olika typer av förväntade synergieffekter, enligt synergihypotesen. Med bakgrund i detta kommer dummyvariabeln användas för uppdelning av urvalet.

4.8.2 Betalningsmetod

De huvudsakliga metoderna för betalning vid förvärv, över vilken data hämtats från Zephyr, är kontant betalning, betalning med aktier eller en kombination av de båda. Baserat på effekterna av betalningsmetod som presenteras i litteraturstudien ovan är kontantförvärv av särskilt intresse. Därav kommer en dummyvariabel skapas med syfte att fånga upp betalningsmetodens påverkan. Likt Rossi och Volpin (2004) kommer denna uppdelning göras genom att tilldela variabeln värdet 1 om förvärvet avser endast kontant betalning och 0 vid övriga betalningssätt.

Tabell 15. Dummyvariabel för betalningsmetod.

Specifikation	BetMet
Kontant betalning	1
Aktier eller kombination	0

4.8.3 Målföretagets Market-to-book-kvot

Denna variabel avser M/B-kvoten av målföretagets aktiekapital och är således en kontinuerlig variabel. M/B-kvoten hämtas för företagen fyra veckor innan budet annonserades, i linje med den problematik som diskuteras under avsnittet 4.4 *Hantering av den beroende variabeln*. Datastream beräknar måttet som kvoten mellan företagets marknadsvärde och det bokförda värdet på eget kapital (Coulon, 2020):

$$M/B_{\text{aktiekapital}} = \frac{\text{aktiernas marknadsvärde}}{\text{bokfört värde av eget kapital}} \quad (9)$$

4.8.4 Målföretagets storlek

Rossi och Volpin (2004) beräknar målföretagets storlek genom logaritmering av målföretagets marknadsvärde en månad innan förvärvet offentliggörs. Beräkning av marknadsvärde utgår från värdet på affären samt vad förvärvaren betalar per aktie vilka tillhandahållits av Zephyr. Ur detta beräknas hur många aktier som affären avsåg. Antalet aktier ställs sedan i relation till hur stor del av målföretaget affären avsåg (förvärvsandel i procent) för att beräkna det totala antalet aktier i målföretaget, antalet multipliceras sedan med målföretagets aktiepris ex-ante vilket har inhämtats från Bloomberg Terminals.

Likt Rossi och Volpin (2004) kommer målföretagets storlek att vara en kontinuerlig variabel mätt som målföretagets marknadsvärde fyra veckor innan förvärvet tillkännagavs. För att reducera variabelns variation i absoluta värde, det vill säga bemöta problematiken med heteroskedasticitet, logaritmeras variabeln och kan uttryckas:

$$\text{Storlek} = \ln(\text{Marknadsvärde}_i) \quad (10)$$

Där "i" syftar till vilken observation som avses, $i = 1, 2, \dots, 132$.

4.9 Metoddiskussion

För att erhålla precision i mätningar och tester är reliabilitet och validitet viktiga aspekter. Reliabilitet kretsar kring huruvida resultaten av en studie förblir intakta om studien skulle upprepas eller om resultaten påverkas av tillfälliga betingelser eller slumpmässiga mätfel. Validitet handlar om huruvida metoden som utformats i syfte att besvara frågeställningen ger ett korrekt resultat. (Bryman & Bell, 2011; Lundahl & Skärvad, 2016)

4.9.1 Reliabilitet

En god reliabilitet karaktäriseras av att mätningen inte påverkas av vem som utför den eller under vilka omständigheter den sker (Lundahl & Skärvad, 2016). Detta är särskilt viktigt i kvantitativa studier då resultaten i sådana bör kunna replikeras (Bryman & Bell, 2011).

Denna studie grundar sig på sekundärdata, det vill säga data som redan finns dokumenterad (Lundahl & Skärvad, 2016). Användning av sekundärdata har en naturlig koppling till problem avseende reliabilitet då författarna saknar kontroll över kvaliteten och formen för dess inhämtande (Bryman & Bell, 2011). Vidare uppmanar Lundahl och Skärvad (2016) till noggrann bedömning av den sekundärdata som används i undersökningar.

En metod för att kringgå denna problematik har varit att i stor utsträckning använda artiklar som publicerats i journaler eller tidskrifter av hög ranking enligt etablerad standard. En klar majoritet, 87,5%, av de använda artiklarna har placerats i den övre kvartilen i Sciamo Journal & Country Rank. Artiklarna som används men som inte når upp till detta kriterium har kritiskt granskats för att utröna dess reliabilitet och värde för studien.

Data har inhämtats från välkända databaser i enlighet med etablerad forskning. Då ingen databas ensam innehöll nödvändiga data har behov funnits av att hämta data från flera olika källor, vilket har inneburit en ökad risk för icke jämförbar eller motsägande data från de olika databaserna. Dock har data noggrant kontrollerats och regelbundna avstämningar mellan databaserna har genomförts, dessutom har data för varje variabel, i största möjliga mån, endast hämtats från en databas. Undantaget är tretton observationer vars M/B-kvot ej fanns att tillgå via Datastream, kompletterande data inhämtades från Bloomberg Terminals avseende aktiepris samt från företagets senaste publicerade årsredovisning gällande bokfört värde på det egna kapitalet tillsammans med antalet utestående aktier.

Att undersöka och samla data för en lång tidsperiod ses ofta som en svaghet (Bryman & Bell, 2011). Studien avser en kortare tidshorisont i detta sammanhang, fem år mellan 2003-2007. Detta minskar tidsrymden mellan mätpunkter och således även risken för störningar i den finansiella data till följd av påverkan av yttre omständigheter, vilket hade påverkat resultatet.

Undersökningen anses således uppfylla kravet om god reliabilitet.

4.9.2 Validitet

För att säkerställa god validitet betonar Lundahl och Skärvad "vikten av frånvaron av systematiska mätfel" (Lundahl & Skärvad, 2016, s.108). En bedömning görs över i vilken utsträckning de slutsatser som dras från undersökningen hänger ihop eller inte (Bryman & Bell, 2011). Begreppet validitet tar sig i uttryck på ett antal olika sätt, centrala delar är begreppsvaliditet, intern validitet och extern validitet (Bryman & Bell, 2011). En liknande men bredare distinktion görs i Lundahl och Skärvad (2016) där skillnad görs på inre och yttre validitet.

Begreppsvaliditet innefattar om, och i vilken utsträckning "en eller flera indikatorer som utformats i syfte att mäta ett begrepp verkligen mäter just det begreppet." (Bryman & Bell, 2011, s. 172). Problem som lyfts fram är framförallt kopplade till diskussionen gällande ett måtts stabilitet, om metoden att mäta en viss variabel ändras över tid är måttet inte längre stabilt och kan inte heller anses uppfylla kravet om validitet. I kapitel 4.4 *Hantering av den oberoende variabeln* till 4.8.3 *Målföretagets storlek* framgår det tillvägagångssätt utefter vilket data över samtliga variabler inhämtats, även om studien tagit höjd för uppmärksammade problem gällande datainsamling kvarstår dock vissa problem.

En potentiella svaghet i studiens metodik avseende begreppsvaliditet ligger i att samtliga data över distansen mellan länder utgörs av uppskattningar och sammanställningar av en mängd olika mått. Risk föreligger således för systematiska mätfel. Databaserna anses dock vara pålitliga och all data för varje distansmått har hämtats från samma databas, vilket minskar på de, möjliga, negativa effekter datainsamlingsmetoden tillför.

Den data som har samlats in klassas som tvärsnittsdata vilket innebär att endast en observation för varje förvärv finns att tillgå. Svagheten i detta är att det inte går att kontrollera för företagsspecifika effekter som till exempel ledningens riskaversion, något som skulle varit möjligt om insamlad data snarare avsett följa förvärvarna genom tidsperioden. Med tidsseriedata kunde variationen i dessa företagsspecifika effekter kontrolleras för att ytterligare förbättra skattning av det underliggande sambandet mellan de landspecifika variablerna och budpremien (Brooks, 2014). Användningen av tvärsnittsdata kan leda till systematiska mätfel vilket kan leda till snedvridning i resultatet. Dock har det med studiens

avgränsningar och syfte inte funnits utrymme till annat än det ovan presenterade tillvägagångssättet.

Gällande de kontrollvariabler som används presenteras flera alternativa variabler och mått i den tidigare forskningen. Exempel på detta är att mäta inte enbart kontanta förvärv utan även de som genomförs med aktier, istället för att endast mäta kontanta förvärv. Den främsta anledningen till detta var att det i studiens urval förekom väldigt få förvärv med den typen av betalningsmetod, endast 13 av de 132 återstående förvärven genomfördes med betalning uteslutande i aktier. Med bakgrund i de få observationer som en ytterligare dummyvariabel inkluderar samt den mängd variabler som redan användes i modellerna ansågs det vara av fördel att exkludera en sådan variabel från modellen. Detta kan haft inverkan på de resultat och slutsatser som presenteras nedan.

Vidare har variabeln avseende målföretagets storlek endast mätt den absoluta storleken och inte den relativa storleken mellan förvärvaren och målföretaget, en förekommande metod i tidigare forskning. Det har funnits begränsad tillgång till information över förvärvarens storlek då inget krav för börsnotering gällande förvärvaren inkluderades i urvalskriterierna vilket inneburit att detta inte varit möjligt. En ytterligare begränsning av urvalet genom att ställa krav på att även förvärvaren skulle vara ett publikt bolag hade reducerat urvalet till alldeles för få observationer.

Metodiken som föreslås för att upprätthålla en begreppsvaliditet är att, med bakgrund i teorier, skapa hypoteser som är relevanta för studiens utformning. (Bryman & Bell, 2011) Då de variabler som används uteslutande deduceras utifrån studiens teoretiska referensram i kombination med etablerad tidigare forskning så anses begreppsvaliditeten vara uppfylld på ett tillfredsställande sätt.

Intern, eller inre, validitet innefattar i vilken utsträckning det föreligger ett kausalt samband mellan de oberoende- och beroende variablerna (Bryman & Bell, 2011), det vill säga i vilken grad de oberoende variablerna verkligen orsakar variationen i budpremien. En del av de teorier som presenteras syftar till att förklara motiv till M&A aktiviteter snarare än budpremiens storlek, detta till följd av att författarna finner ett behov av kompletterande

teoretiska ramverk inom området. Dock anses teorierna som förklarar förvärv vara applicerbara vid undersökning av budpremiens storlek. Regressionsanalys samt flertalet tester för att säkerställa regressionens kvalitet har även gjorts, således anses intern validitet föreligga.

Extern, eller yttre, validitet handlar om de resultat som presenteras är bundna till den kontext i vilken studien utfördes eller kan generaliseras bortom studiens urval (Bryman & Bell, 2011). Vid framtagandet av modell 3 uppmärksammas att det i gruppen branschöverskridande förvärv endast ingår 45 observationer, en storlek som anses problematisk, varför möjligheterna att dra generaliserbara slutsatser från denna är begränsad. Extern validitet diskuteras vidare i avsnitt *4.9.3 Bortfallsanalys*.

4.9.3 Bortfallsanalys

Selection bias är ett förekommande problem i finansforskning vilket uppstår som ett resultat av ett icke-slumpmässigt urval. Self-selection bias är en typ av selection bias som kan uppstå på grund av självselektion av individerna som undersöks. (Heckman, 1979) Vad gäller self-selection bias i samband med förvärv kan det antas att flertalet förvärvare har valt att inte offentliggöra transaktionsdata, då förvärvet exempelvis inte har varit framgångsrikt. Detta kan resultera i en bristfällig information gällande transaktionen i databasen, vilket leder till ett bortfall i urvalet. På grund av studiens kriterium att försäljningspriset ska vara tillkännagivet, se avsnitt *4.2 Urval*, reducerades studiens urval till 179, från 8077, vilket kan bero på självselektion där förvärvaren inte vill offentliggöra försäljningspriset. Detta leder till att de värdevariablerna tar för olika observationer i stor utsträckning påverkas av de kriterier som avgränsar urvalet, vilket innebär att urvalet inte kan anses vara representativt då det inte reflekterar hela populationen. Detta har vidare inverkan på i vilken mån studiens slutsatser är generaliserbara till samtliga M&A-aktiviteter över samtliga marknader. Följden av detta är att den yttre validiteten till viss del inskränks.

Survivorship bias är ytterligare ett problem i finansforskning vilket refererar till analyser baserade på den överlevande populationen, utan att beakta den delen av populationen som inte klarade sig (Bradley, Hirt & Smit, 2011). Då studien endast fokuserar på förvärv som har genomförts, tar den inte hänsyn till de förvärv som planerades men som sedan inte slutfördes,

eller “överlevde” förvärvsprocessen. Detta resulterar i att de tillgängliga förvärven i databasen inte utgör en representativ bild av populationen vilket påverkar resultatet. Survivorship bias innebär att en mer optimistisk bild av resultatet framställs än om samtliga förvärv hade inkluderats. Eftersom data över de ej genomförda förvärven inte finns tillgängliga i databasen och därför inte ingår i studiens urval, anses problemet med survivorship bias närvarande genom studien, varför resultaten från studiens modeller inte är generaliserbara.

5. RESULTAT

Kommande kapitel presenterar det empiriska resultat som genererats av studien. Först presenteras en beskrivning av urvalets distribution och transaktionernas egenskaper. Därefter presenteras studiens samtliga modeller och deras resultat.

5.1 Beskrivande statistik

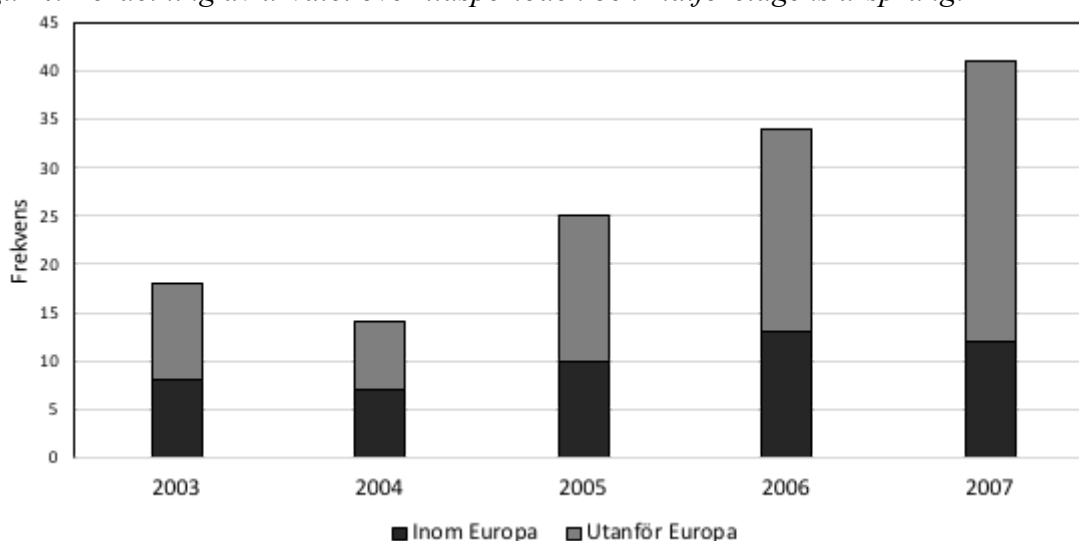
Studien är baserad på 132 transaktioner som skett under den sjätte förvärvsvågen (2003-2007). Urvalet har skett enligt de kriterier som definieras i kapitel 4.2 *Urval*. Figur 4 visar att det obehandlade urvalet innehåller stor variation där det minsta värdet på budpremien är -68,7% och det högsta är 166,7%. Medelvärdet och medianen för budpremien i urvalet är 32,6% respektive 29,2%, ett lägre resultat jämförelse med tidigare studier.

Tabell 16. Beskrivande statistik över budpremien.

	Medelvärde	Median	Minimum	Maximum
Budpremien	0,326	0,292	-0,687	1,667

Figur 4 visar att antalet gränsöverskridande förvärv av europeiska företag var lägre under 2003-2004 än mellan 2005-2007 samt fördelningen över målföretag inom och utanför europa. Under 2007 är antalet transaktioner dubbelt så många som under 2003. Andelen förvärv som skett med länder utanför europa överskrider mängden förvärv inom europa för samtliga år, där skillnaden är speciellt påtaglig under 2007. Den positiva utvecklingen av andelen förvärv under tidsperioden kan till stor del förklaras av en högkonjunktur efter IT-bubblan. Den ojämna fördelningen över tid anses inte utgöra något problem då uppsatsen inte syftar till att undersöka budpremien över tid, dessutom är tidsperioden på fem år relativt kort i sammanhanget.

Figur 4. Fördelning av urvalet över tidsperioden och målföretagens ursprung.



Tabell 17 visar urvalets fördelning efter förvärvsländer, där ett fåtal uppstår särskilt frekvent. Som förväntat har Storbritannien (25%) och Frankrike (14,39%) rapporterat flest förvärv. Därefter är Tyskland tillsammans med Nederländerna det tredje vanligaste land att genomföra förvärv (9,85%). Resterande länder har rapporterat betydligt färre förvärv.

Tabell 17. Fördelning av förvärv per förvärvsland.

Förvärvarens land	Antal	Andel %
Belgien	5	3,78%
Danmark	4	3,03%
Finland	4	3,03%
Frankrike	19	14,39%
Italien	7	5,30%
Grekland	1	0,76%
Irland	2	1,52%
Luxemburg	6	4,55%
Marshallöarna	1	0,76%
Nederländerna	13	9,85%
Norge	3	2,27%
Ryssland	2	1,52%
Spanien	4	3,03%
Storbritannien	33	25,00%
Sverige	6	4,55%
Tjeckien	7	5,30%
Tyskland	13	9,85%
Österrike	2	1,52%
Totalt	132	100%

Tabell 18 visar urvalets fördelning efter målföretagets världsdel. Nordamerika (48,48%) och Europa (35,6%) är de två världsdelar som flest målföretag är baserade i. Av samtliga 132 förvärv, var 52 av målföretagen baserade i USA, 17 i Storbritannien och 11 i Kanada. Resterande målföretag var baserade i andra länder.

Tabell 18. Fördelning av förvärv efter målföretagets världsdel.

Målföretagets världsdel ²	Antal	Andel %
Afrika	3	2,27%
Asien	8	6,06%
Europa	47	35,61%
Storbritannien	17	12,87%
Nordamerika	64	48,48%
USA	52	39,39%
Kanada	11	8,33%
Oceanien	8	6,06%
Sydamerika	2	1,52%
Totalt	132	100%

Tabellerna nedan presenterar en statistisk sammanställning över studiens variabler. Tabell 19 framställer de kontinuerliga variablerna och tabell 20 presenterar studiens dummyvariabler som antar värde 0 eller 1. Slutligen presenterar tabell 21 språk som är en diskret variabel och antar ett heltal mellan 1-6.

Tabell 19 visar att ett flertal av de kontinuerliga variablerna har en hög spridning mellan maximum- och minimum-värdet, i tabellen återges de otransformerade värdena för observationerna. Den stora geografiska skillnaden beror på att vissa förvärv skett mellan grannländer inom Europa medan andra har skett mellan länder i olika världsdelar. Även marknadsvärdet visar på en stor skillnad i urvalet. Detta beror på att det finns ett fåtal mycket stora förvärv i urvalet, medan majoriteten av observationerna uppgick till mellan 10-1000 mEUR. Detta förklarar den diskrepans som finns mellan medianen och medelvärdet. Även EkDist visar på en stor skillnad i urvalet, vilket beror på att förvärvslandet i vissa förvärv haft ett väsentligt högre BNP per capita än mållandet och vice versa. Den stora spridningen i dessa variabler har hanterats genom att logaritmera värdena i regressionen. Anledningen till

² Av orsak att vissa nationer i urvalet tillhör mer än en världsdel har en kategorisering av dessa länder gjorts. Indonesien klassificeras till Asien medan Cypern och Ryssland klassificeras till Europa.

att minimivärdet för kulturell distans uppgår till 0 är på grund av att grekiskt kultur används som proxy för cypriotisk kultur och ett av förvärven i urvalet avser just Grekland och Cypern.

Tabell 19. Sammanställning över kontinuerliga otransformerade variabler.

	Medelvärde	Median	Minimum	Maximum
M/B-kvot	2,993	2,465	-18,630	43,522
Marknadsvärde (mEUR)	1145,663	286,903	1,249	19843,744
KultDist	10,625	10,452	0,000	23,818
GeoDist (KM)	4510,170	5651,972	284,096	11280,551
StabDist	11,909	9,379	1,0228	50,583
RegDist	5,229	2,347	0,529	34,562
EkDist (USD)	3081,465	-2861,963	-54 909,561	102346,308

Tabell 20 visar att antalet förvärv inom samma bransch uppgick till 87 stycken, vilket utgör en andel på 65,91% och förvärv utanför branschgränser uppgick till 45 stycken (34,09%).

Den vanligaste betalningsmetoden vid gränsöverskridande förvärv under tidsperioden var betalning med kontanter. Antalet kontantbetalningar var 105 stycken av totalt 132, vilket motsvarar en andel på 79,55%. Betalning med aktier uppgick till 13 stycken (9,85%) och blandad betalning uppgick till 14 stycken (10,61%) vilka summerar till 27 stycken (20,45%) och utgör övriga betalningsmedel.

Tabell 20. Sammanställning över dummyvariabler.

	Antal	Andel %
Inom samma bransch	87	65,91
Utanför bransch	45	34,09
Kontant betalning	105	79,55
Övriga betalningsmedel	27	20,45

Tabell 21 visar beskrivande statistik över den diskreta variabeln språk. Förvärv förekommer mest frekvent i grupp 1, 3 och 5. Endast åtta förvärv har skett mellan företag baserade i länder där huvudspråken inte tillhör samma språkfamilj.

Tabell 21. Sammanställning över diskreta variabler.

	1	2	3	4	5	6
Språk³	34	9	37	12	32	8

³ (1) Samma språk, (2) Samma andra nivå underkategori men olika språk, (3) Samma första nivå underkategori men olika andra nivå underkategori, (4) Samma gren men olika första nivå underkategori, (5) Samma familj men olika grenar, (6) Olika språkfamiljer.

5.2 Studiens modeller

Nedan presenteras resultatet av samtliga modeller som använts i studien, skillnaden mellan modellerna är det urval som varit föremål för regressionen. I tabell 22 presenteras först koefficienten och sedan tillhörande p-värde inom parentes under koefficienten. Mer information om vilket urval som är hänförligt till vilken modell finns specificerat i tabell 5 i kapitel 4.3.2 *Regressionsdiagnostik och korrigeringar*, för ursprungliga utskrifter från Eviews se bilaga 1.

Tabell 22. Studiens modeller.

Variabel	Modell 1 Hela urvalet	Modell 2 Samma bransch	Modell 3 Olika branscher
KONSTANT	0,750** (0,0258)	0,663* (0,0628)	0,733 (0,388)
BRANSCH	-0,0684 (0,124)	N/A	N/A
BETMET	0,0581 (0,322)	0,0312 (0,581)	0,169 (0,146)
M/B-KVOT	0,000860 (0,938)	-0,0981 (0,434)	0,0114 (0,622)
STORLEK	-0,0359*** (0,0013)	-0,0403*** (0,0013)	-0,0441 (0,103)
GEODIST	-0,0113 (0,743)	-0,00699 (0,855)	0,0105 (0,889)
SPRÅKDIST	-0,00749 (0,675)	0,0152 (0,425)	-0,0784* (0,091)
KULTDIST	0,00556 (0,303)	0,00469 (0,444)	0,00945 (0,439)
EKDIST	-0,0361 (0,313)	-0,0886** (0,0301)	0,1003 (0,217)
REGDIST	-0,00470 (0,307)	-0,00352 (0,478)	-0,0172 (0,164)
STABDIST	0,00925*** (0,0028)	0,0112*** (0,0035)	0,00973* (0,0835)
Förklaringsgrad, R²	0,214	0,259	0,307
Justerad förklaringsgrad, R²	0,149	0,173	0,129

*: $p < 0,1$, **: $p < 0,05$, ***: $p < 0,01$

Studiens första modell resulterar i en justerad förklaringsgrad på 14,9%, en något högre, men låg relativt tidigare forskning, en högre justerad förklaringsgrad återfinns i modell 2 som avser förvärv inom branscher där 17,3% av variationen förklaras. Studiens lägsta förklaringsgrad återges av modell 3 som omfattar förvärv som skedde över branschgränserna, där 12,9% förklaras av budpremiens variation. Sammantaget är koefficienterna för flertalet av de landsspecifika variablerna inte signifikanta på nivåerna 10%, 5% eller 1%, detsamma gäller för de inkluderade kontrollvariablerna. De variabler som uppnår signifikans i de olika modellerna är ett intercept eller en konstant term (c), målföretagets storlek (storlek) och distans i politisk stabilitet och frihet (stabdist). Vidare uppnår språklig distans (språkdist) och ekonomisk distans (ekdist) signifikans då kontroll för förvärvets branschkaraktäristik genomförs.

Studiens resultat hade kunnat förbättras genom att basera studien på ett större urval. Anledningen till att studien inte finner signifikans för majoriteten av variablerna kan till stor del bero på att studien har ett för litet urval på 132 observationer, vilket påverkar regressionsanalysen. Ett större urval hade resulterat i en större spridning inom de olika variablerna, vilket kan ha gett ett mer rättvist resultat.

Modell 1 visar som tidigare nämnt att endast distans i politisk stabilitet och frihet (stabdist) är signifikant bland de landsspecifika variablerna. Intressant är att undersöka hur stor del av budpremiens variation som faktiskt förklaras av denna variabel. Detta testas genom att jämföra den justerade förklaringsgraden för modell 1 med och utan variabeln. Av tabell 22 framgår det att när variabeln för distans i politisk stabilitet och frihet inkluderas i regressionen uppgår förklaringsgraden till 14,9%, när variabeln exkluderas förklaras endast 8,8%, se bilaga 1. Av budpremiens fluktuationer förklaras således 6,1% enbart med denna variabel, för beståndsdelar och bakgrund se *4.5.4 Politisk distans*.

Samtliga modeller som har använts i regressionerna uppfyller kraven för OLS vilket gör att koefficienterna som presenteras ovan är effektiva, konsistenta och väntevärdesriktiga uppskattningar av det sanna, underliggande sambandet mellan varje landsspecifik variabel och budpremien. Det faktum att OLS uppfyller egenskaperna som presenteras i *4.3.2*.

Regressionsdiagnostik och korrigeringar möjliggör vidare analys av studiens resultat där tyngdpunkt kommer läggas vid studiens huvudmodell, modell 1. För en vidare diskussion av överväganden och korrigeringar se 4.3.2. *Regressionsdiagnostik och korrigeringar*.

6. ANALYS

Följande kapitel ämnar att besvara studiens frågeställningar genom att analysera resultatet av regressionen. Studiens variabler analyseras i två grupper; landsspecifika variabler, och kontrollvariabler.

6.1 Förklaringsgrad av budpremien

Av tabell 22 framgår det att signifikanta variabler för modell 1 är en konstant term, målföretagets storlek och distans i politisk stabilitet och frihet, vilka tillsammans har en säkerställd förklaringsgrad på 14,9% av budpremiens variation i urvalet. Interceptet ges i multipla regressioner ibland ingen förklaring, men satt i en kontext innebär koefficienten framför konstanten att när samtliga landsspecifika- och kontrollvariabler har värdet noll är budpremien 75%. Därefter minskar budpremien med 3,59% för varje enhets ökning i målföretagets storlek medan distans i politisk stabilitet och frihet snarare har en positiv effekt på premien där varje ytterligare ökning i distans leder till en ökad premie med 9,25%. Modell 2 och 3, som skapats med bakgrund i de landsspecifika variablernas skilda effekt på budpremien i urvalet baserat på förvärvets branschkaraktäristik, visar vissa skillnader mot modell 1.

De förvärv som har skett inom samma bransch, återges i modell 2 som avser horisontella förvärv vilka skapar överenskomna synergier, förklaras till 17,3% av variablerna som var signifikanta i tidigare modell med tillägget ekonomisk distans. Därvid indikerar resultatet på att vid värderingen av förvärv som innebär överenskomna synergier är ekonomisk distans en variabel av signifikant effekt. För de förvärv som har skett över branschgränser, vilka ger upphov till finansiella- och operationella synergier och är kopplade till konglomerat och vertikala förvärv, var språklig distans snarare än ekonomisk distans ett signifikant tillägg för de landsspecifika variablerna. Modell 3 uppnår en justerad förklaringsgrad på 12,9% och till skillnad från tidigare modeller är interceptet inte signifikant. Att det är olika tillägg av signifikanta variabler i de olika delgrupperna kan ses som en indikation på, eller stöd för, att det tidigare resonemanget kring att skapandet av olika typer av synergier påverkas olika av de landsspecifika variablerna. Stöd för detta ges dels genom skillnad i förklaringsgrad, dels

genom att olika variabler kommer ut som signifikanta och även genom att variablernas koefficienter skiljer sig åt.

I både modell 2 och 3, är politisk stabilitet och frihet signifikant, vilket anses väntat med bakgrund i de argument som presenteras i Weitzel och Berns (2006), att politisk stabilitet är en grundläggande premis för investeringar. Att det i modell 2 är målföretagets storlek och ekonomisk distans som är signifikanta variabler kan förklaras av studiens teoretiska ramverk. Gällande målföretagets storlek, beskriver empire building hypotesen att det finns en tendens hos företagsledningen att genomföra förvärv av mindre bolag med tillväxtpotentialer i egennyttigt syfte. Genom den negativa koefficienten ger denna studie, tillsammans med Alexandridis *et al.* (2013), stöd åt detta resonemang. Gällande ekonomisk distans kommer förklaringen snarare från CAGE-framework som beskriver att vid gränsöverskridande förvärv behöver det förvärvande företaget i stor utsträckning återskapa sin affärsmodell i det nya landet, ett åtagande som underlättas om länderna i fråga har liknande ekonomiska profiler. Att genom horisontella förvärv skapa stordriftsfördelar men även ta del av konkurrenters tillverkningsmetoder och annan företagsspecifik kunskap kan antas vara det som driver synergieffekter och i sin tur budpremien i denna typ av förvärv. Det är just detta som Duang och Jin (2019) menar leder till budpremier, att företag överkommer hinder kopplat till informationsasymmetri och med detta kan omfördela resurser för att skapa vinster.

Modell 3 visar på att vid förvärv över branschgränser är språklig distans en viktig faktor, vilket även detta kan förklaras med CAGE-framework där språk behandlas som en undergrupp till kulturell distans. I detta perspektiv påverkar ett lands kulturella karaktär, språk inkluderat, hur människor interagerar med varandra och med företag. Ett konkret exempel på detta är att handeln mellan länder med gemensamt språk är ungefär tre gånger så stor jämfört med handeln mellan länder utan ett gemensamt språk (Ghemawat, 2001). Variabelns negativa koefficient i tabell 22, vilket innebär lägre budpremie vid ökad språklig distans, ger stöd för resonemanget.

Vid överenskomna synergier förklaras budpremien med det beteendeteoretiska perspektivet i form av att förvärv av mindre tillväxtbolag kan ge företagsledningen personliga fördelar, se Morck, Shleifer och Vishny (1990), men även med det institutionella perspektivet genom preferenser för liknande ekonomiska profiler vid val av målland, se Ghemawat (2001).

Tonvikt ligger på ekonomiskt värde: ledningens, ofta, ekonomiska kompensation, stordriftsfördelar samt länders genomsnittliga inkomster. För de finansiella och operationella synergier ligger förklaringen snarare i språkliga skillnader. Detta tolkas som att fokus vid dessa typer av förvärv ligger vid integrering av mjukare värde som värderingar, normer och kultur snarare än återskapandet av affärsmodeller, produktion och inkomster.

Undersökningen uppvisar en relativt låg förklaringsgrad i modellerna (12,9%-17,3%) vilket visar på en begränsad förmåga att förklara budpremien med hjälp av studiens variabler. Det relativt låga resultatet i termer av justerad förklaringsgrad i samtliga modeller kan förklaras av olika faktorer. Dels att urvalet i stor utsträckning skiljer sig åt i förhållande till tidigare studier, dels genom att budpremien är ett komplext föremål för modellskapande men även genom att sambandet mellan de landsspecifika variablerna och budpremien möjligtvis inte är linjärt. Vidare kan urvalet anses som för litet, i relation till tidigare forskning.

Att urvalet i studien skiljer sig från de vilka återges i den empiriska referensramen gestaltar sig på flera sätt. Tydligast berör detta de länder som ingår i urvalet. Tidigare studier begränsar sig ofta till att endast ha USA som antingen målland eller förvärvsland, se Bick *et al.* (2017), Lim, Makhija och Shenkar (2016), Dionne La Haye och Bergerès (2015) och Datta och Puia (1995). Denna studie har den geografiska restriktionen att förvärvaren ska finnas i Europa, vilket leder till en stor variation av både förvärvs- och målländer, i relation till tidigare studier. Skillnaden i länderna som inkluderas har vidare påverkan på de värdevariablerna tar för olika observationer. Förutom den naturliga effekten på samtliga landsspecifika variabler påverkas även budpremien och kontrollvariablerna.

I studien är den genomsnittliga budpremien på 32,59%, ett lågt genomsnitt jämfört med exempelvis Reuer, Tong & Wu (2012) 46,35%, Rossi och Volpin (2004) 41,6% samt Officer (2003) 48,65%. För branschvariabeln var genomsnittet i studien 0,6591 vilket innebär att 65,91% av observationerna var förvärv inom samma bransch, för Officer (2003) uppgick denna till 0,52 eller 52%. Gällande betalningsmetod skedde 79,55% i urvalet uteslutande med kontanter, i Officer (2003) var kontanter inblandade i 35% av förvärven. Även skillnader i målföretagets market-to-book-kvot och storlek uppmärksammas där genomsnittliga värde för studien uppgår till 2,993 respektive 1,146 miljarder euro, Weston *et al.* (2010) rapporterar en genomsnittlig market-to-book-kvot på 2,546 och variabeln som används för att mäta

målföretagets storlek uppgår till i genomsnitt 2,182 miljarder dollar (ungefär 2 miljarder EUR) i Bick *et al.* (2017). Med bakgrund i den sistnämnda skillnaden i målföretagens storlek och den utbredda forskningen på amerikanska företag, ses modellernas resultat som en indikation på att förvärv som inkluderar (relativt sett) stora amerikanska målföretag påverkas annorlunda av landsspecifika variabler än urvalet denna studie baseras på.

Urvalet begränsas till följd av de restriktioner som introducerades i studiens avgränsningar, vilka dock innebar tillgång till en stor mängd detaljerad information om varje observation. Budpremiens påverkan av landsspecifika skillnader är visserligen fastslagen genom flertalet tidigare presenterade studier, men trots detta är det uppenbart att även fler eller andra variabler påverkar företagsledningens värdering av målföretag vid förvärv. Denna studie fokuserar på hur institutionell distans mellan länder påverkar budpremiens storlek, utöver detta kan det även vara intressant att undersöka institutionella egenskaper och skillnader hos målländerna.

I följande avsnitt presenteras för varje variabel de tidigare formulerade hypoteserna vilka diskuteras i relation till studiens resultat. Då modell 1 utgör studiens huvudmodell kommer analysen nedan till övervägande del baseras på denna modell, där en utförligare diskussion om signifikanta och icke-signifikanta variabler ges.

6.2 Landsspecifika variabler

H1: Det finns ett samband mellan nationell kulturell distans och budpremiens storlek.

Med utgångspunkt i Lim, Makhija och Shenkars (2016) och Datta och Puias (1995) studier är det rimligt att förvänta sig ett samband mellan nationell kulturell distans och budpremien. Även Xie, Reddy och Liang (2017) teoretiska påstående att större kulturell distans mellan länderna kan påverka förvärvarens företagsledning vid beslut om budpremien, förstärker denna förväntan.

Variabeln uppvisar ett p-värde på 30,3%, vilket är över signifikansnivån på 10%. Därmed kan studien inte påvisa ett signifikant samband, varför hypotesen förkastas. En anledning till att resultatet skiljer sig från studien av Lim, Makhija och Shenkar (2016) som undersökte samma samband kan bero på studiens urval i termer av geografi. I den modell där de finner ett

signifikant samband består urvalet endast av amerikanska förvärvare där de mest frekventa målländer är Kanada, Storbritannien och Frankrike. Vid en första anblick, är dessa länder relativt lika USA enligt Hofstedes index, däremot utgör dessa länder endast 34% av urvalet. Majoriteten av förvärven i Lim, Makhija och Shenkar (2016) kan därför tänkas ha en större kulturell distans, vilka bidrar till studiens signifikanta samband. Tabell 17 och 16 visar att denna studies mest frekventa förvärvsländer är Storbritannien, Frankrike och Tyskland, medan 84% procent av studiens målföretag är från Europa och Nordamerika. Detta indikerar en relativt liten kulturell distans, och kan leda till studiens icke-signifikanta samband. Vidare består urvalet av endast europeiska förvärvare samtidigt som 35,6% av målföretagen baserade i Europa. Därmed existerar flertalet gränsöverskridande förvärv inom Europa där den kulturella distansen också kan anses vara relativt liten och har således ingen påverkan på budpremien. Resonemanget är i enlighet med "L" i OLI-framework som menar att den informella institutionella distansen på nationell nivå är stor mellan utvecklade- och utvecklingsländer.

Vidare skiljer sig denna studie från Lim, Makhija och Shenkar (2016) vad gäller den undersökta tidsperioden. Deras studie undersöker en längre tidsperiod, 1990-2009, medan denna studie endast studerar den senare delen av studien, 2003-2007. På grund av globaliseringen under den sjätte förvärvsvågen kan det antas att länder har blivit mer multinationella, varför den nationella kulturens påverkan kan ha minskat på senare tid, varför denna studie finner ett icke-signifikant samband.

H2: Det finns ett positivt samband mellan språklig distans och budpremiens storlek.

Baserat på Kyviks (2011) påstående att språklig distans påverkar både prissättning av målföretaget och förhandlingsprocess gällande budpremien, kan det förväntas att variabeln ska uppvisa ett signifikant samband. Vidare finner Kedia och Reddy (2016) att det finns ett negativt samband mellan språklig distans och förvärvarens avkastning, vilket kan bero på att förvärvaren betalar en hög budpremie. Därmed är det rimligt att anta att språklig distans leder till att förvärvaren överskattar de potentiella synergier av förvärvet och därför betalar en för hög budpremie. Ett signifikant samband mellan budpremien och språklig distans återfinns däremot inte i modell 1 där p-värdet uppgår till 67,5%.

En anledning till varför denna studiens resultat skiljer sig från Kedia och Reddy (2016) kan bero på att, som diskuterat ovan, Europeiska förvärvare skiljer sig från Amerikanska i kulturella aspekter. Resonemanget kan antas vara rimligt då Europa är en världsdel med stora språkliga skillnader länder emellan och är därmed mer erfarna med olika språk i samband med gränsöverskridande förvärv, till skillnad från USA, som är en stor världsdel med näst intill inga språkliga skillnader. En ytterligare anledning kan vara att budpremien och en överskattning av synergier inte är den främsta anledningen till varför förvärv med hög språklig distans genererar lägre avkastning. Vidare diskuterar CAGE-framework hur vissa industrier påverkas av den språkliga distansen i större utsträckning än andra. På grund av det relativt begränsade urvalet, kan vissa industrier ha utelämnats vilket därmed har påverkat resultatet.

Något oväntat visar modell 3 att det finns ett signifikant samband mellan språklig distans och budpremiens storlek. Variabeln har ett p-värde på 9,1% vilket är strax under signifikansnivån på 10%. Vidare är koefficienten -0,0784, vilket innebär att budpremien minskar med 7,84% för varje ytterligare ökad enhet i språklig distans. Modell 3 avser de förvärv som skedde över branschgränser, även kallade konglomerat eller vertikala förvärv, en förvärvstyp för vilken budpremien förklaras av språklig distans. Baserat på studiens teoretiska referensram, anses det svårt att förklara logiken bakom varför språklig distans uppvisar signifikans i samband med branschöverskridande förvärv. En rimlig anledning kan bero på att modellen avser ett litet urval, 45 observationer, vilket ger upphov till dataproblem och svårigheter gällande modellens tillförlitlighet. Exempelvis kan urvalet bestå av flertalet förvärv i vilka den språkliga distansen är relativt stor, vilket får en större effekt på resultatet på grund av att urvalet är litet och därför ger upphov till signifikans. En ytterligare anledning kan vara att observationerna i modell 3, avser sådana branscher där språklig distans spelar mindre roll, i enlighet med CAGE-framework. Att språklig distans visar signifikans kan även bero på att det kan finnas en annan variabel som är korrelerad med språket men som inte finns med i modellen, vilket ger upphov till missing-variable bias. Detta kan leda till att den språkliga distansens negativa påverkan på budpremien kan anses vara missvisande samt inskränka på centrala antagande för OLS.

H3. a: Det finns ett samband mellan distans i regeringseffektivitet och budpremiens storlek.

Studiens resultat uppvisar att distans i regeringseffektivitet har ett p-värde på 30,7%, vilket innebär att variabeln inte har något statistiskt signifikant samband med budpremiens storlek. Därmed förkastas hypotesen ovan, vilket är i kontrast till tidigare forskning som visat på andra resultat. Weitzel och Berns (2006) fann ett signifikant samband mellan korruption samt regeringens effektivitet i mållandet och budpremiens storlek. Även Glamboosky, Gleason och Murdock (2015) påvisade ett signifikant samband mellan korruption samt rättsstaten i mållandet och budpremiens storlek. Samtliga variabler som används i studierna ovan ingår i studiens mått på distans i regeringseffektivitet, varför variabeln förväntades redovisa signifikans. Slutligen fann även Daude och Stein (2007) att regeringseffektivitet har en signifikant effekt på FDI.

En anledningen till att variabeln inte kan påvisa statistisk signifikans kan bero på studiens urval, där förvärvaren kommer från Europa och 35,6% av målföretagen kommer också från Europa och 48,48% kommer från Nordamerika, vilka tillsammans utgör 84,08% av studiens undersökta målföretag, se tabell 18. Enligt "L" i OLI-framework skiljer sig de formella politiska institutionerna på nationell nivå i hög grad mellan utvecklade- och utvecklingsländer. Då det kan antas att majoriteten av europeiska länder samt Nordamerika (med undantag för Mexiko) är välutvecklade och karaktäriseras av starka politiska institutioner, anses den formella institutionella distansen mellan dessa länder relativt liten. Baserat på resonemanget ovan, råder det inte tillräckligt stor politisk distans mellan de undersökta länderna, varför variabeln inte kan visa ett signifikant samband med budpremiens storlek.

En annan anledning till studiens icke-signifikanta samband kan bero på att denna studie undersöker distans i regeringseffektivitet, vilket inkluderar faktorerna; regeringens effektivitet, regeringseffektivitet, rättsstaten och kontroll av korruption. Weitzel och Berns (2006) samt Glamboosky, Gleason och Murdock (2015) argumenterar att budpremiens samband med mållandets korruption kan bero på att korrupta länder associeras med lägre synergier och därmed lägre budpremier. Glamboosky, Gleason och Murdock (2015) menar även att en svag rättsstat i mållandet inte är attraktivt för förvärvare, vilket leder till lägre

budpremier. I CAGE-framework minskar företagens benägenhet att genomföra gränsöverskridande förvärv när mållandets institutionella infrastruktur är svag eller kännetecknas av korruption. Även "L" i OLI menar att landets formella politiska institutioner påverkar företagens vilja att genomföra gränsöverskridande förvärv i mållandet, då ett land är mer eller mindre attraktivt att investera i beroende på dess institutionella kvalitet. Således kan det vara mer befogat att undersöka mållandets politiska institutioner mätt i olika dimensioner, snarare än distansen mellan mållandet och förvärvslandet. Att företag undviker att göra affärer i korrupta länder kan även leda till färre gränsöverskridande förvärv i dessa länder, varför studiens urval inte lyckades fånga spridningen i denna variabel.

H3. b: Det finns ett samband mellan distans i politisk stabilitet och frihet och budpremiens storlek.

Distans i politisk stabilitet och frihet är, i huvudmodellen, den enda landsspecifika variabel som visar ett statistiskt signifikant samband med budpremien. Variabeln har ett p-värde på 0,23%, vilket är under signifikansnivån 1%. Variabeln har en koefficient på 0,0095, vilket indikerar på ett positivt samband mellan distans i politisk stabilitet och frihet och budpremien. Effekten är inte speciellt stor då koefficienten innebär att budpremien ökar 0,95% för varje ytterligare enhet av distans i politisk stabilitet och frihet.

Utifrån resultatet accepteras hypotesen ovan, vilket är motsatsen till tidigare forskning. Weitzel och Berns (2006) fann ett negativt samband och ingen signifikans mellan politisk stabilitet i mållandet och budpremien, Daude och Stein (2007) fann att politisk stabilitet och frihet har en negativ men icke-signifikant effekt på FDI. Anledningen till att denna studie finner ett signifikant samband kan bero på att de argument som ledde Weitzel och Berns (2006) och Daude och Stein (2007) att förvänta sig ett samband mellan budpremien och politisk stabilitet, nu styrks. Det främsta argumentet är den politiska stabilitetens signaleringseffekt och påverkan på investeringsbeslut där politisk stabilitet främjar FDI (Weitzel & Berns, 2006). Politisk instabilitet har ett negativt samband med korruption, att ett land präglas av stabilitet snarare än instabilitet, det vill säga frånvaron av korruption, är vad som motiverar skapandet av synergier och budpremier (Weitzel & Berns, 2006), vilket stöd ges för i denna studie.

Anledningen till att studien finner ett positivt samband och inte ett negativt kan bero på att studien undersöker hur politisk distans mellan länderna påverkar budpremien, snarare än hur politiska dimensioner i mållandet påverkar budpremien vilket tidigare studier har gjort. Dikova, Sahib och van Witteloostuijn (2010) hävdar att formell institutionell distans mellan länderna kan associeras med osäkerhet och därmed svårigheter gällande värdering av målföretaget. Enligt Arslan och Dikova (2015) kan detta leda till att förvärvaren betalar ett för högt pris för målföretaget. Baserat på ovanstående resonemang är det rimligt att det råder ett positivt samband där större distans i politisk stabilitet och frihet mellan länderna leder till högre budpremier. Vidare argumenterade Xie, Reddy och Liang (2017) baserat på tidigare teoretisk forskning att större formell institutionell distans mellan länderna kan leda till att förvärvaren betalar en högre budpremie för målföretaget, vilket förstärker det positiva signifikanta sambandet ytterligare.

Enligt CAGE-framework kan politisk distans mellan länderna leda till ökade kostnader och risker i gränsöverskridande förvärv, varför företag ofta avstår från att engagera sig i gränsöverskridande affärer med företag från länder som associeras med sociala konflikter. Dessa extra kostnader kan bland annat bero på att förvärvaren betalar för höga budpremier i relation till uppnådda synergier efter förvärvet när den politiska distansen är stor mellan länderna. Således visar även CAGE-framework att variabelns positiva signifikanta samband med budpremien stödjer studiens teoretiska ramverk. Resonemanget ovan kan styrkas av argumentet att formell institutionell distans kan innebära svårigheter av värdering av målföretaget vilket kan leda till för höga budpremier (Dikova, Sahib & van Witteloostuijn, 2010; Arslan & Dikova, 2015) Resonemanget kan förstärkas av OLI-framework, där Dunning och Lundan (2008) menar att landets politiska formella institutionerna, ”L” i OLI, påverkar ett företags benägenhet att genomföra gränsöverskridande förvärv. Institutioner i mållandet kan innebära ökade kostnader, varför företag avstår från förvärv.

H4: Det finns ett positivt samband mellan geografisk distans och budpremiens storlek.

Bick *et al.* (2017) finner att det finns ett samband mellan informationsasymmetri, mätt i geografisk distans, och budpremien specifikt i små företag. Dionne La Haye och Bergerès (2015) finner ett samband mellan informationsasymmetri och budpremien, varför det kan antas ett samband mellan geografisk distans och budpremien. Studierna i kombination med

CAGE-framework som indikerar på att geografisk distans leder till extra kostnader och risker bygger starka argument för att det bör finnas ett samband mellan geografisk distans och budpremien. Variabeln visar ett dock ett p-värde på 74,3%, vilket innebär ett icke-signifikant samband, varför hypotesen förkastas.

Studiens resultat innebär att sambandet mellan informationsasymmetri, i form av geografiskt avstånd, och budpremien inte kan göras gällande. Med bakgrund i detta pekar studiens resultat på att geografisk distans inte skapar informationsasymmetri, eller ger upphov till en annan typ av informationsasymmetri än den som påverkar budpremien. Att informationsasymmetri påverkar budpremien är dock ett väl underbyggt antagande i finansforskningen (Duan & Jin, 2019; Bick *et al.*, 2017; Dionne La Haye & Bergerès, 2015). En förklaring till studiens resultat återfinns möjligen i att geografisk distans inte på ett tillfredsställande sätt kan användas som ett mått på informationsasymmetri, varvid potentiella mätfel föreligger.

H5: Det finns ett samband mellan ekonomisk distans och budpremiens storlek.

Trots den brist på tidigare forskning kring den ekonomiska distansens påverkan på budpremien, fann Malhotra, Sivakumar och Zhu (2009) samt Lim och Lee (2017) att ekonomisk distans har en signifikant påverkan på gränsöverskridande förvärv, varför ett samband mellan ekonomisk distans och budpremien bör finnas. Studien finner däremot inget signifikant samband då variabeln har ett p-värde på 31,3%, varför hypotesen förkastas.

En anledning till varför studien inte finner signifikans kan bero på att sambandet mellan antal gränsöverskridande förvärv och ekonomisk distans som Malhotra, Sivakumar och Zhu (2009) finner och sambandet mellan sannolikheten att förvärvet slutförs och ekonomisk distans som Lim och Lee (2017) finner, inte återfinns mellan budpremien och ekonomisk distans. Vidare kan det icke-signifikanta sambandet bero på skillnader i tidsperioden där ovan nämnda studier undersöker en längre tidsperiod och inkluderar förvärv som genomförts innan den sjätte förvärvsvågen. Enligt Lipton (2006) kännetecknades denna förvärvsvåg av en ökad globalisering speciellt av europeiska företag, varför det kan antas att länder blir alltmer ekonomiskt lika varandra, varför den ekonomiska distansen mellan länderna inte har haft en lika stor betydelse under tidsperioden.

En annan anledning kan bero på studiens urval, vilket presenteras i analysen för distans i regeringseffektivitet. "L" i OLI-framework innefattar även landets institutioner vad gäller ekonomiska dimensioner. Med tanke på att utvecklade länder förekommer mest frekvent i urvalet där den ekonomiska distansen vid dessa förvärv anses liten förklarar det varför modell 1 inte kan visa ett signifikant samband mellan variabeln och budpremien. Även tidigare nämnda problem med instabilt urval ses som en bidragande faktor.

I modell 2 där urvalet endast består av horisontella förvärv visar variabeln ett p-värde på 3,01%, vilket är under den 5% signifikansnivån. Efter åtgärder för att kontrollera urvalets instabilitet kan det alltså visas att olika typer av förvärv påverkas på olika sätt av ekonomisk distans. Resultatet visar att vid värdering av förvärv som förväntas generera överenskomna synergier och därmed beslut om budpremien, enligt synergihypotesens terminologi, är ekonomisk distans en variabel av signifikant effekt. Detta kan förklaras av CAGE-framework som beskriver att företag som genomför horisontella förvärv måste säkerställa att deras affärsmodell återskapas i det nya landet, vilket homogeniserade ekonomiska förhållanden underlättar. Den negativa koefficienten för ekonomisk distans i regressionen innebär att för varje ökad enhet i ekonomisk distans leder till 8,86% lägre budpremie. Därför bör en minskad ekonomisk distans, alltså en mer lik ekonomisk profil, resultera i en högre budpremie. Därmed råder överensstämmelse mellan CAGE-framework och studiens andra modell.

6.3 Kontrollvariabler

H6: Det finns ett positivt samband mellan köp inom branschgränser och budpremiens storlek.

I den empiriska referensramen presenteras forskning av Officer (2003) som visar ett samband mellan budpremien och förvärv inom samma bransch, vilket sedan stärks av resonemanget Duan och Jin (2019) för gällande synergihypotesen. Det sambandet återfinns inte i denna studie då variabelns p-värde är 12,4%, varför hypotesen förkastas. Ett resultat i linje med att den sjätte förvärvsvågen präglades av rationella beslut vilket innebar att synergihypotesens prediktioner gällande ledningens egennyttiga beteende inte var närvarande. Då Officer (2003) undersöker en annan tidsperiod, 1988-2000, ses detta som en anledning till att denna studie inte uppnår samma resultat. Som tidigare nämnt karakteriserades den femte förvärvsvågen,

1993-2000, av övervärderingar och överbetalningar, vilket blev en lärdom under den sjätte förvärvsvågen, ett faktum som alltså återspeglas i studien. Därför kan det tänkas att synergier under denna tidsperiod estimerades på ett mer konservativt sätt och därmed lägre budpremier, varför studiens resultat skiljer sig från Officer (2003).

H7: Det finns ett positivt samband med kontantbaserade transaktioner och budpremiens storlek.

Till skillnad från tidigare forskning påvisar studien inget signifikant samband mellan betalningsmetod och budpremiens storlek. Variabelns p-värde är 32,2%, vilket är större än specificerade nivåer för signifikans, varför hypotesen förkastas. Tidigare forskning av Davidson och Cheng (1997) samt Goergen och Renneboog (2004) har varit entydig om att det finns ett signifikant samband mellan betalningsmetod och budpremien, där kontanttransaktioner har associerats med högre budpremier. Även Yang, Guariglia, och Guo (2019) visade att företag med höga kassaflöden tenderar att använda sina kontanter och genomföra värdeförstörande förvärv, vilket kan förklaras av högre budpremier vid kontanttransaktioner. Detta ger stöd åt agentteorin och därav free cash flow hypotesen.

Därmed kan det konstateras att studiens icke-signifikanta samband inte är i enlighet med varken tidigare forskning eller agentteorin. Detta kan bero på att agentteorin grundas i det beteendeteoretiska perspektivet där företagsledningen kan agera irrationellt och använda sitt kassaöverskott och betala höga budpremier i kontanttransaktioner för att maximera sin egen nytta. Alexandridis, Mavrovitis, och Travlos (2011) hävdar att sjätte förvärvsvågen kännetecknades av rationella förvärvsbeslut drivna av neoklassiska motiv snarare beteendeteoretiska motiv. Förutsatt att företagsledningen har gjort en korrekt värdering av målföretaget i syfte att maximera aktieägarvärde, visar materialet på att den ytterligare risk som betalning med aktier associeras med i agentteorin, inte infinner sig under den sjätte förvärvsvågen.

En annan rimlig anledning till att kontantbaserade transaktioner inte visar ett signifikant samband med budpremien kan bero på studiens hantering av variabeln betalningsmetod. Då

denna studie endast mäter betalningsmetod i två dimensioner, kontanta betalningar eller annat betalningssätt, kan det tänkas rimligt att viktig information utelämnats ur modellen och således bidragit till dess resultat. Då endast 13 av observationerna avsåg betalning med aktier ansågs däremot den använda metodiken nödvändig.

H8 : Det finns ett positivt samband mellan målföretagets M/B-kvot och budpremiens storlek.

Alexandridis *et al.* (2013) fann ett negativt samband mellan målföretagets M/B-kvot och budpremiens storlek. Däremot visade Goergen och Renneboogs (2004) ett positivt samband samtidigt som Weston *et al.* (2010) argumenterade att förvärvare kan betala en för hög budpremie för högt värderade målföretag. Det positiva sambandet kan även styrkas av både empire building teorin och hybrishypotesen. Således förväntades även denna studie uppvisa ett positivt samband. M/B-kvoten har ett p-värde på 93,8%, vilket är klart över studiens högsta tillåtna signifikansnivå (10%), varför hypotesen förkastas.

Att denna studien inte finner ett signifikant samband kan bero på studiernas olika tidsperioder. Goergen och Renneboogs (2004) studie baseras på perioden 1993-2000 och Alexandridis *et al.* (2013) studie på perioden 1990-2007, medan denna studie undersöker perioden 2003-2007. Enligt Alexandridis, Mavrovitis, & Travlos (2011) kännetecknades den femte förvärvsvågen, 1993-2000, av övervärderade företag och extrema överbetalningar, medan den sjätte förvärvsvågen, 2003-2007, visade på lägre värderingar och därmed lägre budpremier. Därmed kan det antas att M/B-kvoten, som indikerar om företaget är övervärderat eller undervärderat, inte har en signifikant effekt på budpremien under tidsperioden 2003-2007. Vidare kan M/B-kvotens samband med budpremien kopplas till empire building teorin och hybrishypotesen. Baserat på samma argument av (Alexandridis, Mavrovitis, & Travlos (2011) att den sjätte förvärvsvågen karaktäriserades av neoklassiska teorier, snarare än beteendeteoretiska teorier, med färre hybris- och empire building motiv i samband med förvärvsbesluten, kan det antas att empire building teorin och hybrishypotesen inte kan förklara sambandet mellan M/B-kvoten och budpremiens storlek, under studiens tidsperiod.

H9: Det finns ett samband mellan målföretagets storlek och budpremiens storlek.

Målföretagets storlek är den enda kontrollvariabel som visar ett signifikant samband med budpremien, vilket leder till att hypotesen ovan accepteras. Enligt modell 1 har variabeln ett p-värde på 0,13%, vilket är under signifikansnivån 1 % och indikerar därmed på ett starkt signifikant samband mellan budpremien och storleken på målföretaget. Variabeln har en negativ koefficient som ligger på -0,0359, vilket indikerar på ett negativt samband. Då variabeln blivit transformerad genom logaritmering blir tolkningen som följande: för varje procents ökning i målföretagets storlek minskar budpremien med 0,000359%. Ett resultat som verkar försumbart men, då variabelns medelvärde är 1145,66 mEUR och visar på stor variation, se tabell 19, svarar målföretagets storlek för en stor del av budpremiens variation.

Studiens resultat är i enlighet med Alexandridis *et al.* (2013), Billet och Ryngaert (1997) samt Rossi och Volpin (2004), vilka samtliga visade att målföretagets storlek har ett negativt samband med budpremiens storlek. Alexandridis *et al.* (2013) menar att förvärvare betalar en mindre budpremie för större företag då förvärvarens aktiekurs påverkas mer negativt av förvärv av större företag eftersom det är svårare att uppnå förväntade synergier vid större förvärv. Detta kan kopplas till synergihypotesen som grundar sig i den neoklassiska teorin där investerare agerar rationellt för att maximera aktieägarvärdet. Enligt synergihypotesen är förvärvare villiga att betala en större budpremie för större förväntade synergier, vilket kan förklara varför förvärvare betalar en lägre budpremie för större företag när risken för att inte uppnå förväntade synergier och därmed förstöra aktieägarvärde är stor.

Studiens resultat är därmed inte i enlighet med Moeller, Schlingemann och Stulz (2004) och Harford och Li (2007), vilka fann ett positivt samband mellan målföretagets storlek och budpremien. Deras resultat kopplas till hybrishypotesen respektive empire-building teorin som bygger på beteendeteoretiska teorin där förvärvare agerar irrationellt och betalar ett för högt pris för målföretag som har svårt att generera förväntade synergier, vilket förstör aktieägarvärde.

Det signifikant negativa sambandet mellan målföretagets storlek och budpremiens storlek kan därmed förklaras med hjälp av synergihypotesen (neoklassiska teorin), snarare än

hybrishypotesen och empire-building teorin (beteendeteoretiska teorin), baserat på studiens urval och tidsperiod. Även detta samband kan förklaras av Alexandridis, Mavrovitis och Travlos (2011) påstående att sjätte förvärvsvågen var driven av neoklassiska motiv där förvärvare lärde sig att fatta bättre förvärvsbeslut från femte förvärvsvågen som karaktäriserades av massiva överbetalningar och övervärderingar. Utifrån deras resonemang kan det antas att hybris- och empire building-motiverade förvärvsbeslut förekom i mindre utsträckning under den sjätte förvärvsvågen. Istället betalade förvärvare rimliga budpremier med hänsyn till företagets storlek och potential att uppnå förväntade synergier, baserat på rationella förvärvsbeslut.

7. SLUTSATS OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Kommande kapitel framför slutsatser baserat på resultatet i tidigare avsnitt och diskuterar förslag till vidare forskning.

7.1 Slutsats

Denna studie syftar till att identifiera vilka landsspecifika variabler som förklarar budpremiens storlek vid gränsöverskridande förvärv. Vidare ämnar studien till att undersöka vilken av dessa variabler som har störst påverkan på budpremiens storlek. Då det råder brist på tidigare forskning inom M&A-litteraturen under den sjätte förvärvsvågen i Europa gällande flertalet institutionella landsspecifika variablers påverkan på budpremien, utgör denna studie en ansats till att fylla nämnda gap. Då ländernas institutioner samt skillnader i dessa anses ha en effekt budpremien är det av betydelse att undersöka den institutionella distansens påverkan på budpremien. Studiens forskningsbidrag syftar därmed till att ge en vidareutvecklad förklaringsmodell för budpremien, vilket i fortsättningen kan hjälpa företagsledningen i förvärvsbeslut i gränsöverskridande förvärv. Tidigare empiriska studier har visat att gränsöverskridande förvärv associeras med högre budpremier, vilket exemplifieras av det inledande exemplet där Vodafone betalade en budpremie på 89,15% för Mannesmann, anses det vara ytterst relevant för förvärvare att förstå vilka landsspecifika faktorer som påverkar budpremien. Detta då budpremien utgör en huvudkomponent i ekvationen för nettoförvärvsvärdet och är därmed en bidragande faktor till förvärvets värdeskapande. Detta forskningsbidrag anses vara väsentligt då tidigare forskning indikerar på att majoriteten av gränsöverskridande förvärv har varit värdeförstörande relativt inhemska förvärv. Baserat på studiens syfte har två frågeställningar undersökts, vilka besvaras nedan.

Första frågeställningen lyder: "Hur påverkar kulturell, politisk, geografisk och ekonomisk distans budpremiens storlek vid gränsöverskridande förvärv?". Av de landsspecifika variablerna uppvisar endast distans i politisk stabilitet och frihet signifikans i samtliga modeller. I modell 2 finner studien ett signifikant negativt samband för ekonomisk distans i

förvärv mellan företag inom samma bransch och vidare i modell 3, ett negativt samband mellan språklig distans och budpremiens storlek i förvärv mellan företag i olika branscher. Resterande landsspecifika variabler påvisar inget statistiskt samband. För kontrollvariablerna råder ett signifikant samband med målföretagets storlek i modell 1 och 2.

Vid en första anblick, där en klar majoritet av de landsspecifika variablerna visade icke-signifikanta samband, är resultatet oväntat. Baserat på den teoretiska referensram studien bygger på och tidigare litteraturstudier anses institutionell distans mellan länderna spela en viktig roll vid gränsöverskridande förvärv. Därmed förväntas landsspecifika variabler gällande ländernas institutionella dimensioner ha en påverkan på budpremien. Samtidigt är resultatet inte helt förvånande och kan förklaras med den teoretiska och empiriska grund uppsatsen vilar på. Enligt litteraturen anses ländernas institutioner vara av betydelse i gränsöverskridande förvärv ju större den institutionella distansen är mellan länderna. Vidare är denna distans avsevärt stor mellan utvecklade- och utvecklingsländer. Studiens urval visar att de mest frekventa förvärvsländerna och målländerna är samtliga utvecklade länder. Därmed antas den institutionella distansen mellan dessa länder relativt låg då institutioner i utvecklade länder är starka, i relation till utvecklingsländer. Således kan det antas att den institutionella distansen inte har en avsevärd betydande effekt på budpremien i gränsöverskridande förvärv, för det sammantagna urvalet.

Studiens modell 2 och 3 visar på att landsspecifika variabler spelar olika roll för budpremiens storlek i gränsöverskridande förvärv inom och utanför branschgränser. Vid horisontella förvärv uppstår överenskomna synergier medan det vid vertikala förvärv och konglomerat genereras finansiella och operationella synergier. Att de olika förvärvstyperna ger upphov olika synergier leder vidare till att de landspecifika variablerna påverkar budpremien på olika sätt. Modell 2 och 3 indikerar därmed att budpremien vid gränsöverskridande förvärv är ett invecklat fenomen, vilket kan förklara bristen på signifikanta variabler i modell 1.

Studiens andra frågeställning lyder: "Vilken landsspecifik variabel har störst påverkan på budpremiens storlek?". Utav de landsspecifika variabler som undersöks i modellen för det samlade urvalet, modell 1, konstateras endast ett signifikant för distans i politisk stabilitet och frihet. Således är det den landsspecifika variabeln med störst påverkan på budpremien. Enligt

presenterade tester förklarar den 6,1% av budpremiens variation. En förklaringsgrad på 6,1% kan anses vara stor i relation till att huvudmodellen förklarar 14,9% av budpremiens variation. Resultatet visar på att budpremiens storlek i hög grad kan förklaras av distans i politisk stabilitet och frihet. Anledningen till att denna variabel har störst påverkan på budpremien kan bero på att den ökade globaliseringen under sjätte förvärvsvågen kan ha minskat den kulturella-, ekonomiska och geografiska distansens påverkan vid gränsöverskridande förvärv, men inte den politiska distansens påverkan. Exponeringen mot olika kulturer kan tänkas ha normaliserat kulturella skillnader, den globala handeln minskat ekonomiska skillnader i form av BNP per capita och utvecklade transportmöjligheter eliminerat problematiken med geografiskt avstånd. Däremot kvarstår fortfarande stora skillnader mellan ländernas politiska institutioner, dimensioner som kan tänkas ta längre tid att integrera eftersom dessa är skyddade av bland annat konstitutioner. Detta kan förklara varför studien finner ett signifikant samband mellan politisk stabilitet och frihet och budpremiens storlek. Att distans i regeringseffektivitet inte uppvisar signifikans kan förklaras av att företag undviker att förvärva i länder med ett icke-fungerande rättssystem, vilket kan innebära att studiens urval inte består av tillräckligt många förvärv där spridningen i distans i regeringseffektivitet är stor mellan länderna.

Sammanfattningsvis dras slutsatsen att politisk distans i form av politisk stabilitet och frihet påverkar budpremiens storlek vid samtliga gränsöverskridande förvärv, samtidigt som även ekonomisk distans påverkar vid förvärv inom samma bransch och språklig distans vid branschöverskridande förvärv. Däremot kan inget samband mellan budpremiens storlek och kulturell distans i de gränsöverskridande förvärven göras gällande. Vidare dras slutsatsen att det är politisk distans i form av distans i politisk stabilitet och frihet som har störst påverkan på budpremien.

Slutligen kan undersökningens till stor del icke-signifikanta resultat verka anspråkslöst, däremot utgör det ett nytt utslag som både stödjer och utmanar den tidigare forskningen och det teoretiska ramverket. Vidare tillhandahåller resultatet insikter som skapar djupare förståelse inom forskningsområde.

7.2 Förslag till vidare forskning

Gränsöverskridande förvärv är ofta omfattande och komplicerade processer där flertalet landsspecifika faktorer kan ha en påverkan på budpremiens storlek. Detta tar sig i uttryck i att studiens huvudmodell endast lyckas förklara 14,9% av budpremiens variation. Vidare fokuserar studien på budpremiens påverkan av institutionell distans där endast ett signifikant samband med budpremien kan presenteras, distans i politisk stabilitet och frihet. Det kan tänkas att andra institutionella mått, än just distans, har en större påverkan på budpremien.

Förslag till vidare forskning behandlar därför ytterligare institutionella mått som kan förklara varför gränsöverskridande förvärv tenderar inbringa en högre budpremie än inhemska. Ett intressant perspektiv vore att undersöka institutionella variabler kopplade till det specifika mållandet, såsom mållandets kulturella, politiska, geografiska eller ekonomiska egenskaper, snarare än distansen mellan förvärvs- och mållandet.

Vidare antas både den informella och formella institutionella distansen vara stor mellan utvecklingsländer och utvecklade länder, vilket har stor påverkan vid gränsöverskridande förvärv. Då en övervägande del av studiens urval bestod av förvärv mellan utvecklade länder, kan det tänkas vara en rimlig anledning till varför majoriteten av de landsspecifika variablerna inte lyckas påvisa statistisk signifikans. Således är det av intresse att begränsa urvalet genom att endast undersöka förvärv mellan utvecklade- och utvecklingsländer, i syfte att identifiera om institutionella landsspecifika variabler har en påverkan på budpremien i gränsöverskridande förvärv.

KÄLLFÖRTECKNING

Alexandridis, G., Mavrovitis, C. & Travlos, N. (2011). How have M&As changed? Evidence from the sixth merger wave. *The European Journal of Finance*, 18(8), ss. 663-688.

Alexandridis, G., Fuller, K., Terhaar, L. & Travolos, N. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance*, 20, ss. 1–13.

Allison, P. (1999). *Multiple regression: A primer*, London: Pine Forge Press.

Antoniou, A., P. Arbour, & H. Zhao. (2007). How Much is Too Much: Are Merger Premiums Too High? *European Financial Management*, 14, ss. 268-287.

Arslan, A., & Dikova, D. (2015). Influences of Institutional Distance and MNEs' Host Country Experience on the Ownership Strategy in Cross-border M&As in Emerging Economies. *Journal of Transnational Management*, 20(4), ss. 231-256.

Aybar, B. & Ficici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), ss. 1317-1338.

Aw, M.S.B. & Chatterjee, R.A. (2004). The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets. *Applied Financial Economics*, 14, ss. 337–349.

Bacon, F. & Boulton, J. (2019). The Brexit Announcement: A Test of Market Efficiency. *Journal of Business and Behavioral Sciences*, 31(2), ss. 60-69.

Bick, P., Crook, M., Lynch, A & Walkup, B. (2017). Does Distance Matter in Mergers and Acquisitions?, *Journal of Financial Research*, 40(1), ss. 33–54.

Billett, M. T. & Ryngaert, M. (1997). Capital structure, asset structure and equity takeover premiums in cash tender offers, *Journal of Corporate Finance*, 3(2), ss. 141–165.

- Black, B. (1989). Bidder Overpayment in Takeover. *Stanford Law Review*, 42(3), ss. 597-660.
- Bradley, M., Desai A., Kim, E.H. (1983). The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *Journal of Financial Economics*, 11, ss. 183-206.
- Bradley, C., Hirt, M. & Smit, S. (2011). Have you tested your strategy lately? *McKinsey Quarterly*, 47(1), ss. 1-14.
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. 3 uppl. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Carnes, T. A., Black, E. L., & Jandik, T. (2001). The Long-term Success of Cross-border Mergers and Acquisitions. Tillgänglig: <http://ssrn.com/abstractZ270288> [Hämtad 10 April 2020]
- Chari, A., Ouimet, P. & Tesar, L. (2010). The Value of Control in Emerging Markets. *The Review of Financial Studies*, 23, ss. 1741-1770.
- Chatterjee, S. (1986). Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms. *Strategic Management Journal*, 7(2). ss. 119-139.
- Coulon, Y. (2020). *Rational Investing with Ratios: Implementing Ratios with Enterprise Value and Behavioral Finance*. 1 uppl. Springer International Publishing. Tillgänglig: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=cat07147a&AN=lub.6384834&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 10 April 2020]
- Coval, J. & Moskowitz, T. (1999). Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, *The Journal of Finance*, 54(6), s. 2045.
- Datta, D.K. & Puia, G. (1995). Cross-border acquisitions: an examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms. *Manag. Int. Rev.*, 35, ss. 337–359.

- Davidson, W.N. & Cheng, L.T.W. (1997). Target Firm Returns: Does the Form of Payment Affect Abnormal Returns? *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(3). ss. 465-479.
- Daude C., & Stein, E. (2007). The quality of institutions and foreign direct investment. *Economics & Politics*, 19(3), ss. 317-344.
- De Moor, L. & Sercu P. (2015). Measuring the impact of extreme observations on CAPM alphas: Some methodological issues. *Finance Research Letters*, 15, ss. 1-10.
- Dikova, D., Sahib, P. R. & van Witteloostuijn, A. (2010). Cross-Border Acquisition Abandonment and Completion: The Effect of Institutional Differences and Organizational Learning in the International Business Service Industry, 1981-2001. *Journal of International Business Studies*, 41(2). ss. 223-245.
- Díaz Díaz, B., Sanfilippo Azofra, S., & López Gutiérrez, C. (2013). Synergies or overpayment in European corporate M&A. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 2(5), ss. 135-153.
- Dionne, G., La Haye, M. & Bergerès, A. (2015). Does asymmetric information affect the premium in mergers and acquisitions?, *The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economique*, 48(3), ss. 819. Tillgänglig: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edsjrs&AN=edsjrs.43818234&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 10 April 2020]
- Dong, L., Li, X., McDonald, F. & Xie, J. (2019). Distance and the completion of Chinese cross-border mergers and acquisitions. *Baltic Journal of Management*, 14(3), ss. 500-519.
- Dow, D. & Karunaratna, A. (2006). Developing a multidimensional instrument to measure psychic distance stimuli. *Journal of International Business Studies*, 37(5), ss. 578–602.
- Duan Y. & Jin Y. (2019). Financial Constraints and Synergy Gains from Mergers and Acquisitions. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 30(1),ss. 60-82

Dunning, J. (1980). Toward an Eclectic Theory of International Production: Some Empirical Tests. *Journal of International Business Studies*, 11(1), ss. 9–31.

Dunning, J. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Wokingham: Addison-Wesley.

Dunning, J. & Lundan S. (2008). Institutions and the OLI Paradigm of the Multinational Enterprise. *Asia Pacific Journal of Management*, 25(4), ss. 573-593.

Eun, C.S., R. Kolodny & C. Scheraga (1996). Cross-border Acquisitions and Shareholder Wealth: Tests of the Synergy and Internationalisation Hypothesis. *Journal of Banking and Finance*, 20(9), ss. 1559–82.

Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), ss. 383-417.

Fishman, M. (1989). Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions. *The Journal of Finance*. 44(1), ss. 41-57.

Gaughan, P.A. (2018). *Mergers, Acquisitions & Corporate Restructurings*, 6 uppl., New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Gugler, K., Mueller, D., Weichselbaumer, M. & Yurtoglu, B. (2010). Market Optimism and Merger Waves. *Managerial and Decision Economics*, 33, ss. 159-175.

Ghemawat, P. (2001). Distance Still Matters. The Hard Reality of Global Expansion.

Harvard Business Review, 79(8), ss. 137. Tillgänglig:

<https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=edb&AN=5134712&site=eds-live&scope=site> [Hämtad 7 April 2020]

Glabosky, M. Gleason, K. & Murdock, M. (2015). Political risk and the factors that affect international bids. *Global Finance Journal*, 28, ss. 68-83.

Goergen, M & Renneboog, L (2004). Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10(1), ss. 9-45.

Harris, R.S. & Ravenscraft, D. (1991). The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market. *The Journal of Finance*, 46(3), ss. 825-844.

Haunschild, P. R. (1994). How Much Is That Company Worth?: Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums. *Administrative Science Quarterly*, 39(3), ss. 391–411.

Heckman, J. (1979). Sample Selection Bias as a Specification Error, *Econometrica*. 47(1), s. 153.

Hofstede, G. (1980). Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values. 1 uppl. Beverly Hills: Sage Publications.

Huxley S. & Sidaoui M. (2018). Gaining Market Share in Emerging Markets Portfolios by Moderating Extreme Returns: the Case of Peru. *Economics, Management and Financial Markets*, 13(3), ss. 37-55.

Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, ss. 323-339.

Jensen M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), ss. 305-360.

Kaufmann, D., Kraay, A. & Mastruzzi, M. (2009). Governance matters 2009: learning from over a decade of the worldwide governance indicators. Washington, DC: The Brookings Institute.

Kedia, B.L., Reddy, K.R. (2016). Language and cross-border acquisitions: An exploratory study. *International Business Review*, 25, ss. 1321–1332.

Kisgen, D., Qian, J. & Song, W. (2009). Are fairness opinions fair? The case of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 91(2), ss. 179-207.

Kogut, B., Singh, H. (1988). The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), ss. 411-432.

Kumar, B. R. (2019) Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions : Integrated Case Studies. 1 uppl. 2019. Springer International Publishing. Tillgänglig: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=cat07147a&AN=lub.5309305&site=eds-live&scope=site> [Hämtad: 7 April 2020]

Kyvik, O. (2011). Cultural Complexities in Cross Border Mergers & Acquisitions.

Tillgänglig:

https://www.researchgate.net/publication/258205977_Cross-border_MA_Cultural_Complexities_Cross-border_Mergers_and_Acquisitions_Cultural_Complexities [Hämtad: 20 April 2020]

Le, T.H., (2017). Does economic distance affect the flows of trade and foreign direct investment? Evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance*, 5(1).

Lee, K. H. (2018). Human capital relatedness in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 129(1), ss 111-135.

Li, Y., Lu, M., Ling Lo, Y. (2019). The Impact of Analyst Coverage on Partial Acquisitions: Evidence from M&A Premiums and Firm Performance in China. *International Review of Economics and Finance*, 63, ss. 37-60.

Lim, J., Makhija, A. K. and Shenkar, O. (2016). The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A. *Journal of Corporate Finance*, 41, ss. 542–571.

- Lim, M.H. & Lee, J.H. (2017), National economic disparity and cross-border acquisition resolution. *International Business Review*, 26(2), ss. 354-364.
- Lipton, M. (2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. The Davies Lecture Osgoode Hall Law School York University. Tillgänglig:
<http://cornerstone-business.com/MergerWavesTorontoLipton.pdf> [Hämtad 5 April 2020]
- Luo, G.Y. (2012). Evolutionary Foundations of Equilibria in Irrational Markets, New York: Springer New York.
- Lundahl, U. & Skärvad, P-H. (2016). Utredningsmetodik. 4 uppl. Lund: Studentlitteratur.
- Malhotra, S., Sivakumar, K. & Zhu, P.C. (2009). Distance factors and target market selection: the moderating effect of market potential. *International Marketing Review*, 26(6), ss. 651-673.
- Mateev, M. & Andonov, K. (2018). Do European bidders pay more in cross-border than in domestic acquisitions? New evidence from Continental Europe and the UK. *Research in International Business and Finance*, 45, ss. 529–556.
- Mauro, P. (1995). Corruption and growth. *Quarterly Journal of Economics*, 110(3), ss. 681.
- Mnif, E., Salhi, B. & Jarboui, A. (2020). Herding behaviour and Islamic market efficiency assessment: case of Dow Jones and Sukuk market. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(1), ss. 24-41.
- Moeller, S. B. and Schlingemann, F. P. (2005). Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking and Finance*, 29(3), ss. 533–564.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), ss. 201–228.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance*, 45(1), ss. 31-48.

- Morosini, P., Shane, S. & Singh, H. (1998). National Cultural Distance and Cross-Border Acquisition Performance. *Journal of International Business Studies*, 29(1), ss. 137-158.
- Nan, Z. & Kaizoji, T. (2019). Market efficiency of the bitcoin exchange rate: Weak and semi-strong form tests with the spot, futures and forward foreign exchange rates. *International Review of Financial Analysis*, 64, ss. 273-281.
- Nathan, K., O'Keefe, T. (1989). The Rise in Takeover Premiums: An Exploration Study. *Journal of Financial Economics*, 23(1), ss. 101-119.
- North, D. C. (1990). Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge University Press. Tillgänglig:
<https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=cat07147a&AN=lub.557164&site=eds-live&scope=site> [Hämtad: 29 April 2020]
- Nyitrai T., Virág M. (2019) The effects of handling outliers on the performance of bankruptcy prediction models. *Socio-Economic Planning Sciences*, 67, ss. 34-42.
- Officer, M. S. (2003). Termination fees in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 69(3), ss. 431–467.
- Ojo, S. (2017). Diasporas and Transnational Entrepreneurship in Global Contexts, *Advances in Business Strategy and Competitive Advantage (ABSCA) Book Series*.
- Ragozzino, R. & Reuer, J. J. (2011). Geographic distance and corporate acquisitions: signals from IPO firms. *Strategic Management Journal (John Wiley & Sons, Inc.)*, 32(8), ss. 876–894.
- Raj M. & Forsyth M. (2003). Hubris amongst U.K. Bidders and Losses to shareholders. *International journal of business*, 8(1), ss. 1-16.
- Reifman A. & Keyton K. (2010). Winsorize. *Encyclopedia of Research Design*, 3, ss. 1636-1638.
- Reis, N. (2017). The impact of institutional distance on cross-border mergers and acquisitions completion (Unpublished doctoral dissertation). University of Coimbra, Coimbra.

Reuer, J., Tong, T. & Wu, C. (2012). A Signaling Theory of Acquisition Premiums: Evidence from IPO Targets. *Academy of Management Journal*, 55(3), ss. 667-683.

Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77(3), ss. 561-603.

Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59(2), ss. 197-216.

Rossi, S. & Volpin, P. (2004). Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), ss. 277-304.

Schwert, W. (1996). Markup Pricing in Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 41(2), ss. 153-192.

Sharma, A., Branch, B.S., Chgawla, C., & Qiu, L. (2013). Explaining Market-to-Book: The relative impact of firm performance, growth, and risk.

Slusky, A.R., & Caves, R.E. (1991). Synergy, Agency and the Determinants of Premia Paid in Mergers. *Journal of Industrial Economics*, 39(3), ss. 277-296.

Swenson, D. (1993), Foreign Mergers and Acquisitions in the United States, in Froot, K.A. (eds), *Foreign Direct Investment*, Chicago: University of Chicago Press, ss. 255- 281.

Trautwein, F. (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. *Strategic management journal*, 11(4), ss. 283-295.

Tsang, E.W. & Yip, P.S. (2007). Economic distance and the survival of foreign direct investments. *Academy of Management Journal*, 50(5), ss. 1156-1168.

UNCTAD (2006). *World Investment Report 2006 - FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*, Geneva.

UNCTAD (2000). *World Investment Report 2000 - Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, New York and Geneva.

United States Department Of Labor, 2020. *SIC Division Structure*. Tillgänglig online: https://www.osha.gov/pls/imis/sic_manual.html [Hämtad: 7 Maj 2020]

Uysal, V. B., Kedia, S., & Panchapagesan, V. (2008). Geography and acquirer returns. *Journal of Financial Intermediation*, 17(2), ss. 256–275.

Weitzel, U., & Berns S. (2006). Cross-Border Takeovers, Corruption, and Related Aspects of Governance. *Journal of International Business Studies*, 37(6), ss. 786-806.

Weston, J. F., Mark, M., Mulherin, J., Siu, J. & Johnson, B. (2003). Takeovers, restructuring, and corporate governance. 4 uppl. Pearson Prentice Hall. Tillgänglig: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=cat07147a&AN=lub.1598747&site=eds-live&scope=site> [Hämtad: 29 April 2020]

Xie, E., Reddy, K. S., & Liang, J. (2017). Country-specific determinants of cross-border mergers and acquisitions: A comprehensive review and future research directions. *Journal of World Business*, 52(2), ss. 127–183.

Yang, L. & Zhang, J. (2015). Political Connections, Government Intervention and Acquirer Performance in Cross-border Mergers and Acquisitions: an Empirical Analysis Based on Chinese Acquirers. *World Economy*, 38(10), ss. 1505–1525.

Yang, J., Guariglia, A., & Guo., J. (2019). To what extent does corporate liquidity affect M&A decisions, method of payment and performance? Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. 54, ss. 128-152.

Chun, W., Qian, W., Qi, H. & Qi, D. (2017). Cultural Distance and Chinese Cross-Border Merger and Acquisition Performance. *Journal of Marketing Development & Competitiveness*, 11(4), ss. 145-156.

Bilaga 1: Studiens samtliga modeller

Dependent Variable: BUDPREMIE_W
 Method: Least Squares
 Date: 05/26/20 Time: 14:27
 Sample: 1 132
 Included observations: 132

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.838188	0.342511	2.447185	0.0158
BRANSCH	-0.067113	0.044186	-1.518863	0.1314
BETMET1	0.006524	0.067272	0.096972	0.9229
BETMET2	-0.097277	0.091635	-1.061577	0.2906
TARGET_M_B_W	-0.000225	0.011023	-0.020434	0.9837
MARKNADSVARDE_W	-0.038636	0.011209	-3.446734	0.0008
GEODIST_W	-0.012028	0.034267	-0.350997	0.7262
SPRAK	-0.010207	0.017973	-0.567933	0.5711
KULTDIST_W	0.006007	0.005390	1.114383	0.2673
EKDIST_W	-0.040359	0.035822	-1.126653	0.2621
REGDIST_W	-0.004313	0.004593	-0.939125	0.3496
STABDIST_W	0.009466	0.003036	3.117890	0.0023
R-squared	0.221171	Mean dependent var		0.314375
Adjusted R-squared	0.149778	S.D. dependent var		0.243552
S.E. of regression	0.224573	Akaike info criterion		-0.062727
Sum squared resid	6.051947	Schwarz criterion		0.199346
Log likelihood	16.13996	Hannan-Quinn criter.		0.043768
F-statistic	3.097953	Durbin-Watson stat		2.074816
Prob(F-statistic)	0.001067			

Modell 1. Huvudmodellen.

Dependent Variable: BUDPREMIE_W
 Method: Least Squares
 Date: 05/16/20 Time: 15:20
 Sample: 1 132 IF BRANSCH=1
 Included observations: 87

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.727975	0.362995	2.005465	0.0485
BETMET1	-0.005794	0.076370	-0.075862	0.9397
BETMET2	-0.073204	0.099130	-0.738459	0.4625
TARGET_M_B_W	-0.009629	0.012518	-0.769197	0.4442
MARKNADSVARDE_W	-0.042895	0.012603	-3.403553	0.0011
GEODIST_W	-0.006550	0.038389	-0.170613	0.8650
SPRAK	0.013977	0.019031	0.734443	0.4649
KULTDIST_W	0.004939	0.006121	0.806843	0.4223
EKDIST_W	-0.088527	0.040242	-2.199875	0.0309
REGDIST_W	-0.003448	0.004950	-0.696556	0.4882
STABDIST_W	0.011344	0.003733	3.038686	0.0033
R-squared	0.264551	Mean dependent var		0.276373
Adjusted R-squared	0.167781	S.D. dependent var		0.228855
S.E. of regression	0.208776	Akaike info criterion		-0.177414
Sum squared resid	3.312633	Schwarz criterion		0.134367
Log likelihood	18.71751	Hannan-Quinn criter.		-0.051869
F-statistic	2.733822	Durbin-Watson stat		2.238523
Prob(F-statistic)	0.006300			

Modell 2. Förvärv inom samma bransch.

Dependent Variable: BUDPREMIE_W
 Method: Least Squares
 Date: 05/16/20 Time: 15:20
 Sample: 1 132 IF BRANSCH=0
 Included observations: 45

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.853623	0.890870	0.958191	0.3447
BETMET1	0.129594	0.146339	0.885577	0.3821
BETMET2	-0.099987	0.223715	-0.446939	0.6578
TARGET_M_B_W	0.007715	0.024585	0.313821	0.7556
MARKNADSVARDE_W	-0.045949	0.026935	-1.705942	0.0971
GEODIST_W	0.006092	0.076278	0.079860	0.9368
SPRAK	-0.085476	0.048232	-1.772181	0.0853
KULTDIST_W	0.010384	0.012399	0.837472	0.4082
EKDIST_W	0.085995	0.086874	0.989876	0.3292
REGDIST_W	-0.015273	0.012972	-1.177384	0.2472
STABDIST_W	0.009931	0.005543	1.791444	0.0821
R-squared	0.311437	Mean dependent var		0.387845
Adjusted R-squared	0.108918	S.D. dependent var		0.256630
S.E. of regression	0.242252	Akaike info criterion		0.210907
Sum squared resid	1.995317	Schwarz criterion		0.652535
Log likelihood	6.254600	Hannan-Quinn criter.		0.375541
F-statistic	1.537818	Durbin-Watson stat		1.680469
Prob(F-statistic)	0.168752			

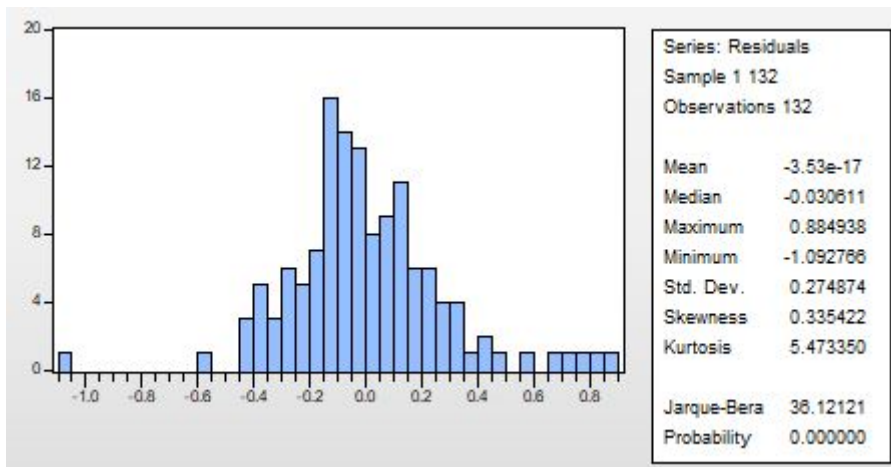
Modell 3. Förvärv inom olika branscher.

Dependent Variable: BUDPREMIE_W
 Method: Least Squares
 Date: 05/26/20 Time: 14:30
 Sample: 1 132
 Included observations: 132

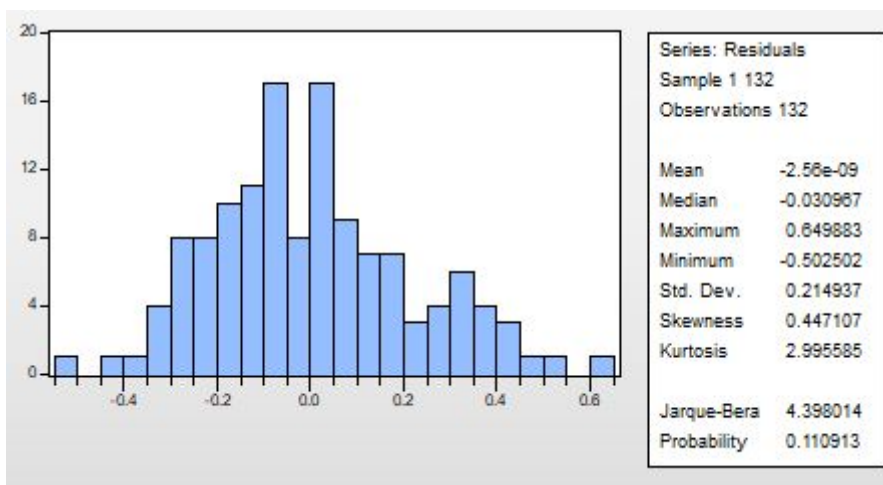
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.894710	0.354143	2.526409	0.0128
BRANSCH	-0.096999	0.044661	-2.171889	0.0318
BETMET1	0.014886	0.069599	0.213878	0.8310
BETMET2	-0.077729	0.094657	-0.821167	0.4132
TARGET_M_B_W	-0.000188	0.011413	-0.016490	0.9869
MARKNADSVARDE_W	-0.037017	0.011594	-3.192842	0.0018
GEODIST_W	-0.013575	0.035477	-0.382633	0.7027
SPRAK	-0.009764	0.018609	-0.524714	0.6007
KULTDIST_W	0.008689	0.005510	1.577127	0.1174
EKDIST_W	-0.014830	0.036108	-0.410702	0.6820
REGDIST_W	5.51E-05	0.004529	0.012178	0.9903
R-squared	0.158078	Mean dependent var		0.314375
Adjusted R-squared	0.088498	S.D. dependent var		0.243552
S.E. of regression	0.232525	Akaike info criterion		1.79E-05
Sum squared resid	6.542217	Schwarz criterion		0.240251
Log likelihood	10.99882	Hannan-Quinn criter.		0.097638
F-statistic	2.271876	Durbin-Watson stat		2.070125
Prob(F-statistic)	0.017906			

Huvudmodellen exklusive stabdist_w.

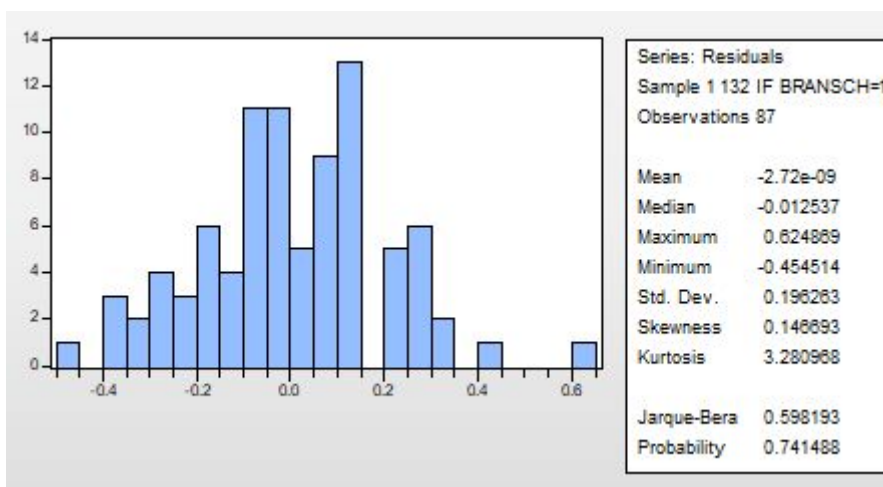
Bilaga 2: Jarque-Bera test



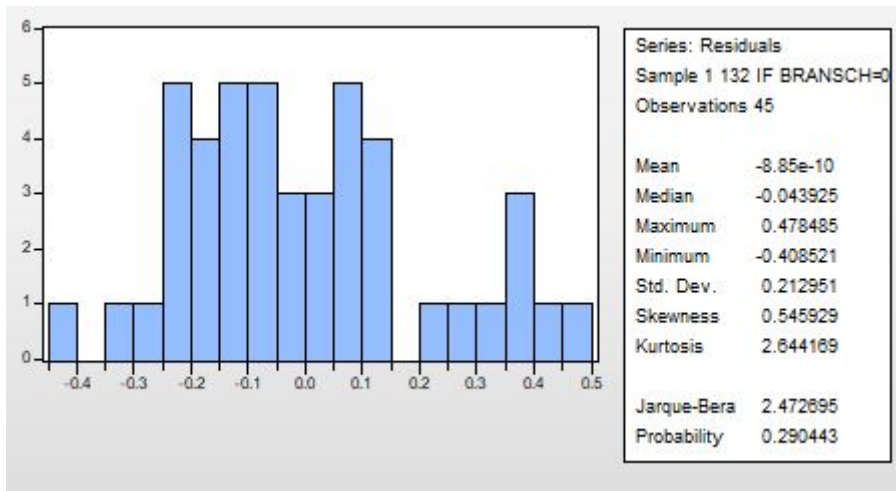
Obehandlat urval.



Urval modell 1.



Urval modell 2.



Urval modell 3.

Bilaga 3: Heteroskedasticitetstest

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.113657	Prob. F(11,120)	0.3566
Obs*R-squared	12.22705	Prob. Chi-Square(11)	0.3468
Scaled explained SS	10.08269	Prob. Chi-Square(11)	0.5230

Modell 1.

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.005454	Prob. F(10,76)	0.4468
Obs*R-squared	10.16500	Prob. Chi-Square(10)	0.4261
Scaled explained SS	8.846784	Prob. Chi-Square(10)	0.5467

Modell 2.

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.271471	Prob. F(10,34)	0.2847
Obs*R-squared	12.24800	Prob. Chi-Square(10)	0.2688
Scaled explained SS	5.747971	Prob. Chi-Square(10)	0.8360

Modell 3.

Bilaga 4: Ramsey RESET test

Ramsey RESET Test
 Equation: EQ_W
 Omitted Variables: Squares of fitted values
 Specification: BUDPREMIE_W C BRANSCH BETMET1 BETMET2
 TARGET_M_B_W MARKNADSVARDE_W GEODIST_W SPRAK
 KULTDIST_W EKDIST_W REGDIST_W STABDIST_W

	Value	df	Probability
t-statistic	0.261170	119	0.7944
F-statistic	0.068210	(1, 119)	0.7944
Likelihood ratio	0.075640	1	0.7833

Modell 1.

Ramsey RESET Test
 Equation: EQ_B1
 Omitted Variables: Squares of fitted values
 Specification: BUDPREMIE_W C BETMET1 BETMET2 TARGET_M_B_W
 MARKNADSVARDE_W GEODIST_W SPRAK KULTDIST_W
 EKDIST_W REGDIST_W STABDIST_W

	Value	df	Probability
t-statistic	2.308730	75	0.0237
F-statistic	5.330233	(1, 75)	0.0237
Likelihood ratio	5.973241	1	0.0145

Modell 2.

Ramsey RESET Test
 Equation: EQ_B0
 Omitted Variables: Squares of fitted values
 Specification: BUDPREMIE_W C BETMET1 BETMET2 TARGET_M_B_W
 MARKNADSVARDE_W GEODIST_W SPRAK KULTDIST_W
 EKDIST_W REGDIST_W STABDIST_W

	Value	df	Probability
t-statistic	0.238862	33	0.8127
F-statistic	0.057055	(1, 33)	0.8127
Likelihood ratio	0.077735	1	0.7804

Modell 3.

Bilaga 5: Korrelationsmatris

Correlation										
	BETMET1	BRANSCH	EKDIST_W	GEODIST_W	KULTDIST_W	MARKNADS...	REGDIST_W	SPRAK	STABDIST_W	TARGET_M_...
BETMET1	1.000000	-0.087348	0.058928	0.176038	-0.010121	-0.059050	0.110872	0.214820	0.058300	0.008260
BRANSCH	-0.087348	1.000000	-0.008392	-0.115643	0.017754	0.108449	0.101533	-0.079741	-0.136895	-0.043824
EKDIST_W	0.058928	-0.008392	1.000000	0.076786	0.266061	-0.080437	0.587650	0.278611	0.479751	-0.062527
GEODIST_W	0.176038	-0.115643	0.076786	1.000000	0.257536	-0.046642	0.150211	0.183635	0.124527	-0.200811
KULTDIST_W	-0.010121	0.017754	0.266061	0.257536	1.000000	-0.054642	0.411720	0.655634	0.383030	-0.084013
MARKNADS...	-0.059050	0.108449	-0.080437	-0.046642	-0.054642	1.000000	0.028022	0.037841	-0.011457	0.299176
REGDIST_W	0.110872	0.101533	0.587650	0.150211	0.411720	0.028022	1.000000	0.490149	0.543822	-0.048446
SPRAK	0.214820	-0.079741	0.278611	0.183635	0.655634	0.037841	0.490149	1.000000	0.369212	-0.078239
STABDIST_W	0.058300	-0.136895	0.479751	0.124527	0.383030	-0.011457	0.543822	0.369212	1.000000	-0.032613
TARGET_M_...	0.008260	-0.043824	-0.062527	-0.200811	-0.084013	0.299176	-0.048446	-0.078239	-0.032613	1.000000

Modell 1.

Correlation										
	BETMET_B1	EKDIST_B1	GEODIST_B1	KULTDIST_B1	MARKNADS...	REGDIST_B1	SPRAK_B1	STABDIST_B1	TARGET_M_...	
BETMET_B1	1.000000	0.091299	0.257017	0.047937	-0.058994	0.111613	0.199856	0.030663	0.013282	
EKDIST_B1	0.091299	1.000000	0.111582	0.247944	0.043264	0.553609	0.246342	0.532175	-0.108224	
GEODIST_B1	0.257017	0.111582	1.000000	0.315348	0.042021	0.191998	0.179264	0.089567	-0.110721	
KULTDIST_B1	0.047937	0.247944	0.315348	1.000000	0.111657	0.466795	0.657971	0.331715	0.054577	
MARKNADS...	-0.058994	0.043264	0.042021	0.111657	1.000000	0.115405	0.226246	0.100581	0.249080	
REGDIST_B1	0.111613	0.553609	0.191998	0.466795	0.115405	1.000000	0.483455	0.630217	-0.038970	
SPRAK_B1	0.199856	0.246342	0.179264	0.657971	0.226246	0.483455	1.000000	0.308584	0.005203	
STABDIST_B1	0.030663	0.532175	0.089567	0.331715	0.100581	0.630217	0.308584	1.000000	0.016777	
TARGET_M_...	0.013282	-0.108224	-0.110721	0.054577	0.249080	-0.038970	0.005203	0.016777	1.000000	

Modell 2.

Correlation										
	BETMET_B0	EKDIST_B0	GEODIST_B0	KULTDIST_B0	MARKNADS...	REGDIST_B0	SPRAK_B0	STABDIST_B0	TARGET_M_...	
BETMET_B0	1.000000	-0.014603	-0.071411	-0.142781	-0.027059	0.149481	0.234976	0.083069	-0.014717	
EKDIST_B0	-0.014603	1.000000	-0.003778	0.303862	-0.352951	0.708479	0.357629	0.391407	0.021560	
GEODIST_B0	-0.071411	-0.003778	1.000000	0.131171	-0.237193	0.077839	0.167523	0.158976	-0.426961	
KULTDIST_B0	-0.142781	0.303862	0.131171	1.000000	-0.452419	0.270830	0.666341	0.504383	-0.356874	
MARKNADS...	-0.027059	-0.352951	-0.237193	-0.452419	1.000000	-0.274752	-0.431867	-0.206303	0.431532	
REGDIST_B0	0.149481	0.708479	0.077839	0.270830	-0.274752	1.000000	0.563843	0.424662	-0.059249	
SPRAK_B0	0.234976	0.357629	0.167523	0.666341	-0.431867	0.563843	1.000000	0.491425	-0.280328	
STABDIST_B0	0.083069	0.391407	0.158976	0.504383	-0.206303	0.424662	0.491425	1.000000	-0.140840	
TARGET_M_...	-0.014717	0.021560	-0.426961	-0.356874	0.431532	-0.059249	-0.280328	-0.140840	1.000000	

Modell 3.