



Företagsekonomiska institutionen  
EKONOMIHÖGSKOLAN VID  
LUNDS UNIVERSITET

**Magisteruppsats VT 10**  
2010-05-31

# **Bankuppköp**

**- En studie över aktieprisets reaktion i samband med  
uppköp och fusioner i den Europeiska banksektorn**

**Författare**

Vanessa Kanngiesser  
Pernilla Karlsson

**Handledare**

Jens Forssbaeck  
Måns Kjellsson

## **SAMMANFATTNING**

**Examensarbetets titel:** Bankuppköp - En studie över aktieprisets reaktion i samband med uppköp och fusioner i den Europeiska banksektorn

**Seminariedatum:** 7 juni, 2010

**Ämne/kurs:** FEKP01 Magisteruppsats i Finansiering, 15 HP (15 ECTS)

**Författare:** Vanessa Kanngiesser och Pernilla Karlsson

**Handledare:** Jens Forssbaeck och Måns Kjellsson

**Fem nyckelord:** Uppköp, Kumulativ onormal avkastning, Eventstudie, Multipel regression, Gränsöverskridande

**Syfte:** Studien avser att analysera variablerna: Betalningsmetod, Strategi, Inhemsk/gränsöverskridande uppköp, Tidpunkt och Storlekens effekt på den uppköpande bankens aktiepris på kortsikt.

**Metod:** Vi har följt ett kvantitativt tillvägagångssätt där vi utfört eventstudier samt gjort regressionsanalyser.

**Teoretiska perspektiv:** Det teoretiska perspektivet har sin utgångspunkt från teori kring värdeskapande genom M&A.

**Empiri:** Studien är en undersökning av hur aktiepriset påverkats av uppköp i den Europeiska banksektorn under 1994-2009.

**Slutsatser:** Studien fann signifikanta resultat vad gäller följande samband: Uppköpets storlek har en negativ påverkan på den uppköpande bankens CAR. Diversifierade uppköp påverkar den uppköpande bankens CAR mer negativt än fokuserade uppköp. Uppköp tillkännagivna under en uppgångsperiod har en positiv inverkan på den uppköpande bankens CAR.

## **SUMMARY**

**Title:** Bank Mergers - A study of stock price reactions associated with merger and acquisitions in the European banking sector

**Seminar date:** June 7th, 2010

**Course:** Master thesis in business administration, 15 University Credit Points (15 ECTS)  
Major: Finance

**Authors:** Vanessa Kanngiesser and Pernilla Karlsson

**Advisor/s:** Jens Forssbaeck and Måns Kjellsson

**Five key words:** Mergers and Acquisitions (M&A), Cumulative Abnormal Return (CAR), Event Study, Multiple Regression, Crossborder

**Purpose:** The study intends to analyze the variables: Payment Method, Strategy, Domestic / cross-border takeovers, Time and Size effect on the purchasing bank's share price in the short term.

**Methodology:** We have followed a quantitative approach, where we performed event studies and regression analysis.

**Theoretical perspectives:** The theoretical approach takes its lead from the theory on value creation through M & A.

**Empirical foundation:** Mergers and Acquisitions during 1994-2009 done by Banks on the European market have been studied empirically.

**Conclusions:** The study found significant results on the following links: acquisition size has a negative impact on the purchasing bank's CAR. Diversified takeover have an negative impact on the purchasing bank`s CAR. M&A announced during a boom period has a positive impact on the purchasing bank's CAR.

# Innehållsförteckning

<b>1</b>	<b>Inledning</b>	<b>5</b>
1.1	Bakgrund	5
1.2	Problemdiskussion	6
1.3	Problemformulering	7
<b>2</b>	<b>Teori</b>	<b>8</b>
2.1	Mergers and Acquisition, så kallad fusion och förvärv	8
2.1.1	Synergier	9
2.1.2	Hybris	9
2.1.3	Agentproblem	10
2.2	Finansiering av M&A	10
2.3	Crossborder M&A	10
2.3.1	Lagändringar som fostrat konsolidering	12
2.3.2	Varför väljer banker att gå över gränserna?	12
2.4	Uppköpsvågor i Europa	13
<b>3</b>	<b>Hypoteser</b>	<b>15</b>
3.1	Hypotes 1 - Uppköp med endast kontanter v/s annan betalningsmetod	15
3.2	Hypotes 2 - Crossborder v/s Inrikes	15
3.3	Hypotes 3 - Tidpunkt; Uppgång v/s Nedgång	16
3.4	Hypotes 4 - Strategi; Diversifierat v/s Fokuserat uppköp?	16
3.5	Hypotes 5 - Storleken på uppköpet	16
<b>4</b>	<b>Metod</b>	<b>18</b>
4.1	Val av forskningsansats	18
4.2	Val av metodansats	18
4.3	Eventstudie	19
4.4	Studerade variabler	23
4.5	Regressionsanalys	24
4.6	Källkritik	25
<b>5</b>	<b>Data</b>	<b>26</b>
5.1	Tidpunkt för annonseringen av uppköpet	27
5.1.1	Crossborder uppköp	29
5.1.2	Strategi	29
<b>6</b>	<b>Empiriska resultat</b>	<b>31</b>
6.1	Hypotes 1 - Uppköp med endast kontanter v/s annan betalningsmetod	31
6.2	Hypotes 2 - Crossborder v/s Inrikes	33
6.3	Hypotes 3 - Uppgång v/s Nedgång	34
6.4	Hypotes 4 - Diversifierat v/s fokuserat	35
6.5	Kompletterande variabel: Storlek på uppköpet	36
6.6	Slutlig regression	36
6.7	Sammanfattning av förväntade och funna resultat	38
<b>7</b>	<b>Slutsats</b>	<b>39</b>
7.1	Övergripande slutsatser	39
7.2	Begränsningar och kritisk utvärdering	40
7.3	Fortsatt forskning	40
<b>8</b>	<b>Källförteckning</b>	<b>42</b>

# 1 Inledning

---

*I detta inledande kapitel ges en kort bakgrund till ämnet och därefter följer en problemdiskussion samt problemformulering.*

---

## 1.1 Bakgrund

Kl. 11.14 den 15 september 2008 publicerar Dagens nyheters nättidning följande rubrik: ”Lehman Brothers ansöker om konkurs – Krisdrabbade Lehman Brothers rasar samman. Investment banken, en av världens största, meddelar på måndagen att den ansökt om konkurs.”<sup>1</sup> Konkursen har föranletts av misslyckade försök att finna en uppköpare, samma dag annonserar Bank of Amerika att man köper upp Merrill Lynch och räddar troligtvis därmed denna finansjätte från att riskera samma öde som Lehman Brothers.<sup>2</sup>

Bankuppköp kan vara en av lösningarna som regeringar och institutionella investerare har för att hantera en finanskris.<sup>3</sup> Men det kan även vara ett alternativ när banker vill expandera. Uppköp är en viktig del i den finansiella sektorn, och det är även den sektor där det sker flest uppköp.<sup>4</sup> De senaste 20 åren har finanssektorn präglats av ett stort antal sammanslagningar. Under 1990-talet ökade antalet sammanslagningar med 215 procent jämfört med antalet sammanslagningar i början av 1980-talet.<sup>5</sup>

Utvecklingen förklaras främst av en förbättrad informationsteknologi, ekonomisk avreglering, globalisering av de finansiella och reala marknaderna samt ett ökat tryck från aktieägarna gällande företagens ekonomiska resultat. Vad gäller globaliseringen har införandet av euron uppmuntrat till gränsöverskridande sammanslagningar och har på så vis spelat en stor roll i att öka den finansiella integrationen i Europa.<sup>6</sup>

Andelen sammanslagningar i finanssektorn har varit stor både i USA och i Europa. Utvecklingen har dock sett något olika ut mellan de båda marknaderna. I USA halverades antalet banker mellan 1980-2003 från 16,000 till 8000 stycken. The Financial Services

---

<sup>1</sup> Dagens nyheter (2008-09-15)

<sup>2</sup> Telegraph (2008-09-15)

<sup>3</sup> Ravichandran (2009)

<sup>4</sup> Group of ten (2001)

<sup>5</sup> Becher (2000)

<sup>6</sup> Group of ten (2001)

Modernization Act (1999) var en stor bidragande faktor till utvecklingen i USA. Den tog bort många barriärer inom den finansiella sektorn gällande möjligheten att göra M&A. I Europa satte den stora aktiviteten av M&A inom finanssektorn igång i slutet av 1990-talet och som vi nämnde tidigare var det främst införande av euron som medförde denna utveckling.<sup>7</sup>

## 1.2 Problemdiskussion

De senaste årens finanskris har satt sina spår i många delar inom företagsekonomi. Ett exempel är att antalet M&A varit lägre under finanskrisen. Detta är en naturlig reaktion av en bristande likviditet i många bolag.<sup>8</sup> Det mesta pekar på att vi är på väg ur recessionen, vilket innebär att företagen troligtvis kommer att leta efter nya tillväxtmöjligheter. En sådan tillväxtmöjlighet skulle kunna vara att göra ett uppköp eller en fusion.

Uppköp och fusioner är vanliga i finanssektorn, det har medfört att forskningen på området är omfattande. Det finns en mängd empiriska bevis av effekterna av M&A i den amerikanska finanssektorn, forskningen kring effekterna i den europeiska finanssektorn är dock betydligt beskedligare. Studier som har gjorts på den amerikanska marknaden visar främst blandat eller negativt aktieägarvärde, och visar att uppköpet främst skapat värde för den uppköpta bankens aktieägare, ofta på den uppköpande bankens bekostnad. Studier som nyligen har gjorts på europeiska banker visar delvis på motsatta resultat, alltså att ett uppköp kan skapa värde även för den uppköpande bankens aktieägare.<sup>9</sup>

Anledning till att forskningsresultaten ser annorlunda ut mellan USA och Europa förklaras bland annat med att bankernas regleringssystem skiljer sig åt i Europa och USA. I Europa är regleringssystemen för bankerna i regel mer liberala än vad de är i USA.<sup>10</sup> En amerikansk studie över M&A i banksektorn undersöker bland annat betalningsmetodens påverkan på aktiepriset vid bankuppköp.<sup>11</sup> Denna studie är dock koncentrerad till bankuppköp på den amerikanska marknaden, enligt vår vetskap finns det ingen liknande studie på de europeiska bankerna. Då tidigare studier på bankuppköp visat tydliga skillnader i resultaten mellan de två olika marknaderna anser vi att det är av största intresse att göra en liknande studie endast över den europeiska marknaden.

---

<sup>7</sup> Altunbas & Marques (2008)

<sup>8</sup> Ravichandran (2009)

<sup>9</sup> Altunbas & Marques (2008)

<sup>10</sup> Cybo-Ottone & Murgia (2000)

<sup>11</sup> Becher (2000)

Altunbas & Marques har i en relativt ny studie över europeiska bankuppköp undersökt hur skillnader/likheter i strategi har påverkat de involverade bankerna. Studien har delat in strategi i olika grupper, bland annat skillnader/likheter i belåningsgrad, kreditrisk, resultat, kostnader och storlek. Studien visar på att generellt desto mer olika strategier den uppköpande och den uppköpta banken har, desto bättre är det genomsnittliga resultatet för den uppköpande banken efter ett uppköp. Däremot visar studien att olikheter vad gäller belåningsgrad och kreditrisk kan skapa problem vad gäller gränsöverskridande uppköp. Studien mäter resultatet som avkastning på eget kapital, och förklarar alltså inte om diversifierade uppköp skapar något positivt aktieägarvärde.<sup>12</sup>

Det finns alltså gap i teorin kring bankuppköp i Europa. Gapen vi avser att fylla med den här studien är följande:

- Teorin kan inte förklara om den uppköpande bankens aktiepris påverkas av betalningsmetoden när europeiska banker gör uppköp.
- Teorin redogör endast för att ett diversifierat uppköp generellt har en positiv påverkan på bankens avkastning på det egna kapitalet, den redogör inte för om det har en påverkan på aktiepriset.

Vi kommer, utöver variablerna betalningsmetod och strategi som behandlar de teoretiska gapen, att använda oss av ytterligare tre variabler i vår modell. Studien inkluderar följande variabler:

- *Betalningsmetod*
- *Strategi*
- *Inhemsk/gränsöverskridande uppköp*
- *Tidpunkt*
- *Storlek*

### **1.3 Problemformulering**

*Studien avser att analysera de fem variablernas effekt på den uppköpande bankens aktiepris på kortsikt.*

---

<sup>12</sup> Altunbas & Marques (2008)

## 2 Teori

---

*I detta avsnitt behandlas den teoretiska bakgrund och de modeller som sedan ligger till grund för vår analys. Vi börjar med att redogöra för vad M&A är, vad bakgrunden för uppköp är och hur fenomenet förändrats över tid.*

---

### 2.1 Mergers and Acquisition, så kallad fusion och förvärv

Enligt nationalencyklopedin lyder definitionen för fusion kort ”inom näringslivet sammansmältning, särskilt i fråga om sammanslagning av två eller flera företag”<sup>13</sup>. Det är detta som på engelska översätts som merger, medan acquisition översätts som förvärv. Vi kommer härnäst att använda oss utav den engelska förkortningen M&A<sup>14</sup>, för förvärv och fusion. Vi kommer även att använda termen uppköp då vi menar både förvärv och fusioner.

Den vanligaste typen av sammanslagning är fusion och förvärv men det finns även andra typer av sammanslagningar, exempelvis så kallade joint venture. Den här studien behandlar endast fusioner och förvärv.

Ett *förvärv* sker när företag A + B slås samman och ett helt nytt företag, C skapas. Det ena företaget tar här över ett majoritetsägande i en del eller över ett helt företag. En *fusion* sker när två företag, ofta av snarlik storlek, är enade om att arbeta framåt som ett företag. En flytt av alla tillgångar och skulder sker och det förvärvade bolaget upphör att existera. Med det menas att företag A + B arbetar tillsammans och utåt sett är företag A.<sup>15</sup>

Tre förklaringsteorier till varför M&A sker:

1. Effektivitet eller synergier – Det totala värdet av sammanslagningen av företagen är större än det sammanlagda värdet av företagen värderade som enskilda bolag.
2. Hybris – Resultatet av vinnarens förbannelse som leder till att köpare betalar ett för högt pris fastän värdet på bolaget är oförändrat.
3. Agentproblem eller misstag – Det totala värdet sjunker till följd av misstag eller av en ledning som värderar deras egna preferenser högre bolagets välbefinnande.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Nationalencyklopedin (Hämtad 2010-04-14)

<sup>14</sup> Mergers and Acquisitions

<sup>15</sup> Gaughan (2007)

<sup>16</sup> Weston & Weaver (2001)



Type	Total value	Gains to Target	Gains to Acquirer
1. Efficiency or synergy	+	+	+
2. Hubris (winner's curse, overpay)	0	+	-
3. Agency problems or mistakes	-	+	-

Figur 1 "Table 5.1" Weston & Weaver (2001)<sup>17</sup>

Resultatet för målföretaget är oftast positivt eftersom det köpande företaget vanligtvis betalar en premie. Ur tabellen kan slutsatsen dras att en värdeökning huvudsakligen uppstår till följd av en effektivitetsökning.<sup>18</sup>

### 2.1.1 Synergier

Ett möjligt motiv för M&A är synergier. Synergier skapar värde och kan vara av två typer. Den första typen, operativa synergier, sker när stordriftsfördelar uppstår vid en sammanslagning. Den andra typen, informativa synergier, uppstår om värdet av de två sammanslagna företagen är större än värdet av de två företagen separat värderade. Den informativa synergien kan ha som syfte att minimera transaktionskostnader eller genomföras för att minska eventuella konkurskostnader.<sup>19</sup>

### 2.1.2 Hybris

Ytterligare ett motiv bakom M&A är ledningens hybris. Detta motiv grundar sig i att ledningen misstar sig vid utvärderingen av potentiella målföretag. De överskattar synergieffekterna som ett eventuellt uppköp skulle leda till, och betalar därför en alltför hög summa för målföretaget.<sup>20</sup> Det är även detta fenomen som kallas för vinnarens förbannelse, vilket innebär att det uppköpande företaget betalat mer än vad målföretaget var värt och får följaktligen samvetsqual.<sup>21</sup>

<sup>17</sup> Weston & Weaver (2001)

<sup>18</sup> Ibid.

<sup>19</sup> Goergen & Renneboog (2004)

<sup>20</sup> Ibid.

<sup>21</sup> DePamphilis (2009)

### 2.1.3 Agentproblem

Det tredje motivet för uppköp är det så kallade agentproblemet. Här är det ledningen i det uppköpande företags intresse som är det huvudsakliga motivet för ett eventuellt uppköp. Chefer föredrar att maximera företagets tillväxt snarare än företagets värde på lång sikt då deras förmåner tenderar att öka i takt med företagets storlek.<sup>22</sup> Detta sker således på bekostnad av det uppköpande företags aktieägare<sup>23</sup>.

## 2.2 Finansiering av M&A

Det finns två typer av finansieringsformer för M&A, den ena är betalning med kontanter och den andra är betalning med aktiekapital. Betalning med aktier kan ske endera med betalning av stamaktier eller med preferensaktier. Om en köpare erbjuder betalning med aktier kan detta ske med fast eller bunden växelkurs. Därmed kan en sådan finansieringsform ge säljaren vissa skattefördelar som inte finns vid kontantbetalning. En sådan transaktion kräver dock att parterna är överens om värdet på kapitalet vilket kan leda till en ökad osäkerhet för säljaren, vilket skulle innebära att en kontantförsäljning föredras.<sup>24</sup>

Om ledningen för det förvärvade företaget vet att deras aktier är värda mer än deras nuvarande marknadspris kommer de att vilja finansiera uppköpet med kontanter. Således kommer framtida förändringar i aktiekursen endast att gynna aktieägarna i det budgivande företaget. Det omvända gäller då ledningen tror att deras aktier är övervärderade, i sådana fall kommer de att vilja betala uppköpet med eget kapital. Det är en av anledningarna till varför avkastningen normalt är högre vid kontantbetalning än vid betalning med eget kapital.<sup>25</sup>

## 2.3 Crossborder M&A

De senaste åren har gränsöverskridande uppköp, i fortsättningen av studien även kallade crossborder M&A, spelat en allt större roll för internationaliseringen av banksektorn. Redan i slutet av 1900-talet visade utländska banker ett stort intresse för att investera utomlands, mestadels i kolonier. Mellan 2001 och 2003 låg gränsöverskridande uppköp på en mycket låg nivå. De senaste åren har dock de gränsöverskridande uppköpen ökat och tagit formen av

---

<sup>22</sup> Goergen & Renneboog (2004)

<sup>23</sup> Fiordelisi (1972)

<sup>24</sup> Gaughan (2007)

<sup>25</sup> Goergen & Renneboog (2004)

internationella förvärv, där starka institutioner i I-länderna gjort förvärv i mindre utvecklade ekonomier.<sup>26</sup>

En av anledningarna till att banker gör gränsöverskridande uppköp är att de genom ett uppköp förvärvar både kontorsnätet och det nätverk som den uppköpande banken byggt upp på den främmande marknaden. Desto mer spridd befolkningen i ett land är, desto svårare är det för en bank att komma in på en ny marknad och förvärva marknadsandelar eftersom en ny filial och ett nätverk först behöver byggas upp.<sup>27</sup>

Nedan visas en graf över antalet internationella bankuppköp i förhållande till det totala antalet gjorda bankuppköp under perioden 1985-2001.<sup>28</sup>

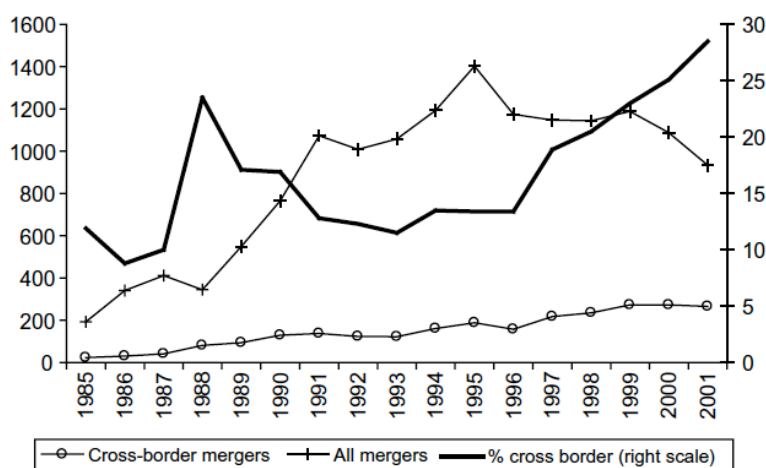


Fig. 1. Bank mergers by year 1985–2001. The study consists of 3081 completed cross-border mergers announced between 1985 and 2001 where at least one partner is a commercial bank. The graph shows the number of international merges as well as the total number of bank mergers announced by year.

Figur 2 "Bank mergers by year 1985-2001" Buch & DeLong (2004)

Även om antalet uppköp ökat stadigt inom den finansiella sektorn har andelen gränsöverskridande uppköp inom banksektorn varit relativt låg i förhållande till andra branscher. Detta på grund av de begränsade framgångarna de har haft historiskt sett. Gränsöverskridande uppköp har varken lett till en ökad eller en minskad risk i bankerna och har därför haft prioritet inom banksektorn. Därtill tenderar utlandsägda banker vara mindre effektiva än de inhemska bankerna på de utvecklade marknaderna.<sup>29</sup> Effektiviteten i

<sup>26</sup> Pozzolo (2008)

<sup>27</sup> Buch & DeLong (2004)

<sup>28</sup> Ibid.

<sup>29</sup> Ibid.

gränsöverskridande banker försämras på grund av geografiska avstånd, olika språk, kulturskillnader med mera<sup>30</sup>. Trots ökade volymer och innovation är gränsöverskridande uppköp mer komplexa än inhemska transaktioner. De normalt förekommande problemen med uppköp medföljer, inklusive ytterligare värderingsproblem och frågor om hur det nya företaget ska styras. Detta ökar investerarens skepsis ytterligare.<sup>31</sup>

### **2.3.1 Lagändringar som fostrat konsolidering**

Det är på grund av de senaste decenniernas lagändringar och restriktioner som de gränsöverskridande uppköpen ökat. Förändringar som införandet av Euron har gjort det lättare och mindre kostsamt för finansiella institut att bedriva verksamhet över nationsgränserna inom EMU. Minskning av handelshinder, lägre transportkostnader och framsteg inom kommunikationstekniken är några av de faktorer som lett till en ökad ekonomisk integration de senaste åren.<sup>32</sup> Den internationella handeln av varor och tjänster ökar ideligen. Företagen tvingas ständigt att bli mer globala för att kunna konkurrera på marknaden.<sup>33</sup>

### **2.3.2 Varför väljer banker att gå över gränserna?**

För vissa är det självklart då det finns stora besparingsmöjligheter med en etablering utomlands. Exempelvis kan företaget behålla sina kunder även om kunden flyttar utomlands. Ett svenskt exempel är SEB som från början är en svensk bank, men som idag har en fjärdedel av sina kontor i Tyskland och stora andelar i Baltikum. Vill kunden, kan den behålla sin bank trots att han eller hon flyttar utomlands. Andra menar att det är viktigt att hålla sig à jour med de senaste trenderna, med det menas att företaget bör ha en fot inne i olika länder för att hålla sig uppdaterad gällande nya tjänster och innovationer. Fysisk närvaro är nödvändigt för att snabbt få nys om ny information och överföra denna till resten av verksamheten.<sup>34</sup>

---

<sup>30</sup> Berger et al. (2000)

<sup>31</sup> Goldman Sachs (2000)

<sup>32</sup> Berger et al. (2000)

<sup>33</sup> Goldman Sachs (2000)

<sup>34</sup> Berger et al. (2000)

## 2.4 Uppköpsvågor i Europa

Det är numera ett faktum att uppköp sker i cykliska vågor. Sedan slutet på 1800-talet har fem så kallade uppköpsvågor upptäckts i Europa.<sup>35</sup> Det finns två olika teorier som förklarar uppkomsten av dessa vågor. Den första är den *neoklassiska teorin* som hävdar att uppköp uppstår när företag i olika industrier reagerar på oväntade händelser i deras omgivning. Exempel på sådana oväntade händelser skulle kunna vara avregleringar eller lagändringar, förändringar av distributionskanaler eller plötsliga höjningar av råvarupriser som leder till dramatiska följder för företag som verkar inom råvaruindustrin. Storleken och längden på en så kallad uppköpsvåg beror på hur många industrier som drabbas och i vilken mån de drabbas. Reaktionen på en oväntad händelse är vanligtvis att ett företag köper upp andra företag inom samma industri.<sup>36</sup>

Det var den andra industriella revolutionen som utlöste den *första* Europeiska uppköpsvågen som varade mellan 1880-1904. Denna våg syftade till att skapa monopol. För att reglera den nya monopolställningen som uppkommit infördes en så kallad antitrustreglering som sedermera gav upphov till en andra uppköpsvåg (1919-1929). Den *andra* vågen ledde i sin tur till en ökad vertikal integration i omvärlden. På 1950-talet startade den *tredje* vågen, vars fokus var diversifiering och syftade till att skapa konglomerat för att möta de globala marknaderna. Den tredje vågen nådde sin höjdpunkt i mitten av 1960-talet. Det var de tekniska framstegen inom biokemi och elektronik samt utvecklingen av nya finansiella instrument och marknader som stod bakom den *fjärde* uppköpsvågen som ägde rum mellan 1983-1989. De finansiella innovationerna som uppkom under denna våg underlättade finansieringen av uppköp och ledde till en rad fientliga bud. Den *femte* och senaste vågen av uppköp såg sin början 1993 då värdet på målföretagen i Europa och USA fördubblades.<sup>37</sup> Det hela startade med IT-bubblan på 1990-talet där fler strategiska uppköp än fientliga uppköp som tidigare var vanligt förekommande skedde. Även betalningsmetoden skiljde sig åt från tidigare vågor, här användes främst eget kapital istället för skulder som tidigare använts.<sup>38</sup> Under 1996 skedde en ännu brantare ökning av uppköp, men det var 1999 som var ett anmärkningsvärt år för den europeiska uppköpsmarknaden. Den europeiska marknaden för uppköp var nu nästan lika stor som den amerikanska marknaden. Under samma år uppgick

---

<sup>35</sup> Goergen & Renneboog (2004)

<sup>36</sup> DePamphilis (2009)

<sup>37</sup> Goergen & Renneboog (2004)

<sup>38</sup> Gaughan (2007)

antalet fientliga förvärv till 369 stycken jämfört med endast 14 stycken under 1996 och 35 stycken under 2000.<sup>39</sup>

En tydlig förändring som skett i karakteristikan av uppköpen är att dess storlek tenderar att vara större och att uppköpen numera tenderar att vara globala istället för inhemska<sup>40</sup>. Värdet av de gränsöverskridande förvärven har ökat från 0,5 % i mitten av 1980-talet till över 2% under 2000. Numera står gränsöverskridande uppköp för så mycket som 80 % av alla utländska direktinvesteringar av industriländerna.<sup>41</sup>

---

<sup>39</sup> Goergen & Renneboog (2004)

<sup>40</sup> Cosh & Hughes (1996)

<sup>41</sup> Goergen & Renneboog (2004)

### 3 Hypoteser

---

*I detta avsnitt kommer vi att redogöra för de fem hypoteser vi valt att testa för mot CAR i våra analyser. Våra hypoteser grundar sig i tidigare forskning och vi har valt att i våra hypoteser anta att tidigare forskning är korrekt. I senare kapitel under resultat testar vi de enskilda hypoteserna för att se om dessa stämmer.*

---

#### 3.1 Hypotes 1 – Uppköp med endast kontanter v/s annan betalningsmetod

Först och främst vill vi testa för huruvida betalningsmetoden för ett uppköp påverkar den uppköpande bankens CAR. Enligt tidigare forskning har valet av betalningsmetod vid ett uppköp haft stor betydelse för aktieprisets påverkan. Med stöd av de empiriska bevis som hittills upptäckts ges en högre avkastning vid kontantbetalning än vid betalning med eget kapital.<sup>42</sup> Detta för att marknaden anser att företaget övervärderas av ledningen vid betalning med eget kapital<sup>43</sup>.

*Hypotes 1: Uppköp med kontanter har en större positiv påverkan på den uppköpande bankens CAR än vad ett uppköp som finansierats med eget kapital har.*

#### 3.2 Hypotes 2 – Crossborder v/s Inrikes

Därefter har vi valt att testa hur uppköp på hemmamarknaden gentemot gränsöverskridande uppköp påverkar CAR. Tidigare studier har visat att 63 % av de större Europeiska uppköpen görs på hemmamarknaden. De visar också att högre premium betalas för gränsöverskridande målföretag än för målföretag verksamma på hemmamarknaden.<sup>44</sup>

*Hypotes 2: Uppköp som har varit crossborder har påverkat den uppköpande bankens CAR mer positivt än vad inrikes uppköp har gjort.*

---

<sup>42</sup> Yook (2003)

<sup>43</sup> Goergen & Renneboog (2004)

<sup>44</sup> Ibid.

### **3.3 Hypotes 3 – Tidpunkt; Uppgång v/s Nedgång**

Vi anser det vara sannolikt att anta att det sker fler uppköp i en högkonjunktur då företagen har högre marginaler och mer finansiella medel att finansiera ett uppköp med. Vi har valt att testa hur tidpunkten för uppköpet har påverkat värdet inom den europeiska banksektorn på ett års sikt. En tidigare svensk studie som gjort en sektorospecificerad undersökning med den valda tidsperioden ett halvår, visade på att CAR påverkats negativt om halvåret innan tillkännagivandet av uppköpet varit en uppgångsperiod<sup>45</sup>. Vi har valt att testa för ett helt år istället för ett halvt år eftersom vi anser att det ger en tydligare indikation på om perioden verkligen varit en högkonjunktursperiod eller ej.

*Hypotes 3: CAR påverkas mer negativt av att uppköpet har gjorts under en uppgångsperiod än under en nedgångsperiod.*

### **3.4 Hypotes 4 – Strategi; Diversifierat v/s Fokuserat uppköp?**

Strategin bakom ett uppköp kan vara diversifierat eller fokuserat. Tidigare studier som gjorts inom banksektorn visar att en diversifiering av ett uppköp inte skapar något mervärde, men att en fokusering av uppköpet med banker som målföretag gör det.<sup>46</sup> Vi har därför valt att testa hur CAR påverkats av uppköp gjorda av banker både vid uppköp av andra kommersiella banker, ett så kallat fokuserat uppköp, men även för uppköp av företag i andra sektorer, så kallade diversifierade uppköp.

*Hypotes 4: Den uppköpande bankens CAR har påverkats mer positivt av ett fokuserat uppköp än av ett diversifierat uppköp.*

### **3.5 Hypotes 5 – Storleken på uppköpet**

Genom logaritmering har vi valt att testa för hur storleken på uppköpet påverkat aktiepriset. Vi har inte delat upp storleken eller definierat vad ett stort respektive litet uppköp är. Vi har istället valt att genom logaritmering se om en ökning av storleken på uppköpet med en miljon US Dollar påverkat CAR positivt eller negativt.

---

<sup>45</sup> Bonnier & Forsvik (2009)

<sup>46</sup> Cybo-Ottone & Murgia (2000)



*Hypotes 5: att ju större uppköpet är desto större är positiv påverkan på CAR.*

## 4 Metod

---

*I följande avsnitt redovisas valet av undersökningsmetod och de tillvägagångssätt vi valt att använda oss utav vid insamling av data. Vidare redogörs för hur vi bearbetat insamlad data och slutligen behandlas källkritiken.*

---

### 4.1 Val av forskningsansats

Vi har valt den induktiva forskningsansatsen då vi utifrån insamlad data valt att ta fram egna teorier och modeller<sup>47</sup>. Teorin och hypoteserna vi formulerat styr vår datainsamlingsprocess. Resultaten kopplas sedan tillbaka till teorin som revideras.<sup>48</sup> Fördelen med denna ansats är att den är väldigt öppen och att vi som forskare samlar in all relevant information utan några förväntningar på de resultat som vi slutligen kommer att komma fram till<sup>49</sup>.

### 4.2 Val av metodansats

Utifrån teorin som intresseinriktning har vi formulerat hypoteser, samlat in den data vi behöver, för att slutligen pröva hypoteserna i vår modell<sup>50</sup>. Vi har utgått från tidigare artiklar som undersökt M&A i banksektorn, dock har ingen artikel undersökt hur aktiepriset påverkats av M&A i den europeiska banksektorn under de senaste åren. Detta är ett gap i teorin vi ämnar fylla.

Vi har i vår modell valt att använda parametrarna betalningsmetod, strategi, var uppköpet skett, uppgång eller nedgång i ekonomin samt storleken på uppköpet. Vi har valt att använda CAR som beroende variabel medan de andra variablerna är oberoende och testas mot CAR. För de förstnämnda fyra variablerna har vi använt dummies medan den sista variabeln, storleken på uppköpet, testats genom en logaritmering. Vi har gjort detta för att se huruvida variablerna har en påverkan på CAR och i vilken omfattning dessa förklarar priset. Då vi vill ta reda på relationerna mellan de valda parametrarna i vår modell använder vi oss utav statistiska bearbetnings- och analysmetoder.<sup>51</sup>

---

<sup>47</sup> Patel & Davidson (2003)

<sup>48</sup> Bryman & Bell (2005)

<sup>49</sup> Jacobsen (2002)

<sup>50</sup> Bryman & Bell (2005)

<sup>51</sup> Patel & Davidson (2003)

I kvantitativa undersökningar är forskarna oftast intresserade av att kunna generalisera de resultat som de kommer fram till. Detta hänger på att de får fram ett representativt urval som leder till att en generalisering är möjlig, och det är en sådan generalisering vi är ute efter i vår studie.<sup>52</sup>

### 4.3 Eventstudie

Inom forskningen kring effekterna av M&A inom finanssektorn används främst två olika empiriska metoder. Den ena forskningsmetoden jämför de inblandade företagens resultat före och efter uppköpet. Den andra forskningsmetoden använder sig av en sorts event studie metodik, man analyserar då prisförändringar av speciella finansmarknadstillgångar, oftast aktiepriset, kopplade till tillkännagivandet av uppköpet.<sup>53</sup> Huvudsakligen avser dessa studier att fastställa om bankuppköp leder till ett ökat aktieägarvärde i den uppköpta banken, den uppköpande banken och/eller bankerna som en kombinerad enhet.<sup>54</sup> Då vi avser att mäta aktieprisförändringar har vi valt att använda oss av den senare metoden.

En eventstudie är en statistisk metod för att bedöma effekterna av en händelse, även kallat event, på värdet av ett företag. Till exempel kan tillkännagivandet av en fusion mellan två företagsenheter analyseras för att se om investerarna tror att sammanslagningen kommer att skapa eller förstöra värde. Den grundläggande idén med en eventstudie är att härleda den onormala avkastningen som sker till följd av den händelse som studeras. Detta görs genom en justering för den avkastning som härrör från fluktuationer på marknaden i helhet.<sup>55</sup> Givet att marknaden är rationell kommer effekterna av ett event/en händelse att reflekteras omedelbart i priserna på tillgången<sup>56</sup>.

Den första eventstudien gjordes redan 1933 av James Dolley, han undersökte bland annat pris effekterna av aktieuppdelningar samt studerade nominella prisförändringar vid tidpunkten för en split.<sup>57</sup> Vi har i vår studie valt att följa MacKinlays teori om huruvida en eventstudie går till. Han menar att det finns ett antal steg som bör följas vid genomförandet av en sådan studie, för dessa redogörs nedan.

---

<sup>52</sup> Bryman & Bell (2005)

<sup>53</sup> Altunbas & Marques (2008)

<sup>54</sup> Ibid.

<sup>55</sup> Gilson & Black (1995)

<sup>56</sup> MacKinlay (1997)

<sup>57</sup> Ibid.

### ***Steg ett – Fastställande av event***

Det första steget vid genomförandet av en eventstudie är att fastställa eventet som ska studeras. Därefter gäller det att identifiera tidsperioden för vilken priserna på företagen som deltar i eventet ska studeras. Vi har valt tidsperioden 1994-2008 för att vi anser det vara en reliabel tid att utföra studien på. Tanken bakom studien är att bilda ett så kallat eventfönster, där de olika händelserna som vi valt att testa i vår modell redovisas. Exempelvis kommer vi att titta på dagskurser för bankers aktiepris under en tioårsperiod. Händelsen kommer att vara dagen då uppköpet tillkännages, det vill säga dag 0. Vi kommer använda oss av sex olika eventfönster som kommer att sträcka sig maximalt 3 dagar innan uppköpet tillkännagivits till maximalt 30 dagar efter det att uppköpet tillkännagivits. Vi har gjort en sådan utvidgning av fönstret för att få med de effekter som kan ha påverkat aktiepriset både före och efter det att uppköpet tillkännagivits. Detta då information kan ha läckt ut innan det officiella tillkännagivandet, samt de långsiktiga effekter som följer ett sådant utlåtande. Viktigt här är att bilda välformulerade hypoteser som vi redogjort för i vårt hypoteskapitel.<sup>58</sup>

### ***Steg två - Urval***

Efter att ha identifierat händelsen/eventet är det nödvändigt att fastställa urvalskriterierna för företagen som forskaren ämnar studera. Vi har valt att studera kommersiella banker på den Europeiska marknaden som slutfört det tillkännagivna uppköpet. Då vi hämtat informationen via databasen Datastream har vårt urval endast baserats på listade företag. Tidsperspektivet vi valt att undersöka är 1994-2008 då vi anser detta vara ett tillförlitligt tidsperspektiv.<sup>59</sup>

Våra urvalskriterier vid insamling av data i Datastream har varit följande:

- Uppköp / M&A
- Banksektorn
- Uppköpande bank skall vara verksam i Europa
- Tidsperiod 1994-2008
- Slutförda uppköp (Completed)

---

<sup>58</sup> MacKinlay (1997)

<sup>59</sup> Ibid.

### *Steg tre – Onormal vs. Normal avkastning*

För att kunna utvärdera händelsens effekter på aktiepriset krävs ett mått på den onormala avkastningen. Den onormala avkastningen är skillnaden mellan den faktiska avkastningen och den förväntade avkastningen av en händelse under fönstrets tidsperiod. Den normala avkastningen definieras som den förväntade avkastningen ifall händelsen inte ägt rum.<sup>60</sup>

För företag  $i$  vid händelsedagen  $t$  är den onormala avkastningen:

$$AR_{i\tau} = R_{i\tau} - E(R_{i\tau}|X_{\tau})$$

För att mäta den normala avkastningen av en tillgång kan två metoder användas. Den första är den konstanta snittavkastningen där  $X_{\tau}$  är en konstant, det andra metoden är den så kallade marknadsmodellen där  $X_{\tau}$  mäter marknads avkastning. Den konstanta snittavkastningen bygger på antagandet att den genomsnittliga avkastningen av en tillgång är konstant över tid. Marknadsmodellen bygger istället på antagandet att det är en stabil linjär relation mellan marknads och tillgångens avkastning. Marknadsmodellen har stora fördelar gentemot den konstanta snittavkastningsmodellen då variansen för den normala avkastningen reduceras genom att modellen drar bort den delen av avkastningen som är hänförlig till variationen på marknaden. Hur stor denna fördel blir beror dock på  $R^2$  för marknads regressionsmodell. Ju högre  $R^2$  är, desto större är minskningen av variansen för den onormala avkastning och således ökar fördelen av modellen.<sup>61</sup>

Andra modeller för att mäta den normala avkastningen är multiregressionsmodeller där industriindex för marknaden inkluderas. Detta är något vi gjort då vi tagit med Affärsvärldens generalindex för 1994-2008 i våra beräkningar. Varför vi inte valt att använda det branschspecifika indexet för Bank & Försäkring är för att det indexet endast har beräknats sedan 1999 och därmed inte är tillräckligt för vår studie. Generellt sett är fördelarna med multiregressionsmodeller begränsade. Anledningen till detta är att de marginella skillnaderna i minskningen av variansen för den onormala avkastningen som fås genom att addera ytterligare marknadsmässiga faktorer är av ringa grad. Den största minskningen av variansen fås genom att välja företag med samma karaktär, något vi valt att göra då vi valt att begränsa vår studie till den europeiska banksektorn. Alla företag vi valt att använda oss utav

---

<sup>60</sup> MacKinlay (1997)

<sup>61</sup> Ibid.

är verksamma inom samma industri, bankindustrin, och de är verksamma på den europeiska marknaden.<sup>62</sup>

### ***Steg fem - Modellanvändning***

Problemet med att göra en evenstudie är komplexiteten i modellerna. En svårighet är att välja dag 0 för eventet. Är det dagen som nyheten kommer till marknads kännedom, exempelvis då den omnämns i Financial Times eller har denna nyhet läckt ut redan dagen innan händelsen omskrivs i media. En vanlig lösning på detta problem är att utöka eventfönstret med +/- 1 dag. Dock minskar validiteten vid en sådan utvidgning då resultaten blir mindre precisa.<sup>63</sup> Vi har valt att använda announcement day enligt det datum som angetts av Datastream som dag 0 i vårt eventfönster.

För att bestämma Cumulative Abnormal Return (CAR) för varje målföretag har vi använt följande modell:

$$CAR(-t, t) = \sum_{j=-t}^t \varepsilon_j$$

Databasen Datastream har använts för att få fram aktiepriset på de uppköpande bankerna. De tider,  $t$ , vi valt att titta på är -3, -1, 0, 3, 10, 30, där 0 är announcement day. Eventfönstren vi valt att använda är sex styckena fördelade över tidsperioderna:

Tre dagar (-1, 0, 1) Fem dagar (-1, 0, 3) Sju dagar (-3, 0, 3) Tolv dagar (-1, 0, 10) Trettioen dagar (0, 30) samt Trettiofyra dagar (-1, 0, 30). Varför vi valt att använda oss utav dessa dagar är för att vi vill få med informationseffekter som kan ha påverkat aktiepriset i form av information som läckt ut om ett eventuellt uppköp innan den officiella announcement day. För att få ytterligare validitet har vi valt att se hur aktiepriset påverkats även trettio dagar efter announcement day.

Det första fönstret som sträcker sig över tre dagar, samt sjudagarsfönstret är de vanligast förekommande fönstren vid mätningar av M&A<sup>64</sup>. Det finns även forskare som

---

<sup>62</sup> MacKinlay (1997)

<sup>63</sup> Ibid.

<sup>64</sup> Andrade et al. (2001)

rekommenderar användandet av ett längre tidsperspektiv, ett elvadagarsfönster<sup>65</sup>. Med hänsyn till detta har vi valt att kombinera de båda rekommendationerna samt förlänga tidsperspektivet ytterligare, då vi anser att det kan ta lite längre tid innan effekterna av ny information syns i aktiepriset. Själva marknaden anser vi reagerar snabbare på ny information men att det efter en snabb fluktuation även följer en eftersläpande reaktion som kan ta ytterligare några dagar. Vi är medvetna om att en sådan förlängning av tidsperspektivet för med sig vissa sidoeffekter, även kallat buller, från händelser som inte är relevanta för vår studie. Dessa är dock viktiga för att innesluta reaktioner från målföretaget och marknaden som påverkar vår studie.

#### **4.4 Studerade variabler**

De variabler vi valt att studera i vår modell är:

- Var uppköpet ägt rum
- Strategi
- Betalningsmetod
- Tidpunkt
- Storleken på uppköpet

---

<sup>65</sup> Brown & Warner (1985)

## 4.5 Regressionsanalys

Vi testar ovan nämnda beskrivande variabler gentemot CAR med följande multipla regressionsmodell:

**Modell 1:**  $CAR_i = \alpha + \beta_1 CASHDUM_i + \beta_2 POSDUM_i + \beta_3 CBDUM_i + \beta_4 DIVDUM_i + \beta_5 LNSTLK_i$

**Modell 2:**  $CAR_i = \alpha + \beta_1 POSDUM_i + \beta_2 CBDUM_i + \beta_3 DIVDUM_i + \beta_4 LNSTLK_i$

**Modell 3:**  $CAR_i = \alpha + \beta_1 POSDUM_i + \beta_2 CBDUM_i + \beta_3 DIVDUM_i + \beta_4 LNSTLK_i + \beta_5 KOMBOCASHPOS + \beta_6 KOMBOCASHCB + \beta_7 KOMBOCBDIV + \beta_8 KOMBOCASHDIV$

$CASHDUM_i$  = Uppköp finansierade med endast kontanter är kategoriserade som 1 och alla andra betalningsmetoder som 0.

$POSDUM_i$  = Uppköp tillkännagivna i en uppgångsperiod är kategoriserade som 1 och uppköp tillkännagivna i nedgångsperiod med 0.

$CBDUM_i$  = Uppköp som varit crossborder är kategoriserade med 1 och inrikesuppköp med 0.

$DIVDUM_i$  = Uppköp som varit diversifierade är kategoriserade med 1 och fokuserade uppköp med 0.

$LNSTRLK_i$  = Den logaritmerade storleken på uppköpet.

Vi har valt att använda oss av tre olika modeller då vår ursprungsmodell, Modell 1, visade sig ha begränsningar. I Modell 2 har vi tagit bort betalningsmetod som variabel och i Modell 3 har vi valt att kombinera olika variabler med varandra.

Parametrarna  $\alpha$  och  $\beta$  kommer att bestämmas genom Ordinary Least Squares (OLS) regression. Genom att genomföra multipla regressioner på insamlad data kan vi studera hur varje beskrivande variabel påverkar CAR, vi kan även studera hur de beskrivande variablerna påverkar varandra. Vi kommer att genomföra flera tester på vår modell för att säkerställa att antagandena, som gäller för den klassiska linjära regressionsmodellen, är uppfyllda.



## 4.6 Källkritik

Vi har använt oss utav sekundärdata i form av statistik om genomförda M&A i Europa via databasen Reuters, hämtat aktuella aktiepriser i Datastream samt använt oss utav Affärsvärldens index. Användning av sekundärdata är inte helt riskfritt då det är data som samlats in av någon annan och kan ha påverkats/manipulerats. En av huvudnackdelarna med Reuters och Datastream är att datamängden är väldigt komplex, samtidigt som vi anser att databaserna är erkända och tillförlitliga databaser som innehåller nästintill fullständig information om de uppköp vi valt att studera.<sup>66</sup>

Kritiken som ställs mot den kvantitativa forskningen är för det första att kvantitativa forskare låter bli att skilja mellan människor och sociala institutioner, för det andra att de förlitar sig på mätinstrument och mätprocedurer som leder till att kopplingen mellan forskning och vardag försvåras, samt att analysen av relationerna mellan olika variabler leder till en statisk bild.<sup>67</sup> Detta är något vi kommer att ta hänsyn till i vår undersökning, vi ska försöka att identifiera och så tydligt som möjligt beskriva den koppling vi hoppas upptäcka i vår analys.

---

<sup>66</sup> Bryman & Bell (2005)

<sup>67</sup> Ibid.

## 5 Data

---

*För att ge läsaren en god överblick av vår insamlade data, samt förståelse kring bankuppköp under perioden 1994-2008, kommer vi i det här kapitlet att redovisa övergripande datastatistik. Vi fokuserar på skillnaden mellan uppköp finansierade med "Endast kontanter" samt "Annan betalningsmetod".*

---

I vår studie har vi valt att använda oss utav sekundärdata i form av artiklar som vi hämtat i artikeldatabasen ELIN (Electronic Library Information Navigator), böcker som vi lånat genom bibliotekskatalogen LOVISA samt data som vi hämtat i Thomson Reuters 3000 och Datastream via LINC (Lund University Finance Society).

I databasen Datastream har vi hämtat sekundärdata gällande genomförda och avslutade M&A gjorda av banker i Europa. Vi har avgränsat oss till att endast undersöka den diversifierade banksektorns uppköp i Europa. De data vi valt att använda oss utav har vi avgränsat till tidsperioden 1994-2008. Fördelen med Datastream är att databasen innehåller data av hög kvalitet och hög reliabilitet då det är en databas som används av de stora aktörerna på den finansiella marknaden och då den ständigt uppdateras och kontrolleras noggrant.

Våra urvalskriterier vid insamling av data i Datastream har varit följande:

- Uppköp / M&A
- Banksektorn
- Uppköpande bank skall vara verksam i Europa
- Tidsperiod 1994-2008
- Slutförda uppköp

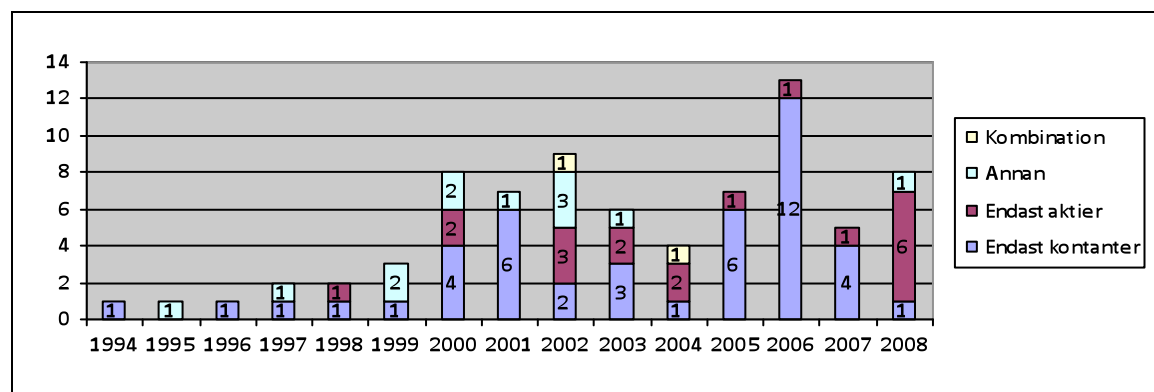
Tabell 1 *Datatillgång*

Antal genomförda bankuppköp 1994-2008	133 st
Uppköp med tillgång till aktiedata	95 st
Antal uppköp i regressionsanalysen där vi även rensat för om flera uppköp av samma bank skett inom 2 månaders tid	74 st

Eftersom vi inte har några förväntningar på de kommande resultaten anser vi oss kunna försäkra att de resultat vi kommer att generera är riktiga och tillförlitliga<sup>68</sup>.

## 5.1 Tidpunkt för annonseringen av uppköpet

Vår insamlade data visar att europeiska banker vanligtvis finansierar uppköp med endast kontanter. Under perioden 1994 till 2008 har 44 stycken av bankerna vi har haft data för, finansierat uppköpet med endast kontanter. Detta motsvarar 57 % av det totala antalet genomförda uppköp under perioden. Eftersom aktiviteten av M&A är cykliska och följer såkallade uppköpsvågor, är det viktigt att studera data över en tidsserie. I figuren nedan visas samtliga observationer under perioden 1994-2008.



Figur 3 Antal bankuppköp med kontantbetalning alternativt annan betalningsstruktur under perioden 1995-2008

Tabell 2 Sammanställning över figur 3

Betalningsmetod	Totalt antal
Endast kontanter	44 st
Endast aktier	19 st
Kombination	2 st
Annan	12 st
TOTALT	77 st

Det är intressant att lyfta fram resultatet från vårt sist mätta år, 2008, som markant skiljer sig från de föregående åren. Av de totala uppköpen under året var det hela 75 % som finansierades med endast aktier, fyra av de genomförda uppköpen gjordes av samma bank

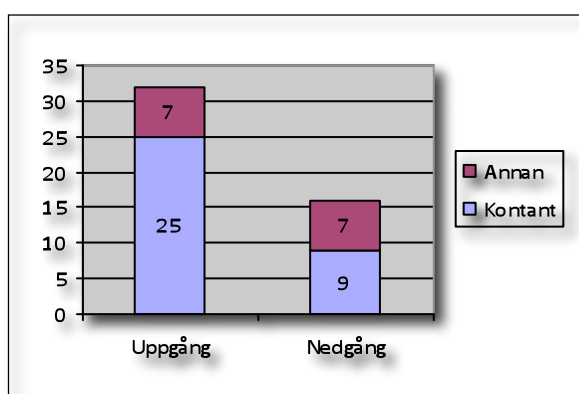
<sup>68</sup> Jacobsen (2002)

vilket sannolikt påverkat dessa siffror. En annan tänkbar anledning till resultatet är den finanskris som pågick under denna period, och som bidrog till en likviditetsbrist i många företag. Det ledde till synes till svårigheter med finansieringen av ett uppköp med endast kontanter.

Diagrammet visar att det annonserades för flest bankuppköp år 2006. Förklaringen till detta är troligtvis att det var hög konjunktur och att börsmarknaden gick upp kraftigt under året.<sup>69</sup> Det är betydligt mer förvånande att det annonserades för relativt många uppköp under 2008, året då finanskrisen slog till som kraftigast. Som vi tidigare har kommenterat har dock dessa uppköp främst finansierats med endast aktier, vilket inte kräver någon tillgång till likviditet.

I diagrammet nedan är uppköpen indelade efter huruvida uppköpet finansierats med ”Endast kontanter” eller med ”annan” betalningsmetod. De är sedan indelade efter kategoriseringen om annonseringen av uppköpet gjordes under en uppgång eller under en nedgång på marknaden.

Diagrammet visar att andelen bankuppköp som är finansierade med endast kontanter är betydligt större under uppgångsperioder. Detta är ingen överraskning då likviditetstillgången i regel är större under uppgångsperioder än under nedgångsperioder.

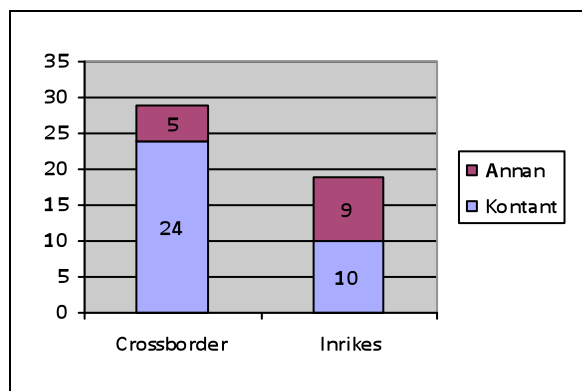


Figur 4 Uppköp finansierade med kontanter eller annan betalningsmetod under perioden 1995-2008, indelad i upp- och nedgångar.

<sup>69</sup> AFGX

### 5.1.1 Crossborder uppköp

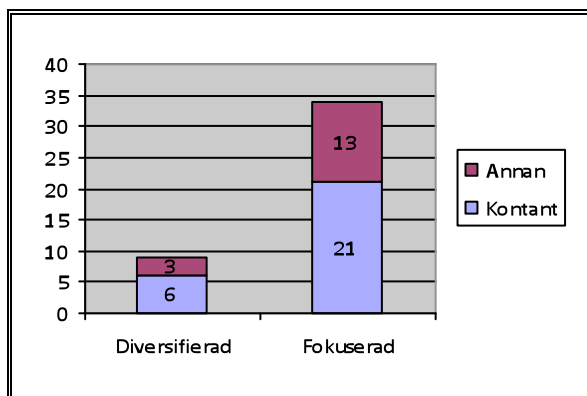
Diagrammet nedan visar att betalningsmetoden för bankuppköp varierar beroende på om uppköpet är crossborder eller ej. Av uppköpen som var crossborder var cirka 83% finansierade med endast kontanter medan endast cirka 53 % av uppköpen som skedde inrikes finansierades med endast kontanter.



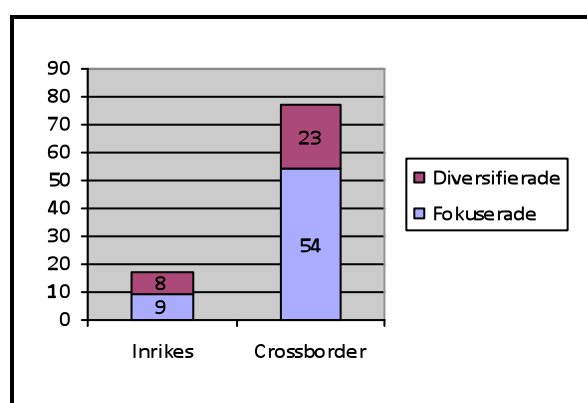
Figur 5 Uppköp finansierade med kontanter alternativt med annan betalningsmetod under perioden 1995-2008, indelade i crossborder och inrikes.

### 5.1.2 Strategi

Figuren nedan visar uppköpen indelade efter diversifierade och fokuserade uppköp. Av de diversifierade uppköpen var cirka 67 % finansierade med endast kontanter. Av de fokuserade uppköpen var sedermera cirka 62 % finansierade med endast kontanter. Det tyder alltså på att den uppköpande bankens strategi, i form av om de köpt upp en likartad bank eller ej, inte spelat in på hur de valt att finansiera uppköpet. I den andra figuren visas bankernas strategier uppdelade på om det har varit crossborder eller ej. Resultatet visar att det har varit betydligt vanligare att inrikesbankuppköp varit diversifierade än att crossborderbankuppköp har varit det. Vi har inte forskat vidare på anledningarna till detta, men vi tänker oss att det bland annat beror på att bankerna har haft bättre kunskap kring andra företag i landet än om företag utanför landets gränser.



Figur 6 Uppköp finansierade med kontanter alternativt annan betalningsmetod under perioden 1995-2008, indelade i fokuserade och diversifierade.



Figur 7 Uppköp som varit fokuserade alternativt diversifierade uppdelade på om det varit crossborder eller inrikes.

## 6 Empiriska resultat

I det här kapitlet presenteras våra empiriska upptäckter. Vi kommer att redogöra för hur marknaden har reagerat på de olika variablerna genom att redovisa varje hypotes i ett avsnitt för sig.

### 6.1 Hypotes 1 – Uppköp med endast kontanter v/s annan betalningsmetod

#### CAR

Tabell 3 Medelvärde för CAR för banker som gjort uppköp finansierade med endast kontanter alternativt annan betalningsmetod under perioden 1994-2009

Period	Endast kontanter	Annan betalningsmetod
<b>(-3,0,3)</b>	-0,34%	1,41%
<b>(-1,0,1)</b>	0,27%	-0,16%
<b>(-1,0,3)</b>	0,22%	-0,31%
<b>(-1,0,10)</b>	2,60%	1,23%
<b>(-1,0,30)</b>	3,82%	-0,24%
<b>(0,30)</b>	3,18%	0,90%
<b>N</b>	<b>28</b>	<b>9</b>

Den första hypotesen avser att undersöka om betalningsmetoden har någon påverkan på den uppköpande bankens CAR. Som vi nämnt förut har tidigare studier på andra sektorer visat att uppköp med endast kontanter har resulterat i högre CAR. Detta beror troligtvis på att överskjutna vinster, vilket kontanter oftast är, är en billigare finansieringsform än vad eget kapital är, och att marknaden därför reagerar positivt. Kontanter kan utöver överskjutna vinster, bestå utav lån. Eftersom banker i regel har betydligt högre belåning än andra sektorer går det inte att ta för givet att marknaden reagerar positivt på en finansiering av ett uppköp med kontanter.

I tabellen ovan redovisas medelvärdet för den kumulativa överavkastningen (CAR) för de uppköpande bankerna i de olika eventfönstren. Tabellen visar att medel CAR ökat efter ett tillkännagivande, för de banker som har finansierat uppköpet med endast kontanter. Ökningen är relativt kraftigt mellan fönster (-1,0,3) och fönster (-1,0,10). De två fönstren visar att medelvärdet för CAR ökade med 2,38 % från dag 3 till dag 10 efter tillkännagivandet. Detta skulle kunna vara en första indikation på att tidigare studier på andra sektorer även kan

appliceras på banksektorn. Det vill säga att marknaden reagerar positivt på en bank som finansierar ett uppköp med endast kontanter.

Medelvärde för CAR efter ett tillkännagivande för ett uppköp finansierat med en annan betalningsmetod visar inte på någon tydligt trend. Det låga antalet observationer försvårar även möjligheten att få någon signifikans i värdena. I de t-test där vi undersökt om det förelåg någon signifikant skillnad mellan de två variablerna, fann vi inte någon signifikans. Detta var väntat eftersom det även i detta fall är svårt att få signifikans på grund av det få antal observationer vi hade på bankuppköp med en annan betalningsmetod.

Ingen av de multipla regressionsanalyserna som vi har utfört har påvisat något signifikant samband mellan betalningsmetod och den uppköpande bankens CAR. En bidragande orsak till detta kan även här vara det låga antal observationer som vi har haft tillgång till vad gäller betalningsmetoden vid uppköpet. Vi har även utfört multipla regressionsanalyser där vi kombinerat två variabler. Här har vi funnit signifikanta resultat när vi har kombinerat betalningsmetod med strategi och tidpunkt för tillkännagivandet.

Vad gäller kombinationen strategi och betalningsmetod har vi funnit signifikans på 5 %-nivån vid samtliga eventfönster fränsett för (-1,0,1). Att vi inte fann någon signifikans för detta fönster kan, som vi tidigare diskuterat, bero på att detta fönster är för litet för att marknaden ska ha hunnit reagera fullt ut på tillkännagivandet. Vid samtliga fall där vi funnit signifikans, har uppköp som finansierats med endast kontanter samt varit diversifierade, påverkat CAR positivt. T-värdet ligger över tabellvärdet, även detta talar för att resultatet är signifikant. (Se A.4)

I de större eventfönstren (-1,0,10), (-1,0,30) och (0,30) fann vi viss signifikans då vi kombinerade tidpunkten för tillkännagivandet och betalningsmetoden. Uppköp som har finansierats med endast kontanter under uppgångsperioder, verkar ha haft en negativ inverkan på den uppköpande bankens CAR. Detta kan te sig något förvånande då det i uppgångsperioder oftast av naturliga skäl finns en större tillgång till likviditet. Den positiva inverkan som finansiering med endast kontanter har, som tidigare studier visat, kan tyckas vara som tydligast i uppgångsperioder. Som vi tidigare nämnt har det dock visat sig i tidigare studier att CAR påverkats negativt om perioden innan uppköpet utgjorts av en uppgång på marknaden. Att kombinationen endast kontanter och uppgångsperiod inneburit en signifikant



negativ påverkan på CAR kan därför tänkas förklaras av att uppgångsperioder påverkar CAR mer negativt än vad endast kontanter påverkar CAR positivt.

## 6.2 Hypotes 2 – Crossborder v/s Inrikes

### CAR

Tabell 4 Medelvärde för CAR för banker som gjort uppköp som varit crossborder respektive inrikes under perioden 1994-2009

Period	Crossborder	Inrikes
<b>(-3,0,3)</b>	0,7%	-0,4%
<b>(-1,0,1)</b>	-0,2%	0,1%
<b>(-1,0,3)</b>	1,0%	-0,6%
<b>(-1,0,10)</b>	2,4%	-1,8%
<b>(-1,0,30)</b>	2,9%	0,9%
<b>(0,30)</b>	2,8%	-0,1%
<b>N</b>	<b>54</b>	<b>23</b>

Tabellen ovan visar att genomsnittlig CAR har varit något högre för banker som gjort uppköp som varit crossborder än de som gjort inrikesuppköp under samtliga eventfönster förutom för (-1,0,1). Det går även att utläsa att medel CAR sjunkit de 10 första dagarna efter uppköpet när uppköpet varit inrikes, medan trenden varit den omvända för uppköp som varit crossborder. I eventfönster (-1,0,10) visar t-testet ett p-värde på 0,011 samt ett kritiskt t-värde < t-stat. Det tyder på att skillnaden varit signifikant mellan de två variablerna i det aktuella fönstret. (Se appendix) Tio dagar efter tillkännagivandet har alltså banker som har köpt upp ett utländskt bolag, haft en signifikant högre CAR än vad de banker som köpt upp en inrikes bank har haft.

I de multipla regressionsanalyserna vi utfört på variabeln fann vi signifikans på 5 %-nivån i eventfönster (-1,0,10) när vi inkluderade variabeln betalningsmetod. Såväl p-värdet som t-värdet visar på att banker som gjort ett crossborder uppköp, tillskillnad från inrikes, har haft ett signifikant högre medel CAR under perioden (-1,0,10) kring tillkännagivandet. (Se A.1)

Vi har även utfört multipla regressioner där vi kombinerat crossborder och diversifiering. Vi fann ingen signifikans på 5 %-nivån när sambandet mellan den uppköpande bankens CAR var av karaktären crossborder samt diversifierat.

### 6.3 Hypotes 3 – Uppgång v/s Nedgång

#### CAR

Tabell 5 Medelvärde för CAR för banker som gjort uppköp i uppgångs- respektive nedgångsperiod mellan 1994-2009

Period	Uppgång	Nedgång
<b>(-3,0,3)</b>	1,4%	-1,1%
<b>(-1,0,1)</b>	-0,1%	-0,2%
<b>(-1,0,3)</b>	0,9%	0,1%
<b>(-1,0,10)</b>	1,4%	1,1%
<b>(-1,0,30)</b>	3,2%	0,5%
<b>(0,30)</b>	2,9%	1,0%
<b>N</b>	<b>55</b>	<b>35</b>

Tabellen ovan visar medelvärdet för CAR uppdelat på huruvida marknaden upplevt en uppgång eller en nedgång året innan det att uppköpet tillkännagavs. Den visar att medelvärdet för CAR har ökat direkt efter tillkännagivandet i bägge fallen. Medelvärdet för den kumulativa överavkastningen har dock varit något större om tillkännagivandet föregåtts av en positiv börsutveckling. T-testet visar dock att skillnaden inte varit signifikant. Det bör tilläggas att det är nära signifikans för fönster (-3,0,3) samt att vi, om vi mätt signifikansen på 10% -nivån förmodligen fått signifikans.

I de multipla regressioner vi utfört med våra ursprungsvariabler, där vi uteslöt betalningsmetod, fann vi ett visst signifikant samband mellan positiv CAR och positiv marknadsutveckling då vi uteslöt variabeln betalningsmetod. I eventfönster (-1,0,30) fann vi ett p-värde som motsvarade signifikans på 5 %-nivån. Dock är t-värdet för lågt för att förkasta hypotesen att CAR påverkas negativt om tillkännagivandet görs i en uppgångsperiod. I eventfönster (0,30) fann vi signifikans på 10 % -nivån, men även här fick vi ett för lågt t-värde för att förkasta hypotesen att CAR påverkas negativt om tillkännagivandet görs i en uppgångsperiod.(Se A.1)

Vi fann ett starkare samband i vår nya modell där vi kombinerade olika variabler med varandra. Även här var det i eventfönster (-1,0,30) och (0,30) som ett samband kunde urskiljas. P-värdet på 0,015 samt t-värde på 2,52 visar ett så pass starkt samband att vi kan förkasta hypotesen att positiv marknadsutveckling har en negativ påverkan på den uppköpande bankens CAR.

Resultatet skiljer sig från tidigare studier som visat på det motsatta förhållandet<sup>70</sup>. Det är oklart vad resultatet beror på. En teori kan vara att marknaden reagerar mer positivt vid bankuppköp i en uppgångsperiod då banker, kanske mer än någon annan sektor, påverkas av konjunkturläget. Denna reaktion kan tänkas vara starkare just för banksektorn än det faktum att marknaden ofta är överprissad i en uppgångsperiod och att det därav finns mindre utrymme för överavkastning.

## 6.4 Hypotes 4 – Diversifierat v/s fokuserat

### CAR

Tabell 6 Medelvärde för CAR för banker som gjort diversifierade respektive fokuserade uppköp under perioden 1994-2009.

Period	Diversifierad	Fokuserad
<b>(-3,0,3)</b>	-0,9%	0,7%
<b>(-1,0,1)</b>	-0,6%	0,0%
<b>(-1,0,3)</b>	0,5%	0,6%
<b>(-1,0,10)</b>	-0,6	1,5%
<b>(-1,0,30)</b>	-2,3%	3,4%
<b>(0,30)</b>	-2,4%	3,3%
<b>N</b>	<b>15</b>	<b>62</b>

Tabellen ovan visar medelvärdet för CAR uppdelat på om uppköpet var diversifierat eller fokuserat. Medelvärdet för CAR har sjunkit efter tillkännagivandet av ett diversifierat uppköp medan det har ökat om uppköpet har varit fokuserat. T-testet visar dock att skillnaden inte är signifikant, en sannolikt bidragande förklaring till det är det ringa antalet observationer som varit diversifierade.

Den multipla regressionsanalysen med ursprungsvariablerna, inklusive betalningsmetod visar på signifikans vad gäller sambandet strategi och medel CAR i eventfönster (-1,0,10). Banker som har gjort ett diversifierat uppköp har haft signifikant högre medel CAR under detta eventfönster än vad banker som gjort fokuserade uppköp har haft. I modellen där vi exkluderat betalningsmetod visar regressionen på en signifikant negativ inverkan på medel CAR under eventfönster (-1,0,30) och (0,30), för den uppköpande banken, när uppköpet varit diversifierat. (Se A.1)

<sup>70</sup> Bonnier & Forsvik (2009)

I modellen där vi kombinerat olika variabler fann vi som vi tidigare diskuterat, ett signifikant samband under vissa eventfönster. Detta upptäcktes för medel CAR och uppköp som finansierats med endast kontanter och varit diversifierade, samt för medel CAR och uppköp som varit crossborder och diversifierade.

## **6.5 Kompletterande variabel: Storlek på uppköpet**

I både modell 2 och modell 3 fann vi ett signifikant samband mellan storleken på uppköpet och medel CAR för den uppköpande banken i eventfönster  $(-1,0,30)$  samt  $(0,30)$ . Regressionen visar på att storleken har haft en negativ inverkan på medel CAR i de två fönstren. Ju större uppköp desto sämre har alltså den uppköpande bankens medel CAR varit under de 30 dagarna efter tillkännagivandet av uppköpet. (Se A.2 och A.4)

## **6.6 Slutlig regression**

I vår slutliga regressionsmodell har vi valt att exkludera variabeln betalningsmetod. Detta beror dels på att vi inte funnit några starka samband mellan betalningsmetod och medel CAR i någon av regressionsanalyserna, dels på att antalet observationer varit så pass lågt vad gäller betalningsmetod att det tydligt påverkat resultaten för de andra variablerna. I modellen där vi exkluderat betalningsmetod har vi hittat starkare samband än i modellen där vi inkluderade betalningsmetod.

Vi har valt att använda eventfönster  $(-1,0,10)$  i vår slutliga regressionsmodell då detta är det fönster som enligt vårt tycke bäst fångar upp marknadens reaktion. Det är ett så pass långt fönster att marknaden bör hinna reagera på tillkännagivandet av uppköpet. Samtidigt är fönstret inte så pass långt att alltför stora yttre effekter, som inte har med uppköpet att göra, påverkat den uppköpande bankens CAR.

Tabell 7 Slutlig regression

<b>Regression</b>						
Beroende		variabler:				CAR
Antal Observationer: 54						
Period (-1,0,10)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,152	,042		3,659	,001
	POSDUM	,046	,023	,265	2,003	,051
	CBDUM	-,013	,026	-,067	-,523	,603
	DIVDUM	-,060	,027	-,292	-2,264	,028
	In_STRLKUSD	-,019	,006	-,401	-3,005	,004

R-squared ,228

Adjusted R-squared ,166

Modellen har en förklaringsgrad på 22,8%, vilket anses som relativt bra med tanke på att modellen utelämnar potentiellt viktiga variabler, såsom exempelvis företagets marknadsvärde.

Modellen visar ett signifikant negativt samband på 5 % -nivån och lägre mellan uppköpets storlek och medel CAR. För varje miljon USD som uppköpet kostat, har CAR varit 1,9 % lägre i eventfönster (-1,0,10) för den uppköpande banken. Storleken har alltså haft en negativ inverkan på CAR.

Det föreligger även ett signifikant samband på 5 % -nivån och ett svagare mellan uppköpets strategi och den uppköpande bankens medel CAR. Diversifierade uppköp har resulterat i 6 % lägre medel CAR för den uppköpande banken än för fokuserade uppköp.

Det finns ytterligare viss signifikans mellan en positiv marknadsutveckling innan tillkännagivandet och en positiv medel CAR efter uppköpet. T-värdet är dock en aning för litet för att ge säkra resultat. Resultatet går emot tidigare studie som visat att CAR varit högre om uppköpet föregåtts av en negativ marknadsutveckling. Den studie som studerat det har dock mätt marknadsutvecklingen ett halvt år innan tillkännagivandet istället för vi som mätt den ett helt år innan. Vi är något överraskade över vårt resultat då vi förutspått att en negativ marknadsutveckling innan uppköpet skulle påverka CAR positivt. Detta för att marknaden förmodligen, enligt vår mening, är undervärderad vilket skulle ge utrymme för högre premier och en högre överavkastning i samband med tillkännagivandet av ett uppköp.<sup>71</sup>

<sup>71</sup> Bonnier & Forsvik (2009)

## 6.7 Sammanfattning av förväntade och funna resultat

Tabell 8 Funna och förväntade resultat

Hypotes	Förväntad trend	Funnen trend
1. Uppköp finansierade med endast kontanter har en positiv inverkan på den uppköpande bankens CAR	+	
2. Crossborder uppköp påverkar CAR positivt	+	+
3. Uppgångsperiod före uppköpet påverkar CAR negativt	-	+*
4. Diversifierat uppköp påverkar CAR negativt	-	- *
5. Storleken på uppköpet påverkar CAR negativt	-	- *

\*Signifikans på 5 % -nivån

Tabellen ovan visar en sammanfattning av våra förväntade resultat samt våra funna resultat. Samtliga funna trender är baserade på vår slutliga regressionsmodell, förutom för variabeln crossborder. Vår slutliga regressionsmodell fann inget signifikant samband mellan crossborder och en hög CAR. Tvärtom fann vi en icke signifikant negativ påverkan på CAR. Som vi tidigare diskuterat har vi dock funnit att uppköp som varit crossborder haft signifikant högre CAR än inrikesuppköp i eventfönster (-1,0,10). I modellen där vi inkluderade variabeln betalningsmetod fann vi även ett signifikant samband på 5 % -nivån mellan positiv CAR och crossborder uppköp i eventfönster (-1,0,10). Då det negativa sambandet mellan CAR och crossborder inte var signifikant i vår slutliga regressionsmodell har vi valt att gå efter de signifikanta resultaten vad gäller crossborder som vi fått från de tidigare undersökta modellerna.

## 7 Slutsats

---

*I det här kapitlet avser vi att sammanfatta de övergripande slutsatserna som kan dras från studien. Vi kommer även att diskutera begränsningar i studien och genomföra en kort kritisk utvärdering av den. Avslutningsvis kommer förslag till fortsatt forskning att ges.*

---

### 7.1 Övergripande slutsatser

Den här studien syftar till att bredda forskningen vad gäller bankuppköp på den europeiska marknaden. Tidigare forskning som gjorts på ämnet har antingen, gjorts enbart på den amerikanska marknaden, alternativt inte inkluderat den uppköpande bankens strategi eller betalningsmetod som variabel. Syftet med studien var att undersöka om variablerna betalningsmetod, crossborder, strategi samt tidpunkt för budet har någon påverkan på den uppköpande bankens CAR efter offentliggörandet av uppköpet. Under studiens gång inkluderade vi även uppköpets storlek som en kompletterande variabel.

Vi jämförde var och en av huvudvariablernas medel CAR kring tillkännagivandet av uppköpet för att upptäcka om någon signifikant skillnad i CAR förlagts. Resultatet visade att uppköp som varit crossborder haft signifikant högre medel CAR i eventfönster (-1,0,10) än vad inrikesuppköp haft. Ingen annan variabel eller något annat eventfönster påvisade någon signifikant skillnad i CAR.

I de efterföljande multipla regressionsanalyserna fann vi signifikanta samband mellan CAR och variablerna: crossborder, tidpunkt, strategi samt storlek på uppköpet.

Uppköp i uppgångsperioder har haft en signifikant positiv inverkan på den uppköpande bankens CAR under perioden (-1,0,30) kring tillkännagivandet av budet. Detta motsäger vår hypotes då tidigare studier på andra sektorer visar på ett motsatt samband.

Den slutliga regressionsmodellen för (-1,0,10) visar ett signifikant samband mellan uppköpets storlek och CAR. Ju större uppköpet varit desto lägre har den uppköpande bankens CAR varit. Den visar även på ett negativt samband vad gäller diversifiering och den uppköpande bankens CAR. Modellen visade inget signifikant samband mellan CAR och om uppköpet varit crossborder. Däremot visar vår ursprungsmodell, där vi inkluderade betalningsmetod

som en variabel, att uppköp som varit crossborder påverkat CAR positivt. Detta är i linje med tidigare studier<sup>72</sup>.

## 7.2 Begränsningar och kritisk utvärdering

Det finns vissa begränsningar med vår studie som kan ha påverkat det slutliga resultatet. Vi kommer här att presentera det som vi tror kan ha snedvridit resultatet mest.

Antalet observationer vad gäller uppköp som finansierats med annan betalningsmetod är endast 9 stycken, vilket anses som extremt lågt. Det har påverkat möjligheten att få signifikans i vår första modell. I vår andra modell där vi uteslutit variabeln betalningsmetod är antalet observationer fortfarande litet, 54 stycken. Detta är något mindre än vad tidigare studier på ämnet generellt använt sig av men enligt Brown & Warner ska ett test med få observationer ändå kunna få goda resultat.<sup>73</sup>

En annan tydlig begränsning i studien är det få antal variabler som den baserats på. Tidigare studier har funnit signifikanta samband mellan exempelvis Market to Book och CAR i samband med uppköp. En klar förbättring i studien hade varit att använda sig av Market to Book och eventuellt fler relevanta variabler för att på så vis få en mer täckande modell. På grund av tidsbrist i arbetet har detta tyvärr dock inte varit möjligt.

Sammanfattningsvis är vi medvetna om att data som samlats in är bearbetad av oss själva, vilket innebär risk för felaktigheter. Vi har varit så noggranna som möjligt vid bearbetningen och ofta kontrollerat varandra för att på så vis upptäcka eventuella fel. Vi kan dock inte garantera att samtliga siffror är helt korrekta, dock borde små felaktigheter i bearbetningen inte påverkat resultatet i stort.

## 7.3 Fortsatt forskning

Under studiens gång har det framkommit nya intressanta potentiella forskningsområden. För det första skulle det, som vi tidigare har nämnt, varit intressant att göra en liknande studie med fler relevanta variabler inkluderade. Förslag på variabel att eventuellt inkludera i modellen är exempelvis Market to Book. Det hade även varit intressant att göra en liknande

---

<sup>72</sup> Goergen & Renneboog (2004)

<sup>73</sup> Brown&Warner (1985)



studie med fler observationer vad gäller betalningsmetod. Om ett antal år finns det sannolikt ett större underlag vilket kan ge säkrare resultat om hur betalningsmetoden påverkar den uppköpande bankens CAR, än vad den här studien har kunnat ge.

Ett annat förslag till fortsatt forskning är en studie över hur den uppköpande bankens aktievärde påverkas på längre sikt än de 30 dagar efter tillkännagivandet som den här studien har mätt. Det hade avslutningsvis varit intressant att se uppköpets påverkan på aktievärdet på uppköpta europeiska banker, både på lång och på kortsikt.

## 8 Källförteckning

### BÖCKER

Bryman, Alan & Bell, Emma (2005) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Slovenien, Liber AB.

DePamphilis, Donald M. (2009) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 5th edition, California, Elsevier.

Eriksson, Lars Torsten & Wiedersheim-Paul, Finn (2006) *Att utreda forska och rapportera*, 8:e uppl., Slovenien, Liber AB.

Gaughan, Patrick A. (2007) *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, 4th edition, New Jersey, John Wiley & Sons.

Jacobsen, Dag Ingemar (2002) *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Lund, Studentlitteratur.

Patel, Runa & Davidson, Bo (2003) *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*, 3:e uppl., Lund, Studentlitteratur.

Weston, J. Fred & Weaver, Samuel C. (2001) *Mergers and Acquisitions*, New York, McGraw-Hill.

### ARTIKLAR

Altunbas, Y. & Marques, D. (2008) *Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: The role of strategic similarities*, Journal of Economics and Business, Elsevier, Vol. 60, p.204-222.

Andrade, G., Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) *New Evidence and Perspectives on Mergers*, Harvard Business School, Working paper.

Becher, David A., (2000) *The valuation effects of bank mergers*, Journal of Corporate Finance Vol. 6, p. 189-214.

Berger, A. N., R. DeYoung, H. Genay, & G. F. Udell (2000) *The Globalization of Financial Institutions: Evidence from a Cross-Border Banking Performance*, Brookings-Wharton Paper on Financial Service, p. 23-120.

Bonnier, Carl & Forsvik, Per-Oskar (2009) *Hostile takeovers – A study on public takeover bids on the Swedish stock market*, Master Thesis in Finance, Stockholm School of Economics.

Brown, S.J. & Warner, J.B. (1985) *Using Daily Stock Returns - The Case of Event Studies*, Journal of Financial Economics.

Buch, C.M. & DeLong, G. (2004) *Cross-border bank mergers: What lures the rare animal?*, Journal of Banking & Finance, Vol. 28, p. 2077–2102.

Cosh, A. & Hughes, A, (1996) *International merger activity and the national regulation of mergers: a UK perspective*, Empirica, Vol. 23, p. 279–302.

Cybo-Ottone A. & Murgia, M. (2000) *Mergers and shareholder wealth in European banking*, Journal of Banking and Finance, Vol. 24, p. 831-859.

Gilson, Ronald, J. & Black, Bernard S. (1995) *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 2nd edition, p. 194-195.

Group of ten (2001) *Consolidation in the financial sector*, Bank for International Settlements, Basel, Schweiz.

Goergen, M., & Renneboog, L. (2004) *Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids*, European Financial Management, Vol. 10, No. 1, p. 9–45.

Goldman Sachs (2000) *The Challenges of Cross-Border M&A*, Issue No.8, CEO Confidential.

MacKinlay, Craig A. (1997) *Event studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, Vol. 35, p. 13-39.

Ravichandran, Dr. K. (2009) *Effect of financial crisis over mergers and acquisitions in GCC countries*, King Saud University.

Yook, Ken C. (2003) *Larger Return to Cash Acquisitions: Signaling Effect or Leverage Effect?*, Journal of Business, Vol. 76, Issue 3, p. 477-498.

## **ELEKTRONISKA KÄLLOR**

Nationalencyklopedin

Länk: <http://www.ne.se/fusion/1151553>

Hämtad 2010-04-14

Dagens nyheter

Länk: <http://www.dn.se/ekonomi/lehman-brothers-ansoker-om-konkurs-1.62496>

Hämtad 2010-05-20

Telegraph

Länk: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/4676618/Bank-of-America-buys-Merrill-Lynch-for-50bn.html> Hämtad 2010-05-20

E-Bok: Fiordelisi, Franco, (2009) *Mergers and acquisitions in European banking*, Palgrave Macmillan studies in banking and financial institutions.

Länk: <http://www.lub.lu.se/cgi-bin/ipchk/http://www.palgraveconnect.com/pc/doi/10.1057/9780230245402>

Hämtad 2010-04-14

## **DATABASER**

Thomson Financial: Datastream

Thomson Reuters 3000

## APPENDIX

### FIGURFÖRTECKNING

Figur 1 "Table 5.1" Weston & Weaver (2001).....	9
Figur 2 "Bank mergers by year 1985-2001" Buch & DeLong (2004).....	11
Figur 3 Antal bankuppköp med kontantbetalning alternativt annan betalningsstruktur under perioden 1995-2008.....	27
Figur 4 Uppköp finansierade med kontanter eller annan betalningsmetod under perioden 1995-2008, indelad i upp- och nedgångar.....	28
Figur 5 Uppköp finansierade med kontanter alternativt med annan betalningsmetod under perioden 1995-2008, indelade i crossborder och inrikes.....	29
Figur 6 Uppköp finansierade med kontanter alternativt annan betalningsmetod under perioden 1995-2008, indelade i fokuserade och diversifierade.....	30
Figur 7 Uppköp som varit fokuserade alternativt diversifierade uppdelade på om det varit crossborder eller inrikes.....	30

### TABELLFÖRTECKNING

Tabell 1 Datatillgång.....	26
Tabell 2 Sammanställning över figur 3.....	27
Tabell 3 Medelvärde för CAR för banker som gjort uppköp finansierade med endast kontanter alternativt annan betalningsmetod under perioden 1994-2009.....	31
Tabell 4 Medelvärde för CAR för banker som gjort uppköp som varit crossborder respektive inrikes under perioden 1994-2009.....	33
Tabell 5 Medelvärde för CAR för banker som gjort uppköp i uppgångs- respektive nedgångsperiod mellan 1994-2009.....	34
Tabell 6 Medelvärde för CAR för banker som gjort diversifierade respektive fokuserade uppköp under perioden 1994-2009.....	35
Tabell 7 Namn?.....	37
Tabell 8 Namn?.....	38

### A.1 REGRESSIONER MED BETALNINGSMETOD SOM VARIABEL

#### Regression

Beroende	variabler:				CAR
Antal Observationer: 29					
Period (-3,0,3)	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet	
CONSTANT	-,043	,034	-1,273	,215	
CBDUM	-,003	,019	-,139	,891	
CASHDUM	,011	,016	,678	,504	
CBDIV	-,013	,018	-,756	,457	
DIVDUM	,025	,019	1,347	,191	
LNSTLKUSD	,006	,005	1,417	,169	

R-squared ,205  
Adjusted R-squared ,040

---

**Regression**

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 29

Period (-1,0,1)      Koefficient   Standardfel   T-värde   Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	-,031	,036	-,854	,401
CASHDUM	,023	,020	1,130	,270
POSDUM	,020	,017	1,151	,261
CBDIV	-,025	,019	-1,333	,195
DIVDUM	-,008	,020	-,416	,681
LNSTLK	,004	,005	,737	,468

---

R-squared ,135  
Adjusted R-squared -,045

**Regression**

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 29

Period (-1,0,3)      Koefficient   Standardfel   T-värde   Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	-,036	,032	-1,119	,274
CASHDUM	,011	,018	,592	,559
POSDUM	,011	,016	,736	,469
CBDIV	-,009	,017	-,555	,584
DIVDUM	,009	,018	,514	,612
LNSTLK	,005	,004	1,103	,281

---

R-squared ,107  
Adjusted R-squared -,079

**Regression**

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 29

Period (-1,0,10)      Koefficient   Standardfel   T-värde   Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	-,016	,042	-,388	,702
CASHDUM	-,010	,023	-,438	,665
POSDUM	-,031	,020	-1,518	,142
CBDIV	,049	,022	2,219	,036
DIVDUM	,051	,023	2,212	,037
LNSTLK	,005	,006	,875	,390

---

R-squared  
Adjusted R-squared ,151

,297

---

**Regression**

---

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 29

Period (-1,0,10) Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	-,036	,032	-1,119	,274
CASHDUM	,011	,018	,592	,559
POSDUM	,011	,016	,736	,469
CBDIV	-,009	,017	-,555	,584
DIVDUM	,009	,018	,514	,612
LNSTLK	,005	,004	1,103	,281

---

R-squared ,107

Adjusted R-squared -,079

---

**Regression**

---

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 29

Period (-1,0,30) Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	,068	,050	1,366	,184
CASHDUM	,011	,028	,413	,683
POSDUM	,004	,024	,148	,884
CBDIV	-,014	,026	-,535	,597
DIVDUM	,009	,027	,323	,750
LNSTLK	-,005	,007	-,803	,430

---

R-squared ,084

Adjusted R-squared -,106

---

**Regression**

---

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 29

Period (0,30) Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

---

CONSTANT	,072	,048	1,503	,146
CASHDUM	<del>,0007</del>	<del>,020</del>	<del>,0259</del>	<del>,098</del>
POSDUM	<del>,0008</del>	<del>,023</del>	<del>,7359</del>	<del>,728</del>
CBDIV	,010	,025	,447	,659
DIVDUM	<del>,0002</del>	<del>,026</del>	<del>,7085</del>	<del>,080</del>
LNSTLK	<del>-,006</del>	<del>,006</del>	<del>-,906</del>	<del>,956</del>

---

R-squared,069

Adjusted R-squared -,125



## A.2 REGRESSIONER UTAN BETALNINGSMETOD SOM VARIABEL

### Regression

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 54

Period (-3,0,3) Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	,000	,039	,005	,996
POSDUM	,016	,021	,752	,456
CBDIV	,011	,024	,444	,659
DIVDUM	-,002	,025	-,075	,940
LNSTLKUSD	-,001	,006	-,106	,916

R-squared ,016

Adjusted R-squared -,063

### Regression

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 54

Period (-1,0,1) Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	,000	,039	,005	,996
POSDUM	,016	,021	,752	,456
CBDIV	,011	,024	,444	,659
DIVDUM	-,002	,025	-,075	,940
LNSTLK	-,001	,006	-,106	,916

R-squared ,016

Adjusted R-squared -,063

### Regression

Beroende variabler: CAR

Antal Observationer: 54

Period (-1,0,3) Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

	Koefficient	Standardfel	T-värde	Sannolikhet
CONSTANT	,009	,024	,393	,696
POSDUM	,006	,013	,496	,622
CBDIV	-,011	,015	-,782	,438
DIVDUM	-,013	,015	-,841	,404
LNSTLK	,000	,004	,109	,914

R-squared ,030

Adjusted R-squared -,047

---

**Regression**

---

Beroende variabeler: CAR

Antal Observationer: 54

Period (-1,0,10)

Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

CONSTANT	,006	,037	,158	,875
POSDUM	,010	,020	,491	,626
CBDIV	,019	,023	,849	,400
DIVDUM	-,002	,024	-,085	,933
LNSTLK	,000	,006	-,039	,969

---

R-squared ,021Adjusted R-squared -,058

---

---

**Regression**

---

Beroende variabeler: CAR

Antal Observationer: 54

Period (-1,0,30)

Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

CONSTANT	,152	,042	3,659	,001
POSDUM	,046	,023	2,003	,051
CBDIV	-,013	,026	-,523	,603
DIVDUM	-,060	,027	-2,264	,028
LNSTLK	-,019	,006	-3,005	,004

---

R-squared ,228Adjusted R-squared ,166

---

---

**Regression**

---

Beroende variabeler: CAR

Antal Observationer: 54

Period (0,30)

Koefficient Standardfel T-värde Sannolikhet

CONSTANT	,136	,040	3,382	,001
POSDUM	,037	,022	1,655	,104
CBDIV	-,004	,025	-,150	,881
DIVDUM	-,050	,026	-1,956	,056
LNSTLK	-,018	,006	-2,942	,005

---

R-squared ,197Adjusted R-squared ,133

---

### A.3 T-TEST: MEDELVÄRDE FÖR CAR

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -3,0,3</b>	<i>Annan</i>	<i>Cash</i>
Mean	0,014146	-0,00338
Variance	0,001915	0,002107
Observations	9	28
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	14	
t Stat	1,032609	
P(T<=t) one-tail	0,159648	
t Critical one-tail	1,76131	
P(T<=t) two-tail	0,319296	
t Critical two-tail	2,144787	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -3,0,3</b>	<i>Inrikes</i>	<i>Crossborder</i>
Mean	-0,00216	0,006618
Variance	0,002868	0,004571
Observations	25	52
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	59	
t Stat	-0,6166	
P(T<=t) one-tail	0,269934	
t Critical one-tail	1,671093	
P(T<=t) two-tail	0,539867	
t Critical two-tail	2,000995	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -3,0,3</b>	<i>Nedgång</i>	<i>Uppgång</i>
Mean	-0,01101	0,014141
Variance	0,001396	0,005675
Observations	31	45
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	68	
t Stat	-1,92228	
P(T<=t) one-tail	0,029381	
t Critical one-tail	1,667572	
P(T<=t) two-tail	0,058762	
t Critical two-tail	1,995469	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -3,0,3</b>	<i>Fokuserad</i>	<i>Diversifierad</i>
Mean	0,006854	-0,00393
Variance	0,004241	0,002781
Observations	62	14
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	23	
t Stat	0,660142	

P(T<=t) one-tail	0,25786
t Critical one-tail	1,713872
P(T<=t) two-tail	0,51572
t Critical two-tail	2,068658

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,3</b>	<i>Annan</i>	<i>Cash</i>
Mean	-0,00309	0,002211
Variance	0,001411	0,002049
Observations	9	28
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	16	
t Stat	-0,34943	
P(T<=t) one-tail	0,365661	
t Critical one-tail	1,745884	
P(T<=t) two-tail	0,731322	
t Critical two-tail	2,119905	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,3</b>	<i>Inrikes</i>	<i>Crossborder</i>
Mean	-0,006	0,010996
Variance	0,002314	0,005025
Observations	25	52
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	66	
t Stat	-1,23584	
P(T<=t) one-tail	0,110448	
t Critical one-tail	1,668271	
P(T<=t) two-tail	0,220897	
t Critical two-tail	1,996564	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,3</b>	<i>Nedgång</i>	<i>Uppgång</i>
Mean	0,00015	0,010239
Variance	0,001099	0,00635
Observations	31	45
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	63	
t Stat	-0,75925	
P(T<=t) one-tail	0,225266	
t Critical one-tail	1,669402	
P(T<=t) two-tail	0,450532	
t Critical two-tail	1,998341	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,3</b>	<i>Fokuserad</i>	<i>Diversifierad</i>
Mean	0,005693	0,009067
Variance	0,004684	0,002053
Observations	62	14
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	28	
t Stat	-0,22635	
P(T<=t) one-tail	0,411288	

t Critical one-tail 1,701131  
P(T<=t) two-tail 0,822576  
t Critical two-tail 2,048407

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,1</b>	<i>Annan</i>	<i>Cash</i>
Mean	-0,00161	0,002657
Variance	0,002026	0,002144
Observations	9	28
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	14	
t Stat	-0,24561	
P(T<=t) one-tail	0,404774	
t Critical one-tail	1,76131	
P(T<=t) two-tail	0,809547	
t Critical two-tail	2,144787	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,1</b>	<i>Inrikes</i>	<i>Crossborder</i>
Mean	-0,00129	-0,00132
Variance	0,001866	0,001838
Observations	25	52
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	47	
t Stat	0,002519	
P(T<=t) one-tail	0,499	
t Critical one-tail	1,677927	
P(T<=t) two-tail	0,998001	
t Critical two-tail	2,01174	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,1</b>	<i>Nedgång</i>	<i>Uppgång</i>
Mean	-0,00165	4,2E-05
Variance	0,002137	0,001631
Observations	31	45
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	59	
t Stat	-0,16526	
P(T<=t) one-tail	0,43465	
t Critical one-tail	1,671093	
P(T<=t) two-tail	0,869301	
t Critical two-tail	2,000995	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,1</b>	<i>Fokuserad</i>	<i>Diversifierad</i>
Mean	-0,00024	-0,00447
Variance	0,001464	0,003729
Observations	62	14
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	15	

t Stat	0,2482
P(T<=t) one-tail	0,403673
t Critical one-tail	1,75305
P(T<=t) two-tail	0,807346
t Critical two-tail	2,13145

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,10</b>	<i>Annan</i>	<i>Cash</i>
Mean	0,012308	0,025958
Variance	0,001832	0,003104
Observations	9	28
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	18	
t Stat	-0,76986	
P(T<=t) one-tail	0,225685	
t Critical one-tail	1,734064	
P(T<=t) two-tail	0,45137	
t Critical two-tail	2,100922	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,10</b>	<i>Inrikes</i>	<i>Crossborder</i>
Mean	-0,01518	0,023525
Variance	0,003083	0,004871
Observations	25	52
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	58	
t Stat	-2,62734	
P(T<=t) one-tail	0,005496	
t Critical one-tail	1,671553	
P(T<=t) two-tail	0,010992	
t Critical two-tail	2,001717	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,10</b>	<i>Nedgång</i>	<i>Uppgång</i>
Mean	0,001577	0,018383
Variance	0,005111	0,004256
Observations	31	45
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	61	
t Stat	-1,04332	
P(T<=t) one-tail	0,150459	
t Critical one-tail	1,670219	
P(T<=t) two-tail	0,300918	
t Critical two-tail	1,999624	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

<b>Period -1,0,10</b>	<i>Fokuserad</i>	<i>Diversifierad</i>
Mean	0,015145	0,004356
Variance	0,003465	0,008211
Observations	62	14
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	16	

t Stat	0,425676
P(T<=t) one-tail	0,338007
t Critical one-tail	1,745884
P(T<=t) two-tail	0,676014
t Critical two-tail	2,119905

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

**Period -1,0,30**

	<i>Annan</i>	<i>Cash</i>
Mean	-0,00243	0,038219
Variance	0,00508	0,002891
Observations	9	28
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	11	
t Stat	-1,57318	
P(T<=t) one-tail	0,071989	
t Critical one-tail	1,795885	
P(T<=t) two-tail	0,143979	
t Critical two-tail	2,200985	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

**Period -1,0,30**

	<i>Inrikes</i>	<i>Crossborder</i>
Mean	0,010647	0,028827
Variance	0,011265	0,008532
Observations	25	52
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	42	
t Stat	-0,73328	
P(T<=t) one-tail	0,233729	
t Critical one-tail	1,681952	
P(T<=t) two-tail	0,467459	
t Critical two-tail	2,018082	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

**Period -1,0,30**

	<i>Nedgång</i>	<i>Uppgång</i>
Mean	0,002692	0,035436
Variance	0,01324	0,006591
Observations	31	45
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	50	
t Stat	-1,36723	
P(T<=t) one-tail	0,088834	
t Critical one-tail	1,675905	
P(T<=t) two-tail	0,177668	
t Critical two-tail	2,008559	

t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances

**Period -1,0,30**

	<i>Fokuserad</i>	<i>Diversifierad</i>
Mean	0,034117	0,002469
Variance	0,006275	0,011427
Observations	62	14
Hypothesized	Mean	0

Difference	
df	16
t Stat	1,044866
P(T<=t) one-tail	0,155808
t Critical one-tail	1,745884
P(T<=t) two-tail	0,311615
t Critical two-tail	2,119905

**t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances**

<b>0,30</b>	<i>Cash</i>	<i>Annan</i>
Mean	0,009009	0,031757
Variance	0,00542	0,002371
Observations	9	28
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	10	
t Stat	-0,86797	
P(T<=t) one-tail	0,20288	
t Critical one-tail	1,812461	
P(T<=t) two-tail	0,405759	
t Critical two-tail	2,228139	

**t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances**

<b>0,30</b>	<i>Inrikes</i>	<i>Crossborder</i>
Mean	0,007872	0,028525
Variance	0,011177	0,007324
Observations	25	52
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	40	
t Stat	-0,85178	
P(T<=t) one-tail	0,199704	
t Critical one-tail	1,683851	
P(T<=t) two-tail	0,399407	
t Critical two-tail	2,021075	

**t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances**

<b>0,30</b>	<i>Nedgång</i>	<i>Uppgång</i>
Mean	0,005748	0,030737
Variance	0,013197	0,005274
Observations	31	45
Hypothesized	Mean	
Difference	0	
df	46	
t Stat	-1,07247	
P(T<=t) one-tail	0,144551	
t Critical one-tail	1,67866	
P(T<=t) two-tail	0,289102	
t Critical two-tail	2,012896	

**t-Test: Two-Sample Assuming Unequal Variances**

<b>0,30</b>	<i>Fokuserat</i>	<i>Diversifierat</i>
Mean	0,032897	0,002418
Variance	0,005375	0,010451
Observations	62	14
Hypothesized	Mean	0



Difference	
df	16
t Stat	1,055948
P(T<=t) one-tail	0,153338
t Critical one-tail	1,745884
P(T<=t) two-tail	0,306676
t Critical two-tail	2,119905

---

## A.4 REGRESSIONSANALYS MED KOMBINERADE VARIABLER

Eventfönster (-3,0.3)

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	,458 <sup>a</sup>	,210	,072	,066380362852299		
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, CBDUM, DIVDUM, KOMBCASHPOS, POSDUM, KOMBOCASHCB, KOMBOCBDIV						
ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,054	8	,007	1,526	,175 <sup>a</sup>
	Residual	,203	46	,004		
	Total	,256	54			
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, CBDUM, DIVDUM, KOMBCASHPOS, POSDUM, KOMBOCASHCB, KOMBOCBDIV						
b. Dependent Variable: CAR						
Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,001	,037		,018	,986
	POSDUM	,036	,023	,259	1,552	,128
	KOMBCASHPOS	-,034	,035	-,225	-,970	,337
	CBDUM	,022	,028	,139	,801	,427
	KOMBOCASHCB	,003	,033	,021	,098	,922
	DIVDUM	,025	,041	,149	,606	,548
	KOMBOCBDIV	-,073	,052	-,356	-,1409	,166
	KOMBOCASHDIV	1,208	,479	,355	2,522	,015
	LNSTLK	-,003	,006	-,082	-,554	,583

Eventfönster (-1,0,3)

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,245 <sup>a</sup>	,060	-,103	,073972485298208

a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, KOMBOCBDIV, KOMBOCASHCB, POSDUM, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,016	8	,002	,368	,932 <sup>a</sup>
	Residual	,252	46	,005		
	Total	,268	54			

a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, KOMBOCBDIV, KOMBOCASHCB, POSDUM, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM

b. Dependent Variable: CAR

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,007	,041		-,163	,871
	POSDUM	,019	,026	,133	,730	,469
	KOMBCASHPOS	,002	,039	,013	,051	,959
	CBDUM	,022	,031	,135	,713	,479
	KOMBOCASHCB	-,033	,036	-,214	-,915	,365
	DIVDUM	-,051	,061	-,300	-,836	,408
	KOMBOCBDIV	,031	,061	,146	,501	,619
	KOMBOCASHDIV	,059	,052	,262	1,116	,270
LNSTLK	,000	,006	,009	,055	,956	

a. Dependent Variable: CAR

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,457 <sup>a</sup>	,209	,072	,041649934323024

a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM, POSDUM, KOMBOCASHCB, KOMBOCBDIV

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,021	8	,003	1,522	,176 <sup>a</sup>
	Residual	,080	46	,002		
	Total	,101	54			

a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM, POSDUM, KOMBOCASHCB, KOMBOCBDIV

b. Dependent Variable: CAR

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,018	,023		,760	,451
	POSDUM	-,018	,015	-,209	-1,206	,234
	KOMBCASHPOS	,031	,022	,327	1,425	,161
	CBDUM	,004	,018	,042	,240	,812
	KOMBOCASHCB	-,018	,020	-,188	-,879	,384
	DIVDUM	,000	,025	,001	,005	,996
	KOMBOCBDIV	-,060	,034	-,463	-1,732	,090
	KOMBOCASHDIV	,101	,037	,443	2,723	,009
LNSTLK	-,001	,003	-,043	-,294	,770	

a. Dependent Variable: CAR

## Eventfönster (-1,0,1)

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	,457 <sup>a</sup>	,209	,072	,041649934323024		
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM, POSDUM, KOMBOCASHCB, KOMBOCBDIV						
ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,021	8	,003	1,522	,176 <sup>a</sup>
	Residual	,080	46	,002		
	Total	,101	54			
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM, POSDUM, KOMBOCASHCB, KOMBOCBDIV						
b. Dependent Variable: CAR						
Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,018	,023		,760	,451
	POSDUM	-,018	,015	-,209	-1,206	,234
	KOMBCASHPOS	,031	,022	,327	1,425	,161
	CBDUM	,004	,018	,042	,240	,812
	KOMBOCASHCB	-,018	,020	-,188	-,879	,384
	DIVDUM	,000	,025	,001	,005	,996
	KOMBOCBDIV	-,060	,034	-,463	-1,732	,090
	KOMBOCASHDIV	,101	,037	,443	2,723	,009
	LNSTLK	-,001	,003	-,043	-,294	,770
a. Dependent Variable: CAR						

## Eventfönster (-1,0,30)

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	,594 <sup>a</sup>	,353	,240	,074634483580922		
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, KOMBOCBDIV, KOMBOCASHCB, POSDUM, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM						
ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,140	8	,017	3,133	,007 <sup>a</sup>
	Residual	,256	46	,006		
	Total	,396	54			
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, KOMBOCBDIV, KOMBOCASHCB, POSDUM, CBDUM, KOMBCASHPOS, DIVDUM						
b. Dependent Variable: CAR						
Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,151	,042		3,632	,001
	POSDUM	,066	,026	,381	2,521	,015
	KOMBCASHPOS	-,066	,039	-,354	-1,695	,097
	CBDUM	-,003	,031	-,013	-,081	,936
	KOMBOCASHCB	,031	,036	,164	,844	,403
	DIVDUM	-,113	,061	-,551	-1,853	,070
	KOMBOCBDIV	,000	,062	-,002	-,007	,995
	KOMBOCASHDIV	,131	,053	,482	2,477	,017
	LNSTLK	-,021	,006	-,443	-3,315	,002
a. Dependent Variable: CAR						

## Eventfönster (0,30)

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	,585 <sup>a</sup>	,342	,227	,071436063640127		
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, KOMBOCBDIV, KOMBOCASHCB, POSDUM, CBDUM, KOMBOCASHPOS, DIVDUM						
ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,122	8	,015	2,985	,009 <sup>a</sup>
	Residual	,235	46	,005		
	Total	,357	54			
a. Predictors: (Constant), LNSTLK, KOMBOCASHDIV, KOMBOCBDIV, KOMBOCASHCB, POSDUM, CBDUM, KOMBOCASHPOS, DIVDUM						
b. Dependent Variable: CAR						
Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,137	,040		3,452	,001
	POSDUM	,063	,025	,385	2,525	,015
	KOMBOCASHPOS	-,086	,037	-,486	-2,310	,025
	CBDUM	-,002	,030	-,011	-,069	,946
	KOMBOCASHCB	,054	,035	,305	1,557	,126
	DIVDUM	-,088	,058	-,453	-1,509	,138
	KOMBOCBDIV	-,006	,059	-,026	-,107	,916
	KOMBOCASHDIV	,115	,051	,444	2,261	,029
	LNSTLK	-,020	,006	-,448	-3,327	,002
a. Dependent Variable: CAR						