

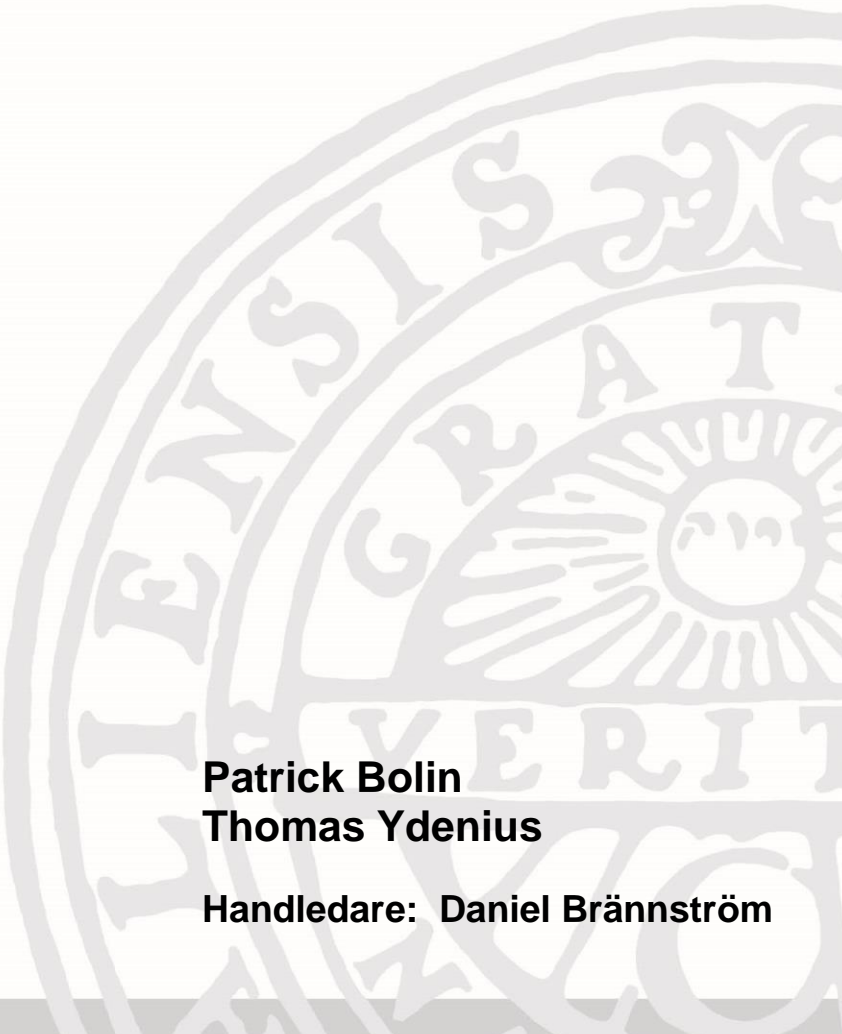


# Joint ventures inverkan på aktiekursen

- En eventstudie på den svenska marknaden

Kandidatuppsats 15 hp  
Företagsekonomiska institutionen  
Uppsala universitet  
HT 2016

Datum för inlämning: 2017-01-13



**Patrick Bolin  
Thomas Ydenius**

**Handledare: Daniel Brännström**

## **Sammandrag**

Internationaliseringen av näringslivet har lett till att svenska företag tenderar att samarbeta mer med andra bolag. Exempel på en sådan samarbetsform är joint ventures, det innebär att två eller fler företag bildar ett nytt samägt bolag. Syftet med denna studie är att undersöka om det uppstår abnormal avkastning hos svenska företag vid tillkännagivandet av ett ingått joint venture. Vidare undersöks som underliggande faktorer om nationella och internationella joint ventures och relativa storleksskillnaden mellan moderbolagen påverkar en eventuell abnormal avkastning. Studien är kvantitativ och för att undersöka marknadsreaktionen används en eventstudie. Urvalet består av 198 joint ventures från perioden 2000-2016 som ingåtts av företag noterade på NASDAQ OMX Stockholm large, mid och small cap. Resultatet visar att det generellt uppstår en positiv abnormal avkastning i samband med tillkännagivandet av ett ingått joint venture. Dock tycks ingen av de undersökta faktorerna vara drivande bakom marknadsreaktionen.

**Nyckelord:** *joint venture, abnormal avkastning, eventstudie, nationella joint ventures, internationella joint ventures, relativstorlek*

## **Förord**

Vi vill tacka vår handledare Daniel Brännström som under arbetets gång bidragit med värdefulla råd, synpunkter och kommentarer. Vi vill även rikta ett tack till de som läst och opponerat på vår uppsats.

Uppsala, 13 januari 2017

Patrick Bolin

Thomas Ydenius

# Innehållsförteckning

<b>1. Inledning</b> .....	<b>1</b>
1.1 Bakgrund.....	1
1.2 Problematisering .....	2
1.3 Syfte.....	3
1.4 Disposition.....	3
<b>2. Teoretisk referensram</b> .....	<b>4</b>
2.1 Effektiva marknadshypotesen.....	4
2.2 Joint ventures .....	4
2.2.1 Nationella joint ventures .....	6
2.2.2 Internationella joint ventures .....	7
2.2.3 Nationella joint ventures kontra internationella joint ventures.....	8
2.3 Relativ storleksskillnad .....	9
<b>3. Metod</b> .....	<b>11</b>
3.1 Introduktion.....	11
3.2 Eventstudie .....	11
3.2.1 Definition av event och eventfönster.....	12
3.2.2 Data och urval .....	13
3.2.2.1 Bortfall.....	14
3.2.3 Estimeringsfönster .....	15
3.2.4 Normal avkastning.....	16
3.2.5 Abnormal avkastning (AR) .....	17
3.2.6 Genomsnittlig abnormal avkastning ( $\overline{AR}$ ) .....	17
3.2.7 Kumulativ abnormal avkastning (CAR) .....	18
3.2.8 Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning ( $\overline{CAR}$ ).....	18
3.3 Operationalisering.....	18
3.3.1 Test av studiens hypoteser .....	18
3.3.2 Multipel regressionsanalys.....	21
3.3.3 Kontrollvariabler .....	21
3.3.3.1 Absolutstorlek .....	21
3.3.3.2 Ekonomisk utveckling.....	22
3.3.3.3 Fasta effekter .....	22
3.3.3.4 Modell för multipel regressionsanalys .....	22
<b>4. Empiriskt resultat</b> .....	<b>24</b>
4.1 Beskrivande statistik för urvalet .....	24

4.2 JVs .....	24
4.2.1 NJVs och IJVs .....	26
4.3 Relativstorlek .....	28
4.4 Multipel regression .....	30
4.4.1 Beskrivande statistik.....	30
4.4.2 Resultat från multipel regression .....	31
<b>5. Konklusion .....</b>	<b>33</b>
5.1 Slutsats.....	33
5.2 Studiens tillförlitlighet.....	34
5.3 Framtida forskning.....	35
<b>6. Referenser .....</b>	<b>37</b>

# 1. Inledning

## 1.1 Bakgrund

I en allt mer globaliserad värld finns ett ökat behov, men också större möjligheter, att vinna marknadsandelar och etablera sig på nya marknader (Tillväxtverket, 2016). I Sverige har internationaliseringen av näringslivet skapat en högre konkurrens för svenska företag. Utländska aktörer kommer in på den svenska marknaden samtidigt som svenska företag breddar sig både nationellt och internationellt. Det har bland annat lett till att svenska företag i större utsträckning samarbetar med andra bolag för att stärka sin konkurrenskraft. (Tillväxtverket, 2014) Exempel på en sådan samarbetsform är joint venture (JV). I ett JV slår två eller flera företag samman delar av sina resurser i syfte att uppnå ett gemensamt mål (Das et al., 1998). JVs har tidigare setts av företag som en mindre attraktiv tillväxtstrategi än exempelvis organisk tillväxt eller direkta förvärv, men nya studier visar att så inte längre är fallet. Trots att inte alla företag lyckas med sina JVs visar undersökningarna att en majoritet av företagsledare tror att deras företag i framtiden kommer att öka arbetet med JVs. (McPhee et al., 2009; Rinaudo och Uhlaner, 2014)

Tidigare studier undersöker om tillkännagivanden av JVs skapar värde för företag och dess aktieägare i form av en annonseringseffekt<sup>1</sup> och vilka faktorer i JVs som i sådana fall driver värdeskapandet. Att få insikt i hur marknaden reagerar vid annonseringen av olika typer av JVs kan hjälpa företagsledningar att fatta strategiska beslut som skapar värde för aktieägarna. Keasler och Denning (2009) visar att ungefär hälften av de fall då företag annonserar att de ingått ett JV resulterar i en negativ påverkan på aktiekursen. Vad är det då som gör att vissa annonseringar skapar värde för företaget och dess aktieägare medan andra tycks göra det motsatta? Denna studie undersöker hur aktiekursen hos svenska företag påverkas vid annonseringen av ett ingått JV och vilka faktorer som driver en eventuell påverkan.

---

<sup>1</sup> Med annonseringseffekt menas den effekt som annonseringen av ny information har på ett företags aktiekurs (MacKinlay, 1997).

## 1.2 Problematisering

Anledningen till att företag väljer att ingå JVs är att de vill erhålla synergieffekter<sup>2</sup> (McConnell och Nantell, 1985). Vanliga sådana enligt Berg och Friedman (1977) är stordriftsfördelar, utbyte av spetskompetens, tillgång till nya marknader och delad risk. Exempel på ett JV är Sony Ericsson, ett samarbete mellan svenska Ericsson och japanska Sony. Målet med det var att genom en kombination av Ericssons expertis inom mobiltelefoni och Sonys spetskunskaper inom elektronikprodukter kunna erhålla synergieffekter (Sony, 2001). Dock finns det även svårigheter förknippade med JVs. Mindre kontroll, kommunikationsproblem och intressekonflikter är exempel på problem som kan uppstå. (Keasler och Denning, 2009)

McConnell och Nantell (1985) finner i likhet med andra studier att nyheten om ett ingått JV generellt skapar värde för aktieägarna (Koh och Venkatraman, 1991; Woolridge och Snow, 1990). Dock råder det delade meningar inom tidigare forskning gällande värdeskapandet till följd av ett ingått JV. Som tidigare nämnt menar Keasler och Denning (2009) att hälften av de företag som ingår JVs erhåller en negativ abnormal avkastning<sup>3</sup>. Vidare menar Das et al. (1998) att marknaden är indifferent till företags tillkännagivanden av ett bildat JV. För att närmare undersöka vilka faktorer som driver värdeskapandet har vissa studier riktat fokus mot olika karaktärsdrag hos JVs. Undersökningar har gjorts på exempelvis internationella (IJV) och nationella joint ventures (NJV)<sup>4</sup>. Precis som för JVs generellt uppvisar dessa studier blandade resultat. Studier undersöker även relativstorlekens betydelse för annonseringseffekten, med andra ord om företagets storlek i förhållande till varandra påverkar marknadsreaktionen. Även här råder det delade meningar kring dess inverkan på värdeskapandet.

Trots att JVs är ett väl utforskat område tycks det inte råda konsensus kring effekten av dessa tillkännagivanden. Företagsformen som sådan har historiskt sett mestadels använts i USA vilket också speglar mycket av den forskning som finns (Moskalev och Swensen, 2007). Detta innebär att tidigare studier i hög grad baseras på karaktärsdrag

---

<sup>2</sup> Synergieffekter erhålls då två eller flera företag tillsammans genererar ett större ekonomiskt värde än summan av vad de var för sig skulle gjort på egen hand (Brigham och Davies, 2007:896).

<sup>3</sup> MacKinlay (1997) definierar abnormal avkastning som skillnaden mellan förväntad och faktisk avkastning.

<sup>4</sup> I NJV har samtliga företag sina huvudkontor i samma land medan IJV innebär att åtminstone ett av företagen har sitt huvudkontor i ett annat land (McConnell och Nantell, 1985; Chung et al., 1993).

från den amerikanska marknaden och det finns bristfällig forskning inom området utanför USA. Då internationaliseringen av näringslivet enligt Tillväxtverket (2014) ställer högre krav på svenska företag skulle JVs kunna vara ett verktyg för att öka konkurrenskraften. Samtidigt är effekten av dessa på den svenska marknaden outforskad. Det är därför intressant att undersöka annonseringseffekten vid JVs med Sverige som utgångspunkt och därmed bidra till ny kunskap inom området.

### **1.3 Syfte**

Syftet med denna studie är att undersöka om det uppstår en abnormal avkastning hos svenska företag som tillkännager att de ingått ett joint venture. Vidare undersöks som underliggande faktorer hur svenska företags inhemska och utländska joint ventures samt relativa storleksskillnader mellan moderbolagen påverkar en eventuell abnormal avkastning.

### **1.4 Disposition**

Uppsatsens fortsatta struktur ser ut enligt följande: i kapitel 2 utvecklas den teoretiska referensramen med hjälp av tidigare forskning, samt de forskningshypoteser som undersöks. I kapitel 3 motiveras och beskrivs den metod som används i studien. Vidare redogör kapitel 4 för det empiriska resultatet som även analyseras med hjälp av den teoretiska referensramen som grund. Avslutningsvis ges studiens slutsats i kapitel 5, där också studiens reliabilitet och validitet samt förslag till vidare forskning diskuteras.



## **2. Teoretisk referensram**

### **2.1 Effektiva marknadshypotesen**

Fama (1970) behandlar den *effektiva marknadshypotesen* (EMH) och vilken typ av information som priserna på marknaden reflekterar. Utifrån detta kan marknadseffektiviteten delas in i tre huvudkategorier; svag, halvstark och stark. Den svaga formen innebär att priserna på en tillgång reflekterar all historisk publik information. Den halvstarka formen antar att priserna på en tillgång baseras på all tillgänglig publik information medan den starka formen innebär att priserna reflekterar all information, även den som inte är publikt tillgänglig.

Denna studie förutsätter den halvstarka formen av EMH då det undersöks om det uppstår abnormal avkastning vid ny publik information. Detta innebär att ny information som görs tillgänglig för allmänheten direkt kommer att prisas in i aktiekursen hos de företag som är noterade på börsen. En eventuell prisförändring reflekterar då en förändring i marknadens förväntan till följd av den nya informationen (Fama, 1970). Exempel på sådan information kan vara nyheten om att ett företag ingår ett JV. Om marknaden överlag tror att nyheten om ett ingått JV kommer att leda till ett ökat framtida kassaflöde antas aktiekursen stiga medan en motsatt förväntan leder till en kursnedgång (McConnell och Nantell, 1985).

Priset på en tillgång kan dock visa abnormala rörelser redan innan informationen om ett ingått JV blir publik (Hanvanich och Çavuşgil, 2001; Chung et al., 1993). Keown och Pinkerton (1981) menar att rörelser av den här typen kan förklaras av att nyheten börjar läcka ut i förtid. De finner i sin studie om uppköp att abnormal avkastning uppstår redan dagarna innan nyheten blir publik.

### **2.2 Joint ventures**

Beslutet att ingå ett JV innebär att resurser satsas idag mot en förväntan att de i framtiden ska generera ett större värde. Enligt Woolridge och Snow (1990) är JV en form av investering som ökar osäkerheten men även framtida potentiella vinster. Om marknaden värderar nyheten om ett JV som något positivt eller negativt råder det delade meningar kring, nedan följer en genomgång av tidigare forskning och möjliga förklaringar till de olika utfallen.

McConnell och Nantell (1985) förklarar *synergy hypothesis* och menar att nyheten om olika strategiska val där företag slår samman resurser borde leda till positiv abnormal avkastning till följd av de synergieffekter som uppstår. Detta är något som enligt dem ligger till grund för den stigande aktiekursen hos ett företag som tillkännager ett ingått JV. De finner att företag som ingår JV erhåller en genomsnittlig positiv abnormal avkastning på 0,73 % vid tillkännagivandet. En annan möjlig förklaring till den positiva abnormala avkastningen som kan uppstå i samband med nyheter av detta slag är *shareholder value maximization*. Enligt denna teori stiger aktiekursen då ett företag annonserar strategiska investeringar eftersom marknaden förväntar sig att sådana beslut är ämnade att öka aktieägarnas värde (Woolridge och Snow, 1990). Detta härstammar från antagandet att kapitalmarknaden tvingar företag att fatta beslut som maximerar företagets värde (Fama och Jensen, 1985). Woolridge och Snow (1990) finner att nyheten om ett ingått JV i genomsnitt genererar en positiv abnormal avkastning på 0,64 %. En av förklaringarna enligt dem är att marknaden belönar de företag som ingår JVs då det upplevs som en långsiktig investering, vilket går i linje med *shareholder value maximization*.

En hypotes som används för att förklara de utfall där annonseringseffekten resulterat i en negativ abnormal avkastning är *institutional investors hypothesis*. Hypotesen är utvecklad i USA och menar att stora institutionella investerare primärt fokuserar på kvartalsvisa vinster vilket leder till att de inte premierar företag som investerar långsiktigt (Ellsworth, 1985). Ett sådant exempel skulle kunna vara de företag som ingår JVs där förhoppningen är att framtida kassaflöden på sikt ska bli större. Dacin et al. (1997) menar att svårigheterna i att hitta rätt partner är en faktor som kan leda till ett negativt utfall. Vidare pekar Reuer och Koza (2000) på att en möjlig förklaring till en negativ abnormal avkastning är hur moderbolagens verksamheter förhåller sig till varandra. Deras resultat indikerar att samarbeten mellan företag i samma bransch inte värderas som något positivt av marknaden. Det ligger i linje med vad bland annat Keasler och Denning (2009) finner i sin undersökning då de visar att ungefär hälften (47 %) av de företag som ingår JVs misslyckas med att skapa värde för sina aktieägare.

En del studier finner att marknaden är indifferent till företags tillkännagivanden av ett ingått JV (Borde et al. 1998; Chen och Hu, 1992). En hypotes som eventuellt kan

förklara resultat av den här typen är *rational expectations hypothesis*. Enligt den reagerar inte marknaden på nyheter som JVs då det anses vara ett sätt för företagsledningar att befästa sin konkurrenskraft snarare än att skapa större framtida kassaflöden. (Woolridge och Snow, 1990) Finnerty et al. (1986) menar i sin tur att en tänkbar anledning till att det inte sker någon direkt reaktion på marknaden är den osäkerhet som finns kring framtiden. En del investerare kanske tolkar informationen som något positivt medan andra investerare tolkar det negativt vilket resulterar i att reaktionerna tar ut varandra.

Det råder delade meningar kring annonseringseffekten vid tillkännagivandet av ett ingått JV. Den sammanvägda bedömningen av tidigare studier mynnar ut i studiens första hypotes:

H1: *Nyheten om ett ingått JV genererar en abnormal avkastning*

### **2.2.1 Nationella joint ventures**

Ett NJV innebär att samtliga moderbolag har sitt huvudkontor i samma land (Chung et al., 1993). Flertalet studier riktar fokus mot annonseringseffekten vid ett ingått NJV och i likhet med JVs generellt ger tidigare undersökningar blandade resultat. Nedan följer en genomgång av tidigare forskning och möjliga förklaringar till olika utfall.

Johnson och Houston (2000) finner att företag som ingår NJVs erhåller en genomsnittlig abnormal avkastning på 1,67 %. De argumenterar för att de företag som sedan tidigare har en relation till varandra genererar en större positiv abnormal avkastning. Enligt dem antas en tidigare relation och liknande kultur bland annat minska otydlighet och kommunikationssvårigheter mellan företagen. Denning et al. (2006) menar att fördelar med NJVs är att moderbolagen lättare kan övervaka varandra och att den geografiska närheten bidrar till att samarbetet lättare kan nå sin fulla potential.

En studie från Taiwan finner i motsats till ovanstående en negativ abnormal avkastning (-0,27%) till följd av ett annonserat NJV (Chang och Chen, 2002). De menar att det mest gynnsamma förhållandet mellan parternas huvudverksamheter är att de kompletterar varandra. Denna förklaring ligger i linje med vad Mohanram och

Nanda (1998) finner i sin undersökning. De uppvisar en negativ abnormal avkastning överlag i de fall huvudverksamheterna är lika varandra.

Som tidigare nämnt pekar resultaten från forskning om NJVs åt olika håll. Då både positiva och negativa abnormala avkastningar förekommer blir studiens andra hypotes:

*H2: Nyheten om ett ingått NJV genererar en abnormal avkastning*

### **2.2.2 Internationella joint ventures**

Då ett JV ingås mellan företag som har sina huvudkontor i olika länder definieras det som ett IJV (Chung et al., 1993). Även inom denna gren finns varierande resultat, dock tycks motiven till IJVs skilja sig en aning från de som vanligtvis förklarar NJVs. Nedan följer en genomgång av tidigare forskning kring IJVs.

Chen et al. (1991) studerar IJVs mellan amerikanska och kinesiska företag och finner att annonseringen av dessa resulterar i en genomsnittlig positiv abnormal avkastning på 0,71 %. Hanvanich och Çavuşgil (2001) finner även de att IJVs generellt sett ger en positiv abnormal avkastning (2,12 %). De menar i likhet med Chen et al. (1991) att det positiva mottagandet från marknaden grundas i möjligheten till framtida investeringar på den nya marknaden. Ett nytt IJV fungerar enligt dem som en option till fler investeringar om marknaden mognar ytterligare eller om nya erbjudanden dyker upp, något som kallas för *real options hypothesis*. Andra tänkbara förklaringar till det positiva mottagandet enligt Borde et al. (1998) kan vara exempelvis tillgången till nya internationella marknader, speciellt sådana där lagar kan försvåra andra former av etablering. De menar även att en internationalisering med en partner som har kännedom om marknaden antas ge en lägre risk än en internationalisering på egen hand. Denning et al. (2006) förklarar att den positiva abnormala avkastningen kan bero på att företag genom en expansion till nya marknader skapar en diversifiering och reducerar risken för aktieägarna.

Etableringen av IJVs kan även leda till en negativ abnormal avkastning menar bland andra Chung et al. (1993). Deras undersökning resulterar i en genomsnittlig abnormal avkastning på -0,16 % vid tillkännagivandet. Enligt dem kan en förklaring till en

negativ abnormal avkastning vara att marknaden tar informationen som en signal på att företaget inte klarar av att göra en internationalisering på egen hand. Barkema et al. (1996) menar att det negativa mottagandet kan bero på exempelvis svårigheter till följd av kulturella skillnader mellan moderbolagen. Vidare menar de att kulturella skillnader blir extra svårhanterliga om det finns en tydlig skillnad mellan både företagets egna kulturer och kulturerna i de olika hemländerna. Lee och Wyatt (1990) finner även de att IJVs generellt resulterar i en negativ abnormal avkastning, detta indikeras främst hos företag som ingår IJVs med företag i mindre utvecklade länder.

Vissa studier finner att marknaden är indifferent till annonseringen av ett ingått IJV (Chen och Hu., 1992; Borde et al., 1998). Några specifika förklaringar till varför just IJVs inte erhåller någon abnormal avkastning presenteras inte i dessa studier. Istället hänvisar de till de teorier från Finnerty et al. (1986) som diskuteras ovan gällande framtida osäkerhet där positiva och negativa reaktioner tar ut varandra. Dessa kan anses som mer generella förklaringar för JV överlag då de inte gäller enbart för just IJV.

Studier kring IJVs uppvisar blandade resultat, dock tycks annonseringen i de flesta fall leda till en abnormal avkastning vilket gör att studiens tredje hypotes blir:

*H3: Nyheten om ett ingått IJV genererar en abnormal avkastning*

### **2.2.3 Nationella joint ventures kontra internationella joint ventures**

Flera studier undersöker om det finns någon skillnad i abnormal avkastning mellan tillkännagivanden av NJVs och IJVs. Även i denna kategori uppvisas blandade resultat och nedan följer en genomgång av tidigare forskning.

Denning et al. (2006) finner att IJVs generellt genererar en större positiv abnormal avkastning än NJVs. Enligt dem bedömer marknaden IJVs som mer riskfyllda, denna risk anses dock vara positiv då förhoppningen är att den ska leda till ett ökat framtida kassaflöde. NJVs tycks enligt dem inte påverka moderbolagens risk med en signifikant skillnad och därmed förändras inte heller den abnormala avkastningen. Vidare menar de även att *real options hypothesis* är en av förklaringarna till att IJV tenderar att generera en större positiv abnormal avkastning än NJVs.

Keasler och Denning (2009) finner däremot att NJVs generellt genererar en större positiv abnormal avkastning än IJVs. Urvalet består av amerikanska företag som ingått NJVs och IJVs under perioderna 1983-1992 och 1995-2004. De finner att nyheten om NJVs generellt sett ger en större positiv abnormal avkastning än IJVs under den senare tidsperioden. Även i den första tidsperioden erhåller moderbolagen till NJVs generellt sett en positiv abnormal avkastning medan inget signifikant resultat kan påvisas för IJVs. De visar även att både NJVs och IJVs generellt sett resulterar i en negativ abnormal avkastning för nästan hälften av de inblandade moderbolagen.

Både NJVs och IJVs är ämnade att genom synergieffekter generera värde för aktieägarna (Keasler och Denning, 2009). Dock tycks motiven skilja sig åt en aning då IJVs enligt tidigare forskning förknippas mer med risk, tillgång till nya marknader och den så kallade *real options hypothesis*. NJVs tycks istället ingå då företag vill vinna marknadsandelar på den befintliga marknaden. Potentiella synergieffekter utöver detta kan exempelvis vara tillgång till mer resurser och spetskompetens (McPhee et al. 2009). Det verkar inte finnas något givet svar på vilken av typerna som marknaden värderar högst. Även om tidigare forskning uppvisar olika resultat kring detta så tycks de luta åt att de värderas olika, således blir studiens fjärde hypotes:

H4: *Det finns en skillnad i den abnormala avkastningen vid annonseringen av IJVs och NJVs*

### **2.3 Relativ storleksskillnad**

Flertalet studier riktar fokus mot relativstorlekens betydelse för värdeskapandet vid annonseringen av ett ingått JV, denna teori kallas för *relative size hypothesis*. Enligt *relative size hypothesis* finns det ett omvänt samband mellan abnormal avkastning och företagets storlek i förhållande till sin partner. Med det menas att ett företag som är mindre än sin JV-partner generellt erhåller en större positiv abnormal avkastning. (McConnell och Nantell, 1985) Nedan följer en genomgång av tidigare forskning på området.

McConnell och Nantell (1985) finner i sin undersökning stöd för *relative size hypothesis*. De visar att den mindre parten erhåller en genomsnittlig abnormal avkastning på 1,10 % medan motsvarigheten för den större parten är 0,63 %. Detsamma gäller för Koh och Venkatraman (1991) som undersöker företag inom teknologisektorn. De finner att de mindre företagen har en genomsnittlig abnormal avkastning på 1,05 % medan de större företagen inte visar något signifikant resultat. De argumenterar bland annat för att mindre företag kan tjäna på att samarbeta med större företag om det större företags rykte spiller över på det mindre. Mohanram och Nanda (1998) föreslår att bara det faktum att ett mindre företag lyckas attrahera intresse från ett större företag borde leda till en uppvärdering av det mindre företaget. Vidare pekar Das et al. (1998) på att större företag ofta söker samarbeten med mindre företag om de är i behov av deras tekniska kompetens. De menar att de relativt mindre företagen därför i lägre grad är beroende av samarbetet och således har större förhandlingsmöjligheter. Det borde i sin tur enligt dem resultera i en mer positiv abnormal avkastning för de företag som är relativt mindre sin JV-partner.

Merchant och Schendel (2000) argumenterar för att den abnormala avkastningen är större då företagen är jämnstora vilket motsäger *relative size hypothesis*. De menar att två företag med jämnstora administrativa system lättare förstår varandra och samordnar sina resurser i det nya företaget. Om ett mindre företag ska anpassa sitt system till ett större företags så finns det risk för kommunikationsproblem och konflikter, något de kallar *transaction cost hypothesis*. Merchant och Schendel (2000) finner dock inget signifikant stöd för att relativstorleken spelar någon roll och kan därmed inte heller ta parti för någon av de två teorierna.

Argument och förklaringar har presenterats både till för- och nackdel för *relative size hypothesis*. Flertalet undersökningar visar att de företag som är mindre relativt sin JV-partner erhåller en större abnormal avkastning vid tillkännagivandet. Merchant och Schendel (2000) finner däremot att marknaden inte tycks lägga någon vikt vid moderbolagens storlek. Dock kan de inte med ett signifikant resultat avvisa *relative size hypothesis*. Således blir studiens femte och sista hypotes:

H5: *De företag som är relativt mindre sin JV-partner erhåller en större abnormal avkastning än de företag som är relativt större sin JV-partner*

## 3. Metod

### 3.1 Introduktion

Studien är kvantitativ och antar en deduktiv ansats då data insamlas för att testa det teoretiska ramverket (Saunders et al., 2016:166). Insamlingen av event sker manuellt från de undersökta företagens pressarkiv. Finansiell data hämtas från databasen Eikon och resultaten beräknas genom statistikprogrammet SPSS. I undersökningen genomförs en eventstudie och en multipel regression. Fördelar med en kvantitativ metod är en högre generaliserbarhet för resultatet samt mindre risk att egna åsikter och värderingar snedvrider resultatet (Reinecker och Stray Jørgensen, 2014:193). En nackdel kan vara att en djupgående analys blir svårare att genomföra (Saunders et al., 2016:168).

### 3.2 Eventstudie

En eventstudie mäter hur en specifik händelse påverkar ett företags marknadsvärde. Grundläggande i denna typ av studier är antagandet om att marknaden är effektiv på semistark nivå varpå ny information omedelbart diskonteras in i aktiekursen. (MacKinlay, 1997) Då denna studie undersöker annonseringseffekten av ett ingått JV lämpar sig eventstudien väl som metod. Detta val förbättrar även jämförbarheten mot tidigare forskning då majoriteten av studierna i den teoretiska referensramen använder eventstudier som metod. MacKinlay (1997) menar att en nackdel med eventstudier är att det inte tas någon hänsyn till annan information under den studerade perioden, således kan det tolkas som att det undersökta eventet är den bakomliggande faktorn även om andra händelser har påverkat aktiekursen. Han presenterar även ett förslag på arbetsprocess som kan användas då en eventstudie ska genomföras. Detta förslag följs och ser ut enligt följande:

- Definiera event och eventfönster (kapitel 3.2.1)
- Bestäm studiens urvalskriterier (kapitel 3.2.2)
- Bestäm estimeringsfönster (kapitel 3.2.3)
- Beräkna normal avkastning (kapitel 3.2.4)
- Beräkna abnormal avkastning (kapitel 3.2.5)
- Beräkna genomsnittlig abnormal avkastning (kapitel 3.2.6)
- Beräkna kumulativ abnormal avkastning (kapitel 3.2.7)
- Beräkna genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning (kapitel 3.2.8)
- Testa studiens hypoteser (kapitel 3.3)



### 3.2.1 Definition av event och eventfönster

Eventet som undersöks i denna studie är svenska företags annonsering av ett ingått JV. Mer bestämt är kraven för att det nya samarbetet ska ses som ett JV att det tydligt framgår att moderbolagen tillsammans bildar ett nytt samägt bolag samtidigt som de existerande moderbolagen finns kvar i sin nuvarande form. Valet av definition görs för att kunna urskilja JVs från andra typer av samarbeten som exempelvis kontraktuella allianser<sup>5</sup>. Dock finns det en risk att resultatet inte återspeglar de JVs som definierats vagare i pressmeddelandet då dessa inte inkluderas i urvalet.

Eftersom företagets pressmeddelande är ursprungskälla till informationen antas datumet i pressmeddelandet vara den dag som nyheten gjordes publik och således blir detta eventdagen (dag 0). Enligt MacKinlay (1997) är det vanligt att de dagar som ligger före och efter eventdagen inkluderas i eventfönstret. Dagen innan eventdagen kan tas med om exempelvis informationen hämtas från tryckta källor som tidningar. Anledningen bakom är att det finns en osäkerhet om marknaden fick kännedom om nyheten redan dagen innan det publiceras. Detta går i linje med vad McConnell och Nantell (1985) gör i sin undersökning om JV, de tar med dagen innan då de hämtar data från *Wall Street Journal*. Dagen efter kan inkluderas i eventfönstret för att fånga den abnormala avkastningen i de fall informationen släppts efter börsens stängning på annonseringsdagen.

I likhet med bland andra MacKinlay (1997) och McConnell och Nantell (1985) tas även dagen före eventdagen (dag -1) med i eventfönstret. I den här studien inhämtas data online så argumentet med tryckta källor kan inte användas. Däremot kan dagen innan inkluderas för att fånga upp effekten av ett eventuellt informationsläckage eller fel annonseringsdag i pressmeddelandet. Dagen efter eventdagen (dag +1) inkluderas även den i eventfönstret då det i vissa fall är oklart vilken tidpunkt på annonseringsdagen som informationen offentliggjordes. Eventfönstret som används är således dag -1 till +1, som dag -1 och +1 används alltid de närmaste handelsdagarna. MacKinlay (1997) resonerar även kring testets styrka och längden på eventfönster. Där konstateras att ett längre eventfönster ger en lägre styrka men ett fönster med

---

<sup>5</sup> En kontraktuell allians är ett mindre formellt samarbete än JV, det innebär även ett mindre åtagande då det inte bildas ett nytt bolag (Das et al., 1998).

flera dagar är värt att använda om det på ett bättre sätt fångar in effekten av de undersökta evenen.

### 3.2.2 Data och urval

I studien undersöks samtliga aktiebolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm large, mid och small cap. Olika stora företag studeras för att erhålla en helhetsbild över marknaden samt för att med större möjligheter kunna undersöka studiens femte hypotes som baseras på relativstorlek. Den tidsperiod som studeras är 2000-2016, i tidigare undersökningar har både kortare och längre perioder använts. I denna studie anses den valda tidsrymden som en lämplig period för att inom ramen för arbetet erhålla ett tillräckligt stort urval. En nackdel med tidsperioden är att en del företag kanske inte har lika uppdaterade pressarkiv i början av perioden vilket kan innebära att urvalet snedvrids mot att innehålla en större andel av de JVs som ingått under senare år. En annan möjlig nackdel är att tidsperioden inrymmer såväl IT-kraschen 2000 som finanskrisen 2008 vilket kan påverka resultatet. För att undvika survivorship bias<sup>6</sup> inkluderas även de företag som någon gång under den undersökta tidsperioden varit noterade på de aktuella listorna men senare avnoterats. I de fall ett företag har flera typer aktier noterade på börsen används den mest omsatta i undersökningen då denna anses bäst återspegla marknadens reaktioner. Om flera svenska företag annonserar ett JV tillsammans räknas denna händelse som ett separat event för respektive företag så länge de är noterade på någon av de undersökta listorna.

Data insamlas manuellt via respektive företags arkiv för pressmeddelanden. Denna metod kan medföra subjektivitet i valet om en observation ska räknas som ett event eller inte, dock borde den tydliga definitionen av JV minimera denna risk. I de fall företagens pressarkiv inte sträcker sig tillräckligt långt bak i tiden eftersöks även företagens officiella pressmeddelanden på Avanza och Cision. Detta ökar studiens urval men medför även risker för felaktig information då pressmeddelandet inte finns publicerat på företagens officiella hemsida. Då studien undersöker en annonseringseffekt är det alltid den första nyheten som inkluderas i urvalet (MacKinlay, 1997). Det kan vara exempelvis en avsiktsförklaring, denna tas med då

---

<sup>6</sup> Survivorship bias innebär att en undersökning riskerar att få ett snedvridet resultat då endast de observationer som överlevt tidsperioden inkluderas i urvalet (Brown et al., 1992).

marknaden antas prisa in ny information direkt. Om denna avsiktsförklaring senare resulterar i ett JV eller inte tas inte någon hänsyn till. Denna typ av annonsering kan eventuellt påverka resultatet då det inte är helt bestämt att samarbetet blir av vilket kan tänkas leda till en mindre marknadsreaktion.

### 3.2.2.1 Bortfall

Från det ursprungliga urvalet på 238 observationer faller 29 bort då dessa har ett estimeringsfönster som överlappar med andra observationers eventfönster. Anledningen är att detta skulle påverka beräkningen av den normala avkastningen. I dessa fall exkluderas alltid den observation som ligger senare i tiden. Detta innebär att de företag som ingått flera JVs får en mindre andel av urvalet än de skulle om samtliga observationer inräknats. Samtidigt kan detta betyda att det slutgiltiga resultatet påverkas av att vissa observationer exkluderas. Vidare bortfaller åtta observationer då data från Eikon inte är tillräcklig för att beräkna den abnormala avkastningen. Problemet är vanligast för mindre företag och företag som inte längre är noterade, det innebär att resultatet riskerar att i mindre utsträckning representera dessa. Ytterligare tre observationer exkluderas då det undersökta företaget inte varit noterat på börsen tillräckligt lång tid innan eventdagen och därför inte får en fullständig estimeringsfönster. Det slutgiltiga urvalet återges mer detaljerat nedan i tabell 1.

**Tabell 1. Översikt över urvalet.**

År <sup>a</sup>	00-03	04-06	07-09	10-12	13-16	Totalt
JVs	38	28	31	48	53	198
<b>Typ av JV</b>						
NJVs	12	8	6	14	16	56
IJVs	26	20	25	34	37	142
<b>Relativstorlek</b>						
Mindre	16	8	13	16	16	69
Större	17	19	14	22	33	105
Okänt	5	1	4	10	4	24
<b>Lista vid annonseringen</b>						
Large Cap	26	18	14	31	38	127
Mid Cap	7	4	4	7	8	30
Small Cap	5	6	13	10	7	41

<sup>a</sup>I urvalet för 2016 ingår endast månaderna januari till november.

Av tabell 1 kan utläsas att urvalet består av 198 observationer, samtliga används vid studiens första hypotes. De är fördelade på 107 företag där det företag som står för

flest observationer har åtta event. Av de 198 observationerna är 56 NJVs och 142 IJVs och denna uppdelning ligger till grund för de beräkningar som görs vid studiens andra, tredje och fjärde hypotes. Om ett svenskt företag ingår ett JV med både en svensk och en utländsk part klassas samarbetet som ett IJV.

Observationerna delas även in efter relativstorlek vilket krävs för att undersöka studiens femte hypotes. De företag som är större i förhållande till sin JV-partner är 105 till antalet och de som är mindre uppgår till 69. Vidare finns även 24 observationer där relativstorleken inte kan fastställas, dessa exkluderas vid beräkning av hypotes fem. Noterbart är att alla bortfall av denna typ kommer från IJVs där informationen om motpartens storlek är bristfällig. Anledningen till att de observationerna inte exkluderas vid beräkning av de fyra första hypoteserna är att bortfallet inte är slumpmässigt vilket riskerar att snedvrida resultatet. Denna risk tas dock vid beräkning av den femte hypotesen då relativstorleken inte i första hand undersöker moderbolagens nationalitet.

Längst ner i tabellen återges vilken lista de observerade företagen var noterade på under året för eventet. Det framgår i likhet med vad McConnell och Nantell (1985) beskriver i sin undersökning att större företag tenderar att ingå fler JVs. Det kan eventuellt påverka resultatet till att överdriva den effekt som typiskt sett erhålls för större företag som ingår ett JV. Det kan dock finnas en risk att de JV som ingås av större företag är lättare att återfinna då stora företag ofta har mer detaljerade och uppdaterade pressarkiv. Även detta riskerar att snedvrida resultatet mot en marknadsreaktion som i högre utsträckning speglar stora företag.

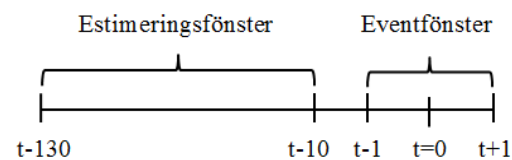
### **3.2.3 Estimeringsfönster**

Ett estimeringsfönster används för att studera hur aktiekursen skulle rört sig om det undersökta eventet inte hade inträffat. Estimeringsfönstret bör inte överlappa studiens eventfönster, om de två skulle överlappa finns en risk att det undersökta eventet kan påverka estimeringsfönstret. (MacKinlay, 1997) Det skulle således innebära att den normala avkastningen som senare används för att beräkna den abnormala avkastningen påverkas av eventet. McConnell och Nantell (1985) använder ett estimeringsfönster på 120 dagar före det undersökta eventet vilket även föreslås av MacKinlay (1997). I denna studie kommer estimeringsfönstret att börja 130 dagar

före eventdagen och sträcka sig 120 dagar framåt. I likhet med tidigare forskning används ett glapp mellan estimerings- och eventfönstret (Chen et al., 1991; Borde et al., 1998; Johnson och Houston, 2000). Det minskar risken för att informationsläckage påverkar estimeringsfönstret och överlappning undviks.

**Figur 1. Tidslinje för eventstudien.**

Figuren visar undersökningens estimerings- och eventfönster.



### 3.2.4 Normal avkastning

Innan den abnormala avkastningen kan beräknas måste den normala avkastningen räknas fram. Enligt MacKinlay (1997) finns det flera sätt att göra detta på, de två modeller som främst diskuteras är *Constant Mean Return Model* och *Market Model*. Båda modellerna gör antaganden om att tillgångars avkastning är normalfördelade och oberoende av varandra. Däremot tar *Market Model* till skillnad från *Constant Mean Return Model* hänsyn till den del avkastningen som är relaterad till variansen i marknadens avkastning. Det sker genom en systematisk risk som är kopplad till marknadens fluktuationer. Modellen tar även hänsyn till den idiosynkratiska risken som är specifik för just den tillgången. Det medför att *Market Model* har en potentiell fördel då den på ett bättre sätt kan fånga upp effekten av olika event. Varianter av *Market Model* används av flera studier som undersöker annonseringseffekten vid ett ingått JV (McConnell och Nantell 1985; Chang och Chen, 2002). Sammantaget lämpar sig modellen väl för användning vid den aktuella undersökningen samt ökar jämförbarheten mot tidigare studier. *Market Model* kommer att användas för att beräkna den normala avkastningen och den ser ut enligt följande (MacKinlay, 1997):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

$R_{it}$  = Normal avkastning för tillgång  $i$  under tidsperioden  $t$

$\alpha_i$  = Idiosynkratisk risk för tillgång  $i$

$\beta_i$  = Systematisk risk för tillgång  $i$

$R_{mt}$  = Avkastning för marknadsportföljen under tidsperioden  $t$

$\epsilon_{it}$  = Felterm där medelvärdet antas vara 0

För att beräkna marknadsportföljens avkastning bör ett brett aktieindex användas (MacKinlay, 1997). I denna undersökning används OMXSPI som approximation för marknadsportföljen då detta index innefattar samtliga bolag på Stockholmsbörsen vilket ger en helhetsbild över marknaden som ligger till grund för urvalet (Nasdaq, 2016).

### 3.2.5 Abnormal avkastning (AR)

Den abnormala avkastningen beräknas genom att subtrahera den förväntade avkastningen från den faktiska avkastningen (MacKinlay, 1997).

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

$AR_{it}$  = Abnormal avkastning för tillgång  $i$  under tidsperioden  $t$

$R_{it}$  = Faktisk avkastning för tillgång  $i$  under tidsperioden  $t$

$\hat{\alpha}_i$  = Idiosynkratisk risk för tillgång  $i$

$\hat{\beta}_i$  = Systematisk risk för tillgång  $i$

$R_{m\tau}$  = Avkastning för marknadsportföljen under tidsperioden  $t$

### 3.2.6 Genomsnittlig abnormal avkastning ( $\overline{AR}$ )

Den genomsnittliga abnormala avkastningen respektive dag för samtliga observerade event beräknas genom att addera den abnormala avkastningen från samtliga observationer och därefter dividera summan med antalet undersökta event (MacKinlay, 1997).

$$\overline{AR}_{\tau} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

$\overline{AR}_{\tau}$  = Genomsnittlig abnormal avkastning under tidsperioden  $t$

$N$  = Antal observationer

$AR_{it}$  = Abnormal avkastning för tillgång  $i$  under tidsperioden  $t$

### 3.2.7 Kumulativ abnormal avkastning (CAR)

Vanligtvis används mer än en dag som eventfönster. Den kumulativa abnormala avkastningen för eventfönstret (dag  $\tau_1$  till  $\tau_2$ ) beräknas då genom att summera de abnormala avkastningarna för respektive dag under eventfönstret. (MacKinlay, 1997)

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

$CAR_i(\tau_1, \tau_2)$  = Kumulativ abnormal avkastning för tillgång  $i$  mellan dag  $\tau_1$  och  $\tau_2$

$AR_{it}$  = Abnormal avkastning för tillgång  $i$  under tidsperioden  $t$

### 3.2.8 Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning ( $\overline{CAR}$ )

Den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen i eventfönstret beräknas genom att summera de genomsnittliga abnormala avkastningarna från de dagar som ingår i eventfönstret (MacKinlay, 1997).

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} \overline{AR}_t$$

$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  = Genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning mellan dag  $\tau_1$  och  $\tau_2$

$\overline{AR}_t$  = Genomsnittlig abnormal avkastning under tidsperioden  $t$

## 3.3 Operationalisering

### 3.3.1 Test av studiens hypoteser

All data normaliseras med hjälp av winsorizing där 2,5 % av de mest extrema värdena på vardera sida av urvalet får anta samma värde som den närmast accepterade observationen. Detta görs för att undvika extrema observationer i beräkningarna då ett normalfördelat urval är ett antagande vid parametriska test (Field, 2009:133-134).

För att testa studiens första hypotes, om tillkännagivandet av JVs genererar en abnormal avkastning, beräknas den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för eventfönstret enligt formeln i kapitel 3.2.8. För att undersöka den statistiska signifikansen i eventfönstret görs ett dubbelsidigt t-test. Ett likadant test

görs sedan för att undersöka studiens andra och tredje hypotes, med den skillnaden att urvalen i hypotes två och tre endast innehåller NJVs respektive IJVs. För att undersöka studien första, andra och tredje hypotes ställs de statistiska hypoteserna i de tre testen upp enligt följande:

$$\mathbf{H_0: \mu = \mu_0}$$

$$\mathbf{H_1: \mu \neq \mu_0}$$

$\mathbf{H_0}$ = Medelvärde i urvalet är lika med noll

$\mathbf{H_1}$ = Medelvärde i urvalet är skilt från noll

Beslutsregeln för studiens första, andra och tredje hypotes är att nollhypotesen ( $H_0$ ) förkastas om signifikansnivån är 5 % eller lägre.

Studiens fjärde hypotes undersöker om det finns skillnad i abnormal avkastning mellan NJVs och IJVs. Inledningsvis beräknas eventens kumulativa abnormal avkastning enligt formeln i kapitel 3.2.7, sedan sorteras eventen in som antingen NJV eller IJV. Därefter jämförs grupperna i ett oberoende t-test där den statistiska signifikansen för differensen av gruppernas genomsnittliga kumulativa abnormal avkastning erhålls. De statistiska hypoteserna ställs upp enligt följande:

$$\mathbf{H_0: \mu_{NJV} = \mu_{IJV}}$$

$$\mathbf{H_1: \mu_{NJV} \neq \mu_{IJV}}$$

$\mathbf{H_0}$ = Medelvärde för NJVs är lika med medelvärde för IJVs

$\mathbf{H_1}$ = Medelvärde för NJVs är skilt från medelvärde för IJVs

Beslutsregeln för studiens fjärde hypotes är att nollhypotesen ( $H_0$ ) förkastas om signifikansnivån är 5 % eller lägre. Tolkningen av signifikansen beror delvis på om gruppernas varians statistiskt signifikant kan antas vara lika, för att undersöka detta görs ett Levenes test (Field, 2009:152).



Studiens femte hypotes undersöker om företag som är relativt mindre sin JV-partner erhåller en större abnormal avkastning än de som är relativt större. Först sorteras företagen in som antingen ett företag som är relativt mindre eller ett företag som är relativt större sin JV-partner. Det finns flera metoder för att göra denna indelning, andra studier har exempelvis använt marknadsvärde (McConnell och Nantell, 1985; Koh och Venkatraman, 1991). I den här studien är marknadsvärdet svårt att använda då många samarbeten ingåtts med parter som inte är börsnoterade, detta gäller speciellt för de företag som ingått IJVs. Därför bestäms storleken i likhet med Das et al. (1998) genom moderbolagens totala tillgångar vid slutet av året innan de annonserade ett ingått JV. Detta kan medföra att skillnaderna mellan exempelvis tillgångsrika och forskningsbaserade bolag är annorlunda än om marknadsvärden används. Totala tillgångar tar inte heller hänsyn till skuldsättningsgrad eller marknadens förväntningar men används ändå i denna studie eftersom det ger ett mindre bortfall.

Inledningsvis beräknas eventens kumulativa abnormala avkastning enligt formeln i kapitel 3.2.7. Sedan sorteras eventen in som antingen relativt mindre eller relativt större sin JV-partner. Därefter jämförs grupperna i ett oberoende t-test där den statistiska signifikansen för differensen av gruppernas genomsnittliga kumulativa abnormala avkastning ges. De statistiska hypoteserna för studiens femte hypotes ställs upp enligt följande:

$$H_0: \mu_{\text{mindre}} \leq \mu_{\text{större}}$$

$$H_1: \mu_{\text{mindre}} > \mu_{\text{större}}$$

$H_0$  = Medelvärdet för de relativt mindre företagen är mindre än eller lika med medelvärdet för de företag som är relativt större

$H_1$  = Medelvärdet för de relativt mindre företagen är större än medelvärdet för de relativt större företagen

Beslutsregeln för studiens femte hypotes är att nollhypotesen ( $H_0$ ) förkastas om signifikansnivån är 5 % eller lägre. Till skillnad mot tidigare hypoteser har denna en förväntad riktning. Då det oberoende t-test som görs i SPSS är dubbelsidigt ges

signifikansen av  $\alpha/2$  där  $\alpha$  betecknar den dubbelsidiga signifikansen (Field, 2009:551). Precis som vid beräkning av den fjärde hypotesen görs ett Levenes test för att kontrollera om gruppernas varians kan antas vara statistiska signifikant lika (ibid:152).

### **3.3.2 Multipel regressionsanalys**

För att närmare granska de undersökta faktorerna görs en multipel regressionsanalys, en sådan består av en beroende och flera oberoende variabler (Andersson et al., 2007:83). Den beroende variabeln utgörs av företagets CAR under eventfönstret, som oberoende variabler används både om det är ett NJV eller IJV samt moderbolagens relativstorlek. För att kvantifiera den här typen av kvalitativa variabler används dummyvariabler där all kvalitativ data tilldelas ett numeriskt värde (ibid:106-107). I detta fall innebär det att samtliga IJVs tilldelas värdet 1 och alla NJVs ges värdet 0. För att studera relativstorleken tilldelas alla företag som är relativt större värdet 1 och de som är relativt mindre värdet 0.

### **3.3.3 Kontrollvariabler**

Utöver de oberoende variabler som ingår i studiens hypoteser inkluderas även kontrollvariabler som kan tänkas påverka den beroende variabeln. Kontrollvariablerna som inkluderas i modellen är absolutstorlek och nivån av ekonomisk utveckling på medpartens hemland. Dessa används då de i tidigare forskning förekommer som tänkbara förklaringar till vad som driver abnormal avkastning för JVs.

#### **3.3.3.1 Absolutstorlek**

Den första kontrollvariabeln som används är företagets absoluta storlek. Precis som i McConnell och Nantells (1985) studie utgörs majoriteten av företagen i det undersökta urvalet av stora företag vilket kan påverka resultatet. De argumenterar för att större företag skulle kunna få en mindre positiv abnormal avkastning då det potentiella framtida kassaflödet som JV förväntas ge i förhållande till befintligt kassaflöde inte gör lika stor skillnad som för små företag. I likhet med tidigare forskning används det utgående marknadsvärdet från året innan eventet som mått för

absolutstorlek (Mohanram och Nanda, 1998; Chang och Chen, 2002). Detta värde logaritmeras för att ge en mer normalfördelad variabel.

### **3.3.3.2 Ekonomisk utveckling**

Effekterna av ett ingått JV kan påverkas av hur utvecklat motpartens hemland är (Borde et al., 1998). Att expandera till mindre utvecklade länder kan leda till en mer positiv marknadsreaktion menar Doukas och Travlos (1988) då detta ger tillgång till nya marknader och i förlängningen *real options hypothesis*. Detta går emot vad Lee och Wyatt (1990) finner i sin undersökning då de menar att JVs med företag i mer utvecklade länder är att föredra. I likhet med Merchant (2012) och Borde et al. (1998) delas länderna in efter ekonomisk utveckling baserat på IMF:s *World Economic Outlook* där den rapport som ligger närmast eventdagen bestämmer klassificeringen för eventet. Företagen delas in efter en dummyvariabel där de som ingår JV med en part som har sitt huvudkontor i ett mindre utvecklat land erhåller värdet 1 och de som ingår ett JV med ett företag från ett välutvecklat land tilldelas värdet 0.

### **3.3.3.3 Fasta effekter**

Som fasta effekter i modellen används år och bransch. År inkluderas för att ta hänsyn till olika konjunkturlägen och reaktioner baserat på makroekonomiska trender då urvalet sträcker sig över en längre tidsperiod. De undersökta företagens branschtillhörighet undersöks som fast effekt för att kontrollera om vissa reaktioner tenderar att vara mer representativa för speciella branscher. Moderbolagen delas in i fem olika branscher beroende på den företagsbeskrivning som det oberoende finansinstitutet Morningstar erbjuder via Avanzas hemsida. Den indelning som görs är: finans och fastighet, industri, teknologi, handel och tjänster.

### **3.3.3.4 Modell för multipel regressionsanalys**

De oberoende variablerna utgörs således av dummyvariablerna NJV/IJV och relativstorlek. Vidare inkluderas även två kontrollvariabler i form av företagets logaritmerade marknadsvärde (MVlog) och nivån av ekonomisk utveckling i motpartens hemland (DummyEkUtv). Avslutningsvis medräknas även fasta effekter för eventens år (DummyÅr) och de undersökta moderbolagens branschtillhörighet (DummyBransch). Då år och branscher har fler än två underliggande alternativ har

dessa för att öka överskådligheten slagits samman i modellen till en dummyvariabel för år och en för bransch. Hur dessa variabler förklarar den beroende variabeln CAR undersöks i analysmodellen som ser ut enligt följande:

$$\mathbf{CAR}_i = \beta_1 * \mathbf{DummyNJV/IJV}_i + \beta_2 * \mathbf{DummyRelativ}_i + \beta_3 * \mathbf{MVlog}_i + \beta_4 * \mathbf{DummyEkUtv}_i + \beta_5 * \mathbf{DummyÅr}_i + \beta_6 * \mathbf{DummyBransch}_i + \epsilon_i$$

$\mathbf{CAR}_i$  = Kumulativ abnormal avkastning för tillgång  $i$

$\epsilon_i$  = Mätfel för aktie  $i$  som antas vara 0

## 4. Empiriskt resultat

### 4.1 Beskrivande statistik för urvalet

I tabell 2 presenteras beskrivande statistik för studiens olika variabler.

#### Tabell 2. Deskriptiv statistik.

Tabellen visar beskrivande statistik för den kumulativa abnormala avkastningen i studiens eventfönster. JV Ej Wins inkluderas för att visa hur det ursprungliga urvalet förändras då extrema observationer normaliseras. Därefter återfinns raden JV där det ursprungliga urvalet har normaliserats genom winsorizing, det är dessa data som används vid samtliga indelningar av subgrupper. NJV och IJV visar värden för nationella respektive internationella JVs. Sedan återges värden för de företag som är relativt mindre samt relativt större sin JV-partner. DummyEkUtv är en dummyvariabel för nivån av ekonomisk utveckling i motpartens hemland. Avslutningsvis återger MV företagets marknadsvärde i miljoner kronor och MVlog det logaritmerade marknadsvärdet, MV finns med för att illustrera skillnaden.

	Medelvärde	Min	Median	Max	St. Av.	Skevhets	Kurtosis
JV Ej Wins	0,0096	-0,1568	0,0045	0,2286	0,0422	1,029	5,343
JV	0,0080	-0,0766	0,0045	0,1217	0,0336	0,581	1,272
NJV	0,0115	-0,0561	0,0027	0,1217	0,0349	1,332	2,083
IJV	0,0066	-0,0766	0,0057	0,1149	0,0331	0,234	0,809
Mindre	0,0073	-0,0766	0,0033	0,1217	0,0342	0,552	2,036
Större	0,0099	-0,0746	0,0054	0,1149	0,0329	0,795	1,442
DummyEkUtv	0,2300	0	0	1	0,4200	1,312	-0,283
MV	41 981	59	14 076	6 511 242	75 949	4,244	25,197
MVlog	9,1941	4,0730	10	13,3866	2,0587	-0,390	-0,799

Som tabell 2 visar är urvalet för JV mer normalfördelat då winsorizing normaliserar extrema värden. Dummyvariabeln DummyEkUtv är binär och kan bara anta värdet 1 eller 0 och är således inte normalfördelat. MVlog visar att indelningen efter företagens marknadsvärden är mer normalfördelat efter logaritmering. Att urvalet är normalfördelat är ett grundläggande antagande vid parametriska test. Urvalets högsta positiva reaktion för kumulativ abnormal avkastning (CAR) minskar efter winsorizing från 22,86 % till 12,17 % och den lägsta reduceras från -15,68 % till -7,66 %. Samtliga medelvärden för de olika indelningarnas genomsnittliga kumulativa abnormal avkastningar ( $\overline{CAR}$ ) är positiva. Noterbart är att NJVs har ett högre medelvärde än IJVs trots att NJVs medianvärde är lägre, detta kan förklaras med en större andel höga positiva värden för NJVs.

### 4.2 JVs

I detta avsnitt presenteras resultatet för studiens första hypotes vilken är baserad på hela urvalet där samtliga JVs är inkluderade.

**Tabell 3. JVs.**

Tabellen åskådliggör den genomsnittliga abnormala avkastningen samt genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för samtliga dagar i eventfönstret för de företag som ingått ett JV. Ett t-test görs för att undersöka den statistiska signifikansen för den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen. Den avslutande raden visar antalet event med positiva och negativa kumulerade abnormala avkastningar över eventfönstret.

Dag	-1	0	1
$\overline{AR}$	-0,0015	0,0084***	0,0012
$\overline{CAR}$	-0,0015	0,0069**	0,0080***
T-värde	-1,201	3,264	3,369
Positiva:Negativa	89:109	108:90	112:86

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivån.

Av tabell 3 kan utläsas att  $\overline{CAR}$  över eventfönstret är 0,80 %, det betyder att nyheten om ett ingått JV i genomsnitt ger en positiv abnormal avkastning. Resultatet är statistiskt signifikant på 0,1 % nivån vilket betyder att studiens första hypotes finner stöd i urvalet och nollhypotesen förkastas. Av de enskilda dagarna är det endast eventdagen, dag 0, som är statistiskt signifikant. Den genomsnittliga abnormala avkastningen ( $\overline{AR}$ ) för denna dag är 0,84 % vilket även det är statistiskt signifikant på 0,1 % nivån. Raden längst ner i tabell 3 visar att 112 av 198 företag erhåller en positiv abnormal avkastning över eventfönstret i samband med tillkännagivandet av ett ingått JV.

Resultatet går i linje med vad bland andra McConnell och Nantell (1985) samt Woolridge och Snow (1990) finner, de uppvisar en  $\overline{CAR}$  över eventfönstret på 0,73 % respektive 0,64 %. Om *synergy hypothesis* eller *shareholder value maximization* är bakomliggande förklaringar till resultatet i denna studie går inte att fastslå, däremot går resultatet mer i linje med dessa två än exempelvis *institutional investor hypothesis*. Till skillnad mot Hanvanich och Çavuşgil (2001) och Chung et al. (1993) finner denna studie inget stöd för att informationsläckage innan eventdagen har en signifikant påverkan på den abnormala avkastningen. Att ungefär 43 % av de undersökta evenen genererar en negativ CAR över eventfönstret liknar det resultat som uppvisas av Keasler och Denning (2009). Även om Finnerty et al. (1986) inte får ett signifikant resultat kanske hans resonemang kan bidra till att förklara fördelningen mellan positiva och negativa utfall. Han menar att en del av marknaden tolkar nyheten positivt medan en annan del tolkar den negativt då det råder osäkerhet kring hur nyheten påverkar det framtida kassaflödet.

#### 4.2.1 NJVs och IJVs

I detta avsnitt presenteras resultaten för studiens andra och tredje hypotes, dessa är baserade på en indelning av subgrupperna NJV och IJV. Vidare återges även resultaten för den fjärde hypotesen som undersöker skillnaden mellan de två grupperna.

**Tabell 4. NJVs.**

I tabellen visas den genomsnittliga abnormala avkastningen och den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för samtliga dagar i eventfönstret för de företag som ingått ett NJV. Den statistiska signifikansen för den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen ges av ett t-test.

Dag	-1	0	1
$\overline{AR}$	0,0022	0,0071*	0,0022
$\overline{CAR}$	0,0022	0,0093*	0,0115*
T-värde	1,120	2,431	2,476

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivån.

Tabell 4 visar resultatet för de företag som ingått NJVs. Precis som för JVs generellt tenderar dessa att skapa värde för aktieägarna vid annonseringen.  $\overline{CAR}$  över eventfönstret är 1,15 % vilket är signifikant på 5 % nivån. Studiens andra hypotes finner således stöd i urvalet och nollhypotesen kan förkastas. Även dag 0 är statistiskt signifikant på 5 % nivån och uppvisar en  $\overline{AR}$  på 0,71 %.

Detta går i linje med vad Johnson och Houston (2000) finner, men går emot de resultat som uppvisas av Chang och Chen (2002) som finner att NJVs genererar en  $\overline{CAR}$  på -0,27 %. Utöver de fördelar som presenterats för JVs generellt så finns det vissa specifika teorier kring NJVs som kan tänkas påverka resultatet. Exempelvis menar Johnson och Houston (2000) att en liknande kultur kan minska kommunikationsproblem och otydligheter mellan moderbolagen. En annan tänkbar förklaring enligt Denning et al. (2006) är att moderbolag som kommer från samma land lättare kan övervaka varandra och få ut samarbetets fulla potential.

**Tabell 5. IJVs.**

Tabellen redovisar genomsnittlig abnormal avkastning och genomsnittlig kumulativ abnormal avkastning för samtliga dagar i eventfönstret för de företag som ingått ett IJV. Den statistiska signifikansen för den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen ges av ett t-test.

Dag	-1	0	1
$\overline{AR}$	-0,0030	0,0089***	0,0007
$\overline{CAR}$	-0,0030	0,0059*	0,0066*
T-värde	-1,918	2,346	2,388

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivån.

Tabell 5 visar att även de företag som ingår IJVs erhåller en positiv  $\overline{CAR}$  under eventfönstret, i deras fall på 0,66 %. Resultatet är statistiskt signifikant på 5 % nivån vilken innebär att även studiens tredje hypotes finner stöd i urvalet och nollhypotesen förkastas. Även för dag 0 erhålls ett statistiskt signifikant resultat; denna gång på 0,1 % nivån där  $\overline{AR}$  är 0,89 %. Att IJVs har ett resultat på eventdagen som är statistiskt signifikant på en högre nivå än NJVs kan delvis bero på skillnaden i antalet observationer mellan de två grupperna.

Resultatet för eventfönstret går i linje med vad Chen et al. (1991) finner då de uppvisar en  $\overline{CAR}$  på 0,71 %. Det pekar också i samma riktning som det Hanvanich och Çavuşgil (2001) finner även om de erhåller en större  $\overline{CAR}$  (2,12 %). Utöver de tänkbara förklaringar som gäller för JVs värdeskapande generellt så finns det argument om varför just IJVs ger en positiv  $\overline{CAR}$ . Exmpelvis kan resultatet vara en indikation på att marknaden värderar ett företags internationalisering som något positivt, kanske till följd av *real option hypothesis*. En annan förklaring till det positiva utfallet kan vara tillgången till nya marknader, speciellt sådana där det genom lagar är svårt att etablera sig på andra sätt. Vidare kan argumentet med riskdiversifiering som presenteras av Denning et al. (2006) vara en bakomliggande faktor till det positiva utfallet. Däremot tycks inte resultatet antyda att marknaden straffar företag som ingår IJVs där det finns kulturella skillnader mellan företagens hemländer som Barkema et al. (1996) argumenterar för. Dock har denna studie inte granskat kulturella skillnader specifikt varpå det är svårt att säga hur dessa skillnader ser ut i urvalet.

**Tabell 6. Jämförelse av NJVs och IJVs.**

Tabellen åskådliggör den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen under eventfönstret för företag som ingått NJVs och IJVs. Vidare redovisas skillnaden mellan de två genomsnitten samt det t-värde som visar den statistiska signifikansen för differensen mellan de två grupperna.

Dag	-1	0	1
$\overline{CAR}$ NJV	0,0022	0,0093*	0,0115*
$\overline{CAR}$ IJV	-0,0030	0,0059*	0,0066*
Skillnad	0,0052	0,0034	0,0049
T-värde	1,887	-0,483	0,922

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivån.

Tabell 6 visar resultaten från jämförelsen mellan de två grupperna NJV och IJV. Från tabellen kan utläsas att NJVs tenderar att erhålla en större  $\overline{CAR}$  än IJVs, dock är denna



skillnad inte statistisk signifikant. Studiens fjärde hypotes finner således inte något stöd i urvalet och nollhypotesen kan inte förkastas. Noterbart är att tabell 4 och 5 visar att de företag som ingått IJVs erhåller en större positiv  $\overline{AR}$  än de som ingått ett NJVs under eventdagen även om resultatet för hela eventfönstret är det motsatta. Differensen mellan gruppernas resultat för eventdagen har även testats separat och inte heller där uppvisades någon statistisk signifikans. Vid studerande av dag 0 bör det dock tas i beaktning att ett tredagars eventfönster används av en anledning och det kan finnas skillnader mellan grupperna gällande när informationen når marknaden.

Det tycks utifrån det undersökta urvalet som att marknaden inte värderar de två typerna olika, detta går emot vad exempelvis Denning et al. (2006) och Keasler och Denning (2009) finner. Gemensamt är dock att de båda grupperna genererar värde och generellt sett tas emot positivt av marknaden. Då ingen signifikant skillnad påvisas är det svårt att väga de förklaringar som anses karaktäristiska för de olika grupperna mot varandra. Kanske kan det ses som en indikation på att det är de fördelar som lyfts fram för JVs generellt som i första hand uppskattas av marknaden.

### 4.3 Relativstorlek

Här presenteras inledningsvis separata värden för de två grupperna relativt mindre och relativt större företag, därefter visas utfallet av de undersökta differenserna som utgör studiens femte och sista hypotes.

**Tabell 7. Relativt större och relativt mindre företag.**

Tabellen visar den genomsnittliga abnormala avkastningen samt den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen under eventfönstret. De företag är relativt mindre sin JV-partner redovisas i den vänstra halvan och de som är relativt större visas i den högra. Den statistiska signifikansen i den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen för vardera grupp ges av ett t-test.

Dag	-1	0	1	Dag	-1	0	1
$\overline{AR}$ mindre	-0,0008	0,0110***	-0,0028	$\overline{AR}$ större	0,0000	0,0071**	0,0028
$\overline{CAR}$ mindre	-0,0008	0,0101**	0,0073	$\overline{CAR}$ större	0,0000	0,0072**	0,0099**
T-värde	-0,363	2,618	1,781	T-värde	0,030	2,656	3,095

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivå.

Tabell 7 återger resultatet från de företag som är relativt mindre och relativt större sin JV-partner. Den vänstra sidan av tabell 7 visar värden för de företag som ingår JVs och är relativt mindre sin JV-partner. Resultatet visar att denna subgrupp erhåller en

$\overline{CAR}$  på 0,73 %, dock är detta inte statistiskt signifikant. De företag som är relativt mindre uppvisar en  $\overline{AR}$  på 1,10 % under eventdagen vilket är signifikant på 0,1 % nivån.

Den högra sidan av tabell 7 visar att företagen som är relativt större erhåller en  $\overline{CAR}$  över eventfönstret på 0,99 %, detta är statistiskt signifikant på 1 % nivån. Resultatet från eventdagen för de relativt större företagen visar en  $\overline{AR}$  på 0,71 % vilket också är statistiskt signifikant på 1 % nivån.

**Tabell 8. Jämförelse av relativstorlek.**

Tabellen visar den genomsnittliga kumulativa abnormala avkastningen i eventfönstret där företagen delas upp som relativt mindre och relativt större sin JV-partner. Därefter presenteras skillnaden mellan de två gruppernas medelvärden samt det t-värde som visar den statistiska signifikansen för differensen.

Dag	-1	0	1
$\overline{CAR}$ mindre	-0,0008	0,0101**	0,0073
$\overline{CAR}$ större	0,0000	0,0072**	0,0099**
Skillnad	-0,0009	0,0030	-0,0026
T-värde	-0,357	0,650	-0,506

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivån.

Tabell 8 visar en jämförelse av  $\overline{CAR}$  mellan de två grupperna relativt mindre och relativt större företag. Av tabellen kan utläsas att de relativt större företagen tycks erhålla en större abnormal avkastning än de relativt mindre över eventfönstret. Det går emot vad studien genom *relative size hypothesis* predikterar i den femte hypotesen, dock är resultatet inte signifikant. Studiens femte hypotes finner därmed inget stöd i urvalet och nollhypotesen kan inte förkastas. Vid studerande av tabell 7 kan det utläsas att de relativt mindre företagen erhåller en större positiv  $\overline{AR}$  än de relativt större under eventdagen. Denna differens testas men någon statistisk signifikans kan inte påvisas mellan grupperna. Vid studerande av endast dag 0 bör det även här tas hänsyn till att resultatet kan påverkas av gruppernas fördelning beträffande tidpunkten som informationen når marknaden.

Resultatet pekar i en annan riktning än det som McConnell och Nantell (1985) med flera finner i sina undersökningar (Koh och Venkatraman, 1991; Das et al., 1998). De visar att företag som är relativt mindre erhåller en större positiv abnormal avkastning. Istället liknar resultatet det som Merchant och Schendel (2000) visar, de finner ingen signifikant skillnad mellan grupperna relativt större och relativt mindre företag. Om

detta beror på exempelvis *transaction cost hypothesis* är svårt att diskutera kring då denna studie inte undersöker den abnormala avkastningen för företag som är jämnstora.

## 4.4 Multipel regression

### 4.4.1 Beskrivande statistik

En risk vid multipel regressionsanalys är att det förekommer multikollinearitet vilket innebär att oberoende variabler påverkar varandra. Genom att beräkna de oberoende variabelernas VIF-värden (variance inflation factor) kan detta undersökas, värden över 10 tolkas som att modellen innehåller multikollinearitet. (Andersson et al., 2007:119) Detta har undersökts och samtliga värden ligger i intervallet 1,292 till 1,623 vilket tolkas som att inget problem med multikollinearitet föreligger.

Tabell 9 visar en korrelationsmatris med pearsons korrelationskoefficient för CAR och testvariablerna från den multipla regressionsanalysen. Testet är en bivariat korrelation och korrelationen mellan variablerna kontrolleras således inte för andra faktorer.

#### Tabell 9. Korrelationsmatris.

Tabellen visar testvariablernas inbördes korrelation och deras korrelation med den multipla regressionsanalysens beroende variabel CAR.

	CAR	NJV/IJV	Relativstorlek	MVlog
NJV/IJV	-0,080			
Relativstorlek	0,011	0,066		
MVlog	-0,036	-0,014	0,291***	
EkUtv	-0,490	0,341***	0,202**	0,061

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivån.

Som kan utläsas i tabell 9 finns inga statistiskt signifikanta korrelationer mellan testvariablerna och den beroende variabeln CAR. Field (2009:173) menar att absolutvärden för korrelationskoefficienten mellan 0,10 och 0,29 kan tolkas som ett svagt samband, 0,30 till 0,49 som medelstarkt och över 0,50 som starkt. Ingen av testvariablerna uppvisar en signifikant korrelation med den beroende variabeln CAR. Noterbart är dock att korrelationen mellan CAR och EkUtv indikerar en medelstark negativt riktning vilket inte är förenligt med *real option hypothesis*.

Från de inbördes korrelationerna mellan de oberoende variablerna kan utläsas att sambandet mellan MVlog och Relativstorlek är svagt och signifikant på 0,1 % nivån. Detta är logiskt då företag med högre marknadsvärde har färre möjliga samarbetspartners som är större att ingå JV med. Även den medelstarka signifikanta korrelationen mellan NJV/IJV och EkUtv är väntad då Sverige klassas som ett ekonomiskt välutvecklat land. Således kan aldrig NJVs ske med företag från mindre ekonomiskt utvecklade länder. En svag signifikant korrelation finns mellan EkUtv och relativstorlek. Det betyder att de svenska företagen i högre utsträckning är den större parten om motparten finns i ett land med mindre utvecklad ekonomi. Det skulle kunna förklaras av att företag i mer ekonomiskt utvecklade länder generellt har mer tillgångar än de i mindre utvecklade länder.

#### 4.4.2 Resultat från multipel regression

I tabell 10 återges resultaten från studiens multipla regressionsanalys där tre olika modeller används, efter följer en diskussion kring resultatet och tänkbara förklaringar.

##### Tabell 10. Multipel regression.

Förhållandet mellan oberoende variabler och den beroende variabeln CAR undersöks i den multipla regressionsanalysen. Den första oberoende variabeln är en dummyvariabel där IJVs tilldelas värdet 1 och NJVs ges värdet 0, denna betecknas DummyNJV/IJV. DummyRelativ ges värdet 1 om företaget är relativt större sin JV-partner och 0 om det är relativt mindre. MVlog, är det logaritmerade marknadsvärdet, DummyEkUtv tilldelas värdet 1 om medpartens hemland enligt *World Economic Outlook* inte klassas som en välutvecklad ekonomi och 0 om det gör det. Slutligen kontrolleras även de fasta effekterna för år och bransch.

	Modell 1	Modell 2	Modell 3
DummyNJV/IJV	-0,008 (0,015)		-0,008 (0,006)
DummyRelativ		0,003 (0,006)	0,004 (0,006)
MVlog	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)
DummyEkUtv	0,003 (0,007)	0,000 (0,007)	0,002 (0,007)
Fast effekt bransch	Ja	Ja	Ja
Fast effekt år	Ja	Ja	Ja
Intercept	0,018 (0,015)	0,013 (0,014)	0,018 (0,015)
Observationer	174	174	174
Justerat R <sup>2</sup>	-0,012	-0,018	-0,015
F-värde	0,817	0,729	0,784

\*, \*\* och \*\*\* betyder statistisk signifikans på 5, 1 respektive 0,1 % nivån.

Modell 1 inkluderar samtliga variabler utom dummyvariabeln för relativstorlek. Modellen visar inga signifikanta resultat och det justerade  $R^2$ -värdet är -0,012. Det negativa värdet tolkas som 0 då en modell inte kan förklara mindre än ingenting, anledningen till att värdet är negativt är att flera variabler inkluderats i modellen och det justerade  $R^2$ -värdet tar hänsyn till antalet variabler. I modell 2 undersöks samtliga variabler utom dummyvariabeln för NJV/IJV. Inte heller i denna modell erhålls några signifikanta skillnader och det justerade  $R^2$ -värdet är -0,018. Samtliga variabler tas med i beräkning av modell 3. Det justerade  $R^2$ -värdet ligger på ungefär samma nivå som vid de två tidigare modellerna, -0,015. Inte heller denna modell finner något signifikant resultat för de undersökta variablerna.

Andra kombinationer av variablerna testas i modeller som inte presenteras här. De modellerna ger inte heller någon statistiskt signifikans och låga justerade  $R^2$ -värden är ett genomgående tema även i dessa. Således kan de undersökta variablerna inte förklara variansen i CAR under eventfönstret för detta urval. De låga förklaringsgraderna i tabell 10 kan delvis bero på att skillnaden i de undersökta variablerna relativstorlek och NJV/IJV inte är statistiskt signifikanta vilket tidigare undersökts vid hypotes fyra och fem. De inkluderas ändå i den multipla regressionen då dessa är de underliggande variabler som i första hand undersöks i studien. Även om en statistiskt signifikant skillnad inte finns är det intressant att undersöka om de kan förklara någon del av variansen i den beroende variabeln CAR.

Vid studerande av tabell 10 bör det inte förbises att urvalet har ett visst bortfall. Detta beror på att exkludering gjorts i alla modeller för de event som saknar värden på någon av variablerna. Den variabel som medför bortfall är relativstorlek, det går vid 24 event inte att göra en bedömning då det saknas data för medparten. Ett tydligt mönster är att dessa JVs alltid är gjorda med en utländsk part som ofta kommer från länder som vid indelningen av ekonomisk utveckling klassas som mindre utvecklade. Detta medför att urvalet som ligger till grund för den multipla regressionsanalysen har ett bortfall som inte är slumpmässigt. Det finns således en risk att modellerna inte är representativa för hela urvalet vilket kan ge ett missvisande resultat.

## 5. Konklusion

### 5.1 Slutsats

Syftet med denna studie var att undersöka om det uppstår abnormal avkastning hos svenska företag som tillkännager att de ingått ett JV. Vidare var syftet även att undersöka om det finns en skillnad i abnormal avkastning vid nationella och internationella JVs samt om den relativa storleksskillnaden mellan företagen påverkar marknadsreaktionen. En eventstudie har genomförts för åren 2000 till 2016 där samtliga bolag noterade på OMX Stockholm large, mid och small cap undersökts.

Resultatet visar att svenska företag som annonserar ett ingått JV i genomsnitt erhåller en positiv abnormal avkastning på 0,80 % under eventfönstret. Detta ligger i linje med vad flertalet tidigare studier finner där en majoritet har undersökt JVs med USA som bas (McConnell och Nantell, 1985; Koh och Venkatraman, 1991; Woolridge och Snow, 1990). Den positiva abnormala avkastningen indikerar att marknaden i genomsnitt tror att ett annonserat JV leder till ett ökat framtida kassaflöde. En tänkbar förklaring till detta enligt tidigare forskning kan vara exempelvis *synergy hypothesis* som menar att företag tillsammans kan skapa större värden än summan av vad de var för sig kan göra på egen hand. En annan möjlig förklaring är teorin om *shareholder value maximization* som innebär att företaget i längden gör vad som är bäst för aktieägarna.

Den positiva marknadsreaktionen gäller dock inte för alla JVs då 43 % av de undersökta eventen resulterade i en negativ abnormal avkastning under eventfönstret, liknande resultat visas av Keasler och Denning (2009). För att undersöka vilka faktorer som potentiellt driver en abnormal avkastning har urvalet delats upp i subgrupper som undersökts i olika hypoteser. Resultatet visar att både NJVs och IJVs generellt genererar en positiv abnormal avkastning. Ingen statistiskt signifikant skillnad mellan grupperna kan påvisas vilket skulle kunna vara en indikation på att marknaden i första hand värderar de fördelar som förknippas med JVs generellt.

I studien undersöks även om företag som är relativt mindre sin JV-partner erhåller en större abnormal avkastning är de företag som är relativt större. Resultatet ger ingen statistisk signifikant skillnad och därmed finner inte studien stöd för *relative size hypothesis* i urvalet. Detta ligger i linje med Merchant och Schendel

(2000) som inte heller finner att marknaden tar hänsyn till företagens relativstorlek. För att vidare undersöka de olika variabelernas förklaringsgrad genomförs en multipel regressionsanalys. Där inkluderades ytterligare kontrollvariabler som i tidigare studier använts för att förklara den abnormala avkastningen. Den multipla regressionen ger inga resultat som tyder på att de undersökta variabelerna har en signifikant påverkan på värdeskapandet i detta urval vid tillkännagivandet av ett ingått JV.

Sammanfattningsvis finner studien stöd för att JVs generellt resulterar i en positiv abnormal avkastning för svenska företag. Denna samarbetsform kan således vara ett sätt för företagsledningar att skapa värde för sina aktieägare i en tid där internationaliseringen skapar högre konkurrens på den svenska marknaden. De underliggande faktorer som undersöks ger dock inte svar på frågan varför vissa annonseringar av JVs skapar värde medan andra tycks göra det motsatta.

## **5.2 Studiens tillförlitlighet**

För att studien skall vara tillförlitlig måste den genomsyras av reliabilitet och validitet. Reliabilitet innebär att studien kan genomföras igen med samma resultat medan validitet innebär att studien mäter det som den avser att göra. (Field, 2009:11-12) Metoden som används i denna undersökning är en eventstudie. Denna är vanligt förekommande vid den här typen av undersökningar och har använts i majoriteten av de tidigare studier som utgör den teoretiska referensramen. Validiteten kan påverkas då eventstudier inte tar hänsyn till andra händelser än de undersökta, varpå annan information riskerar att påverka resultatet.

Datainsamling av JVs har skett manuellt via en genomgång av de undersökta företagens pressarkiv. Detta kan medföra att event som borde inkluderas i urvalet missas. Vidare kan subjektivitet påverka vilka observationer som kommer med i urvalet. För att minska denna risk har en tydlig definition gjorts av vad som klassas som ett JV. Manuell insamling anses som den bäst lämpade metoden då olika nyhetsdatabaser som testats inte gett tillräckligt många träffar. Något som kan försvåra ett återskapande av studien är att insamling av data i vissa fall även skett genom Avanza och Cision. Detta har gjorts för att urvalet i så hög grad som möjligt

ska representera hela den undersökta tidsperioden och inte alla företags pressarkiv sträcker sig tillbaka till år 2000.

Studien bygger på sekundärdata i form av kursinformation, indexdata och andra finansiella tal som inhämtats via Eikon. Data har efter nedladdning hanterats manuellt vilket medför risker då den mänskliga faktorn kan orsaka fel. För att minska denna risk har samtliga observationer kontrollerats så att rätt dag används som eventdag. Vidare har metodförfarandet återgetts så tydligt som möjligt för att öka studiens reliabilitet.

Det bör tas i beaktning att det vid uppdelning av relativstorlek finns ett bortfall då det i vissa fall inte gått att göra en bedömning utifrån de mått som använts och de data som fanns tillgänglig i Eikon. Det är möjligt att denna indelning går att göra med hjälp av andra data vilket kanske skulle förändra utfallet. Det finns en risk att det bortfall som finns påverkar resultatet för studiens femte hypotes och den multipla regressionen. Den indelning som gjordes bedömdes dock som den bäst lämpade utifrån tidigare forsknings tillvägagångssätt och de data som fanns tillgängliga i Eikon.

### **5.3 Framtida forskning**

Denna studie undersöker om det uppstår abnormal avkastning hos svenska företag som tillkännager att de ingått ett JV. Det finns flera möjliga faktorer som kan tänkas påverka den abnormala avkastningen som inte undersökts. Det vore exempelvis intressant att se om reaktionen skiljer sig åt beroende på om moderbolagen verkar inom samma bransch eller inte. Detta har undersökts av bland andra Mohanram och Nanda (1998) men effekten på den svenska marknaden är outforskad. Svårigheten i att bestämma om företag i olika länder verkar inom samma bransch eller inte är anledningen till att det inte undersökts i denna studie. Det är möjligt att undersökningar som endast tittar på NJVs har bättre förutsättningar för att studera detta.

Vår studie undersöker om det är någon skillnad mellan IJVs och NJVs. Detta innebär att samtliga JVs med utländska parter klassas som IJV. Det vore intressant att dela in



IJVs i ytterligare subgrupper för att närmare undersöka om reaktionen mellan dessa skiljer sig åt. Denna indelning kan ske genom geografiska mått men även utifrån andra aspekter där exempelvis den kulturella närhetens betydelse undersöks.

JV är en form av strategisk allians som leder till att ett nytt samägt bolag bildas. Framtida forskning skulle kunna undersöka om en abnormal avkastning uppstår vid annonseringen av andra typer av strategiska allianser där inget nytt bolag bildas. Det kan exempelvis vara forsknings- och marknadsföringssamarbeten eller licensavtal. Dessa former av allianser tenderar att vara kortare och mer flexibla, samtidigt som syftet att uppnå synergieffekter är detsamma. Detta undersöks bland annat av Keasler och Denning (2009), men är inte gjort på den svenska marknaden.

## 6. Referenser

- Andersson, G., Jorner, U. och Ågren, A. (2007): *Regressions- och tidsserieanalys*, 3 uppl, Studentlitteratur AB, Lund.
- Barkema, G. H., Bell, J. H. J. och Pennings, J. M. (1996): Foreign Entry, Cultural Barriers and Learning, *Strategic Management Journal*, 17, ss 151-166.
- Berg, V. och Friedman, P. (1977): Joint Ventures, Competition and Technological Complementarities: Evidence from Chemicals, *Southern Economic Journal*, 143, ss 1330-37.
- Borde, S. F., Whyte, A. M., Wiant, K. J. och Hoffman, L. L. (1998): New evidence on factors that influence the wealth effects of international joint ventures, *Journal of Multinational Financial Management*, 8, ss 63-77.
- Brigham, E. och Davies, P. (2007): *Intermediate Financial Management*, 9 uppl, Mason, N,H: Thomson/South-Western.
- Brown, S. Goetzmann, W. Ibbotson, R. och Ross, S. (1992): Survivorship Bias in Performance Studies, *The Review of Financial Studies*, 5, ss 553-580.
- Chang, S-C. och Chen, S-S. (2002): The Wealth Effect of Domestic Joint Ventures: Evidence from Taiwan, *Journal of Business & Accounting*, 29:1, ss 201-222.
- Chen, H. och Hu, M. Y. (1992): Stock valuation effects of international joint ventures: Evidence from U.S. investment in eastern European countries, *Multinational Financial Management*, 1, ss 67-85.
- Chen, H., Hu, M. Y. och Shieh, J. C. P. (1991): The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China, *Financial Management*, 20:4, ss 31-41.
- Chung, I. Y., Koford, K. J. och Lee, I. (1993): Stock Market Views of Corporate Multinationalism: Some Evidence from Announcements of International Joint Ventures, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 33:3, ss 275-293.
- Dacin, M. T., Hitt, M. A. och Levitas, E. (1997): Selecting partners for international alliances: examination of U.S. and Korean firms, *Journal of World Business*, 31:1, ss 3-16.
- Das, S., Sen, P. och Sengupta, S. (1998): Impact of strategic alliances on firm valuation, *Academy of Management Journal*, 41:1, ss 27-41.
- Denning, K. C., Hulburt, H. och Ferris, S. P. (2006): Risk and wealth effects of U.S. firm joint venture activity, *Review of Financial Economics*, 15, ss 271-285.

- Doukas, J. och Travlos, N. G. (1988): The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions, *Journal of Finance*, 43:5, ss 1161-1175.
- Ellsworth, E. (1985): Capital markets and competitive decline, *Harvard Business Review*, ss 171-183.
- Fama, E. F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, 25:2, ss 383-417.
- Fama, E. F. och Jensen, M. (1985): Organizational forms and investment decisions, *Journal of Financial Economics*, 14, ss 101-109.
- Field, A. (2009): *Discovering statistics using SPSS*, 3 uppl. Sage publications: London.
- Finnerty, J. E., Owers, J. E. och Rogers, R. C. (1986): The valuation impact of joint ventures, *Management International Review*, 26, ss 14-26.
- Hanvanich, S. och Çavuşgil, T. (2001): Stock market reactions to international joint venture announcement: an event analysis, *International Business Review*, 10, ss 139-154.
- Johnson, S. A. och Houston, M. B. (2000): A Reexamination of the Motives and Gains in Joint Ventures, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35:1, ss 67-85.
- Keasler, T. och Denning, K. (2009): A re-examination of corporate strategic alliances: market responses, *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 48:1, ss 21-47.
- Keown, A. J. och Pinkerton, J., M. (1981): Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation, *Journal of Finance*, 36:4, ss 855-869.
- Koh, J. och Venkatraman, N. (1991): Joint Venture Formations and Stock Market Reactions: An Assessment in the Information Technology Sector, *The Academy of Management Journal*, 34:4, ss 869-892.
- Lee, I. och Wyatt, S. B. (1990): The Effects of International Joint Ventures on Shareholder Wealth, *The Financial Review*, 25:4, ss 641-649.
- MacKinlay, A. C. (1997): Event Studies in Economics and Finance, *Journal of Economic Literature*, 35:1, ss 13-39.

- McConnell, J.J. och Nantell, T.J. (1985): Corporate Combinations and Common Stock Returns: The Case of Joint Ventures, *Journal of Finance*, 40:2, ss 519-36.
- McPhee, D., Ariño, A., Heckenmüller, C. och Ozcan, P. (2009): KPMG: Joint Ventures, tillgänglig på: <https://www.kpmg.com/KY/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/PublishingImages/Joint-Ventures-tool-for-growth-downturn.pdf> (hämtad 2016-11-10).
- Merchant, H. och Schendel, D. (2000): How Do International Joint Ventures Create Shareholder Value?, *Strategic Management Journal*, 21:7, ss 723-737.
- Merchant, H. (2012): The characteristics and stock-market performance of international joint ventures located in three host-country groups: An extension and empirical validation, *International Business Review*, 21, ss 1173-1189.
- Mohanram, P. och Nanda, A. (1998): When do joint ventures create value? Working paper, Harvard Business Studies.
- Moskalev, S. A. och Swensen R. B. (2007): Joint ventures around the globe from 1990-2000: Forms, types, industries, countries and ownership patterns, *Review of Financial Economics*, 16, ss 29-67.
- Nasdaq. (2016): OMXSPI, tillgänglig på: <http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3> (hämtad 2016-11-24).
- Reinecker, L. och Stray Jørgensen, P. (2014): *Att skriva en bra uppsats*, 4 uppl, Samfundslitteratur och Liber AB, Stockholm.
- Reuer, J. J. och Koza, M. P. (2000): Asymmetric information and joint venture performance: theory and evidence for domestic and international joint ventures, *Strategic Management Journal*, 21, ss 81-88.
- Rinaudo, E. K. och Uhlaner, R. (2014): Joint ventures on the rise, tillgänglig på: <http://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/joint-ventures-on-the-rise> (hämtad 2016-11-10).
- Saunders, M., Lewis, P. och Thornhill, A. (2016): *Research Methods for Business Students*, 7 uppl. Pearson Educated, Essex.
- Sony. (2001): Ericsson and Sony to Create World leader in Mobile Phones, tillgänglig på: [http://www.sony.net/SonyInfo/News/Press\\_Archive/200104/01-0424E/](http://www.sony.net/SonyInfo/News/Press_Archive/200104/01-0424E/) (hämtad 2016-11-03).

Tillväxtverket. (2014): Näringslivets internationalisering tar nya vägar, tillgänglig på: [https://www.tillvaxtverket.se/download/18.a48a52e155169e594d33fb/1465386604873/info\\_0608\\_webb\\_lankad.pdf](https://www.tillvaxtverket.se/download/18.a48a52e155169e594d33fb/1465386604873/info_0608_webb_lankad.pdf) (hämtad 2016-11-10).

Tillväxtverket. (2016): Globaliseringens möjligheter, tillgänglig på: <https://www.tillvaxtverket.se/aktuella-amnen/internationalisering/globaliseringens-mojligheter.html> (hämtad 2016-11-10).

Woolridge, R. och Snow, S. (1990): Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions, *Strategic Management Journal*, 11:5, ss 353-363.