

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ



ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ
Κεφαλάς Β. Κωνσταντίνος

Επιβλέπων Καθηγητής: Επικ. Καθηγητής Κυριαζής Δημήτριος

Μέλη Επιτροπής

Καθ. Δ. Μαλλιάρopoulos
Αναπλ. Καθ. Χ. Στεφανάδης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΜΑΡΤΙΟΣ 2010

Περίληψη

Η παρούσα μελέτη εξετάζει την απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) μέσα από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας. Αναλύονται 6 μελέτες που βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία για την μέτρηση της λειτουργικής απόδοσης, 18 μελέτες που αξιοποιούν τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων, καθώς και 1 μελέτη που χρησιμοποιεί και τις δύο μεθόδους. Αρχικά προσεγγίζονται οι ιδιαιτερότητες των τραπεζικών ιδρυμάτων, παρουσιάζονται τραπεζικοί αριθμοδείκτες καθώς και η θεωρία γύρω από την εφαρμογή των δύο μεθόδων αξιολόγησης. Στη συνέχεια, οι μελέτες αναλύονται και παρουσιάζονται συγκεντρωτικά σε πίνακες ανά κατηγορία μεθόδου κι έπειτα συσχετίζονται για την εξαγωγή συμπερασμάτων σχετικά με την απόδοση των τραπεζικών Σ&Ε. Βασικό συμπέρασμα αποτελεί η μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των αγοραστών στους εξαγοραζόμενους. Με βάση την πρώτη μέθοδο, πριν από τη δεκαετία του 1990, δεν καταγράφονται σημαντικά και ξεκάθαρα οφέλη, ενώ σε πιο πρόσφατες έρευνες δείκτες ROA, ROE κ.α. σημειώνουν σημαντική βελτίωση, για την ενοποιημένη τράπεζα. Όσον αφορά στη μέθοδο μη-κανονικών αποδόσεων, στην Ευρώπη αποδίδουν λιγότερο από ότι στις ΗΠΑ, επίσης με την πάροδο των δεκαετιών φαίνεται ότι αποδίδουν περισσότερο, ενώ μια σειρά παραγόντων όπως η κεφαλαιοποίηση των εμπλεκόμενων τραπεζών, ο ρυθμός ανάπτυξής τους κ.α. φαίνεται να επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα.

Λέξεις κλειδιά: τραπεζικές συγχωνεύσεις, μη-κανονικές αποδόσεις, λογιστικά στοιχεία, επισκόπηση διεθνούς βιβλιογραφίας.

Περιεχόμενα

Ενότητα	Σελίδα
Περίληψη	2
Περιεχόμενα	3
Πρόλογος – Δομή του συγγράμματος	5
Κεφάλαιο 1 – Εισαγωγή	7
Κεφάλαιο 2 – Συγχωνεύσεις και Τράπεζες	12
2.1 Συγχωνεύσεις	12
2.2.1 Τράπεζες	22
2.2.2 Τα κίνητρα των τραπεζικών Σ&Ε	23
2.2.3 Τραπεζικοί αριθμοδείκτες	25
2.2.4 Κανονιστικά κεφάλαια	28

Κεφάλαιο 3 – Τραπεζικές Συγχωνεύσεις	30
3.1 Επισκόπηση μελετών με λογιστικά στοιχεία	31
Πίνακας 1- Μέθοδος αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων	41
3.2 Επισκόπηση μελετών με μετοχικές μη κανονικές αποδόσεις	42
Πίνακας 2 – Μέθοδος μη-κανονικών αποδόσεων	74
Κεφάλαιο 4 – Συσχετισμός των μελετών Συμπεράσματα	77
4.1 Αξιολόγηση λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων	77
4.2 Αξιολόγηση της απόδοσης με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων	79
Επίλογος	91
Υποσημειώσεις	93
Βιβλιογραφικές Αναφορές	95

Πρόλογος - Δομή του συγγράμματος

Συγχώνευση ή εξαγορά είναι ο τρόπος που επιλέγει μια εταιρεία να μετασχηματιστεί, να επεκταθεί ή ακόμη και να διαμελιστεί προκειμένου να επιβιώσει μέσα σε μια αγορά που συνεχώς αλλάζει. Με γνώμονα το κέρδος, οι άνθρωποι λαμβάνουν μέρος σε ένα ατελείωτο ράλι προσπαθώντας να αποφύγουν τις παγίδες που οι ίδιοι δημιούργησαν, σε ένα πολύ-μεταβλητό περιβάλλον όπου επιβιώνει συνήθως ο ισχυρός, κάποιες φορές ο ευέλικτος κι άλλες φορές όποιος παραδέχεται την ήττα του. Υπάρχουν διάφορες θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν τα κίνητρα των εμπλεκόμενων μερών σε Συγχωνεύσεις και Εξαγορές. Μάλιστα, τα τελευταία είκοσι χρόνια παρατηρήθηκε έξαρση και στην Ευρώπη, ενώ συμβαίνουν εδώ και 100 χρόνια στην Αμερική.

Με αφορμή την παγκόσμια οικονομική κρίση πρωτοφανούς έντασης και ιστορικής σημασίας που λαμβάνει χώρα και τον αντίκτυπο που είχε στον τραπεζικό κλάδο, επιχειρείται μια προσέγγιση του θέματος της απόδοσης των τραπεζικών συγχωνεύσεων. Ήδη από τους πρώτους μήνες που έγινε αντιληπτή η κρίση υπήρξαν μετασχηματισμοί στον τραπεζικό κλάδο και πολύ πιθανό να ακολουθήσουν κι άλλες μεγάλες συμφωνίες που αλλάζουν τα δεδομένα στην αγορά λόγω του μεγέθους των εταιρειών, των ποσών που μεταφέρονται αλλά και τον ρόλο που κατέχουν τα Χρηματο-Πιστωτικά Ιδρύματα (Χ.Π.Ι.) στην κοινωνία, όπως την γνωρίζουμε σήμερα.

Στο πρώτο κεφάλαιο, την Εισαγωγή, αναφέρονται τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών καθώς και κάποια τεχνικά στοιχεία και ορισμοί. Στο δεύτερο κεφάλαιο, γίνεται μια σύντομη επισκόπηση των κυριότερων μεθόδων αξιολόγησης καθώς και των αποτελεσμάτων της βιβλιογραφίας σχετικά με την απόδοση των συγχωνεύσεων. Στη συνέχεια δίνεται βαρύτητα στις ιδιαιτερότητες των τραπεζικών ιδρυμάτων και σε σημαντικούς τομείς που αφορούν τη λειτουργία τους όπως η κεφαλαιακή επάρκεια, οι κανόνες της Βασιλείας I, II και βασικοί δείκτες τραπεζών. Στο τρίτο κεφάλαιο, γίνεται εμβάθυνση στην απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων, μέσα από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας και η

προσοχή στρέφεται στις δύο μεθόδους αξιολόγησης: τη Μέθοδο μη-κανονικών αποδόσεων (Abnormal Returns ή Event Studies Methodology) και την Μέθοδο αξιολόγησης λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting based operational performance evaluation). Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο, εξάγονται τα συμπεράσματα μετά από τη μελέτη αυτή και εξετάζονται οι προοπτικές του κλάδου μέσα από τη διαδικασία των συγχωνεύσεων εν' όψει και της τελευταίας οικονομικής κρίσης ενώ εφαρμόζεται στην πράξη η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων με ένα case-study.

Κεφάλαιο 1

Εισαγωγή

Την τελευταία δεκαετία ο τραπεζικός κλάδος σημείωσε μια πρωτοφανή ανάπτυξη αλλά και εδραίωση της θέσης του καθώς οι συγχωνεύσεις και εξαγορές ανάμεσα σε μεγάλα Χρηματο-Πιστωτικά Ιδρύματα (Χ.Π.Ι.) κατέρριψαν κάθε ρεκόρ. Εάν σε γενικές γραμμές αυτή η ενδυνάμωση των Χ.Π.Ι. οφείλεται στην μείωση των εξόδων, στην αύξηση του μεριδίου αγοράς, στη μείωση της μεταβλητότητας (volatility) των κερδών και στις οικονομίες κλίμακος και φάσματος, πράγματι οι συγχωνεύσεις τραπεζών αποδίδουν; Αυξάνεται ο πλούτος των μετόχων; Αν όμως δεν επιτυγχάνονται τα παραπάνω οφέλη ίσως μια συγχώνευση να οδηγούσε σε μείωση της κερδοφορίας και να έπληττε τον τραπεζικό κλάδο.

Μήπως απλά ο κλάδος έχει την τάση να μετασχηματίζεται ή απλά τα διευθυντικά στελέχη απλώς και μόνο ψεύδονται προς τους μετόχους; Διότι τα αποτελέσματα των ερευνών είναι κάποιες φορές τόσο απογοητευτικά που αφήνουν τον μελετητή με απορία: γιατί οι τράπεζες συγχωνεύονται; Ωστόσο οι μέτοχοι της εταιρείας-στόχου (target) βρίσκονται σε καλύτερη μοίρα από την εταιρεία-αγοραστή (bidder). Συμπερασματικά όμως, πολλές συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτυγχάνουν και δεν πρέπει κανείς να ξεχνά το ύψος μιας τέτοιας επένδυσης και το κόστος της αποτυχίας της.

Μέσα από την επισκόπηση της βιβλιογραφίας γίνεται αντιληπτό το παράδοξο σχετικά με τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Τα εμπειρικά δεδομένα αποδεικνύουν ξεκάθαρα ότι κατά μέσο όρο δεν προκύπτει όφελος για τους μετόχους της αγοράστριας είτε η όποια αύξηση της αξίας είναι μικρή και πολλές φορές όχι στατιστικά σημαντική. Για την ενοποιημένη εταιρεία προκύπτει μικρή αύξηση. Το δεύτερο συμπέρασμα που εξάγεται είναι ότι παρατηρείται μια μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των bidders σε αυτούς των targets. Είναι δυνατόν να κάνουν λάθος οι εμπειρικές μελέτες; Μάλλον απίθανο καθώς είναι πολλές στον αριθμό και εξετάζουν διαφορετικές περιόδους αλλά και διαφορετικές οικονομίες (ΗΠΑ, Ηνωμένο

Βασιλείο, λοιπές χώρες της Ευρώπης). Μήπως την ευθύνη έχουν οι μάνατζερς και η αλαζονική συμπεριφορά τους, η οποία εξηγείται από τα κόστη αντιπροσώπευσης (εκτενέστερη αναφορά παρακάτω); Επίσης λίγο δύσκολο να «πάσχουν» τόσο πολλοί μάνατζερς από το ίδιο... «σύνδρομο». Ίσως δεν πρόκειται απλά για υπερεκτίμηση των δυνατοτήτων τους, αλλά παραπλάνηση των μετόχων προκειμένου να εξυτηρηθήσουν τα προσωπικά τους συμφέροντα και να αυξήσουν τις αμοιβές τους. Τελικά υπάρχουν διαδικασίες που δεν καταλαβαίνουμε πλήρως και μάλλον θα πρέπει να συνδυάσουμε τις θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν τα κίνητρα των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Σύμφωνα με τις Οικονομικές Θεωρίες, η διοίκηση μιας εταιρείας αξιοποιεί την εξαγορά ως εργαλείο για να **μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης και τον πλούτο των μετόχων**. Σε λειτουργικό επίπεδο, σκοπός είναι η αξιοποίηση οικονομιών κλίμακος, που επιτυγχάνονται στην περίπτωση οριζόντιων συγχωνεύσεων¹, οικονομίες φάσματος και μάθησης, που αναφέρονται σε συγχωνεύσεις ασυσχέτιστων εταιρειών². Σε διοικητικό επίπεδο, όφελος μπορεί να προκύψει από τις συνδυασμένες ικανότητες των διοικήσεων των δύο μερών ή και από την αντικατάσταση της «κακής» διοίκησης από αυτή της εταιρείας bidder που θα αξιοποιήσει καλύτερα τις δυνατότητες της εξαγοραζόμενης εταιρείας.

Σε αυτό το σημείο γίνεται αντιληπτό το γεγονός ότι δεν είναι όλες οι συγχωνεύσεις και εξαγορές φιλικές. Με βάση τη στάση της εταιρίας target, μια εξαγορά μπορεί να είναι εχθρική (hostile) ή φιλική (friendly). Επίσης, η προσφορά εξαγοράς γίνεται με τρεις τρόπους: με Δημόσια προσφορά στους μετόχους (Public Tender Offer), με συγχώνευση (Merger) και Proxy Fight³. Σε χρηματοοικονομικό επίπεδο, η νέα εταιρεία μπορεί να επιτύχει αυξημένη δανειακή ικανότητα (increased debt capacity, πλεόνασμα στις ταμειακές ροές (excess cash flows) ή επενδυτικές ευκαιρίες (investment opportunities), καθώς και φορολογικές ελαφρύνσεις (tax savings). Επίσης, δύνεται η ευκαιρία στην νέα εταιρεία να κυριαρχήσει στην αγορά, να αυξήσει την κερδοφορία και να προσπαθήσει να δημιουργήσει μονοπώλιο.

Άλλες οικονομικές θεωρίες εστιάζουν στην ασυμμετρία πληροφόρησης. Σύμφωνα με την οποία ο αγοραστής επιδιώκει να εξαγοράσει μια άλλη εταιρεία καθώς πιστεύει πως αυτή είναι υποτιμημένη από την αγορά. Φυσικά ελπίζει ότι στη συνέχεια θα αξιοποιήσει τις πραγματικές δυνατότητες της εταιρείας και θα αποκομίσει κέρδη. Έχει παρατηρηθεί μάλιστα, (Dodd & Ruback 1977, Bradley, Desai & Kim

1983) ότι μετά από μια πρόταση εξαγοράς, ακόμη κι αν αυτή αποτύχει να υλοποιηθεί, η αξία της εταιρείας target έχει ανοδική πορεία. Αυτό εξηγείται από την υπόθεση της ασυμμετρίας πληροφόρησης καθώς οι επενδυτές τώρα «αντιλαμβάνονται» ότι η εταιρεία έχει περιθώρια ανάπτυξης που δεν τα γνώριζε νωρίτερα η αγορά, αλλά εξηγούν την προσπάθεια της εταιρείας bidder να την αγοράσει. Επίσης υπάρχουν οι θεωρίες της οικονομικής διαταράξεως και υπέρ-αντίδρασης της αγοράς, που πετυχαίνει να εξηγήσει κυρίως τα κύματα συγχωνεύσεων⁴, συνηγορούν οι μελέτες των DeBont & Thompson (1992), Shiller (1984,1989) και Geroski (1984). Τέλος στις οικονομικές θεωρίες να αναφερθεί και η θεωρία παιγνίων, που περιγράφει τον τρόπο αντίδρασης των εταιρειών λαμβάνοντας υπ' όψιν τις πιθανές κινήσεις των ανταγωνιστών τους.

Συνεχίζοντας την εξέταση των κινήτρων για συγχωνεύσεις και εξαγορές, υπάρχουν οι διοικητικές θεωρίες που αναφέρονται στα προβλήματα αντιπροσώπευσης (Agency Costs) και στην αλαζονεία των διοικητικών στελεχών (Hubris Hypothesis). Οι θεωρίες αυτές ισχυρίζονται ότι υπάρχουν διαφορετικά συμφέροντα ανάμεσα στους μετόχους, τους μάντζερς και τους εργαζόμενους μιας επιχείρησης και πολλές φορές είναι αλληλοσυγκρουόμενα μεταξύ τους. Ανάμεσα στα agency costs συγκαταλέγονται τα εξής:

- Reduced Effort (Μειωμένη Προσπάθεια - ο μάντζερ ίσως αποφεύγει επενδυτικά προγράμματα που απαιτούν έντονη προσπάθεια).
- Perks (Προνόμια - τα διάφορα προνόμια που απολαμβάνουν οι διοικήσεις, όπως κάλυψη εξόδων μετακίνησης, ενοίκιο ακριβών ξενοδοχείων, επαγγελματικά ταξίδια στην πρώτη θέση κλπ κάθε άλλο παρά σκοπό έχουν την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων).
- Empire Building («Κτίσιμο Αυτοκρατορίας» - αύξηση μεγέθους - κάθε μάντζερ θεωρεί καλό για την καριέρα του να διοικεί μια μεγάλη εταιρεία, χωρίς αυτό όμως να σημαίνει ότι όλα τα επενδυτικά προγράμματα που αναλαμβάνει για να το πετύχει αυτό είναι κερδοφόρα).
- Entrenching Investment («Οχυρωματικές» Επενδύσεις - πολλές φορές οι μάντζερς επιλέγουν να αναλάβουν projects τα οποία γνωρίζουν καλύτερα και

κατοχυρώνουν καλύτερα τα συμφέροντά τους, κάτι όμως που δεν είναι πάντα προς το συμφέρον της εταιρείας).

- Avoiding Risk (Αποφυγή Κινδύνου - όταν ο μάνατζερ εισπράττει σπάνταρ μισθό που δεν σχετίζεται με την απόδοση των επενδύσεων της εταιρείας δεν έχει λόγο να ρισκάρει).

Όσον αφορά την αλαζονεία των στελεχών, απλά παρατηρείται ότι τείνουν να υπερεκτιμούν τις δυνατότητές τους και να είναι υπέρ-αισιόδοξοι, συνεπώς πληρώνουν μεγάλα τιμήματα για μια εξαγορά, εξαιτίας λανθασμένων εκτιμήσεων.

Ακολουθούν οι χρηματοοικονομικές θεωρίες, που αποτελούνται από τον εταιρικό έλεγχο της αγοράς, σύμφωνα με τον οποίο οι εχθρικές εξαγορές δεν είναι τίποτε άλλο παρά η τιμωρία της αγοράς προς μια αναποτελεσματική διοίκηση να αξιοποιήσει τις δυνατότητες της εξαγοραζόμενης εταιρείας, αλλά από την άλλη πλευρά, η αγορά δίνει τη δυνατότητα στην διοίκηση να διορθώσει την κατάσταση και να ματαιώσει, αν μπορεί, την επικείμενη εξαγορά. Δεύτερη χρηματοοικονομική θεωρία αυτή των Real Options (πραγματικών δικαιωμάτων). Η εξαγορά μιας εταιρείας είναι ένα call option πάνω στα περιουσιακά της στοιχεία, με τη διαφορά ότι εδώ δεν υπάρχει δυνατότητα ακύρωσης του συμβολαίου ή τουλάχιστον όχι χωρίς ένα τεράστιο τίμημα για τον bidder.

Κλείνοντας την αναφορά, υπάρχουν οι στρατηγικές θεωρίες, που αντιμετωπίζουν την εξαγορά ως ένα τρόπο εξωτερικής ανάπτυξης και οι θεωρίες συμπεριφοράς οργανισμών που αντιμετωπίζουν τις αποφάσεις των διοικήσεων ως μη απόλυτα ορθολογικές, αλλά ευάλωτες σε πολιτικές και άλλες πιέσεις.

Πριν από την περιγραφή της διαδικασίας μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, θα ήταν χρήσιμοι οι αντίστοιχοι ορισμοί. Βάσει του Ν. 2190/20: Εξαγορά (Acquisition/Takeover) είναι η αγορά μιας επιχείρησης ή μέρους αυτής έναντι μετρητών από την αγοράστρια εταιρεία που αποκτά τον έλεγχο της εξαγοραζόμενης, η οποία μπορεί να εξακολουθεί να υφίσταται νομικά, αλλά αποτελεί πλέον θυγατρική της εταιρείας bidder. Συγχώνευση (Merger) είναι η ενοποίηση δύο επιχειρήσεων σε μία, όπου τα στοιχεία του Ενεργητικού και του Παθητικού της απορροφωμένης μεταβιβάζονται στην απορροφώσα, ενώ η απορροφώμενη λύεται χωρίς εκκαθάριση. Σε αυτή την περίπτωση η αποζημίωση των μετόχων της απορροφώμενης γίνεται με

μετοχές, βάσει προκαθορισμένης σχέσης ανταλλαγής. Υπάρχουν βέβαια συγκεκριμένες διαδικασίες που διέπουν τη συγχώνευση με απορρόφηση και διαφέρουν από κράτος σε κράτος. Ενδεικτικά για την Ελλάδα, υπάρχουν κριτήρια σχετικά με το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου μετά το μετασχηματισμό, το αντικείμενο των εργασιών των μετασχηματιζόμενων επιχειρήσεων, την «παισιότητα» της απορροφώσας επιχείρησης (κατάρτιση τουλάχιστον ενός ισολογισμού πέραν αυτού του μετασχηματισμού). Επίσης με βάση το Διεθνές Πρότυπο Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης 3 (Δ.Π.Χ.Π.), όπως τροποποιήθηκε τον Ιούνιο του 2009, μια συνένωση επιχειρήσεων ορίζεται ως μια συναλλαγή ή άλλο γεγονός με το οποίο ένας αποκτών αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων. Το σημαντικό δηλαδή είναι όχι ποιο είναι το μέσο ανταλλαγής, αλλά ποια εταιρία αποκτά τον έλεγχο της άλλης. Σύμφωνα με το Δ.Π.Χ.Π. 3, μία αποκτώσα επιχείρηση μπορεί να αναλάβει τον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης με διάφορους τρόπους, όπως:

- α) με τη μεταβίβαση μετρητών, ταμιακών ισοδύναμων ή άλλων περιουσιακών στοιχείων (συμπεριλαμβανομένων των καθαρών περιουσιακών στοιχείων που αποτελούν μια επιχείρηση),
- β) αναλαμβάνοντας υποχρεώσεις,
- γ) εκδίδοντας συμμετοχικούς τίτλους,
- δ) παρέχοντας περισσότερα από ένα είδος ανταλλάγματος,
- ε) χωρίς τη μεταβίβαση ανταλλάγματος, συμπεριλαμβανομένης της περίπτωσης μόνο με σύμβαση.

Προφανώς, όλη αυτή η διαδικασία γίνεται διότι αποφέρει κέρδος. Είναι πράγματι έτσι; Το ερώτημα θα διερευνηθεί εκτενώς στην συνέχεια, ωστόσο, με βάση τις μελέτες που έχουν γίνει, οι μέτοχοι των targets κερδίζουν 20% με 43%, ενώ οι μέτοχοι των bidders, είτε χάνουν είτε είναι ουδέτεροι. Συμπερασματικά, μεταφέρεται πλούτος από τον αγοραστή στον εξαγοραζόμενο ενώ το τελικό αποτέλεσμα είναι ελάχιστα θετικό.

Δύο είναι οι βασικές προσεγγίσεις μέτρησης της απόδοσης των συγχωνεύσεων: η Ανάλυση γεγονότων βάσει των μη-κανονικών αποδόσεων (Event Studies, Abnormal Returns methodology) και η μέτρηση της λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting based operational performance evaluation). Βαρύτητα όμως θα δοθεί και στις ιδιαιτερότητες των τραπεζικών ιδρυμάτων, των οποίων άλλωστε η πορεία θα εξεταστεί.

Κεφάλαιο 2

Συγχωνεύσεις & Τράπεζες

2.1 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Στο πρώτο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζονται οι δύο κυριότερες μέθοδοι μέτρησης της απόδοσης των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Το ερώτημα που τίθεται είναι, φυσικά, αποδίδουν οι συγχωνεύσεις και πόσο; Ακολουθεί μια παρουσίαση του τρόπου με τον οποίο είναι δομημένες οι δύο μέθοδοι, καθώς η κατανόησή τους, βοηθά τον μελετητή να αξιολογήσει καλύτερα τα αποτελέσματα που προκύπτουν.

Μια τέτοια απόφαση ενοποίησης επιχειρήσεων πραγματοποιείται εφόσον υπάρχει προσδοκία ότι η μελλοντική παρούσα αξία των χρηματοροών της νέας επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη από τις αντίστοιχες παρούσες αξίες των δύο εταιρειών χωριστά συν την παρούσα αξία των συνεργειών και αφού αφαιρεθούν τα έξοδα εξαγοράς και το premium που καταβάλλεται από τον bidder στους μετόχους της target.

Δηλαδή:

$$PV(\text{bidder} + \text{target}) \geq PV(\text{bid.}) + PV(\text{tar.}) + PV(\text{synergies}) - \text{Exp} - \text{Premium}$$

Αντίστοιχα ο επενδυτής στην Bidder αναμένει ότι η απόδοση που θα λάβει, θα υπερκαλύπτει το κόστος κεφαλαίου.

Η πρώτη μέθοδος αναλύει την επίδραση της συγχώνευσης πάνω στην αξία των μετοχών και των δύο εταιρειών. Η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων κέρδισε έδαφος χάρις στην θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς που επεξεργάστηκαν οι Fama (1970,1796) και Fama, Fisher, Jensen, Roll (1969). Αναζητείται η διαφορά ανάμεσα στις πραγματικές αποδόσεις των μετοχών μετά το συμβάν με τις αντίστοιχες προβλεπόμενες αποδόσεις για την ίδια περίοδο, οι οποίες εκτιμώνται βάσει ιστορικών δεδομένων. Η θεωρία είναι ότι η διαφορά, Abnormal

Return (AR), οφείλεται στη διαφορά μεταξύ: της πραγματικής απόδοσης της μετοχής, την περίοδο ανακοινώσεως, με την αντίστοιχη προβλεπόμενη απόδοση. Ήτοι,

$$AR_{Bt} = R_{Bt} - E(R_{Bt}) \text{ και } AR_{Tt} = R_{Tt} - E(R_{Tt}) \quad (1)$$

όπου R_B : Απόδοση Bidder και R_T : Απόδοση Target

R_t : η απόδοση της μετοχής i τη στιγμή t .

$E(R_t)$: η προβλεπόμενη απόδοση της μετοχής i τη στιγμή t βάσει κάποιου υποδείγματος.

Η περίοδος από όπου αντλούνται τα ιστορικά δεδομένα, estimation period (ισχύει για το Market Model και το CAPM – εκτενέστερη αναφορά στη συνέχεια), ξεκινά πριν το συμβάν αλλά τελειώνει επίσης μερικές εβδομάδες έως και τρεις μήνες πριν από αυτό. Ο λόγος είναι ότι υπάρχει πιθανότητα διαρροής πληροφοριών και επιρροής από άλλες προηγούμενες εξαγορές ή και προεξόφλησης της επικείμενης εξαγοράς, με συνέπεια την αλλοίωση των αποτελεσμάτων. Ακολουθεί η περίοδος παρατήρησης των πραγματικών αποδόσεων, observation period, η οποία μπορεί να χωριστεί σε υποπεριόδους, event windows. Για την εκτίμηση των αποδόσεων αξιοποιούνται, όπως προαναφέρθηκε ιστορικά δεδομένα. Για τον υπολογισμό μπορεί να χρησιμοποιηθεί απλή παλινδρόμηση της απόδοσης της μετοχής σε σχέση με το γενικό δείκτη (Market Model). Εκτιμώνται οι παράμετροι α και β για τις μετοχές των bidder και target.

$$R_t = \alpha + \beta R_{mt} + e_t \quad (2)$$

όπου R_m : η απόδοση του Γενικού Δείκτη της Αγοράς

Εν συνεχεία υπολογίζεται με τις παραπάνω εκτιμήσεις η αναμενόμενη απόδοση $E(R_t)$ της μετοχής σύμφωνα με την πραγματική απόδοση του δείκτη. Τέλος, αξιοποιώντας την **σχέση 1** υπολογίζεται αν αυτή η διαφορά είναι **θετική ή αρνητική**, αν δημιουργεί ή καταστρέφει αξία η συγχώνευση ή εξαγορά.

Η εκτίμηση των αποδόσεων μπορεί να γίνει και μέσω του CAPM, είτε να χρησιμοποιηθούν πιο απλοί εκτιμητές όπως η μέση τιμή των αποδόσεων της μετοχής, mean adjusted return model, ή να θεωρηθεί ότι η απόδοση της μετοχής θα ισούται με την απόδοση της αγοράς, market adjusted return model.

Στο σημείο αυτό είναι απαραίτητη μια εκτενέστερη αναφορά στα παραπάνω υποδείγματα:

Το Capital Asset Pricing Model (CAPM). Στην ελληνική γλώσσα, δηλαδή το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, που υποθέτει ότι υπάρχει ένα στοιχείο μηδενικού κινδύνου όπου οι επενδυτές μπορούν να δανείσουν/δανειστούν όσα χρήματα επιθυμούν. Υποθέτει επίσης ότι όλοι οι επενδυτές έχουν τον ίδιο επενδυτικό ορίζοντα καθώς επίσης υποθέτει και συνθήκες τέλει αγοράς (όχι πληθωρισμός, όχι φόροι, όχι κόστη συναλλαγών κλπ). Το υπόδειγμα αυτό υποθέτει λοιπόν ότι πρέπει να υπάρχει μια επιπλέον αναμενόμενη απόδοση που να αποζημιώνει τον επενδυτή που ρισκάρει, τοποθετώντας κεφάλαια σε κάποιο άλλο στοιχείο πλην αυτού του μηδενικού κινδύνου (ομόλογα Δημοσίου). Η επιπλέον απόδοση υπολογίζεται ως εξής:

$$E(R_i) = rf + \beta_i * [E(R_m) - rf] \quad (3)$$

Όπου

$E(R_i)$: η αναμενόμενη απόδοση του i περιουσιακού στοιχείου

rf : το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (risk free rate)

$E(R_m)$: η αναμενόμενη απόδοση της Αγοράς

β_i : ο συντελεστής βήτα του περιουσιακού στοιχείου που χρησιμοποιείται ως μέτρο κινδύνου (μετρά την ένταση της σχέσης απόδοσης του στοιχείου με την πορεία της Αγοράς -συστηματικός κίνδυνος-).

Mean Adjusted Return Model. Το μοντέλο αυτό απλά υποθέτει ότι η απόδοση της μετοχής τη στιγμή i ισούται με την μέση τιμή που προκύπτει από την περίοδο υπολογισμού.

Market Adjusted Return Model. Το μοντέλο αυτό υποθέτει ότι η απόδοση της μετοχής τη στιγμή i ισούται με την απόδοση του δείκτη της Αγοράς. (Το αποτέλεσμα αυτό προκύπτει αν στο υπόδειγμα του CAPM θέσουμε $\beta=1$).

Επιστρέφοντας στη μέθοδο μη-κανονικών αποδόσεων, αφού υπολογισθούν οι μη-κανονικές αποδόσεις (ημερήσιες ή μηνιαίες) υπολογίζεται ο μέσος όρος τους:

$$AAR = \sum_{j=1}^N \frac{AR_j}{N}, \quad (4)$$

η μέση μη-κανονική απόδοση, όλων των επιχειρήσεων. Επίσης υπολογίζεται η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση:

$$CAAR = \sum_{t=-n}^T AAR_t \quad (5)$$

Τέλος, η ποσότητα CAR αφορά στην αθροιστική μη-κανονική απόδοση κάθε εταιρείας χωριστά:

$$CAR = \sum_{t=-n}^T AR_t \quad (6)$$

Πολύ σημαντικός είναι ο έλεγχος σημαντικότητας των αποτελεσμάτων. Η μηδενική υπόθεση θέτει το AAR ίσο με μηδέν, έναντι της εναλλακτικής, διάφορο του μηδενός. Χρησιμοποιώντας το t-statistic test αν αυτό είναι πάνω από την κριτική τιμή που ορίζεται ανάλογα με το επίπεδο σημαντικότητας του ελέγχου τότε απορρίπτεται η μηδενική προς όφελος της εναλλακτικής υπόθεσης και το αριθμητικό αποτέλεσμα θεωρείται σημαντικό. Η ποσότητα t υπολογίζεται από τον τύπο:

$$t_{AAR} = \frac{AAR}{\sigma(AAR)} \quad (7)$$

και

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR}{\sigma(AAR)} \quad (8)$$

$\sigma(AAR)$ = τυπικό σφάλμα (standard error/deviation) κατά την περίοδο υπολογισμού

Η μέθοδος Event Studies έχει θετικά και αρνητικά χαρακτηριστικά. Στα θετικά συγκαταλέγονται η ευκολία χρήσης μεγάλου δείγματος, η μη εξάρτηση από λογιστικούς κανόνες από χώρα σε χώρα, η ευελιξία στην επιλογή του εύρους του διαστήματος παρατήρησης. Ανάμεσα στα αρνητικά, η χρησιμοποίηση του CAPM και της υποτιθέμενης αποτελεσματικότητας της αγοράς για την εκτίμηση των αποδόσεων των μετοχών. Επίσης, η αξιοποίηση σταθερών εκτιμητριών για τα προαναφερθέντα α και β , χωρίς αυτά να είναι σταθερά διαχρονικά, καθώς και η απώλεια πληροφορίας ειδικά για μετοχές χαμηλής εμπορευσιμότητας και εταιρίες χαμηλής

κεφαλαιοποίησης. Σημαντικό μειονέκτημα είναι επίσης το ότι (σε αντίθεση με τη μέθοδο λογιστικών στοιχείων) δεν εξετάζονται εις βάθος οι εταιρείες και τα βασικά μεγέθη τους όπως κέρδη, πωλήσεις, δείκτες ROA, ROE κλπ.

Δεκαετίες τώρα, διάφοροι ερευνητές προσπάθησαν να μετρήσουν την απόδοση των συγχωνεύσεων και εξαγορών. Τα αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι ωφελημένοι βγαίνουν οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης εταιρείας, επιτυγχάνοντας αποδόσεις που κυμαίνονται από 12% έως 38%. Η απόδοση είναι μεγαλύτερη σε περιπτώσεις εξαγορών, κυρίως εχθρικών και λιγότερο στις συγχωνεύσεις. Οι μέτοχοι του αγοραστή χάνουν από 16% έως και 1%, ενώ στην καλύτερη περίπτωση σημειώνουν μηδενικές θετικές αποδόσεις. Όπως είχε αναφερθεί παραπάνω, στην ουσία μεταφέρεται πλούτος από τους μετόχους του αγοραστή στους μετόχους του εξαγοραζόμενου. Επίσης η CAR, όπως ορίστηκε προηγουμένως, της ενιαίας εταιρείας υποδεικνύει μικρά κέρδη. Τέλος, παρατηρείται ότι όσο αυξάνεται η περίοδος παρατήρησης μετά το συμβάν, τόσο περισσότερο μειώνονται οι αποδόσεις της μετοχής του bidder. Αυτό μπορεί να συμβαίνει είτε λόγω λανθασμένων εκτιμήσεων (σύμφωνα με τα μοντέλα που προαναφέρθηκαν), είτε επειδή τα οφέλη από τις συνέργειες εξελίσσονται σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αναμενόμενα.

Μια δεύτερη μέθοδος που χρησιμοποιείται, η οποία ωστόσο αναπτύχθηκε πρώτη ιστορικά, είναι η μέτρηση της λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων (Accounting based operational performance evaluation). Με τη χρήση αυτής της μεθόδου, ο μελετητής ερευνά ενδελεχώς τα αποτελέσματα του μετασχηματισμού στην επιχείρηση, όπως αυτά καταγράφονται στις λογιστικές καταστάσεις. Εξετάζει τα κέρδη, δείκτες ROA, ROE, πωλήσεις, ταμειακές ροές κλπ. Το θετικό στοιχείο είναι ότι μπορεί να εφαρμοσθεί με την ίδια αποτελεσματικότητα και σε μη εισηγμένες εταιρείες αλλά και ότι αποφεύγονται τα προβλήματα εκτίμησης των αποδόσεων, που χρησιμοποιεί η event studies. Ωστόσο, η μέθοδος αυτή είναι ευαίσθητη απέναντι στη «δημιουργική λογιστική», στους διαφορετικούς κανόνες που ισχύουν από χώρα σε χώρα στην σύνταξη των λογιστικών καταστάσεων, στο μέτρο σύγκρισης που θα χρησιμοποιηθεί για την εξαγωγή αποτελεσμάτων. Επίσης, να σημειωθεί ότι τα λογιστικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν (δεν έχουν πληροφορία για το μέλλον, όπως οι μετοχές). Για το λόγο αυτό είναι ευαίσθητα και στις μεταβολές του πληθωρισμού και βέβαια αγνοούν την αξία των άυλων περιουσιακών στοιχείων.

Συνοψίζοντας τη μεθοδολογία αυτή, υπολογίζεται η επίπτωση της συγχώνευσης πάνω στα κέρδη, τις ταμειακές ροές και διάφορους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Στη συνέχεια, γίνεται σύγκριση μεταξύ της προ συγχωνεύσεως απόδοση των παραπάνω εταιρειών και της απόδοσης ενός συγκρίσιμου δείγματος μη συγχωνευμένων εταιρειών (control group). Έμφαση πρέπει να δοθεί και στη μέτρηση της Λειτουργικής Απόδοσης (ΛΑ). Επίσης συγκρίνεται η ΛΑ πριν και μετά τη συγχώνευση, συνήθως για μια περίοδο 3-5 ετών. Μέτρα της ΛΑ μπορεί να είναι τα EBIT (Earnings Before Interest And Taxes), EBITDA (as before plus Depreciations and Amortizations), Operating Cash Flows, ROA, ROE, Asset Turnover κλπ. Στο δεύτερο μέρος του παρόντος κεφαλαίου παρουσιάζονται οι πιο συνήθεις δείκτες τραπεζών. Επιστρέφοντας στη μεθοδολογία, μετά τον υπολογισμό της ΛΑ γίνεται προσαρμογή για καλύτερα αποτελέσματα. Πχ, για απεξάρτηση από την επίδραση του κλάδου, θα χρησιμοποιούνταν ο δείκτης: ROE αγοραστή – Μέσο ROE του control group (μελέτες Healy et al., 1992, Ghosh, 2001). Άλλη περίπτωση είναι η προσαρμογή σε σχέση με προγενέστερη ΛΑ του αγοραστή (μελέτες Ghosh, 2001, Powell & Stark, 2005). Τρίτη περίπτωση, με παλινδρόμηση του προσαρμοσμένου μέτρου απόδοσης (ΠΛΑ) προ εξαγοράς πάνω στο αντίστοιχο μέτρο μετά την εξαγορά (Healy, et al. 1992, Ghosh, 2001; Powell & Stark, 2005)

Τα αποτελέσματα που εξάγονται από τις εμπειρικές μελέτες με καθαρώς λογιστικά στοιχεία, παρουσιάζουν τους bidders στην καλύτερη περίπτωση να παραμένουν ουδέτεροι. Όταν όμως υπολογίζονται και οι ταμειακές ροές, υπάρχει βελτίωση της τάξης του 3% μέσα στα επόμενα 3-5 χρόνια από τη συγχώνευση. Σημαντικό είναι το σημείο αναφοράς για την σύγκριση των μετρήσεων. Πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν οι λογιστικοί κανόνες της κάθε χώρας, οι συνθήκες του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση, πιθανά έσοδα από ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης κλπ.

Λιγότερο δημοφιλής είναι η μέθοδος Clinical Research (Case studies), η οποία επιτυγχάνει αντικειμενικότητα και εμβάθυνση σε μια πραγματική περίπτωση και βοηθά στην πιθανή ανακάλυψη κάποια νέας οπτικής του αντικειμένου έρευνας. Ωστόσο, λόγω του μικρού αριθμού των παρατηρήσεων είναι δύσκολο ο ερευνητής να εξάγει γενικά συμπεράσματα. Μια τέταρτη μέθοδος, είναι η έρευνα που πραγματοποιεί ο ίδιος ο μάνατζερ. Η διαφορά από την προηγούμενη μέθοδο δεν

βρίσκεται στην ουσία, αφού και στις δύο περιπτώσεις υπάρχει μελέτη εις βάθος μιας περίπτωσης, αλλά στο ότι η Clinical Research συγκρίνει τα συμπεράσματα περισσότερων από μίας μελέτης, με το συνολικό δείγμα να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα και την διεξαγωγή περισσότερο ενδεδειγμένης έρευνας. Βέβαια, το πλέον σημαντικό θέμα είναι ότι στην πρώτη περίπτωση την μελέτη πραγματοποιεί ένας ερευνητής εκτός της εταιρείας, ενώ στην δεύτερη, πρόσωπο που εργάζεται για την εταιρεία. Το θετικό στοιχείο της τέταρτης μεθόδου είναι ξεκάθαρο, ο μάνατζερ γνωρίζει περισσότερα από ότι η αγορά. Επίσης αντιλαμβάνεται πλήρως τα αποτελέσματα της συγχώνευσης στη επιχείρηση που διευθύνει. Το αρνητικό στοιχείο είναι ότι ο μάνατζερ που μπορεί να είναι μέτοχος ή και όχι, αντιμετωπίζει από τη δική του οπτική τις μετρήσεις κι ενδεχομένως να τις παρουσιάσει από πιο αισιόδοξη πλευρά λόγω της θέσης ευθύνης που κατέχει.

Τα αποτελέσματα της διεθνούς βιβλιογραφίας

Το ζήτημα των Συγχωνεύσεων & Εξαγορών (Σ&Ε) έχει απασχολήσει τους ερευνητές παγκοσμίως. Στην επισκόπηση της βιβλιογραφίας του Sudarsanam (2003), στο σύγγραμμα του κ. Κυριαζή Δ., Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (2007), καθώς επίσης και στην επισκόπηση ερευνών από το άρθρο του Bruner (2002), Does M&A Pay? A survey of evidence for the decision-maker (Journal of applied Finance, 2002), απαριθμούνται τουλάχιστον 150 διαφορετικές μελέτες για το θέμα των Σ&Ε. Ενώ το παρόν σύγγραμμα εστιάζει στην απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων, ήταν πολύ χρήσιμη η μελέτη της απόδοσης των Σ&Ε γενικά, για όλα τα είδη των επιχειρήσεων, ώστε στη συνέχεια η μετάβαση στην ανάλυση περιπτώσεων τραπεζών, να γίνει πιο στοχευμένα.

Επιλέχθηκαν έρευνες που εστιάζουν στην μέση μη-κανονική απόδοση για τους μετόχους των επιχειρήσεων-targets. Έρευνες που δημοσιεύθηκαν από το 1978 έως και τη δεκαετία του 2000. Το μέγεθος του δείγματος ποικίλει από 60 έως και 704 περιπτώσεις μελέτης. Αντίστοιχα και η περίοδος παρατηρήσεως ποικίλει από 2 έως και 160 ημέρες.

Ενδεικτικά:

- Η έρευνα του Langetieg (1978) αφορούσε 149 περιπτώσεις συγχωνεύσεων της περιόδου 1929-1969. Το event window που χρησιμοποίησε ο ερευνητής ήταν το (-120,0) – μεσοπρόθεσμη μελέτη – και η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση για τους μετόχους του αγοραστή ανήλθε σε +10,63% (στατιστικά σημαντική στο 1%).
- Η έρευνα του DeLong (2001) αφορούσε 280 περιπτώσεις συγχωνεύσεων της περιόδου 1988-1995. Το event window που χρησιμοποίησε ο ερευνητής ήταν το (-10,1) – βραχυπρόθεσμη μελέτη – και η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση για τους μετόχους του αγοραστή ανήλθε σε +16,61% (στατιστικά σημαντική στο 1%). Σημειώνεται ότι τουλάχιστον ένα μέρος από την κάθε συμφωνία ήταν τράπεζα.
- Η έρευνα των Goergen & Renneboog (2003) αφορούσε 70 εταιρείες-στόχους και 66 εταιρείες-αγοραστές. Εξετάζει την περίοδο 1993-2000. Το event window που χρησιμοποίησαν ήταν το (-60,60) – μεσοπρόθεσμη μελέτη – και η αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση για τους μετόχους του αγοραστή ανήλθε σε +29,00% (στατιστικά σημαντική στο 1%).

Η επισκόπηση της βιβλιογραφίας σχετικά με τις μη-κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους των εταιρειών-bidders είναι εξίσου διαφωτιστική. Έρευνες που αφορούν περιπτώσεις Σ&Ε από το 1955 έως σήμερα καταδεικνύουν αρνητικές έως ελάχιστα θετικές (και μη στατιστικά σημαντικές) θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Το μέγεθος του δείγματος ποικίλει ανά έρευνα από 64 έως και 2863 περιπτώσεις. Αντίστοιχα και η περίοδος παρατήρησης από 2 ημέρες έως και 2 μήνες.

Ενδεικτικά:

- Η έρευνα των Agrawal, Jaffe & Mandelker (1992). Μελέτησαν 937 περιπτώσεις της περιόδου 1955-1987 για περίοδο 60 ημερών και υπολόγισαν -10% μη-κανονική απόδοση (στατιστικά σημαντική στο 10%).

- Η έρευνα των Rau & Vermaelen (1998). Μελέτησαν 2823 περιπτώσεις συγχωνεύσεων της περιόδου 1980-1991. Η περίοδος παρατήρησης είχε εύρος 30 ημερών και η μη-κανονική απόδοση ήταν -4%.
- Η έρευνα του DeLong (2001) για την περίοδο 1988-1995. Αφορά 280 περιπτώσεις που το ένα συμβαλλόμενο μέρος ήταν τράπεζα. Η περίοδος παρατήρησης ήταν η (-10,1) και η μη-κανονική απόδοση καταγράφηκε σε -1,68% (στατιστικά σημαντική στο 1%).

Τι συμβαίνει όμως όταν μελετηθεί η απόδοση για την ενοποιημένη εταιρεία; Ενδεικτικά, παρουσιάζονται έρευνες όπου προέκυψαν θετικές αποδόσεις.

- Η έρευνα των Lang, Stulz & Walking (1989) για την περίοδο 1968-1986. Αφορά 87 περιπτώσεις για τις οποίες μελετήθηκε το διάστημα (-5,+5) και η μη-κανονική απόδοση καταγράφηκε σε +11,3% (στατιστικά σημαντική).
- Η έρευνα των Healy, Palepu & Ruback (1992) για την περίοδο 1979-1984. Αφορά 50 περιπτώσεις για τις οποίες μελετήθηκε το διάστημα (-5,+5) και η μη-κανονική απόδοση καταγράφηκε σε +9,10% (στατιστικά σημαντική).
- Η έρευνα των Mulherin & Boone (2000) για την περίοδο 1990-1999. Αφορά 281 περιπτώσεις για τις οποίες μελετήθηκε το διάστημα (-1,+1) και η μη-κανονική απόδοση καταγράφηκε σε +3,56% (μη στατιστικά σημαντική).

Συνοψίζοντας:

- Τα αποτελέσματα των ερευνών για τις συνδυασμένες αποδόσεις δείχνουν ότι ο επενδυτής κερδίζει σε απόδοση. Αυτό ίσως οφείλεται εν μέρει στην μεγάλη απόδοση των μετοχών των target.
- Οι μη-κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους των bidders είναι συνήθως αρνητικές, ενώ λιγότερες φορές μηδενικές ή ελάχιστα θετικές.

- Αντίθετα, οι μη-κανονικές αποδόσεις για τους μετόχους των targets κυμαίνονται σε θετικά επίπεδα, πολλές φορές καταγράφοντας διψήφιας αποδόσεις.

Στη διεθνή βιβλιογραφία εντοπίζονται δεκάδες έρευνες που εξετάζουν τη λειτουργική απόδοση των Σ&Ε βάσει λογιστικών στοιχείων. Όπως προαναφέρθηκε, εστιάζουν στις χρηματοροές, σε δείκτες ROE, ROA κλπ.

Ενδεικτικά:

- Η έρευνα των Healy, Palepu, Ruback (1992), εξετάζει 50 συγχωνεύσεις της περιόδου 1979-1984. Το δείγμα αποτελούνταν από τις 50 μεγαλύτερες συγγενεύσεις στις Ηνωμένες Πολιτείες και οι ενοποιημένες επιχειρήσεις είχαν σημαντική βελτίωση στην παραγωγικότητα των στοιχείων του ενεργητικού τους. Ωστόσο, δεν παρατηρήθηκε αύξηση στις λειτουργικές χρηματοροές τους.
- Η έρευνα των Dickerson, Gibson, Tsakalotos, (1997), αφορά 613 συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα το 1948-1977. Τα αποτελέσματα καταδεικνύουν ότι τα επόμενα 5 χρόνια μετά το γεγονός, το ROA της απορροφώσας επιχείρησης είναι 2% χαμηλότερο από αυτό της απορροφώμενης.
- Η έρευνα του Ghosh (2001), αφορά 315 συγχωνεύσεις της περιόδου 1981-1995. Τα αποτελέσματα παρουσιάζουν το ROA της αγοράστριας να κινείται στα ίδια επίπεδα με το αντίστοιχο ενός ελεγχόμενου δείγματος εταιρειών που συνέστησε ο ερευνητής. Ωστόσο, οι χρηματοροές αυξάνουν σημαντικά στις περιπτώσεις που η εξαγορά είχε γίνει με μετρητά ενώ μειώνονται όταν η εξαγορά είχε γίνει με ανταλλαγή μετοχών.

2.2.1 Τράπεζες

Στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου, η προσοχή στρέφεται στις ιδιαιτερότητες των τραπεζικών ιδρυμάτων. Όπως όλες οι επιχειρήσεις έτσι και οι τράπεζες συγχωνεύονται. Ωστόσο ο ρόλος του διαμεσολαβητή ανάμεσα στους πλεονασματικούς και τους ελλειμματικούς φορείς είναι αυτός που χαρακτηρίζει την επιχείρηση αυτή. Αντίστοιχα και οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα είναι εξίσου ιδιαίτεροι. Τα στοιχεία του ενεργητικού μιας τράπεζας είναι εκτεθειμένα σε πιστωτικό κίνδυνο. Επίσης, τα αξιόγραφα του ενεργητικού συνήθως έχουν μεγαλύτερη duration από ότι των υποχρεώσεων. Η ποσότητα αυτή μετράται σε έτη και δείχνει πόσο γρήγορα μια επένδυση επανεισπράττεται σε όρους παρούσας αξίας. Η παρούσα αξία, φυσικά, είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με το επιτόκιο. Οι διαφορετικές «ληκτότητες», λοιπόν, των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, το λεγόμενο duration gap, αφορά τον κίνδυνο επιτοκίου που αντιμετωπίζει μια τράπεζα. Επίσης σημαντικό ζήτημα είναι και η απαραίτητη ρευστότητα που πρέπει να έχει ένας τέτοιος οργανισμός. Για τους παραπάνω λόγους θεσπίστηκαν κανονισμοί κεφαλαιακής επάρκειας (Βασιλεία I και II καθώς και ελάχιστα κανονιστικά κεφάλαια), ποσοστά υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων, καθώς και περιορισμοί στη χρηματοδότηση επιχειρήσεων (μέχρι 10% των Ιδίων Κεφαλαίων της τράπεζας για ένα συγκεκριμένο δανειολήπτη).

Το 1974 η γερμανική τράπεζα Bankhaus I.D. Herstatt χρεοκόπησε εξαιτίας άστοχων επενδύσεων σε προθεσμιακές πράξεις συναλλάγματος. Το γεγονός αυτό μαζί με παρόμοια περιστατικά, οδήγησε στη σύσταση της επιτροπής της Βασιλείας. Το σύμφωνο της Βασιλείας I ομαδοποιούσε τα εντός και εκτός ισολογισμού στοιχεία ανάλογα με τον πιστωτικό κίνδυνο που ενείχαν, έθετε το συντελεστή κεφαλαιακής επάρκειας στο 8% και γενικότερα σκοπό είχε τη διασφάλιση ίσων όρων τραπεζικού ανταγωνισμού και φυσικά τον έλεγχο της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών. Τη δεκαετία του 90' ήταν πλέον σαφές ότι χρειαζόταν αναθεώρηση του συμφώνου κι έτσι συστάθηκε η Βασιλεία II. Το αναθεωρημένο σύνολο κανόνων, αντιστοιχεί τα ίδια Κεφάλαια των τραπεζών με πιστωτικό κίνδυνο, καθορίζει τα απαραίτητα κεφάλαια για την κάλυψη του λειτουργικού κινδύνου, αξιολογεί την αποτελεσματικότητα αντιμετώπισης κινδύνων αλλά και τα μέσα αντιστάθμισης αυτού. Αναφέρονται επιγραμματικά οι τρεις πυλώνες στους οποίους στηρίζεται η Βασιλεία II:

Υπολογισμός κεφαλαιακών απαιτήσεων (Πιστωτικός κίνδυνος, Λειτουργικός κίνδυνος). Η διαδικασία εποπτικής εξέτασης (Σύστημα Εσωτερικής Αξιολόγησης Κεφαλαιακής Επάρκειας). Πειθαρχία μέσω της αγοράς (δημοσιοποίηση στοιχείων). Ωστόσο, και η Βασιλεία II θεωρήθηκε ανεπαρκής. Η επιτροπή υιοθετεί νέους κανονισμούς που θα αναγκάσουν τις τράπεζες να συσσωρεύουν περισσότερα κεφάλαια ώστε να αντισταθμίσουν τις πιο ριψοκίνδυνες δραστηριότητες τους. Οι αλλαγές αφορούν κυρίως σε επανατιπολοποιημένα προϊόντα και σε μεγαλύτερη διαφάνεια για τιπολοποιημένα στοιχεία του ενεργητικού. Οι διαδικασίες εναρμόνισης με τους νέους κανονισμούς και το ευμετάβλητο περιβάλλον που επικρατεί γενικότερα στον τραπεζικό κλάδο ενισχύουν τη δραστηριότητα γύρω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Υπάρχει άραγε άμεση επίδραση στην απόδοση των τραπεζών; Σύμφωνα με μελέτες, έχει σημασία η μέθοδος προσέγγισης της Βασιλείας II. Οι μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί που υιοθετούν την Advanced Internal Ratings-Based (A-IRB) ενδεχομένως επηρεάζουν αρνητικά την ανταγωνιστικότητα μικρότερων τραπεζών. Κάποιοι υποστηρίζουν ότι σε δυσμενή θέση μπορεί να βρεθούν ακόμη και μεγάλοι τραπεζικοί οργανισμοί που δεν χρησιμοποιούν την A-IRB⁵.

2.2.2 Τα κίνητρα των τραπεζικών συγχωνεύσεων κι εξαγορών

Στην υποενότητα «Τράπεζες», η προσοχή στράφηκε στις ιδιαιτερότητες των τραπεζικών ιδρυμάτων, το ρόλο τον οποίο επιτελούν στην οικονομία καθώς και τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν. Νωρίτερα, έγινε αναφορά και για τα κίνητρα των Σ&Ε, γενικά. Ποια είναι όμως τα κίνητρα των τραπεζικών Σ&Ε; Ποια είναι τα χαρακτηριστικά εκείνα που κάνουν μια τράπεζα στόχο; Η κερδοφορία, οι ρυθμοί ανάπτυξης, το μερίδιο αγοράς που κατέχει; Αναζήτηση των κινήτρων των τραπεζικών Σ&Ε πραγματοποιήσαν στη μελέτη τους οι Amel & Rhoades (1989). Κίνητρο για εξαγορά είναι η εξάπλωση και η μεγέθυνση της εταιρείας. Σημειώνουν μάλιστα πως σε αυτήν την περίπτωση, επιλέγονται στόχοι όσο το δυνατόν μεγαλύτερου μεγέθους. Στην παρούσα μελέτη το μέγεθος αφορούσε στο ύψος των καταθέσεων που είχε η τράπεζα-στόχος. Ο ρυθμός ανάπτυξης του στόχου επίσης θα ήταν σημαντικός, καθώς τα οφέλη θα τα αποκομίσει εν τέλει ο αγοραστής. Σύμφωνα

με τη μελέτη, δεν επιβεβαιώθηκε η υπόθεση της μεγιστοποίησης της κερδοφορίας ή της ανάπτυξης ως στατιστικά σημαντικά κίνητρα των τραπεζικών Σ&Ε. Καταλήγοντας, οι ερευνητές συμπέραναν ότι δεν υπάρχει μόνο ένα κίνητρο για Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο, αλλά σημαντικό ρόλο έχουν τα κίνητρα των μάντζερς (όπως αναλύθηκαν σε προηγούμενη παράγραφο) και σίγουρα το μερίδιο αγοράς που κατέχει η τράπεζα-στόχος και παραμένει το πιο ελκυστικό ίσως στοιχείο για μια επίδοξη τράπεζα-αγοραστή.

Πόσο έχουν αλλάξει οι συνθήκες στον τραπεζικό κλάδο από την εποχή των Amel & Rhoades; Η απελευθέρωση των αγορών, η παγκοσμιοποίηση αλλά και οι ρυθμίσεις της Επιτροπής της Βασιλείας έχουν δημιουργήσει πρόσφορο έδαφος για περισσότερες Σ&Ε; Στην μελέτη των Hannan & Piloff (2005) ελέγχεται αν η υιοθέτηση ρυθμίσεων που επιβάλλει η Βασιλεία II θα οδηγούσαν τις τράπεζες σε περισσότερες Σ&Ε. Οι τράπεζες μπορούν να αξιολογούν τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, αξιοποιώντας τις πληροφορίες που κατέχουν σχετικά με τις επενδύσεις και τις χορηγήσεις τους. Τα στοιχεία αυτά χρησιμοποιούνται για τον καθορισμό των κανονιστικών κεφαλαίων που πρέπει να διατηρούν. Η χρησιμοποίηση εσωτερικών μηχανισμών διαβάθμισης είναι δυνατή για ορισμένα μόνο συστατικά του κινδύνου και καλείται F-IRB (Foundation Internal Rating-Based approach). Οι τράπεζες φυσικά οφείλουν να έχουν εξελιγμένα συστήματα και διαδικασίες μέτρησης του κινδύνου για να εφαρμόσουν τα F-IRB και ιδιαίτερα την προηγμένη προσέγγιση, A-IRB (advanced IRB). Με τη χρήση της παραπάνω μεθόδου, είναι πιθανό σημειώνουν οι ερευνητές, να παρατηρηθούν αυξομειώσεις στις απαιτήσεις για ελάχιστα κανονιστικά κεφάλαια ανάμεσα στις τράπεζες. Με τον τρόπο αυτό κάποιες τράπεζες ίσως γίνουν πιο ευάλωτες, ενώ άλλες ίσως αποκτήσουν στρατηγικό πλεονέκτημα. Κι όταν δύο τράπεζες συγχωνευτούν πιο θα είναι το τελικό αποτέλεσμα όσον αφορά τους περιορισμούς της Βασιλείας; Πως ακριβώς επηρεάζει η υιοθέτηση του συστήματος IRB τις Σ&Ε. Εάν μια τράπεζα αποδειχθεί ότι έχει (;) περισσότερα κανονιστικά κεφάλαια από ότι χρειάζεται, θα μπορεί να αυξήσει τα στοιχεία του ενεργητικού, να αυξήσει τα κέρδη και κατά συνέπεια το δείκτη ROE. Ενδεχομένως, θα αυξηθεί και η τιμή της μετοχής της και όλες αυτές οι συνθήκες επηρεάζουν θετικά την πιθανότητα εμπλοκής της σε Σ&Ε. Η παραπάνω αναφορά εισάγει νέα δεδομένα σχετικά με τις αιτίες των τραπεζικών Σ&Ε. Ωστόσο πληθώρα μελετών, Vander Venet (1996), Akhavein, Berger, and Humphrey (1997), αναγνωρίζει κι άλλα κίνητρα όπως την αύξηση της αποδοτικότητας, των

εσόδων και άλλα οφέλη από τη διαφοροποίηση μέσα από τη διαδικασία της συγχώνευσης ή εξαγοράς ενός άλλου τραπεζικού οργανισμού.

Στο τρίτο μέρος ακολουθεί η ανάλυση των αποτελεσμάτων της βιβλιογραφίας. Θα ήταν χρήσιμο όμως να αναφερθούν τα εργαλεία που χρησιμοποίησαν οι ερευνητές: τους βασικούς τραπεζικούς δείκτες.

Η μέτρηση της απόδοσης γίνεται με αριθμητικά δεδομένα, με δείκτες και ποσοστά μεταβολής. Η μεθοδολογία του event study βασίζεται στην απόδοση των μετοχών, ωστόσο εξίσου σημαντικά είναι και τα λογιστικά στοιχεία. Τα θετικά στοιχεία και τα οφέλη από τη χρήση τους αναφέρθηκαν παραπάνω. Συνεπώς μπορεί κανείς να συγκρίνει τα στοιχεία αυτά πριν και μετά τη συγχώνευση. Μελέτες όπως αυτή των Cornett & Tehranian (1991), χρησιμοποιούν λογιστικά στοιχεία και τις χρηματοροές (cash flows) για το σκοπό αυτό. Ανάλογα με την έρευνα ίσως χρησιμοποιούνται τα operating cash flows (earnings before depreciation, interest and taxes) διά την market value of assets (market value of common stock plus book value of long-term debt and preferred stock less cash).

2.2.3 Τραπεζικοί Αριθμοδείκτες (Δείκτες)

Μια σειρά από δείκτες διευκολύνουν τον ερευνητή στην ανάλυση. Οι πιο συνηθισμένοι τραπεζικοί δείκτες είναι οι έξης:

Δείκτες κερδοφορίας (μετρούν συνολικά την απόδοση)

- Αποδοτικότητα στοιχείων του Ενεργητικού
(Return on Assets: Net income after taxes divided by the book value of average total assets)

- Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
(Return of Equity: Net income after taxes divided by the book value of average total equity capital)
- Καθαρά Επιτοκιακά Έσοδα
(Net Interest Margin: Net interest income divided by the book value of the average total assets)

Δείκτες Κεφαλαιακής Διάθρωσης

- Ίδια Κεφάλαια προς Στοιχεία του Ενεργητικού
(Capital to Assets: Primary capital as a percent of book value of total assets)
- Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια
(Loans to Equity: Total loans as a percent of book value of total equity capital)
- Καταθέσεις προς Ίδια Κεφάλαια
(Deposits to Equity: Total deposits as a percent of book value of total equity capital)

Δείκτης ποιότητας δανείων (credit quality – μετρά τις μεταβολές στην ποιότητα των δανείων που χορηγεί η τράπεζα)

- Προβλέψεις προς Χορηγήσεις
(Charge-offs to loans: Net charge-offs on loans as a percent of total loans and leases)

Δείκτες αποδοτικότητας (μετρούν την ικανότητα της τράπεζας να δημιουργεί έσοδο, να πληρώνει έξοδα και μετρούν την αποδοτικότητα του προσωπικού)

- Λειτουργικά Έξοδα προς Λειτουργικά Έσοδα
(Expenses to Revenues: Operating expenses as a percent of operating revenues)
- Ενεργητικό προς Ανθρώπινο Δυναμικό
(Assets to employees: Book value of total assets per full-time employee)
- Έσοδα προς Ανθρώπινο Δυναμικό
(Income to employees: Net income after taxes per full-time employee)
- Αποδοτικότητα Χορηγήσεων
(Return on Loans: Income and fees on loans as a percent of total loans)

Δείκτες κινδύνου ρευστότητας (μετρούν τις μεταβολές της ρευστότητας της τράπεζας)

- Χορηγήσεις προς Στοιχεία του Ενεργητικού
(Loans to Assets: Total loans as a percent of book value of total assets)
- Ρευστότητα
(Liquidity Ratio: Cash and government securities as a percent of book value of total assets)

Δείκτες ανάπτυξης (μετρούν την μεταβολή του ενεργητικού της τράπεζας)

- Ρυθμός Αύξησης Στοιχείων του Ενεργητικού
(Assets growth rate: Change in book value of total assets as a percent of book value of total assets in the previous year)

Δείκτες έκθεσης σε κίνδυνο επιτοκίου (μετρά την έκθεση της τράπεζας σε κίνδυνο επιτοκίου)

- Καθαρό Εισόδημα από Τόκους προς Στοιχεία του Ενεργητικού
(Net interest income to earning assets: Net interest income as a percent of book value of total earning assets)

Δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας (μετρούν την ικανότητα της τράπεζας να ικανοποιεί τα στάνταρ του νόμου και να μπορεί να προσελκύει καταθέσεις αλλά και να χορηγεί δάνεια). Ειδική αναφορά στην ακόλουθη παράγραφο.

2.2.4 Κανονιστικά Κεφάλαια

Οι τράπεζες υποχρεούνται να διατηρούν ελάχιστα κεφάλαια για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου της αγοράς και του λειτουργικού κινδύνου. Επίσης, το κάθε στοιχείο του ενεργητικού έχει ένα συγκεκριμένο συντελεστή κινδύνου. Ενδεικτικά, δάνεια σε κυβερνήσεις μέλη του Ο.Ο.Σ.Α. έχουν συντελεστή 0%. Η έκθεση σε παράγωγα έχει συντελεστή κινδύνου 50%. Δάνεια προς ιδιώτες και επιχειρήσεις 100%. Το άθροισμα των αξιών των στοιχείων επί τον αντίστοιχο συντελεστή μας δίνει το συνολικό RWA (Risk Weighted Assets - Κεφάλαια σταθμισμένα για κίνδυνο). Πολλαπλασιασμένο με ένα ελάχιστο ποσοστό πχ 8% δίνει τα ελάχιστα κεφάλαια που πρέπει να κρατά διαθέσιμα μια τράπεζα.

Το κεφάλαιο μια τράπεζας διαιρείται σε τρία διαζώματα/επίπεδα:

Το Tier 1 Capital (πρώτος πυλώνας – επίπεδο), αποτελείται από το καταβεβλημένο κεφάλαιο, συν τα παρακρατηθέντα κέρδη, συν λογαριασμούς υπέρ το άρτιο, συν διηνεκείς προνομιούχες και άλλες υβριδικές μετοχές, συν δικαιώματα μειοψηφίας σε θυγατρικές, πλην αναπόσβεστη υπεραξία (goodwill).

Το Tier 2 Capital (δεύτερος πυλώνας – επίπεδο), αποτελείται από αποθεματικά, συν λοιπά αξιόγραφα, συν αποθεματικά για ζημίες από δάνεια, συν μετατρέψιμα ομόλογα κλπ, συν δάνεια μειωμένης εξασφάλισης (subordinated debt).

Πολύ χρήσιμα είναι τα παρακάτω στοιχεία και δείκτες:

- Tier 1 ratio = Tier 1 Capital / Sum of RWA
- Επίσης, Tier 2 capital \leq 50% Tier 1
- Total Capital Ratio = (Tier 1 + Tier 2) / Sum of RWA και ο δείκτης πρέπει να είναι μεγαλύτερος ή ίσος από ένα ελάχιστο ποσοστό, πχ 8%
- Το Tier 3 Capital = βραχυπρόθεσμο χρέος (κατά του κινδύνου της αγοράς) \leq 250% του Tier1 Capital

Σημαντική σημείωση: τουλάχιστον το 50% του συνολικού κεφαλαίου πρέπει να βρίσκεται στο Tier 1. Η παραπάνω αναφορά έγινε διότι επηρεάζει άμεσα την αξία μιας τράπεζας που εμπλέκεται σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Για παράδειγμα, η μείωση του συνολικού RWA απελευθερώνει κεφάλαια. Επίσης αντιλαμβάνεται κανείς ότι το Tier 1 Capital αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαια και τα αποθεματικά μιας τράπεζας. Υψηλά αποθεματικά μπορεί να οφείλονται σε υψηλό δείκτη RE (return on equity), υψηλά κέρδη. Επίσης υψηλή ανάπτυξη των επενδύσεων (δάνεια), μειώνει το Tier 1 Capital. Μια εξήγηση για χαμηλό RWA μπορεί να είναι η αποτελεσματική διοίκηση κινδύνου της τράπεζας. Όλα αυτά τα στοιχεία έχουν σημαντικό ρόλο στην επιλογή ενός bidder για μια επιτυχημένη εξαγορά. Αλλά και στην αποδοχή, εκ μέρους των μετόχων του target, της απορρόφησης και της αντικατάστασης της παλιάς διοίκησης από ένα πιο αποτελεσματικό μάνατζμεντ.

Κεφάλαιο 3

Τραπεζικές Συγχωνεύσεις

Στο τρίτο μέρος του συγγράμματος παρουσιάζεται η επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας σχετικά με την απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται αναλυτική αναφορά σε μελέτες των τελευταίων ετών οι οποίες χρησιμοποιούν τις δύο κυριότερες μεθόδους αποτίμησης της απόδοσης. Επιλέχθηκαν και παρουσιάζονται συνολικά 25 μελέτες. Ο αριθμός των μελετών από κάθε μέθοδο, σε καμία περίπτωση δεν υποδηλώνει προτίμηση από το συγγραφέα της παρούσας επισκόπησης για κάποια από τις δύο αυτές μεθόδους. Αντανακλά ωστόσο, την επιλογή των ερευνητών, ως προς τον τρόπο μέτρησης της απόδοσης των τραπεζικών συγχωνεύσεων, από το πόσο συχνά συναντάται η κάθε μεθοδολογία στη διεθνή βιβλιογραφία. Εν τέλει ακολουθούν 6 μελέτες που χρησιμοποιούν λογιστικά στοιχεία, 18 που βασίζονται στην μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων και 1 που αξιοποιεί και τους δύο τρόπους μέτρησης της απόδοσης. Όπως είναι φυσικό, σε πολλές έρευνες πραγματεύονται περισσότερα ερωτήματα από αυτά που ενδιαφέρουν την παρούσα επισκόπηση ή και διαφοροποιημένες οπτικές του θέματος των συγχωνεύσεων και εξαγορών (Σ&Ε) ή της μέτρησης της απόδοσης. Ενίοτε δίνεται προσοχή σε παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση, στο μέγεθος των τραπεζών που ενοποιούνται ή στην γεωγραφική συσχέτισή τους (πχ διεθνείς Σ&Ε έναντι εγχώριων). Ωστόσο, όλες οι έρευνες μετρούν την απόδοση των Σ&Ε με τις μεθόδους που ενδιαφέρουν το παρόν σύγγραμμα και οι οποίες παρουσιάστηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο. Στη συνέχεια παρατίθενται με χρονολογική σειρά (παλαιότερες προς πιο πρόσφατες) και ανά κατηγορία μεθόδου οι επιλεγμένες μελέτες. Ανάμεσα στα κριτήρια επιλογής ασφαλώς συμπεριλαμβάνεται το ότι οι Σ&Ε αφορούν σε τράπεζες και ελάχιστες μελέτες συμπεριλαμβάνουν στο δείγμα λοιπά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα κάτι όμως που δηλώνεται ρητά στην επισκόπηση της μελέτης ώστε να ληφθεί υπόψη από τον αναγνώστη. Αρχικά θα παρουσιασθούν οι μελέτες που αξιοποιούν λογιστικά στοιχεία για την μέτρηση της απόδοσης των τραπεζικών συγχωνεύσεων.

3.1 Επισκόπηση μελετών με λογιστικά στοιχεία

Η παλαιότερη μελέτη που παρουσιάζεται στην παρούσα επισκόπηση είναι αυτή του **Smith (1971)**. Σκοπός είναι η μέτρηση της απόδοσης τραπεζικών συγχωνεύσεων της περιόδου 1960-1965 στις ΗΠΑ. Η σύγκριση έγινε ανάμεσα σε δύο ομάδες τραπεζών, των συγχωνευόμενων και ενός δεύτερου δείγματος από μη συγχωνευόμενες τράπεζες. Οι τελευταίες ήταν τράπεζες αντίστοιχου μεγέθους και γεωγραφικής προέλευσης με τις συγχωνευόμενες ώστε να μπορούν τα αποτελέσματα και οι όποιες διαφορές να ερμηνευθούν ως επίδραση του γεγονότος της συγχώνευσης. Η κάθε ομάδα απαρτίζεται από 81 τράπεζες. Η σύγκριση γίνεται με βάση 22 τραπεζικούς δείκτες που αφορούν την διάρθρωση του ενεργητικού, το χαρτοφυλάκιο δανείων, τα έξοδα, τα έσοδα, τα κέρδη. Τα αποτελέσματα εντοπίζουν τις διαφορές ένα έτος μετά την ενοποίηση σε σχέση με ένα έτος πριν από αυτήν.

Ποιες είναι λοιπόν οι επιδράσεις των συγχωνεύσεων στην αποδοτικότητα; Βασιζόμενοι αρχικά σε στοιχεία του Ισολογισμού και στην διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων παρατηρούμε ότι και οι δύο ομάδες των συγχωνευμένων και μη συγχωνευομένων μείωσαν το χαρτοφυλάκιο των επενδύσεων τους σε κρατικά ομόλογα κατά -4,59% και -4,33% αντίστοιχα. Η διαφορά αυτή δεν είναι στατιστικά σημαντική. Αντίστοιχα αποτελέσματα παρουσιάζουν οι δύο ομάδες και σε λοιπά δάνεια. Εκεί που το αποτέλεσμα είναι στατιστικά σημαντικό είναι στα ρευστά διαθέσιμα όπου οι συγχωνευμένες είχαν μείωση -2,64% έναντι -1,72% της άλλης ομάδας. Κάτι που είναι λογικό ειδικά για τις περιπτώσεις που η εξαγορά έγινε με τη καταβολή μετρητών. Ωστόσο, η πρώτη ομάδα φάνηκε να κερδίζει έδαφος στις καταθέσεις όπου είχε αύξηση +7,55% έναντι +5,58% της δεύτερης ομάδας (σ.σ. σε 5%). Όσον αφορά τα έξοδα: ο δείκτης συνολικά λειτουργικά έξοδα ως ποσοστό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αυξήθηκε στην περίπτωση των συγχωνευμένων τραπεζών κατά +0,45% έναντι +0,32% της δεύτερης ομάδας. Μεγαλύτερη οικονομία έκαναν οι τράπεζες της δεύτερης ομάδας και στους μισθούς του προσωπικού τους. Τα παραπάνω αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά και δηλώνουν ότι η συγχώνευση επηρέασε αρνητικά τα έξοδα.

Το κρίσιμο σημείο αφορά στην κερδοφορία. Να σημειωθεί όμως ότι τα ευρήματα αφορούν ένα μικρό μόνο χρονικό διάστημα μετά το γεγονός της

ενοποίησης (διάρκειας ενός έτους). Ο δείκτης Έσοδα προς Συνολικά Περιουσιακά Στοιχεία αυξήθηκε κατά +0,40% έναντι +0,29% της β' ομάδας. Το αποτέλεσμα είναι στατιστικά σημαντικό στο ε.σ.10%. Ωστόσο τα Κέρδη προς Συνολικά Περιουσιακά Στοιχεία μειώθηκαν κατά -0,05% όταν η β ομάδα κατέγραφε οριακή άνοδο της τάξεως του +0,01%. Τέλος το λειτουργικό εισόδημα ως ποσοστό του συνολικού κεφαλαίου αυξήθηκε κατά +0,62% όταν η β' ομάδα κατέγραφε αύξηση +0,70%. Εδώ όμως το αποτέλεσμα δεν είναι στατιστικά σημαντικό.

Συμπερασματικά, οι συγχωνευμένες τράπεζες αύξησαν τις καταθέσεις τους περισσότερο από την άλλη ομάδα, είχαν αντίστοιχα αποτελέσματα στα δάνεια που χορήγησαν, αύξησαν τα έσοδά τους περισσότερο από τις μη συγχωνευμένες, ωστόσο επειδή είχαν και αυξημένα έξοδα, η κερδοφορία τους δεν υπερκέρασε την κερδοφορία των τραπεζών της άλλης ομάδος.

Μια ακόμη έρευνα που πραγματεύεται την απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων είναι αυτή των **Cornett & Tehranian (1992)**. Η εργασία αφορά περιπτώσεις της περιόδου 1982-1987. Εν γένει, αποδεικνύει ότι οι συγχωνευμένες τράπεζες είναι πιο αποδοτικές από το μέσο όρο του κλάδου. Η επιτυχία δε αυτή οφείλεται στην ικανότητα του νέου οργανισμού να προσελκύει δάνεια και καταθέσεις, στην παραγωγικότητα του προσωπικού και στην κερδοφορία από την ανάπτυξη του ενεργητικού.

Οι μελετητές αξιολογούν λογιστικά στοιχεία για 30 περιπτώσεις εξαγορών. Αναγνωρίζοντας όπως δηλώνουν ότι τα λογιστικά στοιχεία δεν μετρούν τέλεια την οικονομική αποδοτικότητα, εντούτοις επιτρέπουν στον αναγνώστη να συμπεράνει εάν τα κέρδη ανά μετοχή που σχετίζονται με τις ανακοινώσεις συγχωνεύσεων είναι αποτέλεσμα πραγματικών οικονομικών κερδών και βοηθούν επίσης και στον εντοπισμό των παραγόντων που προκαλούν το κέρδος. Χρησιμοποιούν τον δείκτη Operating Cash Flows αλλά και μια σειρά από λογιστικούς δείκτες όπως: ROA, ROE, Capital to Assets, Loans to Equity κλπ.

Ερευνώντας τις χρηματοροές, για 1 έως 3 έτη πριν από τη συγχώνευση παρατηρήθηκε μέσο ετήσιο λειτουργικό κέρδος επί των στοιχείων του ενεργητικού (Bank mean annual operating pretax cash flow return on assets) που κυμάνθηκε από 1,9% έως 2,1%. Μετά την συγχώνευση, τα επόμενα 1 έως 3 έτη, το ποσοστό αυτό

αυξήθηκε σε 2,0% έως 2,6%. Παρατηρείται λοιπόν μια αύξηση 0,6% χωρίς αυτή ωστόσο να είναι στατιστικά σημαντική.

Συνεχίζοντας με τραπεζικούς δείκτες και ξεκινώντας από δείκτες κερδοφορίας και τον δείκτη ROA, αυτός παρατηρείται από 0,6% για τα 3 έτη πριν την συγχώνευση να αυξάνει σε 0,71% στα 3 έτη μετά από την συγχώνευση. Επίσης, οι τράπεζες που ελέγχθηκαν είχαν ROA 0,12% πάνω από τον μέσο του κλάδου τα 3 έτη πριν το γεγονός και 0,19% τα 3 έτη μετά το γεγονός. Ωστόσο η αύξηση αυτή κατά 0,07% δεν είναι στατιστικά σημαντική. Επίσης σε όρους ROE (Return on Equity), κατά μέσο όρο οι ενοποιημένες τράπεζες αποδίδουν 2,1% καλύτερα από τον μέσο του κλάδου (μετά την συγχώνευση). Το ποσοστό αυτό είναι στατιστικά σημαντικό στο επίπεδο του 5%.

Όσον αφορά στο δείκτη Capital to Assets, αυτός αυξήθηκε από 4,9% σε 6,1% μετά τη συγχώνευση (όχι όμως στατιστικά σημαντικό). Ο δείκτης αυτός αφορά στην κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας. Να σημειωθεί ότι οι διαφορές ανάλογα με τη μέθοδο πληρωμής της συγχώνευσης δεν είναι στατιστικά σημαντικές και κινούνται γύρω από το μηδέν. Επίσης ο δείκτης Return on Loans αυξήθηκε από 0,48% σε 1,60% μετά την εξαγορά (επίσης μη στατιστικά σημαντικό). Ο δείκτης αυτός αφορά την αποδοτικότητα των χορηγήσεων. Και πάλι δεν μπορεί κανείς να συμπεράνει εάν οι συγχωνευμένες τράπεζες αποδίδουν καλύτερα ή όχι, ωστόσο το πρόσημό της μεταβολής είναι θετικό. Επίσης, παρατηρείται μείωση στον δείκτη Liquidity Ratio της τάξεως του 2,6% (μη στατιστικά σημαντικό). Δηλαδή ναι μεν αυξήθηκε η ικανότητα της τράπεζας να χορηγεί δάνεια, αλλά το γεγονός αυτό επηρέασε την ρευστότητά της.

Τέλος, ισχυρές είναι οι ενδείξεις για περαιτέρω ανάπτυξη των στοιχείων του ενεργητικού της τράπεζας, καθώς το 75% του δείγματος αναφέρει αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης κατά 25,76% (στατιστικά σημαντικό στο 1%).

Ακολουθεί η έρευνα των **Linder & Crane (1992)**. Αφορά 47 περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών της περιόδου 1982-1997 που έλαβαν χώρα στις πολιτείες της Νέας Αγγλίας των ΗΠΑ. Αθροιστικά, οι συγχωνευμένες τράπεζες δεν πέτυχαν σημαντική βελτίωση στα λειτουργικά τους κέρδη σε σχέση με το κλάδο για τα πρώτα 2 έτη μετά το γεγονός της Σ&Ε.

Αρχικά, οι ερευνητές εστίασαν στα λειτουργικά κέρδη⁶ και τα συστατικά τους, ήτοι έσοδα από τόκους, έσοδα και έξοδα από άλλες πηγές πλην τόκων και για κάθε μια από τις παραπάνω μεταβλητές συνέκριναν τα αποτελέσματα των συγχωνευμένων τραπεζών με τα αντίστοιχα του κλάδου. Επίσης εξετάζουν την συνεισφορά των μεγεθών αυτών στο συνολικό ROA, το οποίο και υπολογίζουν. Το αποτέλεσμα στο οποίο καταλήγουν είναι ότι δεν υπήρξε βελτίωση ούτε όσον αφορά στην αύξηση των λειτουργικών κερδών ούτε και στο ROA. Το έτος πριν από την συγχώνευση οι τράπεζες του δείγματος είχαν κατά μέσο όρο 1,59% ROA. Ο μέσος όρος του κλάδου την αντίστοιχη περίοδο ανήλθε σε 1,78%, δηλαδή 19 μονάδες βάσης υψηλότερα. Ένα έτος μετά την συγχώνευση το ROA των συγχωνευμένων τραπεζών βελτιώθηκε σε 1,74% ενώ το αντίστοιχο του κλάδου σε 1,87%. Η ψαλίδα δηλαδή μειώθηκε σε 14 μονάδες βάσης. Ωστόσο τα αποτελέσματα αυτά είναι μη στατιστικά σημαντικά.

Αντίστοιχα αποτελέσματα προέκυψαν και στα λειτουργικά κέρδη. Τα κέρδη αυξήθηκαν κατά 65,11% για τις συγχωνευμένες τράπεζες ενώ για τον κλάδο αυξήθηκαν κατά 52,71%. Ξανά τα αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά.

Το σημείο στο οποίο φαίνεται να υστερούν οι συγχωνευμένες τράπεζες είναι στην μεταβολή των στοιχείων του ενεργητικού. Ενώ οι συγχωνευμένες τράπεζες αύξησαν το ενεργητικό τους κατά 28,58% το πρώτο έτος μετά το γεγονός, ο κλάδος αυξήθηκε κατά 42,3% (διαφορά -13,72% και μάλιστα στατιστικά σημαντική). Σε ορίζοντα διετίας μετά το γεγονός, η διαφορά είναι ακόμη μεγαλύτερη: -15,71%, επίσης στατιστικά σημαντική. Έχασαν πολλές από τις επιχειρήσεις και τις εργασίες που θα μπορούσαν να είχαν αναλάβει από τράπεζες του ανταγωνισμού.

Συνεπώς, στα συμπεράσματα των Linder & Crane συμπεριλαμβάνεται και το εξής: οι τράπεζες κατάφεραν στο πρώτο έτος μετά την ενοποίηση να μειώσουν τα έξοδα τους αλλά το όφελος αυτό αντισταθμίστηκε αρνητικά από την απώλεια στην αύξηση του ενεργητικού τους, αφού έχασαν έδαφος απέναντι στον ανταγωνισμό. Αυτό οφείλεται, όπως εξηγούν, στα μη συμβατά συστήματα των δυο εταιρειών και στον συγκερασμό των αρμοδιοτήτων του παλιού και νέου μανάτζμεντ.

Επόμενη χρονικά μελέτη, είναι αυτή των **Cornett, McNutt & Tehranian (2004)**. Καθώς στη μελέτη αυτή χρησιμοποιούνται και οι δύο βασικές μέθοδοι

μέτρησης της απόδοσης, η επισκόπησή της θα παρατεθεί εις διπλούν ανάλογα με τη μέθοδο που χρησιμοποιήσαν.

Ανακάλυψαν, λοιπόν, ότι η κατά κλάδο προσαρμοσμένη λειτουργική απόδοση των συγχωνευμένων τραπεζών αυξάνει σημαντικά μετά την ενοποίηση. Μεγάλες τράπεζες παράγουν μεγαλύτερα κέρδη από ότι μικρότερες. Γεωγραφικά συγκεντρωμένες ενοποιήσεις επίσης παράγουν καλύτερο αποτέλεσμα. Επιπλέον οι ερευνητές συμπέραναν ότι η βελτιωμένη αποδοτικότητα οφείλεται στην αύξηση των εσόδων και στη μείωση του κόστους, κυρίως όμως στην δεύτερη περίπτωση.

Στην εργασία αυτή χρησιμοποίησαν λογιστικά στοιχεία και αποδόσεις μετοχών πριν και μετά το γεγονός για 134 ενοποιήσεις της περιόδου 1990-2000 της αγοράς των ΗΠΑ. Αρχικά χρησιμοποίησαν το δείκτη Operating Pretax Cash Flows divided by the Book Value of Assets (OPCFROA). Σύμφωνα με τους ερευνητές ο δείκτης αυτός μετρά καλύτερα την απόδοση από ότι ο ROA (καθώς δεν περιλαμβάνει την επίδραση του επιτοκίου στο δανεισμό κεφαλαίων της ίδιας της τράπεζας). Οι δείκτες OPCFROA των ενοποιημένων τραπεζών υπολογίζονται για τα έτη 1 και 2 μετά το γεγονός και ελέγχονται ατομικά αλλά και σε σύγκριση με το κλάδο. Επίσης υπολογίζουν τις διαφορές πριν και μετά το γεγονός για μια σειρά από δείκτες για την ενοποιημένη τράπεζα. Ενδεικτικά υπολογίζονται δείκτες κερδοφορίας, επάρκειας κεφαλαίων, κίνδυνος ρευστότητας, λειτουργικής αποτελεσματικότητας, ανάπτυξης.

Εκτός από τα λογιστικά στοιχεία εξετάζουν και την πορεία των μετοχών. Ωστόσο, στη περίπτωση αυτή το δείγμα περιορίζεται σε 99 συγχωνεύσεις λόγω της μη διαθεσιμότητας στοιχείων. Συγκεκριμένα υπολογίζονται οι buy-and-hold abnormal returns⁷ ένα έτος πριν έως και δύο έτη μετά.

Όσον αφορά στα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας: Ο μέσος OPCFROA των 134 τραπεζών είναι στο 1,79% και 1,92% για τα έτη -2 και -1 αντίστοιχα. Μετά την συγχώνευση αυξάνεται σε 2,59% και 2,27% για τα έτη 1 και 2 αντίστοιχα. Υπάρχει συνεπώς μια αύξηση 0,59% που δεν είναι ωστόσο στατιστικά σημαντική. Το προσαρμοσμένο κατά κλάδο αποτέλεσμα από το έτος -2 στο έτος +2 βελτιώνεται κατά 1,12% που είναι στατιστικά σημαντικό. Συνεπώς, οι συγχωνευμένες τράπεζες απέδιδαν αντίστοιχα με τον κλάδο πριν την ενοποίηση αλλά ξεπέρασαν σημαντικά τον κλάδο μετά από αυτήν.

Ακολουθούν τα αποτελέσματα των τραπεζικών δεικτών που αφορούν τις διαφορές για δύο έτη πριν έως δύο έτη μετά τη συγχώνευση:

Σχετικά με δείκτες κερδοφορίας, ο ROA αυξήθηκε κατά 0,62%. Ο ROE αυξήθηκε κατά 4,04%, (στατιστικά σημαντικά στο 5%). Σχετικά με δείκτες επάρκειας κεφαλαίων, ο δείκτης Loans to total capital αυξήθηκε κατά 243,00%, ενώ ο δείκτης Deposits to total capital κατά 441,00% (στατιστικά σημαντικά στο 1%). Όσον αφορά στους δείκτες δανείων, ο Return on Loans αυξήθηκε κατά 0,52% (στατιστικά σημαντικό στο 5%). Επίσης, τα έσοδα από προμήθειες (δείκτης εσόδων εκτός από τόκους), Service charges to total assets αυξήθηκαν κατά 0,05% (όχι σημαντικό), ενώ οι δείκτες ρευστότητας επίσης σημείωσαν αύξηση αν και όχι στατιστικά σημαντική: Loans to total Assets αύξηση κατά 0,16% και Liquidity Ratio αύξηση κατά 0,24%. Τέλος να αναφερθεί και ο ρυθμός αύξησης των στοιχείων του ενεργητικού στο +2,52%, στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο 5%. Συνοψίζοντας τα παραπάνω αποτελέσματα που βασίζονται σε λογιστικά στοιχεία, οι συγχωνευμένες τράπεζες κερδίζουν έδαφος απέναντι στον μέσο όρο του κλάδου όπως φαίνεται από τις τιμές στους δείκτες OPCFROA, ROA, ROE.

Ακολουθεί η έρευνα των **Altunbas & Marques (2008)** που αφορά συγχωνεύσεις και εξαγορές του τραπεζικού τομέα την περίοδο 1992-2001. Συνολικά εξετάζουν 262 περιπτώσεις, από τις οποίες οι 207 είναι εγχώριες ενώ οι 55 διεθνείς συνεργασίες. Η μελέτη αφορά σε Σ&Ε στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Στην έρευνά τους, οι μελετητές εξετάζουν την απόδοση των Σ&Ε συνολικά, αλλά συγκρίνουν επίσης τα αποτελέσματα των εγχώριων με τις διεθνείς συνεργασίες. Μετρούν την απόδοση πριν και μετά τη συγχώνευση συγκρίνοντας τις τιμές στρατηγικών δεικτών και άλλων επιλεγμένων μεταβλητών. Εν συνεχεία, εξάγουν το σκορ της κάθε περίπτωσης από τον τύπο: $SI_{i,k} = \sqrt{(X_{b,i,k} - X_{t,i,k})^2}$,

όπου $SI_{i,k}$: δείκτης ομοιότητας (similarity index) της k μεταβλητής για την i συγχώνευση

$X_{b,i,k}$: το σκορ του bidder για την k μεταβλητή

$X_{t,i,k}$: το σκορ του target για την k μεταβλητή

Ένα σύνολο από διαφορετικές μεταβλητές χρησιμοποιούνται για την μέτρηση της απόδοσης: Ο δείκτης ΔROE , διαφορά μεταξύ της απόδοσης των ιδίων

κεφαλαίων προ και μετά της συγχώνευσης (return on equity (post merger) – weighted return on equity (pre merger), όπου η παραπάνω στάθμιση γίνεται με βάση την κεφαλαιοποίηση των δύο εταιρειών. Ο δείκτης LIQ, liquid assets to total deposits. Ο δείκτης CA/TA, total capital to total assets. Ο δείκτης LOAN/TA, loans to total assets. Ο δείκτης Loans/Deposits, customer loans to customer deposits. Ο δείκτης COST/INC (total costs to income που μετρά την αποδοτικότητα. Επίσης χρησιμοποιούνται δείκτες που υπολογίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο, ο δείκτης προβλέψεις επισφαλών δανείων προς το συνολικό αποτέλεσμα τόκων (net interest revenue). Λαμβάνονται υπόψη και τα σχετικά μεγέθη αγοραστή και εξαγοραζόμενου με τον δείκτη Total Assets of Target to Total Assets of Bidder.

Χάρης στη επιλογή αυτών των δεικτών επιτυγχάνεται άμεση σύνδεση με τα λογιστικά στοιχεία των επιχειρήσεων. Αν και η έρευνα των Altunbas & Marques εστιάζει προς συγκεκριμένη κατεύθυνση, τα ενδιάμεσα συμπεράσματα εξυπηρετούν και τους σκοπούς της παρούσας επισκόπησης. Το συμπέρασμα των ερευνητών είναι ότι μεγάλες τράπεζες συγχωνεύονται με μικρότερα Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα με πιο διαφοροποιημένες πηγές εσόδων. Βέβαια, η ενσωμάτωση ενός ιδρύματος με διαφορετική στρατηγική στην χορήγηση δανείων και στις πηγές κερδών μπορεί να είναι πολύ δαπανηρή. Το γεγονός αυτό εντοπίζεται κυρίως στις εγχώριες Σ&Ε με βάση τα εμπειρικά αποτελέσματα. Επίσης εντοπίζουν αύξηση της αποδοτικότητας σε περιπτώσεις κυρίως διεθνών συγχωνεύσεων. Ίσως επειδή σε αυτήν την περίπτωση σκοπός του αγοραστή είναι να κερδίσει από τις πιθανές συνέργειες. Ωστόσο η (διεθνής) Σ&Ε με διαφορετικής στρατηγικής σε χορηγήσεις και καταθέσεις τράπεζες είναι ευεργετική (αντίθετα με τις εγχώριες Σ&Ε). Δηλαδή στις διεθνείς Σ&Ε τα οφέλη από τις συνέργειες είναι περισσότερα από τα κόστη ενσωμάτωσης μιας τράπεζας με διαφορετική στρατηγική. Άλλη μια διαφορά που παρατηρείται ανάμεσα στις διεθνείς και τις εγχώριες Σ&Ε αφορά στην κεφαλαιοποίηση, την τεχνολογία και την καινοτομία. Στις εγχώριες συγχωνεύσεις η διαφορά σε έναν από τους παραπάνω παράγοντες φαίνεται να επιδρά θετικά, ενδεχομένως επειδή με τη μεταφορά γνώσης αξιοποιείται καλύτερα και πιο αποδοτικά το πελατολόγιο της τράπεζας στόχου.

Όσον αφορά στα αποτελέσματα από τις λογιστικές καταστάσεις, ειδικά για τις διεθνείς συγχωνεύσεις η απόδοση (ΔROE) για τη νέα εταιρεία αυξήθηκε κατά 2,44%, σε όρους απόδοσης κεφαλαίων. Για τις εγχώριες συγχωνεύσεις το αντίστοιχο ποσοστό ανήλθε σε +1,22%. Το συμπέρασμα πάντως είναι ότι όταν ενοποιούνται

δύο ιδρύματα με ανόμοιες στρατηγικές δεν εξάγεται εύκολα συμπέρασμα, αλλά πρέπει να συνυπολογισθούν παράγοντες όπως αυτοί που αναφέρθηκαν παραπάνω προκρινόμενου να προβλεφθεί σωστά η επίδραση μιας Σ&Ε.

Συνεχίζοντας, στην έρευνα του **Correa (2008)**, εξετάζονται 220 διεθνείς εξαγορές της περιόδου 1994-2003 και αναλύονται τα χαρακτηριστικά και η αποδοτικότητα των μετασχηματισμών αυτών στις τράπεζες στόχους. Οι αγοράστριες τράπεζες όπως και οι εξαγοραζόμενες προέρχονται από όλες τις χώρες του κόσμου, η πλειοψηφία αυτών όμως εδρεύει στη Δυτική Ευρώπη (οι 174 περιπτώσεις από το σύνολο των 220). Επίσης συγκρίνονται περιπτώσεις σε ανεπτυγμένες (πχ ΗΠΑ, Γερμανία, Γαλλία) και αναπτυσσόμενες χώρες (πχ Βραζιλία, Αργεντινή, Παναμάς). Μεγάλη πιθανότητα να βρεθούν ως στόχοι σε διεθνείς συγχωνεύσεις έχουν κυρίως μεγάλες τράπεζες, με κακή απόδοση, συνήθως από μικρές χώρες και όπου ο τραπεζικός κλάδος είναι γενικά συγκεντρωμένος. Η έρευνα έδειξε ότι η απόδοση μετά το γεγονός δεν βελτιώνεται τα πρώτα δύο έτη, για τις τράπεζες στόχους, σε σχέση με τους ανταγωνιστές τους εντός των συνόρων.

Η έρευνα απαντά σε πολλαπλά ερωτήματα, ωστόσο το αντικείμενο της παρούσας επισκόπησης αφορά την απόδοση των συγχωνεύσεων. Για το σκοπό αυτό, ο Correa άντλησε δεδομένα για 102 περιπτώσεις από τις 220 που είχε αρχικά επιλέξει. Ο λόγος είναι διότι ήταν απαραίτητη η διαθεσιμότητα στοιχείων για τουλάχιστον δύο έτη πριν αλλά και μετά την ενοποίηση. Κατέληξε στο ότι οι αγοράστριες τράπεζες αποδίδουν στο ίδιο επίπεδο και μερικές φορές κατώτερο από ότι πριν σε σχέση με τον κλάδο στην χώρα τους. Η αρνητική αυτή εξέλιξη οφείλεται κυρίως στην πτώση του Net Interest Margin (στο περιθώριο (spread) των επιτοκίων άντλησης και χορήγησης κεφαλαίων) μια συνειδητή και αναγκαία κατά κάποιο τρόπο επιλογή αφού εντείνεται η προσπάθεια μετά την ενοποίηση για να κερδίσει η τράπεζα μεγαλύτερο μερίδιο της αγοράς.

Εστιάζοντας στο δεύτερο ερώτημα το οποίο διαπραγματεύεται η έρευνα, αναζητούνται αλλαγές στην απόδοση των τραπεζών στόχων των διεθνών συγχωνεύσεων. Τρία λογιστικά μεγέθη χρησιμοποιούνται για τον έλεγχο αυτό: ROA, ROE και Cost to Income Ratio⁸. Επίσης ελέγχονται τα Net Interest Margin, Non Interest Revenue κ.α. Πιο αναλυτικά, οι δείκτες ROA και ROE είναι πτωτικοί μετά την εξαγορά για τις τράπεζες στόχους, ωστόσο τα αποτελέσματα δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Η διάμεσος (median) του ROE των target μειώθηκε κατά -1,53% ενώ του

ROA μειώθηκε κατά -0,35%. Αντίθετα, το αποτέλεσμα για το δείκτη Cost to Income είναι στατιστικά σημαντικά: η διάμεσος του κόστους αυξήθηκε κατά 8,07% όταν το αντίστοιχο ποσοστό του κλάδου ήταν μείωση -0,15%. Γενικά, στο 64% των περιπτώσεων καταγράφεται αύξηση του κόστους σε σχέση με τα έσοδα. Ο δείκτης Net Interest Margins σημειώνει επίσης πτώση -0,67% κατά μέσο όρο. Το αντίστοιχο ποσοστό του κλάδου ήταν -0,31%. Ο δείκτης Non Interest Income to Avg. Assets μειώθηκε κατά -0,25% έναντι -0,07% του κλάδου, κατά μέσο όρο. Ωστόσο τα παραπάνω αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά.

Συνεπώς, με βάση τα εμπειρικά αποτελέσματα, δεν βελτιώνεται η απόδοση των εξαγοραζόμενων τραπεζών ούτε όμως επιδεινώνεται τα δύο πρώτα χρόνια μετά το γεγονός στις διεθνείς Σ&Ε με καταλυτικό παράγοντα στο παραπάνω συμπέρασμα, τα μη στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα.

Τελευταία, η έρευνα των **Beccalli & Frantz (2009)** που επίσης εξετάζει εάν οι συγχωνεύσεις και εξαγορές επηρεάζουν την αποδοτικότητα των τραπεζών. Το δείγμα απαρτίζεται από 714 συμφωνίες που αφορούν ευρωπαϊκές τράπεζες-αγοραστές και στόχους από όλο τον κόσμο για την περίοδο 1991-2005. Στην έρευνα χρησιμοποιούν και λογιστικά στοιχεία, μια από τις μεθόδους που ενδιαφέρει την παρούσα μελέτη. Συγκεκριμένα, χρησιμοποιούν δύο βασικούς δείκτες: ROE (return in equity) και CFR (cash flow return), όπου,

- ROE: Net Income to Book Value of Equity (Συνολικά Έσοδα προς Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων)
- CFR: Operating Cash Flow to Market Value of Equity (Λειτουργικές χρηματοροές διά Αγοραία αξία Ιδίων Κεφαλαίων)

Όσον αφορά στη χρήση της αγοραίας αξίας του μετοχικού κεφαλαίου, οι ερευνητές προνόησαν και αφαίρεσαν το premium στη μετοχή λόγω της συγχώνευσης.

Προχωρώντας προς τα αποτελέσματα της έρευνας, για τις ενοποιημένες τράπεζες προκύπτουν στοιχεία που δείχνουν επιδείνωση του δείκτη ROE. Συγκεκριμένα, για τις εγχώριες συγχωνεύσεις υπάρχει βελτίωση 1,29% μόνο σε ορίζοντα πενταετίας. Το πρώτο έτος η πτώση φθάνει το -2,19%. Αρνητικά είναι τα αποτελέσματα και για διεθνείς συγχωνεύσεις: -3,83% σε ορίζοντα πενταετίας. Επίσης

παρατηρήθηκε μείωση και του δείκτη CFR: -15,1% για το πρώτο έτος, -10,5% τα τρία έτη, -20,1% τα πέντε έτη μετά το γεγονός της Σ&Ε.

Ανακεφαλαιώνοντας, με βάση το δείγμα τους οι Beccalli & Frantz παρατήρησαν μικρή επιδείνωση των δεικτών ROE και CFR. Ωστόσο, σε ορίζοντα 5ετίας, καταγράφεται βελτίωση όσον αφορά τα λειτουργικά κόστη της νέας επιχείρησης. Η βελτίωση αφορά και στις εγχώριες και στις διεθνείς συγχωνεύσεις. Ωστόσο στις εγχώριες η βελτίωση είναι μεγαλύτερη. Σύμφωνα λοιπόν με τα αποτελέσματα της έρευνας, σημαντικό ρόλο παίζει και η γεωγραφική συσχέτιση των συγχωνευόμενων επιχειρήσεων. Όσο περισσότερο σχετίζονται τόσο καλύτερα τα αποτελέσματα από μια πιθανή Σ&Ε. Διότι και το κόστος μειώνεται περισσότερο και η αποδοτικότητα των Ιδίων Κεφαλαίων αυξάνεται περισσότερο. Θα πρέπει λοιπόν οι μάνατζερς που επιλέγουν μια τράπεζα-στόχο να λαμβάνουν υπόψη τη γεωγραφική συσχέτιση και όταν πρόκειται να επεκταθούν σε αγορά του εξωτερικού να επιλέγουν χώρες με «φιλικό» θεσμικό πλαίσιο που θα επιτρέπει τη μεγαλύτερη ελευθερία κινήσεων, διαφορετικά τα κόστη θα παραμείνουν σε υψηλά και ασύμφορα επίπεδα.

Στο σημείο αυτό ολοκληρώνεται η επισκόπηση των μελετών που αξιοποιεί λογιστικά στοιχεία. Συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα παρατίθενται στον **Πίνακα 1**.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

(ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ)

ΜΕΛΕΤΗ	ΧΩΡΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ	ΜΕΤΡΟ ΕΛΕΓΧΟΥ	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ
SMITH (1971)	USA 1960-1965	81	ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ, ΚΕΡΔΗ	ΜΕΙΩΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΟΡΙΑΚΗ ΜΕΙΩΣΗ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ
CORNETT & TEHRANIAN (1992)	USA 1982-1987	30	ROA, ROE, ΚΕΦ. ΕΠΑΡΚΕΙΑ, ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ROE ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΕΣ
LINDER & CRANE (1992)	NEW ENGLAND, USA 1982-1997	47	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ, ROA, ASSETS	ΜΗ ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΑΥΞΗΣΗ ΤΩΝ 2 ΠΡΩΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ. ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΜΕΙΩΣΗ ΤΩΝ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΩΝ, ΑΠΩΛΕΙΕΣ ΛΟΓΩ ΤΟΥ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ
CORNETT, McNUTT & TEHRANIAN (2004)	USA 1990-2000	134	OPCFROA, ROE	ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΗΜΑΝΤΙΚΗ ΒΕΛΤΙΩΣΗ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ. ΑΥΞΗΣΗ ΚΑΙ ΤΟΥ ROE
ALTUNBAS & MARQUES (2008)	EU 1992-2001	262	ROE	ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ROE. ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΗ ΣΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ Σ&Ε ΑΠΟ ΟΤΙ ΣΤΙΣ ΕΓΧΩΡΙΕΣ
CORREA (2008)	INTERNATIONAL 1994-2003	220	ROA, ROE, COST TO INCOME RATIO	ΓΙΑ ΤΟΥΣ TARGETS: ΜΕΙΩΣΗ ROA, ROE ΚΑΙ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΟΥΣ
BECCALLI & FRANTZ (2009)	EU 1991-2005	714	ROE, CFR	ΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΙΕΘΝΕΙΣ, ΑΥΞΗΣΗ ΣΤΙΣ ΕΓΧΩΡΙΕΣ ΣΕ ΟΡΙΖΟΝΤΑ 5ΕΤΙΑΣ

3.2. Επισκόπηση μελετών με μετοχικές μη-κανονικές αποδόσεις

Μια από τις πιο πρώιμες μελέτες που παρουσιάζονται στην παρούσα επισκόπηση είναι αυτή των **Hannan & Wolken (1989)**. Οι ερευνητές εξέτασαν την επιρροή ανακοινώσεων εξαγοράς στον τραπεζικό κλάδο χρησιμοποιώντας την μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων. Εν γένει, συμπέραναν ότι πραγματοποιείται μια μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των bidders προς αυτούς των targets. Συνολικά τα κέρδη για την ενοποιημένη τράπεζα δεν προκύπτουν σημαντικά. Από τα λοιπά χαρακτηριστικά που ήλεγξαν μόνο η κεφαλαιοποίηση των τραπεζών-στόχων φαίνεται να επηρεάζει το τελικό αποτέλεσμα.

Ξεκινώντας από το δείγμα, αυτό αποτελείται από τράπεζες εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης οι οποίες όμως δεν έχουν εμπλακεί το τελευταίο εξάμηνο σε κάποια άλλη υπόθεση συγχώνευσης ή εξαγοράς. Επίσης ο σκοπός της Σ&Ε δεν αφορούσε «βοήθεια» κάποιας προβληματικής εταιρείας και τέλος υπήρξε επίσημη ανακοίνωση της επικείμενης Σ&Ε στο Wall Street Journal Index. Με τη χρήση των ανωτέρω κριτηρίων επιλέχθηκαν 69 τράπεζες-στόχοι και 43 τράπεζες-αγοραστές. Όλες οι περιπτώσεις αναφέρονται στην περίοδο 1982-1987. Όπως προαναφέρθηκε, χρησιμοποιείται η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων και το μοντέλο της αγοράς. Η περίοδος υπολογισμού με βάση τις ημερήσιες αποδόσεις των μετοχών είναι η (-90,-15).

Τα αποτελέσματα υποδηλώνουν ακριβώς μια μεταφορά πλούτου από τους bidders στους targets. Για τις 69 εξαγοραζόμενες τράπεζες το CAR(-1,0) υπολογίστηκε σε +11,12% (στατιστικά σημαντικό στο 1%), ενώ το αντίστοιχο CAR(-1,0) για τους αγοραστές (43 περιπτώσεις) ήταν -3,78% (επίσης στατιστικά σημαντικό). Επίσης, το CAR(-15,+15) ήταν για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες +14,25% (στατιστικά σημαντικό) όταν το αντίστοιχο ποσοστό για τους αγοραστές ήταν -6,09% (επίσης στατιστικά σημαντικό). Τα αποτελέσματα για την ενιαία τράπεζα που προκύπτει μετά τη συγχώνευση κυμαίνονται κοντά στο μηδέν χωρίς να είναι στατιστικά σημαντικά. Η σταθμισμένη (με βάση την κεφαλαιοποίησή τους) μεταβολή στη αξία των μετοχών τους για την περίοδο (-15,0) είναι μόλις +0,46% ενώ για την περίοδο (-15,+15) είναι -0,99%. Οι ερευνητές έδωσαν, επίσης, ιδιαίτερη σημασία στην επιρροή του μεγέθους των target στο τελικό αποτέλεσμα. Οι μικρότεροι στόχοι

(ενεργητικό κάτω από 2,1 δις. δολάρια) είχαν $CAR(-15,0) = +16,40\%$ όταν οι μεγαλύτεροι στόχοι είχαν $CAR(-15,0) = +15,20\%$ (αποτελέσματα στατιστικά σημαντικά). Αντίστοιχα, οι μικρότεροι bidders (κάτω από 5,6 δις. δολάρια) είχαν μικρότερες απώλειες της τάξης του $CAR(-15,0) = -4,59\%$ έναντι των μεγαλύτερων που είχαν $CAR(-15,0) = -5,54\%$ (αποτελέσματα στατιστικά σημαντικά).

Πολύ ενδιαφέρον είναι το τελευταίο αποτέλεσμα που αφορά στην κεφαλαιοποίηση των τραπεζών-στόχων. Οι 22 εξαγορές που αφορούσαν μικρότερης κεφαλαιοποίησης στόχους απέδωσαν (σταθμισμένα, όπως αναφέρθηκε νωρίτερα) για την περίοδο $(-15,0)$, $+4,32\%$ για την ενοποιημένη εταιρεία. Ενώ για τις υπόλοιπες 21 εξαγορές όπου η κεφαλαιοποίηση του στόχου ήταν υψηλή υπήρξε μείωση της αξίας κατά $-3,58\%$ για το ίδιο διάστημα (αποτελέσματα στατιστικά σημαντικά). Πως εξηγείται το παραπάνω αποτέλεσμα; Αν η χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση του στόχου οφείλεται σε αδυναμία εκμετάλλευσης των ευκαιριών που υπάρχουν, τότε με το νέο πιο αποτελεσματικό μανάτζμεντ θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν ποιο επικερδείς επενδύσεις. Έτσι λοιπόν η τιμή της μετοχής, που αντικατοπτρίζει τις προοπτικές της νέας τράπεζας ανεβαίνει. Άλλος λόγος για υψηλότερες αποδόσεις σε Σ&Ε με μικρής κεφαλαιοποίησης στόχους, θα μπορούσε να συνδέει την μικρή κεφαλαιοποίηση του στόχου με αδυναμία αξιοποίησης φοροαπαλλαγών ή χαμηλής κερδοφορίας. Οπότε, υπό τη νέα διοίκηση υπάρχει η προσδοκία για πληρέστερη εκμετάλλευση των δυνατοτήτων της εξαγοραζόμενης.

Στην έρευνα των **Baradwaj, Dubofsky & Fraser (1991)**, εξετάζεται ένα δείγμα 108 εξαγορών της περιόδου 1981-1987 που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ. Η μελέτη επικεντρώνεται στις αποδόσεις των τραπεζών-αγοραστών και συγκρίνει τα αποτελέσματα ανάλογα με Σ&Ε που αφορούν στην ίδια πολιτεία ή σε διαφορετικές πολιτείες καθώς επίσης ελέγχει τυχόν διαφορές ανάμεσα σε εξαγορές που έγιναν για αμυντικούς σκοπούς ή μη. Οι ερευνητές χρησιμοποίησαν τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων και το μοντέλο της αγοράς, σταθμίζοντας τη συνεισφορά της κάθε μετοχής ανάλογα με την αξία της κάθε τράπεζας. Με το χρονικό σημείο μηδέν να ορίζεται ως η ημέρα ανακοίνωσης, η περίοδος εκτίμησης είναι η $(-60,-11)$.

Να σημειωθεί ότι το συνολικό δείγμα των 108 περιπτώσεων περιλαμβάνει 37 ενδοπολιτειακές εξαγορές και 71 διαπολιτειακές εξαγορές. Τα αποτελέσματα για το σύνολο του δείγματος για την περίοδο $(-1,0)$ δίνουν $CAR = -1,38\%$. Για την περίοδο $(-2,+2)$ $CAR = -1,93\%$ και για την περίοδο $(-5,+5)$, $CAR = -2,63\%$. Όλα τα

αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά στο ε.σ. 1%. Καταγράφονται λοιπόν αρνητικές αποδόσεις για τους μετόχων των αγοραστών, όπως έχει αποδειχθεί σε όλες σχεδόν τις έρευνες. Τι συμβαίνει όμως με τη γεωγραφική σύγκριση: τα επιμέρους αποτελέσματα είναι αρνητικά και στατιστικά σημαντικά (έτσι προκύπτουν και τα παραπάνω αποτελέσματα). Ωστόσο οι διαφορές που παρατηρούνται ανάμεσα στις δύο κατηγορίες είναι της τάξεως του 0,8% έως 1,5% ανάλογα με το παράθυρο παρατήρησης αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Συνεπώς δεν προκύπτει διαφοροποίηση ανάμεσα σε εξαγορές εντός της ίδια πολιτεία και σε διαπολιτειακές. Ενδεχομένως, τα όποια οφέλη προέρχονται από την γεωγραφική διασπορά να εκμηδενίζονται από μειωμένα επίπεδα συνεργειών που θα μπορούσαν να προκύψουν σε ενοποιήσεις γεωγραφικά συγγενών τραπεζών.

Το δεύτερο θέμα που απασχόλησε τους ερευνητές είναι το αν υπάρχει διαφορά στις μη-κανονικές αποδόσεις ανάμεσα σε εξαγορές που έγιναν για αμυντικούς σκοπούς ή μη. Από το σύνολο των 108 περιπτώσεων, οι 18 αφορούν αμυντικές εξαγορές. Όπως αναφέρεται στη μελέτη, το κίνητρο για αυτές τις Σ&Ε ήταν η ενδυνάμωση της θέσης της τράπεζας στην αγορά και συνήθως ο στόχος ήταν σχετικά μεγάλου μεγέθους για τον αγοραστή. Ο απώτερος σκοπός ήταν η επίτευξη της εξαγοράς και η δημιουργία ενός μεγαλύτερου οργανισμού που θα ήταν λιγότερο πιθανό να καταστεί ο ίδιος στόχος εξαγοράς. Από τον υπολογισμό των αθροιστικών μη-κανονικών αποδόσεων προέκυψαν τα εξής αποτελέσματα: για την (-1,0), CAR= -3,54%. Το αντίστοιχο ποσοστό για τις υπόλοιπες 90 εξαγορές ήταν -1,02%. Να σημειωθεί ότι τα ποσοστά αυτά είναι στατιστικά σημαντικά καθώς επίσης σημαντική είναι και η διαφορά που προκύπτει και υπολογίζεται σε -2,52%. Αντίστοιχα αποτελέσματα προκύπτουν και τις περιόδους (-2,+2) και (-5,+5) όπου οι διαφορές ανέρχονται σε -2,16% και -2,73% επίσης σημαντικές. Εμφανώς, λοιπόν, όταν οι εξαγορές πραγματοποιούνται αναγκαστικά και για λόγους αυτοπροστασίας, καταστρέφεται περισσότερη αξία για τους μετόχους.

Μια από τις λίγες μελέτες που εξετάζουν την πορεία των τραπεζικών συγχωνεύσεων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα είναι αυτή των **Madura & Wiant, (1994)**. Το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στην τράπεζα-αγοραστή και με την μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων μετράται η επίπτωση του γεγονότος της Σ&Ε στους επόμενους 36 μήνες μετά την ημερομηνία ανακοινώσεως. Παρατηρήθηκε έντονη αρνητική τάση της πορείας των μετοχών η οποία τείνει να αυξάνεται και να

συνεχιστεί και πέραν του διαστήματος των 36 μηνών. Δηλαδή είτε δεν πραγματοποιούνται θετικές επιδράσεις από την ενοποίηση είτε τα όποια θετικά στοιχεία αναιρούνται από άλλα αρνητικά. Ωστόσο, σημαντική θετική επίδραση έχει ο παράγοντας επένδυσης σε οικεία (ενδο-πολιτειακή) αγορά, η χαμηλή απόδοση του αγοραστή προ της συγχωνεύσεως όπως επίσης θετική επίδραση έχει και ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης του αγοραστή πριν την ενοποίηση.

Το δείγμα περιλαμβάνει εξαγορές της περιόδου 1983-1987 που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ. Απαραίτητο στοιχείο η διαθεσιμότητα δεδομένων για τις τιμές των μετοχών και τα μερίσματα για μια περίοδο 62 μηνών πριν από την ημέρα ανακοίνωσης της συγχώνευσης και για τους επόμενους 36 μήνες μετά από αυτήν. Το δείγμα περιλαμβάνει 152 περιπτώσεις τραπεζικών εξαγορών. Όσον αφορά στη μεθοδολογία, χρησιμοποιείται η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων και το μοντέλο της αγοράς εμπλουτισμένο όμως με μια παραπάνω μεταβλητή. Εκτός από την σταθερά 'α' και το beta επί την απόδοση της αγοράς, που είναι ο δείκτης S&P 500, προστίθεται στην εξίσωση ένας όρος ακόμη, ένα δεύτερο beta επί την απόδοση του δείκτη S&P Financial Index. Ο λόγος που οι ερευνητές επέλεξαν να προσθέσουν το δεύτερο αυτό παράγοντα είναι διότι θεωρούν ότι θα βελτιώσει ποιοτικά τα αποτελέσματα, δεδομένου ότι χρησιμοποιούν μηνιαίες αποδόσεις και όχι ημερήσιες όπως οι περισσότερες έρευνες. Στη συνέχεια υπολογίζουν τις μη-κανονικές αποδόσεις και τις αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις με τον κλασικό τρόπο.

Τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι αρνητικά. Οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι αρνητικές σε όλους τους μήνες εκτός από τέσσερεις. Επίσης, μόλις τον τέταρτο μήνα μετά τη συγχώνευση η μη-κανονική απόδοση ανήλθε σε +0,32%, μη σημαντικό. Στη συνέχεια και πάλι οι αποδόσεις ήταν αρνητικές. Οι αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις είναι στατιστικά σημαντικές στους 13 από τους 36 μήνες που μελετώνται. Ενώ οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις είναι συνεχώς αρνητικές φθάνοντας το -27,06% (στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 5%) τον 36^ο μήνα. Στη μελέτη παρουσιάζονται επίσης αποτελέσματα ανάλογα με το μέγεθος των αγοραστών. Συγκεκριμένα, από το σύνολο των 152 τραπεζών, οι 73 μεγαλύτερες είχαν CAR= -24,46% (στατιστικά σημαντικό στο 5%) για το διάστημα των 36 μηνών. Αντίστοιχα, το ποσοστό για τις 79 μικρότερες, ήταν στο -29,46% (επίσης στατιστικά σημαντικό), υποδηλώνοντας ότι το μεγάλο μέγεθος του αγοραστή επηρέασε λιγότερο αρνητικά τις μη-κανονικές αποδόσεις.

Τέλος, με βάση τα αποτελέσματα, οι ερευνητές δημιούργησαν ένα μοντέλο με το οποίο ήλεγξαν τη συνεισφορά και τη σημαντικότητα διαφόρων μεταβλητών στο τελικό αποτέλεσμα. Ελέγχθηκε το σχετικό μέγεθος του στόχους ως προς το μέγεθος του αγοραστή, το μέγεθος του αγοραστή, ο ρυθμός ανάπτυξης του αγοραστή, η φύση της εξαγοράς ως γενόμενη εντός της ίδιας πολιτείας (των ΗΠΑ) ή και εκτός, η αποδοτικότητα του αγοραστή (ROA του προηγούμενου έτους), ο τρόπος πληρωμής και η συμμετοχή του αγοραστή σε πολλαπλές εξαγορές την ίδια περίοδο. Μετά τον έλεγχο αποδείχθηκε ότι στο τελικό αρνητικό αποτέλεσμα συνεισφέρει αρνητικά και στατιστικά σημαντικά ο ρυθμός ανάπτυξης του αγοραστή. Ενδεχομένως διότι οι τράπεζες που είχαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης δεν φροντίζουν ώστε να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα μιας συγχώνευσης και να κερδίσουν από αυτήν, όπως αναφέρουν οι ερευνητές. Επίσης αρνητικά επηρεάζει η περαιτέρω εξάπλωση του αγοραστή σε άλλες αγορές από αυτές που ήδη δραστηριοποιείται (σε διαφορετική πολιτεία των ΗΠΑ) αν και συχνά έχει πολλά καταστήματα σε κοντινές αποστάσεις και γενικά χρησιμοποιεί περισσότερα μέσα από όσα χρειάζονται για την εξυπηρέτηση μιας γεωγραφικής περιοχής. Ο τρίτος παράγοντας που επηρεάζει σημαντικά το τελικό αποτέλεσμα είναι η προ της συγχώνευσης αποδοτικότητα του αγοραστή. Το αποτέλεσμα μετά το γεγονός είναι υψηλότερο όσο χαμηλότερη ήταν η απόδοση στο παρελθόν. Αυτό ίσως σημαίνει ότι τράπεζες που υστερούσαν στο παρελθόν, πιέζονται στο να εξαγουν οφέλη μέσα από μια εξαγορά.

Ανακεφαλαιώνοντας, όταν πριν από την ενοποίηση ο αγοραστής είχε χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης αποδείχτηκε ότι απέδωσε καλύτερα μετά από αυτήν. Επίσης φαίνεται ότι εξαλείφοντας την υπερβάλλουσα χρήση μέσων εντός της ίδιας πολιτείας προκύπτουν οφέλη και η μέτρια πορεία του παρελθόντος σε όρους αποδοτικότητας ενεργοποιεί τη διοίκηση για βελτίωση μετά την συγχώνευση. Το τελικό όμως αποτέλεσμα όπως αυτό περιγράφεται από την πορεία των μετοχών στην οργανωμένη αγορά είναι αρνητικό για τους μετόχους της αγοράστριας τράπεζας.

Στην έρευνα των **Houston & Ryngaert (1994)** εξετάζονται τα οφέλη ή οι ζημιές που προκύπτουν από τις Σ&Ε μεγάλων τραπεζικών ιδρυμάτων. Χρησιμοποιείται η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων για ένα δείγμα 153 περιπτώσεων από τις ΗΠΑ για την περίοδο 1985-1991. Από το σύνολο των 153 Σ&Ε μόνο οι 131 ολοκληρώθηκαν ενώ οι υπόλοιπες 22 απέτυχαν. Να σημειωθεί ότι

επιλέχθηκαν μόνο τράπεζες των οποίων τα περιουσιακά στοιχεία είχαν αξία τουλάχιστον 100 εκατ. δολάρια.

Σε συμφωνία με τις περισσότερες μελέτες που πραγματοποιούνται το ίδιο αντικείμενο, τα συνολικά κέρδη των ενοποποιημένων τραπεζών ήταν ελάχιστα θετικά και μη στατιστικά σημαντικά. Επιπλέον ελέγχθηκαν παράγοντες οι οποίοι εκλαμβάνονται από την αγορά ως σημαντικοί για μια Σ&Ε. Η κερδοφορία του αγοραστή και η μέθοδος πληρωμής της Σ&Ε διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο.

Πιο αναλυτικά, για την κατασκευή της event study χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα της περιόδου (-230,-31) για την εκτίμηση των μεταβλητών του μοντέλου και ως ήμερα γεγονότος (event date) χρησιμοποιήθηκαν δύο διαφορετικές ημερομηνίες: η επίσημη ημέρα ανακοινώσεως και η ημέρα που διέρρευσε οι πρώτες φήμες περί συμμετοχής της κάθε τράπεζας σε μια Σ&Ε. Τα αποτελέσματα από τη χρήση της μεθοδολογίας έδωσαν ελάχιστη θετική μη-κανονική απόδοση +0,38%, μη σημαντικό, για τις ημέρες (-4,0). Το διάστημα αυτό μεσολαβούσε σε αρκετές (όχι όλες) περιπτώσεις ανάμεσα στις φήμες και την επίσημη ανακοίνωση. Αυτή ήταν η επιλογή των ερευνητών. Όσον αφορά στα επιμέρους αποτελέσματα των εμπλεκόμενων τραπεζών, για τους αγοραστές υπολογίσθηκαν μη-κανονικές απώλειες -2,32%, σημαντικό, ενώ για τους εξαγοραζόμενους μη-κανονικά κέρδη +14,39%, επίσης σημαντικό. Και τα δύο αποτελέσματα αναφέρονται στο ίδιο διάστημα (-4,1).

Ενδιαφέρον έχει και η σύγκριση των αποτελεσμάτων ανάλογα με το χρόνο που έλαβαν χώρα οι Σ&Ε. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι για τους εξαγοραζόμενους η πενθήμερη (-4,0) μη-κανονική απόδοση για το σύνολο της περιόδου 1985-1991 ανήλθε σε +14,4%. Το έτος 1985 το αντίστοιχο ποσοστό ήταν +12,9%. Το 1989 ήταν +21%, ενώ το 1991 έφτασε το 30,2%. Αντίστοιχα, οι αποδόσεις για τους αγοραστές από στατιστικά σημαντικές και αρνητικές τα πρώτα χρόνια, έγιναν μη σημαντικές και πολύ κοντά στο μηδέν τα δύο τελευταία έτη (1990,1991). Το αποτέλεσμα αυτό, η βελτίωση της απόδοσης των Σ&Ε μπορεί να αναχθεί στα διαφορετικά χαρακτηριστικά των πιο πρόσφατων Σ&Ε και στην αλλαγή των συνθηκών της αγοράς γενικότερα.

Από τους παράγοντες που ελέγχθηκαν ως προς την επίδρασή τους στο τελικό αποτέλεσμα, ο υψηλός δείκτης ROA της τράπεζας αγοραστή φαίνεται να επηρεάζει

θετικά τις μη-κανονικές αποδόσεις. Επίσης σημαντικός είναι και ο τρόπος πληρωμής της Σ&Ε. Μια εξήγηση για την πτώση της τιμής του αγοραστή είναι η εξής: οι περισσότερες Σ&Ε πληρώνονται με ανταλλαγή μετοχών, η αγορά θεωρεί λοιπόν, ότι η συγκεκριμένη επιλογή από τον αγοραστή υποδηλώνει ότι η μετοχή του είναι υπερτιμημένη. Μια ακόμη παρατήρηση των ερευνητών είναι ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις ξεκίνησαν χρονικά νωρίτερα για τους στόχους και αργότερα για τους αγοραστές. Η αγορά δηλαδή αντιλαμβάνεται πιο εύκολα την εμπλοκή μια τράπεζας ως στόχο σε μια Σ&Ε.

Η μελέτη των **Tourani Rad & Van Beek (1999)** επικεντρώθηκε στη μελέτη της απόδοσης τραπεζικών συγχωνεύσεων στην Ευρώπη. Το δείγμα απαρτίζεται από 56 τράπεζες-αγοραστές και 17 τράπεζες-στόχους από διάφορες χώρες της Ευρώπης. Η εργασία εξετάζει διασυννοριακές συγχωνεύσεις της περιόδου 1989-1996 και την επίδρασή τους στον πλούτο των μετόχων. Η έρευνα επεκτείνεται επίσης στα εξής ερωτήματα: δημιουργούνται οικονομίες κλίμακος και φάσματος; Υπάρχουν οφέλη για τις απορροφώμενες τράπεζες από την αντικατάσταση της «κακής» διοίκησης; Υπάρχει διαφορά ανάμεσα σε συγχωνεύσεις εντός και εκτός συνόρων; Όσον αφορά στην πορεία των μετοχών των δύο εταιρειών, τα αποτελέσματα είναι σύμφωνα με αυτά προγενέστερων ερευνών.

Η μέθοδος που χρησιμοποιήθηκε είναι η event study με ημερήσια δεδομένα και συγκεκριμένα το market model. Η περίοδος υπολογισμού είναι η (-240,-41) ημέρες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης. Αντίστοιχα, η περίοδος παρατήρησης είναι η (-40,+40) απ' όπου αντλήθηκαν τα δεδομένα για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων.

Τα αποτελέσματα για τους αγοραστές δείχνουν ότι την περίοδο λίγο πριν την ανακοίνωση οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι ελαφρώς αρνητικές. Λίγο μετά την ανακοίνωση είναι ελαφρώς θετικές, ποτέ όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικές. Ενδεικτικά: οι CARs του παραθύρου παρατήρησης (-40,-1) = -0,73%. Οι CARs(-1,0) = -0,25%. Οι CARs(0,+5) = +0,57% και οι CARs(-40,+40) = +0,18%.

Για τους εξαγοραζόμενους τα αποτελέσματα είναι πιο ξεκάθαρα. Οι μη-κανονικές αποδόσεις είναι θετικές για τα περισσότερα διαστήματα και μάλιστα φαίνεται ότι η αγορά αντιλαμβάνεται το επικείμενο γεγονός λίγο πριν την ανακοίνωση. Ενδεικτικά: οι CARs του παραθύρου παρατήρησης (-1,0) = +4,46% είναι

στατιστικά σημαντικές. Οι $CARs(0,+1) = +3,96\%$, επίσης οι $CARs(-1,+1) = +4,65\%$ και τέλος οι $CARs(-40,+40) = +5,71\%$ μη στατιστικά σημαντικές. Σε όλες τις περιπτώσεις όμως οι εξαγοραζόμενοι κερδίζουν. Ειδικά μάλιστα την ημέρα της ανακοίνωσης παρατηρήθηκε η $AR(0) = +3,77\%$ να είναι στατιστικά σημαντική.

Οι ερευνητές κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μέτοχοι των τραπεζών στόχων κέρδισαν στατιστικά σημαντικές θετικές μη-κανονικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα για τους αγοραστές δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Επίσης, λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθος των επιχειρήσεων, όσο μικρότερος είναι ο αγοραστής, τόσο μεγαλύτερα είναι και τα κέρδη των μετόχων του. Ενδεικτικά, η διαφορά των $CARs(-1,+1)$ ανάμεσα σε μικρούς αγοραστές και μεγαλύτερους είναι $+0,91\%$. Αντίστοιχα αποτελέσματα υπολογίζονται για τα περισσότερα παράθυρα παρατήρησης (10 στα 13). Αν και δεν είναι στατιστικά σημαντικές οι θετικές αυτές διαφορές υποδηλώνουν ότι μικρότερες τράπεζες-αγοραστές κερδίζουν περισσότερο μετά από μια Σ&Ε καθώς έχουν καλύτερες προοπτικές.

Σε Σ&Ε που έλαβαν χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση και σε σύγκριση με την αγορά των ΗΠΑ προέβησαν οι **Cybo-Ottone & Murgia (2000)** στην έρευνά τους. Το δείγμα απαρτίζεται από πολύ μεγάλες οικονομικά συμφωνίες της περιόδου 1988-1997 και εξετάζεται με την μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων και το μοντέλο της αγοράς, η απόδοση των μετοχών των αγοραστών, των εξαγοραζόμενων και των ενοποιημένων εταιρειών γύρω από την ημέρα ανακοίνωσης του γεγονότος. Εντοπίστηκαν σημαντικές θετικές αποδόσεις κυρίως ανάμεσα σε συγγενείς γεωγραφικά Σ&Ε, ενώ τα αποτελέσματα διαφέρουν σε ένα βαθμό από τα αντίστοιχα ερευνών που αφορούν περιπτώσεις στις ΗΠΑ. Η ανάλυση αφορά 54 Σ&Ε που έλαβαν χώρα σε χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την Ελβετία. Όλες οι περιπτώσεις αφορούν συμφωνίες όπου η αξία των bidders ξεπερνά τα 100 εκατομμύρια δολάρια και εκτός από συμφωνίες μεταξύ τραπεζών συμπεριλαμβάνονται και 18 διασυνοριακές συμφωνίες όπου τράπεζες επεκτάθηκαν στον χώρο των ασφαλίστρων και επενδύσεων.

Χρησιμοποιώντας λοιπόν την μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων και έχοντας ως περίοδο υπολογισμού την $(-270,-21)$ προέκυψαν οι παρακάτω σταθμισμένες (με βάση το μετοχικό κεφάλαιο) ημερήσιες μη-κανονικές αποδόσεις για τις Σ&Ε της Ευρωπαϊκής αγοράς: Για την $(-1,+1)$, $+2,67\%$. Για την $(-10,0)$, $+3,52\%$ και για την $(-10,+10)$, $+3,41\%$. Τα παραπάνω αποτελέσματα αφορούν στις

ενοποιημένες επιχειρήσεις και είναι όλα στατιστικά σημαντικά. Επίσης, στην μελέτη αυτή είναι διαθέσιμα στοιχεία που αφορούν τις CARs των αγοραστών και εξαγοραζόμενων χωριστά. Όσον αφορά στους αγοραστές για την περίοδο (-1,+1) καταγράφηκαν αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις +0,99%, στατιστικά σημαντικές. Για την περίοδο (-10,0), +0,92% και για την (-10,+10), +1,16%. Τα τελευταία όμως δύο αποτελέσματα δεν ήταν στατιστικά σημαντικά. Τα αποτελέσματα για τους εξαγοραζόμενους ήταν τα εξής: Για την (-1,+1), +12,93%, για την (-10,0), +15,69% και για την (-10,+10), +14,16%. Παρατηρώντας συνολικά τα αποτελέσματα βλέπουμε ότι οι targets βγαίνουν κερδισμένοι όπως συνήθως, αλλά με βάση το συγκεκριμένο δείγμα που αφορά μεγάλα σε αξία ιδρύματα φαίνεται να κερδίζουν και οι μέτοχοι των bidders.

Οι ερευνητές σημειώνουν ότι σε βάθος χρόνου (μέσα στο επόμενο έτος από την ημερομηνία ανακοίνωσης) θετικές μη-κανονικές επιδόσεις παρατηρούνται για συγχωνεύσεις με ασφαλιστικές εταιρείες +4,73% (στατιστικά σημαντικό). Συνολικά δε τα αποτελέσματα αποδεικνύουν θετικές αποδόσεις σε εγχώριες τραπεζικές συγχωνεύσεις και σε τραπεζο-ασφαλιστικές συμφωνίες. Οι ερευνητές επίσης αναφέρουν ότι δεν απέκτησαν επαρκείς πληροφορίες ώστε να αποδώσουν τις όποιες διαφορετικές εκτιμήσεις της έρευνας τους σε σχέση με προηγούμενες μελέτες που αφορούν στις ΗΠΑ, στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο των δύο ηπείρων. Ωστόσο, εξηγούν ότι το θεσμικό πλαίσιο των ευρωπαϊκών αγορών έχει πολλά κοινά σημεία από χώρα σε χώρα και ενδεχομένως για τον λόγο αυτό πάντα εντοπίζονται παρόμοιες διαφορές όταν γίνεται σύγκριση με έρευνες της αμερικανικής ηπείρου. Τέλος, η υπεροχή των εγχώριων τραπεζικών συγχωνεύσεων έναντι των διεθνών συνάδει και με αποτελέσματα προηγούμενων μελετών.

Ακολουθεί η επισκόπηση της έρευνας του **Becher (2000)**. Περιλαμβάνει ένα δείγμα 558 τραπεζικών συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα την περίοδο 1980-1997 στις ΗΠΑ. Τα συνολικά αποτελέσματα υποδηλώνουν ότι οι Σ&Ε δημιουργούν αξία. Κατά μέσο όρο σε ένα διάστημα 36 ημερών και για την ακρίβεια στο (-30,+5) γύρω από την ημερομηνία ανακοίνωσης της επικείμενης συγχώνευσης, οι στόχοι κατέγραψαν κέρδη άνω του +22%, οι αγοραστές έμειναν στο μηδέν, ενώ συνδυασμένα υπολογίστηκε αύξηση +3%. Επίσης, ειδικά για τη δεκαετία του '90 καταγράφηκε θετική επίδραση στους αγοραστές μεγαλύτερη απ' ό,τι στα μέσα της δεκαετίας του '80. Σημειώθηκε επίσης το γεγονός ότι η μελέτη ενός δεύτερου

παραθύρου παρατήρησης (event window) διάρκειας 11 ημερών αποδίδει διαφορετικά αποτελέσματα. Ανεξάρτητα πάντως από το παράθυρο παρατήρησης δημιουργείται αξία μετά την Σ&Ε.

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων, ο ερευνητής εστιάζει σε δύο διαφορετικές περιόδους, την (-30,+5) και την (-5,+5) γύρω από την ημερομηνία ανακοινώσεως. Οι CARs υπολογίζονται σταθμίζοντας τις επιμέρους CARs του αγοραστή και εξαγοραζόμενου βάσει της συνολικής αξίας τους την ημέρα -30. Τα αποτελέσματα για το σύνολο της περιόδου 1980-1997 και για το (-30,+5) δίνουν +22,64% για τους targets (σημαντικό), -0,10% για τους bidders (μη σημαντικό) και +3,03% (σημαντικό) για τις ενοποιημένες τράπεζες. Υπολογίζονται όμως καλύτερα αποτελέσματα για την περίοδο 1991-1997 όπου οι targets κερδίζουν +23,8% (σημαντικό), οι bidders +0,06% (σημαντικό) παρόλα αυτά θετικό και οι ενοποιημένες τράπεζες +3,53% (σημαντικό). Ξεκάθαρα λοιπόν, την δεκαετία αυτή οι Σ&Ε απέδωσαν καλύτερα.

Αντίστοιχα αποτελέσματα παρατηρούνται για το παράθυρο (-5,+5). Για την περίοδο 1980-1997 οι targets καταγράφουν CARs +17,1%, οι bidders -1,08%, ενώ τα ενοποιημένα αποτελέσματα βρίσκονται στο +1,8%. Πάλι αν εξετάσουμε τη περίοδο 1991-1997 τα ενοποιημένα αποτελέσματα είναι στο +1,87% δηλαδή λίγο καλύτερα από ότι στο σύνολο (για αυτό το παράθυρο όλα τα αποτελέσματα ήταν στατιστικά σημαντικά). Ενδιαφέρον έχει και η μελέτη των μη-κανονικών αποδόσεων με βάση τη μέθοδο πληρωμής. Για το παράθυρο των 36 ημερών και το σύνολο της περιόδου 1980-1997 στις περιπτώσεις που οι targets αμείφθηκαν μόνο με μετοχές κατέγραψαν CARs +20,84%, ενώ όταν έλαβαν και μετρητά το ποσοστό ανήλθε σε +25,38%. Αντίστοιχη διαφορά +3,19% προέκυψε και για το παράθυρο των 11 ημερών. Όσον αφορά στους αγοραστής στη περίπτωση που πλήρωσαν μόνο με μετοχές οι CARs υπολογίστηκαν κατά -1,69% και -1,23% χαμηλότερες από ότι στην περίπτωση όπου το τίμημα εδόθη σε μετρητά, για τις περιόδους των 36 και 11 ημερών αντίστοιχα. Με βάση τα αποτελέσματα λοιπόν στη περίπτωση της ανταλλαγής μετρητών κερδίζουν περισσότερα όλοι οι μέτοχοι.

Τέλος να σημειωθεί ότι τα διαφορετικά αποτελέσματα που υπολογίστηκαν για τα δύο παράθυρα παρατήρησης και συγκεκριμένα οι υψηλότερες αποδόσεις του διαστήματος (-30,+5) ενδεχομένως υποδηλώνουν τη δυνατότητα της αγοράς να

προεξοφλεί μια επικείμενη Σ&Ε, αφού τα αποτελέσματα για το δεύτερο παράθυρο, το εγγύτερο προς την ημερομηνία της επίσημης ανακοίνωσης ήταν χαμηλότερα.

Η έρευνα του **DeLong (2001)** είναι μία από τις περιπτώσεις που η μελέτη δεν περιορίζεται στην απόδοση και μόνο των τραπεζικών συγχωνεύσεων. Ο ερευνητής διαχωρίζει τις περιπτώσεις σε αυτές που δημιουργείται πράγματι αξία κατά την ανακοίνωση της συγχώνευσης και σε εκείνες που δεν προκύπτει υπερβάλλουσα απόδοση. Στη μελέτη αυτή γίνεται διάκριση ανάμεσα σε γεωγραφικά συγγενείς και μη, τράπεζες. Οι επιχειρήσεις επίσης διαφοροποιούνται και βάσει των δραστηριοτήτων τους, πχ. αποταμιευτικές τράπεζες, είτε τοπικές εμπορικές τράπεζες, είτε μεγάλες τράπεζες εθνικής ή και παγκόσμιας εμβέλειας έχουν διαφορετικό εύρος δραστηριοτήτων και προσφερόμενων προϊόντων. Η ανάλυση αποδεικνύει ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις σχετίζονται και με το σχετικό μέγεθος της τράπεζας-στόχου ως προς την τράπεζα-αγοραστή.

Το δείγμα απαρτίζεται από 280 συγχωνεύσεις που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ την περίοδο 1988-1995. Χρησιμοποιείται η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων με το μοντέλο της αγοράς (event study methodology with the market model). Η περίοδος υπολογισμού είναι η (-300,-51) ημέρες πριν την ανακοίνωση. Έπειτα υπολογίζονται οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις για την περίοδο (-10,+1). Ο DeLong όπως προαναφέρθηκε χώρισε το δείγμα σε υπό-ομάδες. Αναλυτικά, από τις 280 συγχωνεύσεις, οι 121 αφορούν συγγενείς γεωγραφικά τράπεζες. Για αυτήν την υπό-ομάδα οι μέσες CARs για τις ενοποιημένες επιχειρήσεις ανέρχονται σε +0,62%, ελάχιστα θετικές και μη στατιστικά σημαντικές. Ωστόσο, σε συμφωνία και με πολλές ακόμη έρευνες, το αποτέλεσμα αυτό προκύπτει ως η συνισταμένη αρνητικών αποδόσεων για τους αγοραστές και θετικών αποδόσεων για τους εξαγοραζόμενους. Ήτοι, οι μέσες CARs για τους αγοραστές ήταν -1,46% (στατιστικά σημαντικές σε ε.σ. 1%) ενώ για τους εξαγοραζόμενους ήταν +18,30% (επίσης στατιστικά σημαντικές σε ε.σ. 1%). Τα αποτελέσματα για την υπό-ομάδα που δεν συγγενεύει γεωγραφικά είναι κατώτερα. Συγκεκριμένα, το δείγμα των 159 περιπτώσεων της κατηγορίας αυτής έδωσε μέσες CARs για τις ενοποιημένες επιχειρήσεις ανέρχονται σε -0,40% (όχι στατιστικά σημαντικές). Για τους bidders η μέση CAR υπολογίστηκε σε -1,85% (σημαντικό) ενώ για τους targets σε +15,32% (επίσης σημαντικό στο 1%). Τέλος, τα συνολικά αποτελέσματα ανεξαρτήτως γεωγραφικής συγγένειας υποδηλώνουν για

την νέα ενοποιημένη επιχείρηση $CAR = +0,04\%$ (όχι σημαντικό), με τους bidders να χάνουν $-1,68\%$ (σημαντικό) και τους targets να κερδίζουν $+16,61\%$ (σημαντικό).

Η έρευνα κλείνει με τα συμπεράσματα του DeLong στα οποία συγκαταλέγεται το ότι η αγορά πράγματι ξεχωρίζει τους διαφορετικούς τύπους συγχωνεύσεων, όπως μαρτυρούν τα παραπάνω εμπειρικά αποτελέσματα. Ανάλογα με τις δραστηριότητες των τραπεζών αλλά και την γεωγραφική ή όχι συσχέτιση, προκύπτουν διαφορετικά αποτελέσματα. Οι συγχωνεύσεις ανάμεσα σε επιχειρήσεις με κοινά τα παραπάνω χαρακτηριστικά αποδίδουν περισσότερο. Συγκεκριμένα, όταν υπάρχει θετική σχέση αναφορικά με την γεωγραφική περιοχή και τη δραστηριότητα προκύπτει $CAR = +3,00\%$ (σημαντικό) για τις ενοποιημένες εταιρείες. Αντίθετα, όταν υπάρχει διαφοροποίηση προκύπτει $CAR = -0,69\%$ (μη σημαντικό) για τις ενοποιημένες εταιρείες. Ωστόσο αυτά πρέπει να ληφθούν υπόψη με προσοχή διότι ενώ οι τιμές των μετοχών αποκαλύπτουν τις προσδοκίες για τις μελλοντικές χρηματοροές εντούτοις η πραγματική απόδοση μπορεί να διαφέρει από τις εκτιμήσεις της αγοράς.

Η έρευνα των **Amihud, DeLong & Saunders (2002)** εξετάζει τις επιπτώσεις των διεθνών τραπεζικών συγχωνεύσεων στον κίνδυνο και στις μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστών (bidders). Όσον αφορά στην μέτρηση του κινδύνου, οι ερευνητές υπολόγισαν τον κίνδυνο του αγοραστή για ένα χρόνο πριν την συγχώνευση (συγκεκριμένα για το διάστημα $(-260,-10)$) και το συνέκριναν με τον κίνδυνο του αντίστοιχου χρονικού διαστήματος ένα χρόνο μετά το γεγονός $(+10,+260)$. Επίσης, το εκάστοτε αποτέλεσμα το συνέκριναν με τρεις δείκτες γεωγραφικής διαφοροποίησης: τον παγκόσμιο, τον εγχώριο (δείκτης της χώρας που εδρεύει η τράπεζα αγοραστής) και τον εξωτερικό (δείκτης της χώρας που εδρεύει η τράπεζα στόχος). Η μέτρηση του συνολικού κινδύνου έγινε με βάση την διακύμανση των ημερήσιων αποδόσεων του bidder σε σχέση με την διακύμανση των παραπάνω δεικτών. Επίσης διαχωρίστηκε και ο συστηματικός κίνδυνος μέσω του συντελεστή beta πάλι σε σύγκριση με τους τρεις παραπάνω δείκτες. Όσον αφορά τις μη-κανονικές αποδόσεις, η περίοδος παρατήρησης είναι το διάστημα από 10 ημέρες πριν την ανακοίνωση έως και 1 ημέρα μετά $(-10,+1)$. Να σημειωθεί επίσης ότι το δείγμα που χρησιμοποιήσαν απαρτίζεται από 214 περιπτώσεις συγχωνεύσεων της περιόδου 1985-1998.

Γενικά, συμπέραναν ότι ο κίνδυνος ούτε αυξάνει ούτε μειώνεται και ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις των αγοραστών είναι αρνητικές και στατιστικά σημαντικές.

Επίσης είναι κατά κάποιο τρόπο υψηλότερες όταν αυξάνεται ο κίνδυνος της τράπεζας αγοραστή. Η συγκεκριμένη έρευνα, λοιπόν, εξετάζει όχι μόνο την απόδοση μιας συγχώνευσης και τον κίνδυνο που μπορεί να προκύψει αλλά και την συνεισφορά του κινδύνου αυτού στην μη-κανονική απόδοση.

Τα αποτελέσματα για τον συνολικό κίνδυνο δεν υποδεικνύουν καμία στατιστικά σημαντική αλλαγή. Συγκεκριμένα η διαφορά του συνολικού κινδύνου σε σχέση με τον κίνδυνο της (κάθε) κατηγορίας υπολογίστηκε σε: $-0,0701$ σε σχέση με τον παγκόσμιο δείκτη, υπολογίστηκε σε $-0,0193$ σε σχέση με τον εγχώριο δείκτη και σε $-0,0983$ σε σχέση με τον εξωτερικό δείκτη. Όλα τα αποτελέσματα λοιπόν είναι μηδενικά.

Στο δεύτερο μέρος, εξετάζεται ο συστηματικός κίνδυνος. Μετά από την εξαγορά μιας τράπεζας του εξωτερικού, λογικά αυξάνεται το μέρος του εισοδήματος που προέρχεται από το εξωτερικό και μειώνεται το μέρος του εισοδήματος που προέρχεται από την εγχώρια αγορά. Δηλαδή αναμένεται υψηλότερη συνδιακύμανση ανάμεσα στην απόδοση του αγοραστή και στην απόδοση του παγκόσμιου δείκτη, ενώ αντίστοιχα αναμένεται μείωση της συνδιακύμανσης με τον εγχώριο δείκτη. Αυτήν την υπόθεση εξετάζουν οι ερευνητές μέσω του συντελεστή beta. Τα αποτελέσματα ωστόσο δεν διαφέρουν πολύ από τα προηγούμενα. Η μεταβολή στο beta ως προς τον παγκόσμιο δείκτη, τον εγχώριο δείκτη και τον εξωτερικό ανέρχεται σε $+0,0032$, $+0,0159$ και $-0,0017$ αντίστοιχα. Κανένα αποτέλεσμα όμως δεν είναι στατιστικά σημαντικό. Συνεπώς δεν επιβεβαιώθηκε η υπόθεση που διατυπώθηκε προηγουμένως.

Το τρίτο μέρος της έρευνας επικεντρώνεται στον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων και εξετάζει δύο κύρια ερωτήματα: προκύπτουν οφέλη από τις διεθνείς συγχωνεύσεις για τους μετόχους των αγοραστών και υπάρχει άραγε σχέση των αποδόσεων αυτών με τις όποιες μεταβολές στον κίνδυνο που αναλαμβάνεται; Όσον αφορά στον υπολογισμό των αποδόσεων να σημειωθεί ότι η συστηματική απόδοση του γνωστού μοντέλου της αγοράς απαρτίζεται από τρεις επιμέρους συστηματικές αποδόσεις με τρία διαφορετικά betas που αφορούν τους τρεις δείκτες που περιγράφηκαν παραπάνω. Στη συνέχεια υπολογίστηκαν οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα δείχνουν ότι οι μέσες CARs είναι αρνητικές κατά 1% (στατιστικά σημαντικό αποτέλεσμα σε ε.σ. 1%). Το αποτέλεσμα αυτό ισχύει επίσης για όλες τις γεωγραφικές περιοχές. Αναφορικά με τα

επιμέρους beta μόνο αυτό του εγχώριου δείκτη δείχνει να επηρεάζεται ελάχιστα θετικά. Τέλος, όσον αφορά στην επίδραση του κινδύνου στις μη-κανονικές αποδόσεις, οι ερευνητές ανέμεναν ότι αφενός μεν η αύξηση του συστηματικού κινδύνου θα επηρέαζε αρνητικά τις CARs μειώνοντας την αξία της επιχείρησης, διατηρώντας σταθερές τις μελλοντικές χρηματοροές της, αφετέρου δε, σε μια εταιρεία με υψηλή μόχλευση όπως μια τράπεζα, η αύξηση του κινδύνου ίσως υποδηλώνει μια μεταφορά πλούτου από τους πιστωτές προς τους μετόχους οπότε οι CARs θα έπρεπε να αυξηθούν. Εν τέλει, οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις φαίνονται να μένουν ανεπηρέαστες από τις μεταβολές του συστηματικού κινδύνου.

Κλείνοντας την παρούσα επισκόπηση, δεν υπάρχουν στοιχεία που να συνδέουν τις διεθνείς συγχωνεύσεις με αύξηση του κινδύνου συνολικά, ούτε όμως και στα συστατικά του, τον εγχώριο, παγκόσμιο ή εξωτερικό κίνδυνο. Οι μη-κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται σε -1% περίπου, στατιστικά σημαντικό, που όμως δεν φαίνεται να συσχετίζονται με αλλαγές στο συστηματικό κίνδυνο. Εντοπίζεται μόνο μια ελάχιστα θετική επίδραση του εγχώριου συστηματικού κινδύνου στις CARs.

Στις μελέτες που χρησιμοποιούν την μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων για τον υπολογισμό της απόδοσης των τραπεζικών Σ&Ε, συγκαταλέγεται και αυτή των **Cornett, Hovakimian, Palia & Tehranian (2003)**. Το νέο στοιχείο που εισάγει η παρούσα έρευνα είναι ότι εκτός από τις CARs, ελέγχει και την σύγκρουση συμφερόντων ανάμεσα στο μάνατζμεντ και τους μετόχους στην απόφαση για μια Σ&Ε. Τα αποτελέσματα υποδεικνύουν στατιστικά σημαντικές αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις για τους αγοραστές στην περίπτωση Σ&Ε με χαρακτηριστικά διαφοροποίησης. Αντίθετα, για Σ&Ε με παρόμοιες δραστηριότητες οι μη-κανονικές αποδόσεις τείνουν στο μηδέν. Στη συνέχεια ελέγχονται παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης όπως το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ), το ποσοστό μετοχών που κατέχει ο Διευθύνων Σύμβουλος (CEO) κ.α. Οι παράγοντες αυτοί φαίνεται να επιδρούν λιγότερο στις διαφοροποιημένες Σ&Ε.

Αρχικά, αναφέρονται οι παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης που εξετάζονται. Αυτοί είναι η εξάρτηση της αμοιβής του CEO με την πορεία της τράπεζας. Λογικό είναι να υπολογισθούν υψηλότερες μη-κανονικές αποδόσεις στην περίπτωση που ο μισθός του CEO συνδέεται άρρηκτα με την πορεία της μετοχής της τράπεζας. Οι μέτοχοι θα θεωρούν ότι εξυπηρετεί με μεγαλύτερη προσήλωση και το δικό τους συμφέρον, τη μεγιστοποίηση του πλούτου τους. Δεύτερος παράγοντας που

εξετάζεται είναι το μέγεθος του Διοικητικού Συμβουλίου (ΔΣ). Μικρότερα ΔΣ ασκούν καλύτερο έλεγχο στον CEO, οπότε αναμένεται και αυτός ο παράγοντας να είναι στατιστικά σημαντικός. Η τρίτη μεταβλητή που λαμβάνεται υπόψη είναι η ηλικία του CEO. Απλούστατα εννοείται ότι ένας μεγαλύτερος και πιο έμπειρος τραπεζίτης μπορεί να κρίνει καλύτερα και να επιλέξει πιο επικερδείς επενδύσεις για την εταιρεία που διευθύνει άρα και Σ&Ε. Τέλος, ελέγχεται και η επίδραση των μεγαλομετόχων, καθώς η ύπαρξη μεγαλομετόχων συνδέεται με πιο πειστικό και αποδοτικό έλεγχο (monitoring) των κινήσεων του CEO.

Για την επιλογή του δείγματος συλλέχθηκαν στοιχεία για 423 Σ&Ε που πραγματοποιήθηκαν από 177 αγοράστριες τράπεζες της περιόδου 1988-1995 στις ΗΠΑ. Η ημέρα μηδέν (event date) είναι η ημέρα ανακοινώσεως της Σ&Ε. Η περίοδος εκτίμησης της μεθόδου των μη-κανονικών αποδόσεων (με χρήση του μοντέλου της αγοράς), είναι η (-136,-36). Να σημειωθεί ότι όσον αφορά στο διαχωρισμό διαφοροποιημένες ή μη Σ&Ε, η διαφοροποίηση έγκειται στην γεωγραφική εγγύτητα (ενδο-πολιτειακή ή διαπολιτειακή Σ&Ε) και στις δραστηριότητες όπου επικεντρώνεται η κάθε τράπεζα.

Τα εμπειρικά αποτελέσματα για το σύνολο του δείγματος δίνουν $CAR(-1,0) = -0,70\%$ και $CAR(-1,+1) = -0,74\%$ (σημαντικά σε ε.σ. 5%) για τους μετόχους των αγοραστών. Υπολογίζονται λοιπόν ελαφρώς αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις, αποτέλεσμα συνεπές με την πλειοψηφία των μελετών. Όσον αφορά στη διάκριση ενδο-πολιτειακής και διαπολιτειακής Σ&Ε, οι $CARs(-1,0)$ είναι κατά $+0,59\%$ υψηλότερες στις ενδο-πολιτειακές Σ&Ε (στατιστικά σημαντικό στο 5%). Δηλαδή η καταστροφή αξίας είναι μικρότερη όταν υπάρχει γεωγραφική εγγύτητα. Όσον αφορά στην ομοιότητα ή μη ανάμεσα στις δραστηριότητες, και πάλι οι $CARs(-1,0)$ είναι κατά $+1,02\%$ υψηλότερες όταν υπάρχει μεγαλύτερη ταύτιση δραστηριοτήτων (επίσης στατιστικά σημαντικό).

Χαρακτηριστικό αποτέλεσμα που συνοψίζει τα ευρήματα της έρευνας είναι η $CAR(-1,+1)$ που αφορά σε διαπολιτειακές Σ&Ε με διαφοροποιημένες δραστηριότητες και ανέρχεται σε $-1,65\%$ (σημαντικό). Αντίθετα, για το ίδιο διάστημα, η CAR για ενδο-πολιτειακές Σ&Ε με παρόμοιες δραστηριότητες ανέρχεται σε $+0,37\%$ στατιστικά σημαντικό στο 5%. Συνεπώς όσο πιο πολλά τα κοινά χαρακτηριστικά των δύο τραπεζών τόσο μικρότερη η καταστροφή αξίας (ή ακόμη και οριακό κέρδος) για τους μετόχους της αγοράζουσας.

Από τον έλεγχο σημαντικότητας που πραγματοποιήθηκε για τους παράγοντες που αφορούν στον τρόπο διακυβέρνησης και τη σχέση τους με τις μη-κανονικές αποδόσεις προέκυψε το εξής συμπέρασμα. Οι μηχανισμοί που αναφέρθηκαν παραπάνω και σκοπό έχουν την μείωση της σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στους CEO και τους μετόχους, είναι πιο αποτελεσματικοί και στατιστικά σημαντικοί στην περίπτωση των Σ&Ε τραπεζών με παρόμοιες δραστηριότητες. Επειδή ο έλεγχος των αποφάσεων του μάνατζμεντ είναι πιο εύκολος και πιο αποτελεσματικός όταν ελέγχονται γνωστές διαδικασίες και προϊόντα. Οι μηχανισμοί αυτοί επίσης είναι λιγότερο αποτελεσματικοί στην περίπτωση των διαπολιτειακών Σ&Ε, όσον αφορά στην γεωγραφική εγγύτητα.

Σε ένα πολύ σημαντικό ερώτημα προσπάθησε να απαντήσει η έρευνα του **DeLong (2003)**. Διαφέρουν σε απόδοση οι Σ&Ε τραπεζών ανάμεσα σε Ευρώπη και Αμερική; Καθώς οι Σ&Ε που λαμβάνουν χώρα εκτός ΗΠΑ αυξάνονται όλο και περισσότερο είναι σημαντικό να διαπιστωθεί αν υπάρχουν ουσιώδης διαφορές ή μη. Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα για 41 περιπτώσεις και συγκρίνοντας τα με ένα δείγμα από ενοποιήσεις στην Αμερική, προέκυψαν τα εξής αποτελέσματα: οι αγοραστές εκτός ΗΠΑ κερδίζουν μεγαλύτερες μη-κανονικές αποδόσεις, ενώ οι στόχοι κερδίζουν λιγότερο από τους στόχους στις ΗΠΑ. Ωστόσο, αν το δείγμα περιορισθεί σε αναπτυγμένες αγορές, τα αποτελέσματα είναι αντίστοιχα και για τις δύο ηπείρους.

Οι όποιες διαφορές εντοπισθούν ενδεχομένως να οφείλονται στο διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο και στην κουλτούρα των κρατών. Μια διαφορά σχετίζεται με τις δραστηριότητες μια εμπορικής τράπεζας. Σε αρκετές χώρες εκτός ΗΠΑ, επιτρέπουν σε εμπορικές τράπεζες να παράγουν και να εμπορεύονται ασφαλιστικά προϊόντα ως δικά τους. Περιορισμοί ή διαφορετικοί κανονισμοί σχετικά με τη δραστηριότητα μιας τράπεζας συνεισφέρουν στην διαφοροποίηση των συνθηκών από χώρα σε χώρα. Επίσης, ορισμένες χώρες όπως η Ελβετία και η Γερμανία, βασίζονται πολύ στον τραπεζικό κλάδο για την εξεύρεση κεφαλαίων, ενώ οι ΗΠΑ αλλά και το Ηνωμένο Βασίλειο έχουν οικονομίες με αναπτυγμένες αγορές χρεογράφων και εναλλακτικών πηγών κεφαλαίων. Είναι πράγματι διαφορετική η αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση των Σ&Ε; Όπως και οι *Ottone & Murgia (2000)* εντόπισαν, στις ευρωπαϊκές τραπεζικές συγχωνεύσεις οι μέτοχοι των αγοραστών φαίνεται να μην υπόκεινται σε απώλειες. Αντίστοιχα αποτελέσματα προκύπτουν και από τη παρούσα μελέτη. Οι συνδυασμένες αποδόσεις ενισχύονται, οι αγοραστές δε χάνουν και οι

στόχοι αυξάνουν την αξία τους. Βέβαια, τα συνδυασμένα κέρδη στις Σ&Ε εκτός ΗΠΑ δεν είναι στατιστικά σημαντικά μεγαλύτερα από ότι εντός ΗΠΑ. Όμως, οι αγοραστές εκτός ΗΠΑ κερδίζουν 2% περισσότερο και οι στόχοι εκτός ΗΠΑ 7% λιγότερο.

Αναλυτικά, με βάση τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων και το μοντέλο της αγοράς υπολογίζονται οι μη-κανονικές αποδόσεις για τη περίοδο (-10,+1) γύρω από την ημέρα ανακοινώσεως. Για την περίοδο εκτίμησης χρησιμοποιήθηκαν ημερήσια δεδομένα ενός έτους πριν από την ημέρα ανακοινώσεως. Το συνολικό δείγμα περιλαμβάνει 438 περιπτώσεις της περιόδου από το 1988-1999. Οι 397 αφορούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές εντός ΗΠΑ, ενώ οι 41 εκτός ΗΠΑ. Οι CARs για το σύνολο του δείγματος για τις ενοποιημένες τράπεζες ανέρχονται σε +0,12% (μη σημαντικό). Το ποσοστό αυτό αναλύεται σε μηδενική (μη σημαντική) απόδοση για τις Σ&Ε εντός ΗΠΑ και σε θετική απόδοση +1,32% (σημαντική) εκτός ΗΠΑ. Η μεταξύ τους διαφορά ωστόσο δεν είναι στατιστικά σημαντική. Ας δούμε τα αποτελέσματα για τα εμπλεκόμενα μέρη. Οι αγοραστές στο σύνολο του δείγματος χάνουν αξία κατά -1,89% (σημαντικό). Όμως, ενώ στις ΗΠΑ οι αγοραστές χάνουν -2,1% (σημαντικό), εκτός ΗΠΑ υπολογίζεται μια θετική, μη σημαντική όμως απόδοση +0,17%. Αυτό το αποτέλεσμα σηματοδοτεί διαφορές ανάμεσα στις δύο ηπείρους. Η διαφορά λοιπόν ανάμεσα στις δύο ομάδες είναι στατιστικά σημαντική και ανέρχεται σε +2,22% υπέρ των αγοραστών εκτός ΗΠΑ. Τέλος, ερευνάται και η απόδοση για τους στόχους. Συνολικά υπολογίζεται σημαντική απόδοση +14,76%. Τα επιμέρους δείγματα δίνουν +8,60 (σημαντικό) για τις Σ&Ε εκτός ΗΠΑ αλλά +15,37% για αυτές εντός ΗΠΑ. Παρατηρείται λοιπόν (στατιστικά) σημαντικό πλεονέκτημα για τους μετόχους των στόχων εντός ΗΠΑ στο +6,79%.

Μια διαφορετική οπτική που αντιμετωπίζει το θέμα ο DeLong έχει να κάνει με το πόσο ανεπτυγμένη είναι η εγχώρια αγορά. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω σε κάποιες χώρες το ρόλο της χρηματοδότησης και της διαμεσολάβησης τον έχουν αποκλειστικά ή κυρίως οι τράπεζες. Αντίθετα σε άλλες χώρες όπως πράγματι συμβαίνει στις ΗΠΑ και στο Ηνωμένο Βασίλειο η αγορά δεν βασίζεται για το σκοπό αυτό μόνο στα τραπεζικά ιδρύματα. Ο ερευνητής χώρισε λοιπόν το δείγμα των 41 περιπτώσεων σε δύο υπό-ομάδες: των 18 περιπτώσεων που έλαβαν χώρα σε αναπτυγμένες αγορές και 23 περιπτώσεων που αφορούν σε οικονομίες βασισμένες στις τράπεζες. Οι διαφορές ανάμεσα σε Σ&Ε στις ΗΠΑ και εκτός αυτής υπολογίστηκαν σε αντίστοιχα επίπεδα όπως και παραπάνω. Εντοπίστηκε όμως μια

σημαντική διαφοροποίηση. Οι αποδόσεις για τους μετόχους των στόχων εκτός ΗΠΑ στις οικονομίες που βασίζονται σε τράπεζες ήταν -11,00% (σημαντικό) χαμηλότερες από ότι στις ΗΠΑ. Υστερούν δηλαδή όπως γράφηκε και παραπάνω, όπου η σύγκριση αφορούσε μόνο στη διάκριση ΗΠΑ, εκτός ΗΠΑ (η διαφορά ήταν στο 6,79%), όμως φαίνεται να βρίσκονται σε ακόμη πιο δυσχερή θέση, τώρα που συνυπολογίζεται και ο παράγοντας εξάρτησης της οικονομίας από τις τράπεζες. Η διαφοροποίηση αυτή ενισχύεται και από το επόμενο αποτέλεσμα. Οι αποδόσεις για τους μετόχους των στόχων εκτός ΗΠΑ στις αναπτυγμένες οικονομίες (που είναι δηλαδή αντίστοιχες με των ΗΠΑ, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο) υπολογίσθηκαν σε -1,40% χαμηλότερες σε σχέση με τις αντίστοιχες αποδόσεις για Σ&Ε εντός ΗΠΑ (όχι όμως στατιστικά σημαντικό). Ξεκάθαρα λοιπόν, εξάγεται το συμπέρασμα ότι σε οικονομίες όπου επικρατούν αντίστοιχες συνθήκες οι όποιες διαφορές αμβλύνονται. Ενώ λοιπόν αρχικά είδαμε να υπάρχει διαφορά ανάμεσα σε ΗΠΑ και εκτός ΗΠΑ, τώρα τα αποτελέσματα συγκλίνουν. Προσοχή όμως, ομιλούμε για τον έλεγχο που γίνεται με βάση το είδος της αγοράς.

Τελικά πράγματι φαίνεται να υπάρχει διαφορά στα αποτελέσματα για τους αγοραστές και για τις ενοποιημένες τράπεζες συγκρίνοντας τις Σ&Ε εντός ΗΠΑ και εκτός ΗΠΑ, ενώ το μειονέκτημα για τους μετόχους των στόχων περιορίζεται σε πιο ανεπτυγμένες οικονομίες, αντίστοιχες με των ΗΠΑ, όπως του Ηνωμένου Βασιλείου.

Η έρευνα των **Beitel, Schiereck & Wahrenburg το 2003**, ελέγχει την επιτυχία των τραπεζικών συγχωνεύσεων στην Ευρώπη. Η προέλευση των τραπεζών-αγοραστών είναι οι 15 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Οι ερευνητές μελέτησαν 98 μεγάλες Σ&Ε της περιόδου 1985-2000, προκειμένου να υπολογίσουν τις αποδόσεις για τους μετόχους των targets, των bidders αλλά και για την νέα ενοποιημένη επιχείρηση. Εντόπισαν 13 τουλάχιστον παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία των Σ&Ε, οι οποίοι εξηγούν σε μεγάλο βαθμό την πορεία των μετοχών και υποδεικνύουν ότι η αγορά μπορεί εν μέρει να προβλέψει μια επικείμενη ανακοίνωση εξαγοράς. Επίσης συμπέραναν ότι οι λιγότερο δραστήριες τράπεζες-αγοραστές δημιουργούν τελικά περισσότερη αξία από ότι οι πιο δραστήριες/έμπειρες τράπεζες.

Η μέθοδος που ακολούθησαν (και ενδιαφέρει την παρούσα επισκόπηση) είναι η event study (OLS market model). Υπολόγισαν τις αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις για τις αγοράστριες και εξαγοραζόμενες χωριστά, καθώς επίσης και για

την νέα ενοποιημένη εταιρεία χρησιμοποιώντας σταθμά με βάση την αγοραία αξία των επιμέρους τραπεζών (σύμφωνα με τους Houston & Ryngaert 1994). Πριν από την παράθεση των αποτελεσμάτων της έρευνας αναφέρονται οι εξής παράγοντες – μεταβλητές που απέδειξαν οι ερευνητές ότι επηρεάζουν την πορεία μια Σ&Ε στον τραπεζικό κλάδο:

- Στοχευμένη συναλλαγή εξαγοράς (The focus of a transaction). Οι ερευνητές θεώρησαν ότι τρεις είναι οι παράγοντες που οδηγούν στην επιτυχία μιας Σ&Ε, κάτω από την υπόθεση της επίτευξης συνεργειών: η στενή σχέση όσον αφορά στις δραστηριότητες και στα προσφερόμενα προϊόντα, η γεωγραφική συσχέτιση και το σχετικό μέγεθος του στόχου. Στις περιπτώσεις που ο αγοραστής λαμβάνει υπόψη τα παραπάνω, οι ερευνητές θεωρούν ότι πραγματοποιεί μια στοχευμένη συναλλαγή (focused transaction).
- Ρυθμός αύξησης ενεργητικού του στόχου (Target asset growth).
- Προοπτική διαφοροποίησης / μείωσης κινδύνου (The diversification / risk reduction potential). Ο παράγοντας αυτός αφορά στο συντελεστή συσχέτισης ανάμεσα στις αποδόσεις των μετοχών των δύο εμπλεκόμενων τραπεζών. Εάν δηλαδή αναμένεται με την εξαγορά του στόχου να μειωθεί η μεταβλητότητα της μετοχής της νέας ενοποιημένης εταιρείας.
- Αποδοτικότητα κέρδους/κόστους (Profit and cost efficiency).
- Αποδοτικότητα της τράπεζας-στόχου (Performance measures of a target).
- Εμπειρία της τράπεζας-αγοραστή (Experience of the bidding bank). Η εμπειρία αναφέρεται στις Σ&Ε που έχει εμπλακεί στο παρελθόν η τράπεζα αγοραστής.
- Η μέθοδος πληρωμής (The method of payment).

Τα αποτελέσματα της μεθόδου μη-κανονικών αποδόσεων για τις εξαγοραζόμενες τράπεζες, για την περίοδο: (-20,0) ήταν $CAR = +14,16\%$, για την

περίοδο (-1,0) ήταν $CAR = +10,48\%$, για την ημέρα (0) ήταν $CAR = +8,27\%$ και για την (-20,20) ήταν $CAR = +16\%$. Όλα τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά στο 1%.

Αντίστοιχα, τα αποτελέσματα για τους αγοραστές. Για την περίοδο: (-20,0) $CAR = +0,42\%$. Για την περίοδο (-1,0) $CAR = +0,06\%$. Για την ημέρα (0) $CAR = -0,14\%$ και για την (-20,20) $CAR = -0,20\%$. Τα αποτελέσματα για τους αγοραστές δεν είναι στατιστικά σημαντικά. Παρατηρούμε και σε αυτήν την έρευνα ότι σε μια εξαγορά μεταφέρεται πλούτος από τους μετόχους των bidders σε αυτούς των targets.

Τα αποτελέσματα των ενοποιημένων τραπεζών καταδεικνύουν μικρές θετικές μη-κανονικές αποδόσεις: Για την περίοδο (-20,0) $CAR = +2,01\%$. Για την (-1,0) $CAR = +1,20\%$. Την ημέρα (0) $CAR = +0,91\%$ και την περίοδο (-20,20) $CAR = +1,29\%$. Να σημειωθεί ότι τα παραπάνω αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1%, πλην του τελευταίου που αφορά επίπεδο σημαντικότητας 10%.

Συμπερασματικά, τα αποτελέσματα της μεθόδου event study είναι σε συμφωνία με αντίστοιχες έρευνες. Ενώ ενδιαφέροντα είναι και τα αποτελέσματα με βάση τη μελέτη των παραγόντων που επηρεάζουν την επιτυχία των Σ&Ε και αξίζει να αναφερθούν:

- Όσον αφορά στον παράγοντα «Στοχευμένη συναλλαγή εξαγοράς», οι επιτυχημένοι bidders επιλέγουν μικρότερες και ταχύτερα αναπτυσσόμενες τράπεζες – targets με σχετικά χαμηλά επίπεδα αποδοτικότητας. Υπάρχει πρόσφορο έδαφος για αξιοποίηση των δυνατοτήτων της εξαγοραζόμενης.
- Επίσης αναφορικά με τον παράγοντα «Στοχευμένη συναλλαγή εξαγοράς» και ειδικά όσον αφορά στις παρεμφερείς δραστηριότητες, αυτές δεν οδηγούν σε ξεκάθαρο αποτέλεσμα για την ενοποιημένη τράπεζα. Παρατηρήθηκε ότι οι αγοραστές πλήρωσαν πιο ακριβά για να εξαγοράσουν στόχους με διαφοροποιημένες δραστηριότητες, οπότε οι μέτοχοί τους έχασαν αξία, ενώ από την άλλη πλευρά οι μέτοχοι των στόχων κέρδισαν. Όσον αφορά στη γεωγραφική συσχέτιση και πάλι ενώ για τους στόχους η διαφοροποίηση είναι ευεργετική, για τους αγοραστές είναι αρνητική και πάλι για την ενοποιημένη εταιρεία προκύπτει μια συνιστώσα μηδενικής επίδρασης.

- Παρατηρείται επίσης μεγάλη διαφορά ανάμεσα σε bidder και target όσον αφορά την αποδοτικότητα. Βάσει των αποτελεσμάτων οι αγοραστές κερδίζουν περισσότερο εάν επιλέξουν στόχους με υψηλή M/B τιμή (Market to Book ratio), που υποδηλώνει καλύτερη προοπτική για μελλοντικά κέρδη μέσα από τα οφέλη των συνεργειών.
- Όσον αφορά στην διαφοροποίηση του κινδύνου μέσα από την χαμηλή συσχέτιση των αποδόσεων των μετοχών των δύο τραπεζών, οι μη διαφοροποιημένες Σ&Ε παρήγαγαν περισσότερη αξία υπό την έννοια της επίτευξης υψηλότερου επιπέδου συνεργειών.
- Αναφορικά με την εμπειρία του αγοραστή από παρελθούσες Σ&Ε (4 με 6 Σ&Ε τα τελευταία 16 έτη), φαίνεται ότι δεν ωφελείται ουσιαστικά από την εμπλοκή και μόνο σε μια διαδικασία συγχώνευσης. Τα οφέλη που προκύπτουν πρέπει να είναι ποιοτικά και όχι ποσοτικά.
- Σχετικά με την μέθοδο πληρωμής, παρατηρήθηκαν υψηλότερες αποδόσεις για τους bidders στην περίπτωση που η πληρωμή έγινε με μετοχές.
- Τέλος, η κακή πορεία της μετοχής της target πριν το γεγονός της Σ&Ε ωθεί τους μετόχους της να εγκρίνουν την εξαγορά και/για να κερδίσουν από αυτήν υπό την καθοδήγηση μιας νέας καλύτερης διοίκησης.

Στην μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων βασίζεται και η έρευνα των **Caruso & Palmucci (2004)**. Η μελέτη αφορά την ιταλική αγορά για την περίοδο 1994-2003 και έχει δύο κύριους στόχους: την παρατήρηση και τον έλεγχο για τυχόν θετικές επιδράσεις στις αποδόσεις καθώς και τους παράγοντες που επηρεάζουν τα αποτελέσματα, όπως τα χαρακτηριστικά των τραπεζών, τη νομοθεσία, το ρόλο των μικρό-επενδυτών και της Κεντρικής Τράπεζας της Ιταλίας. Οι ερευνητές δηλώνουν ότι ενώ προηγούμενες μελέτες επικεντρώνονταν στην επιλογή της μεθοδολογίας, εκείνοι στρέφουν την προσοχή τους στις ημερομηνίες του γεγονότος καθώς εκεί βρίσκονται οι πιο σημαντικές πληροφορίες.

Το δείγμα αποτελείται από 21 συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) της ιταλικής αγοράς, την περίοδο 1994-2003, όπου εμπλέκονται συνολικά 43 εισηγμένες στο

χρηματιστήριο τράπεζες. Σημειώνεται ότι οι 7 περιπτώσεις είχαν αρνητική κατάληξη. Για τον υπολογισμό των μη-κανονικών αποδόσεων των ενοποιημένων τραπεζών χρησιμοποιήθηκαν διαφορετικά σταθμά για τους bidders και targets. Για την ακρίβεια η μη-κανονική απόδοση του κάθε μέρους σταθμίστηκε με το κλάσμα της κεφαλαιοποίησης του ως προς το άθροισμα των κεφαλαιοποιήσεων και των δύο εμπλεκόμενων μερών. Με αυτό τον τρόπο τα αποτελέσματα δεν επηρεάζονται από το διαφορετικό μέγεθος ανάμεσα σε αγοραστή και εξαγοραζόμενο. Η περίοδος εκτίμησης που χρησιμοποιήσαν ήταν η (-150,-30). Επίσης επέλεξαν τρεις event dates: Την $t(0)$ που είναι η πρώτη ημέρα που ακούστηκαν φήμες για την επικείμενη Σ&E, την $t(1)$ που είναι η ημέρα ανακοίνωσης και την $t(2)$ που είναι η ημέρα που το τελικό αποτέλεσμα είναι επίσημο (απόκτηση ελέγχου της τράπεζας στόχου ή οριστική αποτυχία της Σ&E). Οι περίοδοι παρατήρησης ποικίλουν: η (-30,0), η (-30,+30), η (-15,15), (-15,0) κ.α. Προσοχή όμως αφορούν στα διαφορετικά γεγονότα που αναφέρθηκαν πριν λίγο, σε διαφορετικές event dates. Στην έρευνα υπάρχουν διαθέσιμα αποτελέσματα που έχουν υπολογισθεί με τέσσερις διαφορετικές μεθοδολογίες, το market model, το industry adjusted, το market model στο οποίο έχει υπολογιστεί το beta της αγοράς και το market model στο οποίο έχει υπολογιστεί το beta του κλάδου.

Οι ερευνητές ξεκινούν την παράθεση των αποτελεσμάτων με το CAR της περιόδου που αφορά την ημέρα ανακοίνωσης $t(1)$: (-30,0) να ανέρχεται σε +0,47% μόνο και μη στατιστικά σημαντικό (χρήση του market model, market index). Το αποτέλεσμα αυτό είναι σύμφωνο με πληθώρα άλλων μελετών. Το ποσοστό αυτό προέκυψε από τη θετική συνεισφορά των targets που κέρδισαν +3,30% και την αρνητική συνεισφορά των bidders που έχασαν -2,37%.

Αναλυτικά η αντίδραση της αγοράς στις φήμες, την ανακοίνωση και την ολοκλήρωση της Σ&E (χρήση market model, market index): Για την περίοδο $t(0)$ = (-30,0) που αφορά την ημέρα που κυκλοφόρησαν φήμες το μέσο CAR ανήλθε σε +0,43% με τους bidders να χάνουν -2,26% και τους targets να κερδίζουν +3,26%. Για την περίοδο $t(1)$ = (-30,0) που αφορά την ημέρα ανακοίνωσης το μέσο CAR ανήλθε σε +2,54% με τους bidders να χάνουν -2,08% και τους targets να κερδίζουν +7,40%. Για την περίοδο $t(2)$ = (-30,0) που αφορά την ημέρα ολοκλήρωσης της Σ&E το μέσο CAR ανήλθε σε +2,22% με τους bidders να κερδίζουν +1,27% και τους targets να κερδίζουν +3,22%. Σχολιάζοντας τα αποτελέσματα αυτά οι ερευνητές κατέληξαν στο

ότι η συνολική αντίδραση της αγοράς σε μια Σ&Ε δεν είναι παρατηρήσιμη καθώς εκδηλώνεται σε διαφορετικές χρονικές στιγμές επηρεάζοντας τις τιμές των μετοχών. Αυτό που πέτυχε η συγκεκριμένη έρευνα είναι να εντοπίσει την επίδραση των μη-κανονικών αποδόσεων της περιόδου $t(0)$ στην περίοδο $t(1)$. Μάλιστα θεωρούν ότι καλύτερα αποτελέσματα δίνει η μελέτη της $t(0)$.

Τέλος, όσον αφορά στην σύγκριση υπό-ομάδων του δείγματος, φαίνεται ότι τα αποτελέσματα είναι παρόμοια ανάμεσα σε μικρές και μεγάλες τράπεζες. Ωστόσο, τα αποτελέσματα είναι καλύτερα στις εξαγορές παρά στις συγχωνεύσεις. Το ίδιο ισχύει και στην περίπτωση που τελικά δεν ολοκληρώθηκε η Σ&Ε, στην εξαγορά οι μη-κανονικές αποδόσεις ήταν υψηλότερες. Επίσης στις περιπτώσεις που με οποιοδήποτε ρόλο ενεπλάκη η Κεντρική Τράπεζα της Ιταλίας, τα αποτελέσματα ήταν κατώτερα.

Ανακεφαλαιώνοντας, τα αποτελέσματα των μη-κανονικών αποδόσεων με βάση την ημερομηνία ανακοίνωσης είναι ποιοτικά αντίστοιχα με αυτά που βασίζονται στις φήμες, αλλά ενισχύονται το ένα από το άλλο καθώς δεν είναι ίδια γεγονότα. Δηλαδή, κατά την ημερομηνία ανακοίνωσης, όταν αυτή ακολουθεί μια φήμη υπάρχει μια υπεραντίδραση που οφείλεται ακριβώς στην επιβεβαίωση αυτής της φήμης. Άρα η μη-κανονική απόδοση της ημέρας ανακοινώσεως θα ήταν χαμηλότερη εάν δεν είχαν κυκλοφορήσει οι φήμες (και οι οποίες επιβεβαιώθηκαν). Σε αντίθεση με προηγούμενες μελέτες οι ερευνητές τονίζουν ότι θα βασίζονταν στις φήμες. Όσον αφορά στα αποτελέσματα, αυτά δεν υποδηλώνουν σημαντική αύξηση αξίας. Τέλος η επίδραση λοιπών παραγόντων δεν επηρεάζει σημαντικά τις τιμές των μετοχών εκτός από την εμπλοκή της Κεντρικής Τράπεζας που επηρεάζει αρνητικά και τη διαφοροποίηση των εξαγορών έναντι των συγχωνεύσεων που προσδίδουν μεγαλύτερη αξία.

Μια από τις πιο πρόσφατες μελέτες που παρουσιάζονται στην παρούσα ενότητα είναι και αυτή των **Soussa & Wheeler (2006)**. Με τη χρήση της μεθόδου των μη-κανονικών αποδόσεων ελέγχεται η αντίδραση της τιμής της μετοχής της αγοράστριας τράπεζας κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Η έρευνα αφορά αναπτυσσόμενες οικονομίες από όλο τον κόσμο. Κάτω από την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, μια θετική αντίδραση θα υποστήριζε την υπόθεση ότι η επέκταση σε αναπτυσσόμενες αγορές δημιουργεί αξία. Ωστόσο, σε αντιστοιχία με τη διεθνή βιβλιογραφία για τις διεθνείς συγχωνεύσεις σε αναπτυσσόμενες χώρες

παρατηρούνται αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις για τους αγοραστές, υποδηλώνοντας ότι για την αγορά, ο ενδεχόμενος επιχειρηματικός κίνδυνος, τα κοινωνικά εμπόδια, το νομικό πλαίσιο και άλλοι παράγοντες εκμηδενίζουν τα πιθανά οφέλη από μια ενοποίηση. Επίσης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα, η ασιατική κρίση φαίνεται να επιδείνωσε τα αποτελέσματα. Λοιποί παράγοντες όπως το οικονομικό μέγεθος της εξαγοράς και η περιοχή που εδρεύει η εξαγοραζόμενη δεν επηρεάζουν το αποτέλεσμα. Τελικά γιατί οι τράπεζες εξακολουθούν να προχωρούν σε εξαγορές αφού καταγράφουν απώλειες; Είτε επειδή η αγορά είναι τελικά αναποτελεσματική και δεν μπορεί να περιγράψει το πραγματικό όφελος μιας τέτοιας επένδυσης, είτε το πρόβλημα με το κόστος αντιπροσώπευσης και τα κίνητρα των μάνατζερς είναι υπαρκτό.

Όπως έχει γραφεί και στο παρόν σύγγραμμα, έτσι και οι Soussa & Wheeler διαπιστώνουν ότι στη βιβλιογραφία υπάρχουν μελέτες που εξετάζουν τις εγχώριες και διεθνείς τραπεζικές Σ&Ε και οι οποίες ομιλούν για καταστροφή αξίας για τους μετόχους της αγοράστριας τράπεζας. Δεν υπάρχει καμιά όμως έρευνα πριν από την μελέτη των Sousa & Wheeler που να εξετάζει το παρόν πρόβλημα εστιάζοντας σε εξαγορές όπου: ο αγοραστής προέρχεται από ανεπτυγμένη χώρα, ενώ ο εξαγοραζόμενος από αναπτυσσόμενη. Για αυτό το λόγο κρίθηκε χρήσιμο να συμπεριληφθεί στο παρόν σύγγραμμα.

Η μεθοδολογία βασίζεται στις μη-κανονικές αποδόσεις και το μοντέλο της αγοράς διαφοροποιημένο ως εξής: η απόδοση της μετοχής υπολογίζεται ως άθροισμα της σταθεράς 'α' και δύο παραγόντων με διαφορετικό beta ο καθένας. Πρόκειται για την απόδοση ενός δείκτη της παγκόσμιας αγοράς και ενός δεύτερου δείκτη του τραπεζικού κλάδου της χώρας όπου εδρεύει η αγοράστρια τράπεζα. Με τον τρόπο αυτό συνυπολογίζεται η επίδραση της απόδοσης του παγκόσμιου δείκτη στην εγχώρια αγορά. Να σημειωθεί ότι και οι δύο συντελεστές beta είναι στατιστικά σημαντικοί, δηλαδή ενισχύουν την επεξηγηματική δύναμη του μοντέλου. Εν συνεχεία οι μη-κανονικές αποδόσεις και οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται με τον κλασικό τρόπο.

Το δείγμα περιλαμβάνει 215 τράπεζες-αγοραστές που προέρχονται από αναπτυγμένες χώρες όπως η Γερμανία, η Γαλλία, η Ολλανδία, η Ισπανία, η Ελλάδα, οι ΗΠΑ, ο Καναδάς, η Αυστραλία κ.α. και 215 τράπεζες-στόχους που εδρεύουν σε χώρες όπως η Αργεντινή, η Βραζιλία, η Χιλή, το Χονγκ Κονγκ, το Μεξικό, η Πολωνία,

η Νότιος Αφρική, η Ταϊλάνδη κ.α. Οι εξαγορές έλαβαν χώρα την περίοδο 1990-2003. Ελέγχθηκαν συνολικά 16 διαφορετικά παράθυρα, στα 14 από τα οποία μετρήθηκαν αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις. Ωστόσο δεν ήταν όλες στατιστικά σημαντικές. Ενδεικτικά, την περίοδο (-10,+10) CAR= +0,04%μη σημαντικό. Την περίοδο (-1,+1) CAR= -0,22% σημαντικό. Την περίοδο (-1,+7) CAR= -0,41% σημαντικό. Το ποσοστό αυτό ήταν το υψηλότερο που υπολογίσθηκε και καθώς είναι στατιστικά σημαντικό, αποτελεί το πρώτο συμπέρασμα της έρευνας.

Πραγματοποιώντας ελέγχους σημαντικότητας, οι ερευνητές εξέτασαν την επίδραση διαφόρων παραγόντων στη διαμόρφωση του τελικού αποτελέσματος. Στο ερώτημα, αν το μέγεθος της εξαγοράς επηρεάζει, η απάντηση είναι αρνητική. Με την έννοια αυτή διαχωρίζουν περιπτώσεις όπου η εξαγορά αφορούσε ποσοστό από 41% έως και 60%, είτε εξαγορές που αφορούσαν ποσοστό 61% έως και 80% κ.α. Το ποσοστό όμως που εξαγοράστηκε τελικά δεν είναι στατιστικά σημαντικό, όσον αφορά στο τελικό αποτέλεσμα και την επίδρασή του στις μη-κανονικές αποδόσεις. Πιο σημαντικό όμως είναι το αν η περιοχή που εδρεύει ο στόχος επηρεάζει. Αφού εξετάζονται διαφορετικές περιοχές του πλανήτη, ίσως να υπάρχουν διαφορετικές προοπτικές για τον τραπεζικό κλάδο ή για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας γενικότερα. Κάποιες περιοχές ίσως ενέχουν μεγαλύτερο ρίσκο, είτε αφού μιλάμε για αναπτυσσόμενες χώρες, η απελευθέρωση της αγοράς να είναι πιο πρόσφατη. Όλοι αυτοί οι παράγοντες θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές κι έτσι να υπάρχουν διαφορές στις μη-κανονικές αποδόσεις. Τα αποτελέσματα για τις αναπτυσσόμενες χώρες της Ευρώπης δίνουν CAR= -0,7%. Για τις αναπτυσσόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής CAR= -0,9% (σημαντικό στο 10%). Για τις αναπτυσσόμενες χώρες της Ασίας CAR= -1,5% (σημαντικό στο 1%). Για τις αναπτυσσόμενες χώρες της Μέσης Ανατολής και την Αφρική CAR= -0,1%. Αν και στην Ασία τα αποτελέσματα είναι κατώτερα από άλλες περιοχές, η αίσθηση (και) των ερευνητών είναι ότι δεν υπάρχει ουσιαστική διαφοροποίηση ανάλογα με την χώρα που εδρεύει η τράπεζα-στόχος.

Μια διαφορετική οπτική της μελέτης αυτής αφορά στην περίοδο της εξαγοράς για τις περιοχές της Ασίας και της Αργεντινής. Ειδικά για την ασιατική κρίση που αφορά την περίοδο Ιούνιο 1997 έως Δεκέμβριο 1998 οι CARs που υπολογίστηκαν είναι στο -2,9% σημαντικό στο επίπεδο σημαντικότητας 1%. Προφανώς οι επενδυτές

αναγνώρισαν τον κίνδυνο που εμπεριείχε μια επένδυση υπό αντίξοες συνθήκες και αυτό μεταφράστηκε σε μεγαλύτερη πτώση της τιμής των μετοχών.

Ανακεφαλαιώνοντας, οι εξαγορές τραπεζών που εδρεύουν σε αναπτυσσόμενες χώρες καταστρέφουν αξία. Η απώλεια αυτή ήταν μεγαλύτερη κατά την περίοδο της ασιατικής κρίσης και αυτό μάλιστα σημαίνει πως οι αγοράστριες τράπεζες δεν πλήρωσαν φθηνά τους στόχους που επέλεξαν ευρισκόμενοι εν μέσω κρίσης. Τελικά, ενισχύεται σύμφωνα και με τους ερευνητές η υπόθεση του κόστους αντιπροσώπευσης και των αντιθέτων συμφερόντων των μάντζερς και των μετόχων.

Άλλη μια έρευνα που εξετάζει τις διεθνείς Σ&Ε είναι αυτή των **Fritsch, Gleisner & Holzhauser (2007)**. Με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων εξετάζουν την επίδραση 56 διεθνών Σ&Ε που έλαβαν χώρα την περίοδο 1990-2005, στις μετοχές των αγοραστών. Οι εξαγοραζόμενες τράπεζες προέρχονται από χώρες της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης, ενώ οι αγοράστριες από χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τις ΗΠΑ. Επίσης ελέγχεται και τυχόν επίδραση των ιδιαίτερων συνθηκών που χαρακτηρίζουν τις αναπτυσσόμενες οικονομίες όπου εδρεύουν οι τράπεζες στόχοι.

Οι περισσότερες τράπεζες αγοραστές προέρχονται από την Ιταλία, την Ελλάδα και την Αυστρία, ενώ οι περισσότεροι στόχοι είχαν την έδρα τους στην Πολωνία, τη Σερβία και την Τσεχία. Όσον αφορά στη μεθοδολογία, πρόκειται για την event study με χρήση του μοντέλου της αγοράς. Η περίοδος εκτίμησης ξεκίνησε από 100 ημέρες έως και 50 ημέρες πριν την ημερομηνία του γεγονότος. Η ημερομηνία αυτή (event date) αφορά στην ημέρα που ξεκίνησαν οι διαπραγματεύσεις της Σ&Ε ανάμεσα στα δύο εμπλεκόμενα μέρη. Την πληροφορία αυτή, σε κάποιες περιπτώσεις την άντλησαν από ανακοίνωση του αγοραστή σχετικά με το πότε είχαν ξεκινήσει οι διαπραγματεύσεις. Αλλιώς, επεξεργάζονταν την ροή πληροφοριών και ειδήσεων κι εντόπιζαν την ημερομηνία αυτή μερικές εβδομάδες νωρίτερα από την επίσημη ανακοίνωση. Υπάρχει λοιπόν μια διαφοροποίηση στον τρόπο χρήσης της μεθόδου, όπως είχαμε δει έως τώρα. Τα εμπειρικά αποτελέσματα έδειξαν μικρές θετικές αποδόσεις για τους αγοραστές: $CAR(-20,+1) = +1,49\%$ και $CAR(-20,+20) = +2,5\%$, όχι όμως στατιστικά σημαντικές. Ενδεικτικά επίσης να αναφερθεί, $CAR(-1,+1) = -0,15\%$, μη στατιστικά σημαντικό.

Στο δεύτερο μέρος της έρευνας εξετάζονται παράγοντες που θα μπορούσαν να επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα για τους μετόχους της τράπεζας αγοραστή. Όπως αποδείχθηκε από τον έλεγχο σημαντικότητας, ο συντελεστής ROE του εξαγοραζόμενου, δηλαδή η κερδοφορία του, δεν επηρέασε το αποτέλεσμα της Σ&Ε, ούτε και το σχετικό μέγεθος αγοραστή προς εξαγοραζόμενου. Ωστόσο, θετική επίδραση υπήρχε στην περίπτωση που ο αγοραστής κατείχε εκ των προτέρων ένα ποσοστό του εξαγοραζόμενου. Ελέγχθηκαν επίσης ειδικές συνθήκες που αφορούν την χώρα όπου εδρεύει ο στόχος. Για παράδειγμα, ο υψηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ επηρεάζει αρνητικά τις αποδόσεις του αγοραστή. Το αποτέλεσμα αυτό είναι οξύμωρο, καθώς θα περίμενε κανείς ότι οι ευοίωνες προοπτικές της οικονομίας όπου εδρεύει ο εξαγοραζόμενος, να επηρεάζουν θετικά τις αποδόσεις για τους μετόχους του αγοραστή που επενδύει σε αυτήν την οικονομία. Επίσης, οι αποδόσεις των bidders ήταν υψηλότερες σε περιπτώσεις όπου ίσχυε αυστηρό Θεσμικό Πλαίσιο για τη λειτουργία των αγορών.

Ανακεφαλαιώνοντας, βάσει των εμπειρικών αποτελεσμάτων, δεν προκύπτει στατιστικά σημαντική αύξηση ή μείωση της αξίας για τους μετόχους των αγοραστών μετά από μια διεθνή Σ&Ε. Οι ειδικές συνθήκες όμως που επικρατούν στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, όπως ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ και η αυστηρότητα των κανόνων λειτουργίας της αγοράς επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα: η λιγότερη οικονομική ελευθερία και ο χαμηλός ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αποτελούν καταλύτες που ενισχύουν τα οφέλη για τις αγοράστριες τράπεζες από το εξωτερικό. Να σημειωθεί επίσης ότι τα αποτελέσματα για τις μη-κανονικές αποδόσεις, αν και μη στατιστικά σημαντικά, υποδηλώνουν την μερική προεξόφληση της επικείμενης συμφωνίας από την αγορά αρκετές εβδομάδες πριν την επίσημη ανακοίνωση.

Η μελέτη των **Bendeck & Waller (2007)**, στηρίζεται στη μέθοδο event study και το υπόδειγμα που εφαρμόζεται είναι το market model. Η περίοδος εκτίμησης είναι διάρκειας 120 ημερών πριν την ανακοίνωση της συγχώνευσης και συγκεκριμένα το διάστημα (-250, -131). Το δείγμα αφορά γεγονότα της περιόδου 1980-1996 και η επιλογή δεν ήταν τυχαία. Οι ερευνητές επέλεξαν τη συγκεκριμένη περίοδο ώστε να μπορούν να συγκρίνουν τα αποτελέσματά τους με αυτά αντίστοιχων ερευνών από τους Akhigbe & Madura (1999) και DeLong (2001). Το δείγμα απαρτίζεται από 153 bidder banks, 95 target banks και αφορά 148 merger events στις ΗΠΑ. Όλες οι τράπεζες υπόκεινται σε δημόσια διαπραγμάτευση και υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία

για αυτές σε ένα από τους δείκτες NYSE, AMEX και NASDAQ της Αμερικής. Υπολογίζουν τις αθροιστικές μέσες μη-κανονικές αποδόσεις για event windows 2 και 5 ημερών και συγκεκριμένα: (-1,0) και (-4,0).

Η έρευνα έδειξε ότι οι target banks κερδίζουν θετικές αποδόσεις, ενώ οι bidders καταγράφουν ζημίες κατά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Η έρευνα επίσης ανέδειξε θετικές αποδόσεις για τις ανταγωνίστριες τράπεζες, που ενισχύονται ειδικά όταν η target bank «καταπονείται» οικονομικά (αδυναμία αποπληρωμής των υποχρεώσεων). Στις περιπτώσεις δηλαδή που η τράπεζα στόχος είχε προβλήματα και τελικά ενσωματώθηκε σε έναν bidder, τότε η αγορά λαμβάνει θετικά μηνύματα για τους ανταγωνιστές της απορροφώμενης, που βρίσκονταν στην ίδια γεωγραφική περιοχή. Ενδεχομένως δημιουργούνται ευκαιρίες ανάπτυξης από το «κενό» που αφήνει η συγχώνευση.

Πέρα από τη συγκεκριμένη κατεύθυνση που επέλεξαν οι ερευνητές να αναλύσουν, τα αποτελέσματα για τις μη-κανονικές αποδόσεις είναι άκρως ενδιαφέροντα:

Για τις target banks η διήμερη (-1,0) αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση ανήλθε σε +11,89% με t-test 40,87 δηλαδή στατιστικά σημαντική. Η πενθήμερη (-4,0) αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση ανήλθε σε +11,41% με t-test 24,80 επίσης στατιστικά σημαντική. Και για το διάστημα (-15,-2) η αντίστοιχη απόδοση ήταν 6,41% με t-test 8,32 στατιστικά σημαντικό στο 1%. Το τελευταίο αποτέλεσμα δείχνει ότι η αγορά αντιλαμβάνεται το επικείμενο γεγονός για την target bank αλλά μόνο εν μέρει. Προεξοφλεί δηλαδή την επικείμενη συγχώνευση, για αυτό και υπάρχει μη-κανονική απόδοση αλλά όσο πλησιάζουμε στο χρονικό σημείο μηδέν τόσο περισσότερο η πληροφορία γίνεται γνωστή κι έτσι οι μη-κανονικές αποδόσεις αυξάνονται.

Για τις bidder banks η διήμερη (-1,0) αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση ανήλθε σε -1,28% με t-test -7,42 στατιστικά σημαντική στο 1%. Η πενθήμερη (-4,0) αθροιστική μέση μη-κανονική απόδοση ανήλθε σε -0,72% με t-test -2,64 επίσης στατιστικά σημαντική. Και για το διάστημα (-15,-2) η αντίστοιχη απόδοση ήταν 0,57% όχι στατιστικά σημαντική. Το τελευταίο αποτέλεσμα αποδεικνύει ότι σε αντίθεση με τις targets, η αγορά δεν αντιλαμβάνεται το επικείμενο γεγονός για τις bidders, οι οποίες καταγράφουν ζημίες μετά την ανακοίνωση.

Εφόσον όμως είδαμε ανταγωνιστικές τράπεζες να κερδίζουν από την απορρόφηση ενός ανταγωνιστή τους και το κέρδος τους αυτό να συνδέεται άμεσα με τη γεωγραφική εγγύτητα που υπήρχε ανάμεσά τους, δεν πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός ότι η αγορά αντιλαμβάνεται τις ευκαιρίες που δημιουργούνται κι έτσι τις αξιολογεί κατάλληλα μέσω της τιμής της μετοχής. Συγκεκριμένα, οι ανταγωνιστικές τράπεζες που δεν συμμετείχαν σε Σ&Ε κέρδισαν μη-κανονικές αποδόσεις +1,06% (σημαντικό στο 1%) για την περίοδο (-1,0). Επίσης, στην περίπτωση η εξαγοραζόμενη ανταγωνίστριά τους είχε οικονομικά προβλήματα (εδώ ομιλούμε για την περίπτωση αδυναμίας αποπληρωμής των υποχρεώσεων της τράπεζας που σε περίπτωση που δεν βρεθεί λύση θα οδηγήσει σε πτώχευση είτε θα τεθεί σε ειδικό καθεστώς εκκαθάρισης), η απόδοση για το ίδιο διάστημα ήταν +2,52%, (σημαντικό στο 1%) υψηλότερο από ότι πριν και βέβαια ακόμη πιο υψηλό από την περίπτωση που η εξαγοραζόμενη δεν είχε οικονομικά προβλήματα όπου η απόδοσή τους ανήλθε σε +0,88%, σημαντικό στο 1%. Πράγματι λοιπόν, σε γεωγραφικά συγγενείς περιοχές και ειδικά όταν η ανταγωνίστρια τράπεζα εξαγοράστηκε έχοντας οικονομικά προβλήματα, οι άλλες τράπεζες απεκόμισαν σημαντικά κέρδη.

Την απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων ερεύνησαν και οι **Miron & Patel (2008)**, συγκρίνοντας τα αποτελέσματα ενοποιήσεων που έλαβαν χώρα το διάστημα 1999-2001 ανάμεσα σε Ευρώπη και Αμερική. Πιο αναλυτικά, η έρευνα βασίζεται στον υπολογισμό των Αθροιστικών μη-κανονικών αποδόσεων, χρησιμοποιώντας δύο διαφορετικά μοντέλα: το Market Model και το Market-Adjusted Returns Model.

Όσον αφορά στο δείγμα της έρευνας, αποτελείται από 20 συγχωνεύσεις συνολικά. 10 στις ΗΠΑ και 10 στην Ευρώπη. Οι ερευνητές επέλεξαν την ημερομηνία ανακοίνωσης ως τον χρόνο μηδέν (0). Για τον υπολογισμό του market model άντλησαν στοιχεία από την περίοδο t-54 έως t-6 (δηλαδή 48 μήνες). Επέλεξαν την περίοδο υπολογισμού να λήγει 6 μήνες πριν το χρόνο μηδέν καθώς θεώρησαν ότι η αγορά προεξοφλεί από εκείνο το σημείο και μετά την επικείμενη συγχώνευση. Ως περίοδο υπολογισμού, επίσης επέλεξαν να παρακάμψουν τους πρώτους 6 μήνες μετά την ανακοίνωση ώστε οι τιμές των μετοχών να «αντικατοπτρίζουν πραγματικά την απόδοση της νέας επιχείρησης». Τελικά, η περίοδος παρατήρησης εκτείνεται από t+6 έως και t+42 (δηλαδή 36 μήνες).

Ένα στοιχείο που πρέπει επίσης να αναφερθεί είναι το ότι οι αμερικανικές τράπεζες απέδωσαν καλύτερα από τις ευρωπαϊκές. Οι αθροιστικές μη-κανονικές αποδόσεις είναι έντονα αρνητικές για τις ευρωπαϊκές τράπεζες σε όλες τις περιόδους εκτός της t+18 με βάση το Market Model. Αντίθετα, οι αμερικανικές τράπεζες καταγράφουν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις τις περιόδους t+12, t+18, t+24.

Εν τέλει, στον ευρωπαϊκό χώρο καταγράφηκαν CARs= -22,53% για την περίοδο t+42 με βάση το Market Model και CARs= -20,27% για την περίοδο t+42 με βάση το Market-Adjusted Model. Αντίθετα, για την Αμερική καταγράφηκαν CARs= -13,50% για την περίοδο t+42 με βάση το Market Model και CARs= -15,18% την περίοδο t+42 με βάση το Market-Adjusted Model.

Στην απόδοση των ευρωπαϊκών τραπεζικών συγχωνεύσεων αναφέρεται και η έρευνα των **Asimakopoulos & Athanasoglou (2009)**. Στην πιο πρόσφατη μελέτη που αναλύεται στην παρούσα επισκόπηση, εξετάζονται Σ&Ε από χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης (των 15 χωρών) και της Ανατολικής Ευρώπης, της περιόδου 1990-2004 με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων. Τα εμπειρικά αποτελέσματα αποδεικνύουν ότι οι μέτοχοι των στόχων κερδίζουν στατιστικά σημαντικές αποδόσεις ενώ αυτοί των αγοραστών χάνουν ελαφρώς αλλά όχι στατιστικά σημαντικά. Επίσης φαίνεται ότι δημιουργείται περισσότερη αξία όταν οι τράπεζες στόχοι είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά και όταν ομιλούμε για εγχώριες συγχωνεύσεις.

Τις τελευταίες δύο δεκαετίες, όπως σημειώνουν και οι συγγραφείς, η ευρωπαϊκή τραπεζική αγορά υπέστη θεμελιώδεις αλλαγές που οδήγησαν σε δραματική αύξηση των Σ&Ε. Αλλαγές όπως η τεχνολογική πρόοδος, η παγκοσμιοποίηση των αγορών, η δημιουργία κοινής ευρωπαϊκής αγοράς (Ευρωπαϊκή Ένωση) και η υιοθέτηση του ευρώ. Τα 12.000 σχεδόν Χ.Π.Ι. το 1990 μειώθηκαν σε 7.000 μέχρι το τέλος του 2004.

Όσον αφορά στο δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην παρούσα μελέτη, αυτό αποτελείται από 145 τράπεζες αγοραστές εισηγμένες και 25 επιπλέον μη εισηγμένες. Επίσης εμπεριέχει 71 τράπεζες στόχους εισηγμένες και 97 μη εισηγμένες. Οι τράπεζες αγοραστές εδρεύουν σε μια από τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης ενώ οι στόχοι ανήκουν είτε στην Ευρωπαϊκή Ένωση είτε σε χώρα της Ανατολικής Ευρώπης. Όλες οι περιπτώσεις αφορούν στο διάστημα 1990-2004. Η μέθοδος, όπως προαναφέρθηκε, είναι αυτή των μη-κανονικών αποδόσεων με το μοντέλο της

αγοράς. Η περίοδος εκτίμησης είναι η (-252,-21) πριν την ημέρα ανακοίνωσης της Σ&Ε. Παρουσιάζονται διάφορα παράθυρα παρατήρησης ανάμεσα στα οποία το (-20,+20) όπου για το σύνολο των εισηγμένων τραπεζών (145 αγοραστές και 71 στόχοι) υπολογίσθηκαν CARs= -0,79% μη σημαντικό για τους αγοραστές και CARs= +6,60% σημαντικό για τους εξαγοραζόμενους. Το αποτέλεσμα επιβεβαιώνει την ελαφρώς αρνητική αλλά μη σημαντική απόδοση για τους αγοραστές και την θετική και σημαντική απόδοση για τους εξαγοραζόμενους. Στο παράθυρο (-10,+10) για τους αγοραστές υπολογίζεται CAR= -0,70% Μη σημαντικό ενώ για τους εξαγοραζόμενους CAR= +6,02% σημαντικό, όπως και πριν.

Ενδιαφέρουσα είναι και η σύγκριση ανάμεσα σε εγχώριες και διεθνείς Σ&Ε. για τους αγοραστές, την περίοδο (-20,+20) υπολογίσθηκαν CARs= +1,23% σημαντικές αποδόσεις όταν οι στόχοι ήταν εισηγμένοι σε οργανωμένη αγορά και η Σ&Ε ήταν εγχώρια. Όταν όμως οι στόχοι ήταν εισηγμένοι αλλά η Σ&Ε ήταν διεθνής, τότε CAR= -1,18% επίσης σημαντικό. Συνεπώς ο συνδυασμός εγχώρια συγχώνευση με εισηγμένη τράπεζα στόχο είναι ο ιδανικός για τους αγοραστές. Τα παρακάτω αποτελέσματα συμπληρώνουν το συμπέρασμα αυτό. Η απόδοση για τους αγοραστές όταν οι στόχοι είναι μη εισηγμένοι και ομιλούμε για διεθνείς Σ&Ε είναι CAR= -0,32%, μη σημαντικό ωστόσο. Στην περίπτωση μάλιστα που η Σ&Ε είναι εγχώρια τότε CAR= -1,60% σημαντικό. Δηλαδή, στις εγχώριες Σ&Ε με μη εισηγμένες τράπεζες, οι αγοραστές καταγράφουν τις μεγαλύτερες απώλειες. Όπως εξηγούν οι ερευνητές, το αποτέλεσμα αυτό υπογραμμίζει τη σημασία της οργανωμένης χρηματιστηριακής αγοράς ως μέσο άμβλυνσης της ασυμμετρίας πληροφόρησης. Οι επενδυτές φαίνεται να αντιλαμβάνονται την έλλειψη του χρηματιστηρίου ως μηχανισμό ελέγχου της διακυβέρνησης μιας επιχείρησης, για αυτό και η Σ&Ε αποδίδει λιγότερο.

Παράλληλα αποτελέσματα προκύπτουν και για τις αποδόσεις των εξαγοραζόμενων, για την περίοδο (-20,+20). Όταν ο αγοραστής είναι εισηγμένος και η Σ&Ε εγχώρια τότε CAR= +9,95% σημαντικό. Αν είναι μη εισηγμένος το ποσοστό πέφτει σε +8,02%. Συνεπώς και πάλι ο παράγοντας εγχώρια Σ&Ε επηρεάζει θετικά. Το χειρίστο αποτέλεσμα για τους εξαγοραζόμενους είναι η απορρόφηση από εισηγμένο αγοραστή σε διεθνή Σ&Ε όπου CAR= +5,14% σημαντικό.

Τελικά φαίνεται ότι παρά τις προσπάθειες των αρχών για να εξομαλύνουν τις διαφορές ανάμεσα στις ευρωπαϊκές αγορές, ακόμη οι μέτοχοι των τραπεζών

αγοραστών προτιμούν οι εταιρείες τους να δραστηριοποιούνται μόνο στις εγχώριες αγορές. Από την άλλη πλευρά, η ανησυχία των μετόχων των εξαγοραζόμενων τραπεζών είναι πολύ μικρότερη καθώς καταγράφουν σημαντικά κέρδη σε κάθε περίπτωση.

Η επισκόπηση των μελετών κλείνει με την έρευνα των **Cornett, McNutt & Tehranian (2004)** που εξετάζει την απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων και με τις δύο βασικές μεθόδους: με λογιστικά στοιχεία αλλά και με αποδόσεις μετοχών.

Στο δεύτερο μέρος της έρευνας υπολογίστηκαν οι μη-κανονικές αποδόσεις για τις 99 περιπτώσεις. Αρχικά για τις ημέρες (-1,0). Για τις τράπεζες στόχους η απόδοση ήταν +16,87%, ενώ για τους αγοραστές ήταν -0,65%. Για την ενοποιημένη επιχείρηση ανήλθε σε +2,48%, (αποτελέσματα στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο 1% για target και combined και 5% για τους bidder). Όσον αφορά στις buy-and-hold abnormal returns: για το πρώτο έτος μετά την συγχώνευση κυμάνθηκε στο -0,29% (μη στατιστικά σημαντικό). Για τα δύο έτη μετά το γεγονός υπολογίστηκε σε +2,74%, στατιστικά σημαντικό στο 1%.

Κλείνοντας την επισκόπηση της παρούσας μελέτης, το συμπέρασμα είναι πως η απόδοση των συγχωνευμένων τραπεζών βελτιώνεται σε σχέση με τον μέσο όρο του κλάδου. Η αύξηση αυτή εκφράζεται μέσα από λογιστικά στοιχεία (όπως προαναφέρθηκε στην υποενότητα 3.1) αλλά και θετικές μη-κανονικές αποδόσεις σε ορίζοντα διετίας.

Στο σημείο αυτό ολοκληρώνεται και η επισκόπηση των μελετών που βασίζονται στη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων. Συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα με τη χρήση της εν λόγω μεθόδου παρατίθενται στον **Πίνακα 2**.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

(ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΗ-ΚΑΝΟΝΙΚΩΝ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ)

ΜΕΛΕΤΗ	ΧΩΡΑ ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΜΕΓΕΘΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ (Σ&Ε)	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΗΣ (ΗΜΕΡΕΣ)	ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΣΤΟΧΟΥ	ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΓΟΡΑΣΤΗ	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΜΗ ΚΑΝΟΝΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ
HANNAN & WOLKEN (1989)	USA 1982-1987	69 TARGETS 43 BIDDERS	(-15,+15)	+14,25% σ.σ.	-6,09% σ.σ.	-0,99%
BARADWAJ, DUBOFSKY & FRASER (1991)	USA 1981-1987	108	(-5,+5)			-2,63% σ.σ. στο 1%
MADURA & WIANT (1994)	USA 1983-1987	152	(0,+36) ΜΗΝΕΣ		-27,06% σ.σ στο 5%	
HOUSTON & RYNGAERT (1994)	USA 1985-1991	153	(-4,1)	+14,39% σ.σ.	-2,32% σ.σ.	
TOURANI RAD & VAN BEEK (1999)	EU 1986-1996	17 TARGETS 56 BIDDERS	(-40,+40)	+5,71%	+0,18%	
CYBO-OTTONE & MURGIA (2000)	EU & SWITZERLAND 1988-1997	54	(-10,0)	+15,69% σ.σ.	+0,92%	+3,52% σ.σ.
BECHER (2000)	USA 1980-1997	558	(-30,+5)	+22,64% σ.σ.	-0,10%	+3,03% σ.σ.
DeLONG (2001)	USA 1988-1995	280	(-10,+1)	+16,61% σ.σ.	-1,68% σ.σ.	+0,44%
AMIHUD, DeLONG & SAUNDERS(2002)	INTERNATIONAL 1985-1998	214	(-10,+1)			-1% σ.σ. στο 1%
CORNETT, HOVAKIMIAN, PALIA & TEHRANIAN (2003)	USA 1988-1995	423	(-1,+1)			-0,74% σ.σ. στο 5%

DeLONG (2003)	INTERNATIONAL 1988-1999	438	(-10,+1)			+0,12% (0% ΓΙΑ Σ&Ε ΕΝΤΟΣ ΗΠΑ ΚΑΙ +1,32% ΓΙΑ Σ&Ε ΕΚΤΟΣ ΗΠΑ
BEITEL, SCHIERECK & WAHRENBURG (2003)	EU 1985-2000	98	(-20,0)	+14,16% σ.σ. στο 1%	+0,42%	+2,01% σ.σ. στο 1%
CARUSO & PALMUCCI (2004)	ITALY 1994-2003	21	(-30,0)	+3,30% σ.σ.	-2,37% σ.σ.	+0,47%
SOUSSA & WHEELER (2006)	INTERNATIONAL 1990-2003	215	(-1,+7)			-0,41% σ.σ.
FRITSCH, GLEISNER & HOLZHAUSER (2007)	INTERNATIONAL 1990-2005	56	(-20,+1)		+1,49%	
BENDECK & WALLER (2007)	USA 1980-1996	148	(-4,0)	+11,41% σ.σ.	-0,72% σ.σ.	
ASIMAKOPOULOS & ATHANASOGLU (2009)	EU 1990-2004	71 TARGETS 145 BIDDERS	(-20,+20)	+6,60% σ.σ.	-0,79%	

Από την μελέτη των παραπάνω εργασιών, ο αναγνώστης μπορεί να σχηματίσει μια πρώτη εικόνα σχετικά με το αν οι Σ&Ε τραπεζών δημιουργούν ή καταστρέφουν αξία. Πιθανοί παράγοντες που επηρεάζουν το αποτέλεσμα μιας ενοποίησης προσεγγίστηκαν με τις δύο διαφορετικές μεθόδους και εξετάστηκαν διάφορες περιπτώσεις, όπως διεθνείς έναντι εγχώριων Σ&Ε, είτε έγινε σύγκριση ανάμεσα στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ. Αναλυτικά, η σύγκριση και τα ερωτήματα που προέκυψαν από την επισκόπηση της διεθνούς βιβλιογραφίας, ακολουθεί στο 4^ο Κεφάλαιο.

Κεφάλαιο 4

Συσχετισμός των μελετών Συμπεράσματα

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται όχι μόνο σύγκριση των ερευνών που παρουσιάστηκαν αλλά κυρίως καταβάλλεται προσπάθεια για το συγκερασμό των αποτελεσμάτων που προέκυψαν από κάθε μία χωριστά, σε ένα γενικότερο συμπέρασμα και ένα σύνολο άτυπων κανόνων που θα μπορούσαν να διέπουν την απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων. Ελέγχοντας μία προς μία τις υποθέσεις των ερευνητών, το δείγμα, το χρόνο και τον τόπο που έλαβαν χώρα οι Σ&Ε, ανακύπτουν αυτομάτως ερωτήματα, τα οποία με βάση τα αποτελέσματα των ερευνών ατομικά αλλά και ομαδικά, θα γίνει προσπάθεια να απαντηθούν. Η προσέγγιση γίνεται με τρόπο ο οποίος θα παραθέτει στον αναγνώστη τα εμπειρικά αποτελέσματα και την γνώση που προέκυψε από τη δουλειά των ερευνητών αλλά θα επιτρέπει στον καθένα να εντοπίσει άγνωστες πτυχές του κάθε θέματος και να δώσει κίνητρο για περαιτέρω έρευνα.

4.1 Αξιολόγηση λειτουργικής απόδοσης βάσει λογιστικών στοιχείων

- Στις έρευνες που εξετάζουν Σ&Ε πριν από τη δεκαετία του 1990, δεν καταγράφονται σημαντικά και ξεκάθαρα οφέλη όσον αφορά στην αποδοτικότητα για την ενοποιημένη εταιρεία. Στην παλαιότερη μελέτη που συμπεριλαμβάνεται στην παρούσα επισκόπηση, αυτή του Smith (1971), ο ερευνητής ήλεγξε τη ρευστότητα τη τράπεζας ένα έτος μετά τη Σ&Ε και αυτή φαίνεται να μειώνεται σημαντικά. Αντίστοιχο συμπέρασμα προκύπτει και στη έρευνα των Cornett & Tehranian (1992), όπου το διάστημα που εξετάζεται αγγίζει τα τρία έτη μετά την Σ&Ε. Αύξηση των καταθέσεων και των χορηγήσεων σημειώθηκαν και στις δύο αυτές έρευνες παρά το ότι

εξετάζουν πολύ διαφορετικές χρονικές περιόδους, διαφορά περίπου δύο δεκαετιών.

- Στην μελέτη των Linder & Crane (1992) δεν εντοπίστηκε σημαντική αύξηση της αποδοτικότητας των στοιχείων του ενεργητικού. Η διαφορά που εντοπίζεται εδώ είναι ότι οι συγχωνευμένες τράπεζες υστερούν και κατά απόλυτο αριθμό στην αύξηση του ενεργητικού τους σε σχέση με τον κλάδο. Δημιουργείται λοιπόν ένα ερώτημα για το λόγο που συμβαίνει αυτό. Ίσως επειδή οι τράπεζες έδωσαν βάρος στη μείωση των εξόδων τους, να έχασαν έδαφος απέναντι στον ανταγωνισμό. Γιατί δεν εντοπίστηκε αντίστοιχο συμπέρασμα στις προηγούμενες έρευνες; Ίσως επειδή όσο τα έτη περνούν ο ανταγωνισμός εντείνεται, σημαντική σημείωση ότι το δείγμα αυτής της μελέτης είναι ακόμη πιο πρόσφατο (κατά μια δεκαετία) σε σχέση με τα προηγούμενα.
- Σε πιο πρόσφατες έρευνες οι δείκτες ROA, ROE, δείκτες σχετικοί με καταθέσεις, χορηγήσεις, ρευστότητα, όλοι σημειώνουν σημαντική βελτίωση, για την ενοποιημένη εταιρεία, σε σχέση με τον κλάδο. Τα αποτελέσματα εξιδανικεύονται στη μελέτη των Cornett, McNut & Tehranian (2004) που αφορά την περίοδο 1990-2000. Εδώ οι δείκτες ROA, ROE, δείκτες σχετικοί με καταθέσεις, χορηγήσεις, ρευστότητα, όλοι σημειώνουν σημαντική βελτίωση σε σχέση με τον κλάδο. Η έρευνα γίνεται επίσης για διάστημα δύο ετών μετά τη Σ&Ε. Να σημειωθεί ότι όλες οι έρευνες που προαναφέρθηκαν ομιλούν για γεγονότα που έλαβαν χώρα στις ΗΠΑ.

Εγχώριες έναντι Διεθνών Σ&Ε

- Για την νέα ενοποιημένη τράπεζα, παρατηρείται αύξηση της αποδοτικότητας κυρίως των διεθνών συγχωνεύσεων ίσως λόγω των συνεργειών που αναπτύσσονται. Σε πολλές περιπτώσεις μάλιστα, η ενσωμάτωση ενός ιδρύματος με διαφορετική στρατηγική είναι πολύ δαπανηρή. Στην έρευνα των Altunbas & Marques (2008) χρησιμοποιήθηκε

ο δείκτης ΔROE και στις διεθνείς Σ&Ε το αποτέλεσμα ήταν κατά 1,2% υψηλότερο από ότι στις εγχώριες.

- Τι συμβαίνει όμως στις εξαγοραζόμενες τράπεζες; Γενικότερα καταγράφηκε αύξηση του κόστους σε σχέση με τα έσοδα. Σύμφωνα με τον Correa (2008), οι δείκτες ROA, ROE είναι πτωτικοί αν και μη στατιστικά σημαντικοί. Σε συνδυασμό με το προηγούμενο αποτέλεσμα θα ανέμενε κανείς αύξηση της απόδοσης των τραπεζών αγοραστών τέτοια ώστε να υπερκαλύπτει τις αρνητικές τάσεις που εντόπισε ο Correa (2008);
- Η γεωγραφική συσχέτιση είναι σημαντικός παράγοντας που προσδίδει όφελος. Οι Beccalli & Frantz (2009) υπολόγισαν βελτίωση του ROE στις εγχώριες Σ&Ε μόνο σε ορίζοντα πενταετίας ενώ στις διεθνείς Σ&Ε υπήρξε επιδείνωση.

4.2 Αξιολόγηση της απόδοσης με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων.

Ξεκινώντας από τη μελέτη των Hannan & Wolken (1989) εντοπίζεται αμέσως η μεταφορά πλούτου από τους μετόχους των αγοραστών προς τους μετόχους των εξαγοραζόμενων. Στις περισσότερες μελέτες υπολογίζονται στατιστικά σημαντικές θετικές μη-κανονικές αποδόσεις για τους στόχους και αρνητικές για τους αγοραστές. Σε ορισμένες περιπτώσεις οι αγοραστές κινούνται γύρω από το μηδέν. Το αποτέλεσμα αυτό είναι κοινό για Σ&Ε στις ΗΠΑ και στην Ευρώπη. (Πίνακας 2). Ειδικές περιπτώσεις αναλύονται στη συνέχεια.

Ενώ η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών εξετάζουν τις μη-κανονικές αποδόσεις για μικρά παράθυρα παρατήρησης, υπάρχουν κι άλλες όπου η περίοδος αυτή εκτείνεται μέχρι και 42 μήνες μετά το γεγονός της Σ&Ε. Οι μελέτες των Madura & Wiant (1994) και Miron & Patel (2008) επιλέχθηκαν και παρουσιάστηκαν στην παρούσα επισκόπηση ακριβώς για τον λόγο αυτό. Οι πρώτοι υπολόγισαν αρνητικές μη-κανονικές αποδόσεις της τάξεως του -20% για τους μετόχους των αγοραστών. Αντίστοιχα αποτελέσματα υπολόγισαν και οι

Miron & Patel (2008) ειδικά όμως για τις ευρωπαϊκές τράπεζες. Η μη-κανονική απόδοση για τις τράπεζες των ΗΠΑ ήταν αρνητική, της τάξεως του -13% κατά πολύ υψηλότερη δηλαδή από ότι στην Ευρώπη. Στις διαφορές ανάμεσα σε Ευρώπη και ΗΠΑ αναφέρεται επόμενη παράγραφος, συνεπώς από το σημείο αυτό απομένει το συμπέρασμα των σημαντικών απωλειών για τους μετόχους των αγοραστών και σε μακροχρόνιο ορίζοντα.

Βεβαίως, θα ήταν χρήσιμο να ελεγχθεί το κατά πόσο η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων μπορεί να προσφέρει σωστές πληροφορίες για τόσο μεγάλα χρονικά διαστήματα. Καθώς, όπως παρουσιάστηκε στο Κεφάλαιο 1, η μέθοδος βασίζεται σε μια περίοδο υπολογισμού, που μετά από δύο ή τρία ολόκληρα χρόνια μπορεί να μην εκτιμά ορθά τις παραμέτρους που επηρεάζουν την τιμή μιας μετοχής. Ειδικά όταν η τιμή μια εισηγμένης εταιρείας είναι ευαίσθητη και ευμετάβλητη λόγω δεκάδων παραμέτρων που μπορεί να μην έχουν άμεση σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη της ίδιας της επιχείρησης. Ίσως τελικά η μέθοδος αποτίμησης με βάση τα λογιστικά στοιχεία να είναι πιο αποτελεσματική για μακροχρόνιες περιόδους εκτίμησης. Αυτό θα ήταν ένα ενδιαφέρον θέμα προς μελέτη.

Διεθνείς Σ&Ε

- Στην πλειονότητα των μελετών, υπολογίστηκαν αρνητικά αποτελέσματα για τις διεθνείς Σ&Ε. Στην έρευνα των Amihud, DeLong & Saunders (2002), εξετάζεται η επίπτωση των διεθνών Σ&Ε στην ενοποιημένη εταιρεία. Τα αποτελέσματα είναι αρνητικά κατά 1% (στατιστικά σημαντικό). Επίσης αρνητικά είναι και τα συμπεράσματα των Soussa & Wheeler (2006) αν και κοντά στο μηδέν. Ειδικότερα στη μελέτη αυτή οι αγοραστές προέρχονταν από αναπτυσσόμενες χώρες ενώ οι στόχοι από αναπτυσσόμενες.
- Όταν οι στόχοι εδρεύουν σε χώρες όπου επικρατούν αντίξοες οικονομικές συνθήκες φαίνεται ότι οι επενδυτές αναγνωρίζουν τον κίνδυνο και «τιμωρούν» την επιχειρηματική επιλογή για Σ&Ε (Soussa & Wheeler, 2006).

- Τα αποτελέσματα είναι κατώτερα από αυτά που είχαμε δει για τις Σ&Ε γενικότερα. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύει και η μελέτη των Fritsch, Gleisner & Holzhauser (2007). Υπολόγισαν ότι η μη-κανονική απόδοση για τους εξαγοραζόμενους ανήλθε μόλις σε +1,49% για το διάστημα (-20,+1). Μόνο στην έρευνα του DeLong (2003) υπολογίστηκαν θετικές μη-κανονικές αποδόσεις για την ενοποιημένη τράπεζα στο +1,32%.

Σ&Ε στις ΗΠΑ

- Εντοπίζονται κυρίως αρνητικές αποδόσεις ή γύρω από το μηδέν. Τα αποτελέσματα των ενοποιημένων τραπεζών, είναι αντίστοιχα με τα γενικά συμπεράσματα γύρω από τις Σ&Ε. Εντοπίζονται κυρίως αρνητικές αποδόσεις ή γύρω από το μηδέν και σε ορισμένες μόνο περιπτώσεις θετικές μη-κανονικές αποδόσεις όπως στην έρευνα του Becker (2000) για την περίοδο (-30,+5): +3,03% σ.σ.
- Παρατηρούνται διψήφιες θετικές αποδόσεις για τους μετόχους των τραπεζών-στόχων στην συντριπτική πλειοψηφία των μελετών.

Σύγκριση: ενδοπολιτειακή – διαπολιτειακή Σ&Ε στις ΗΠΑ

- Ίσως τα οφέλη από τη γεωγραφική διασπορά να εκμηδενίζονται από άλλους παράγοντες: στη μελέτη τους οι Baradwaj, Dubofsky & Fraser (1991), υπολόγισαν διαφορές ανάμεσα στις δύο περιπτώσεις γύρω από το 1%, χωρίς όμως να είναι στατιστικά σημαντικό.
- Παρατηρήθηκαν κατώτερες αποδόσεις στην περίπτωση που οι εμπλεκόμενες τράπεζες δεν συγγενεύουν γεωγραφικά. Στην έρευνα του

Delong (2001), οι αποδόσεις και των αγοραστών και των εξαγοραζόμενων ήταν κατώτερες (στατιστικά σημαντικά αποτελέσματα) στην περίπτωση που οι εμπλεκόμενες τράπεζες δεν συγγενεύουν γεωγραφικά. Αντίστοιχα συμπεράσματα εξάγει και η έρευνα των Cornett, Hovakimian, Palia & Tehranian (2003).

- Η καταστροφή αξίας για τους μετόχους των αγοραστών ήταν μικρότερη όταν υπήρχε γεωγραφική εγγύτητα. Με βάσει τα δεδομένα αυτά, ο αναγνώστης, ασφαλώς αναγάγει τις ενδοπολιτειακές Σ&Ε ως περισσότερο επικερδείς.
- Η εξάπλωση του αγοραστή σε άλλες πολιτείες από αυτές που ήδη δραστηριοποιείται, επηρεάζει αρνητικά τις μη-κανονικές αποδόσεις και για μακροχρόνια περίοδο (καθώς ότι όλες οι παραπάνω έρευνες βασίζονται σε βραχυχρόνιες περιόδους υπολογισμού και παρατήρησης). Πράγματι, οι Madura & Wiant (1994), συμπέραναν ότι, οι Σ&Ε αποδίδουν καλύτερα εντός της ίδιας πολιτείας.

Σ&Ε στην Ευρώπη

- Ειδικά τα οφέλη για τους μετόχους των τραπεζών-στόχων, δεν αποτιμώνται πάντα με διψήφια νούμερα. Ενδεικτικά αναφέρονται οι μελέτες των Tourani Rad & Van Beek (1999) και των Asimakopoulos & Athanasoglou (2009).
- Δεν πρέπει να περάσει απαρατήρητο το στατιστικά σημαντικό θετικό αποτέλεσμα που υπολόγισαν οι Cubo-Ottonne & Murgia (2000) και οι Beitel, Schierek & Wanrenburg (2003) για τις ενοποιημένες τράπεζες.

Σύγκριση: Ευρώπη – ΗΠΑ

Ο αναγνώστης μπορεί ίσως από τις παραπάνω δύο παραγράφους να λάβει κάποιες πρώτες πληροφορίες σχετικά με τις όποιες διαφορές εντοπίζονται στην απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων ανάμεσα στην Ευρώπη και τις ΗΠΑ. Ωστόσο, κάθε έρευνα χρησιμοποιεί διαφορετικού μεγέθους δείγμα, διαφορετικής χρονικής περιόδου και ενίοτε επικρατούν λοιπές ειδικές συνθήκες και παραδοχές που δεν επιτρέπουν την ασφαλή εξαγωγή συμπερασμάτων από μελέτες που αναφέρονται μόνο στις ΗΠΑ ή μόνο στην Ευρώπη. Υπάρχουν όμως μελέτες στην παρούσα επισκόπηση που εστιάζουν ακριβώς στο θέμα των διαφορών ή ομοιοτήτων ανάμεσα στις δύο περιπτώσεις.

- Τα συνδυασμένα κέρδη (των ενοποιημένων τραπεζών) δεν διαφέρουν εντός ή εκτός ΗΠΑ, εντούτοις για τους μετόχους των εμπλεκόμενων μερών χωριστά υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά (Cybo-Ottone & Murgia, 2000).
- Οι αγοραστές εκτός ΗΠΑ κερδίζουν μεγαλύτερες μη-κανονικές αποδόσεις, ενώ οι στόχοι κερδίζουν λιγότερο από τους στόχους εντός ΗΠΑ (DeLong, 2003).
- Το διαφορετικό θεσμικό πλαίσιο των δύο αγορών επηρεάζει το αποτέλεσμα; Και στις δύο προαναφερθείσες μελέτες δεν προέκυψαν επαρκείς πληροφορίες για να εξάγουν το συμπέρασμα αυτό.
- Σημαντική διαφοροποίηση: Εξετάζοντας εάν το δείγμα που αφορούσε σε ανεπτυγμένες οικονομίες (αντίστοιχες με αυτή των ΗΠΑ) παρατηρήθηκαν αντίστοιχα αποτελέσματα ανάμεσα σε Ευρώπη και ΗΠΑ. Τελικά, η διαφορά ανάμεσα στις δύο περιπτώσεις οφείλεται στο ότι στην Ευρώπη υπάρχουν ακόμη υπό-αναπτυγμένες αγορές που λόγω συνθηκών επηρεάζουν αρνητικά τις αποδόσεις των αγοραστών (DeLong, 2003). Στις υπό-αναπτυγμένες ευρωπαϊκές οικονομίες υπάρχει πολύ μεγαλύτερη εξάρτηση

από τις τράπεζες όσον αφορά στο ρόλο της χρηματοδότησης και της διαμεσολάβησης.

- Για περίοδο παρατήρησης 36 μηνών μετά το γεγονός της Σ&Ε, προκύπτει σαφές προβάδισμα για τις Σ&Ε εντός ΗΠΑ. Αξιοποιούνται ίσως πιο αποτελεσματικά να τα οφέλη από μια Σ&Ε; (Miron & Patel, 2008).

Χρονική περίοδος που έλαβε χώρα μια Σ&Ε

- Με την πάροδο του χρόνου οι Σ&Ε αποδίδουν καλύτερα. Στη μελέτη των Houston & Ryngaert (1994) τα αποτελέσματα για το συνολικό δείγμα της εργασίας τους έδωσαν για την περίοδο 1985-1991, μη-κανονική απόδοση για τους εξαγοραζόμενους (για το διάστημα [-4,0]), +14,4%. Όμως, το έτος 1985 το αντίστοιχο ποσοστό ήταν +12,9%. Το έτος 1989 ήταν +21% και το έτος 1991 έφτασε το +30,2%. Ομοίως, οι αποδόσεις για τους μετόχους των αγοραστών, από αρνητικές τα πρώτα έτη της έρευνας, μετατράπηκαν σε μηδενικές τα έτη 1990 και 1991.
- Η αλλαγή των συνθηκών και της αγοράς γενικότερα επηρέασε προς το καλύτερο την απόδοση των Σ&Ε. Στην έρευνα του Becher (2000), που αφορά τα έτη 1980-1997, επίσης παρατηρείται διαφοροποίηση στην απόδοση των τραπεζιών Σ&Ε ανάλογα με τις υποπεριόδους.
- Οι ερευνητές υποθέτουν ότι οι παράγοντες που μπορεί να επηρεάζουν σχετίζονται με την εξέλιξη των αγορών, ίσως με την αποτελεσματικότητά τους ή την πληρέστερη ενημέρωση των επενδυτών. Μπορεί να βελτιώθηκε η ποιότητα του μάνατζμεντ ή ο έλεγχος από τους μετόχους προς τις διοικήσεις των τραπεζών. Σίγουρα μειώθηκε ο αριθμός των τραπεζών μετά από χρόνια συνεχών διεργασιών και συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ενδεχομένως με τον καιρό να απομένουν όλο και λιγότερες τράπεζες που όμως έχουν όλο και καλύτερα στοιχεία, μεγαλύτερη αξία ή προοπτικές.

Οπότε στις επερχόμενες ενοποιήσεις τα οφέλη όλο και αυξάνονται. Οι επενδυτές πάντως φαίνεται να συμερίζονται τις θετικές προοπτικές αφού η γνώμη τους αντικατοπτρίζεται σε όλο και αυξανόμενες μη-κανονικές αποδόσεις.

Λοιποί παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις

- Κεφαλαιοποίηση της τράπεζας στόχου. Σύμφωνα με τη μελέτη των Hannan & Wolken (1989) οι Σ&Ε που αφορούσαν σε μικρότερης κεφαλαιοποίησης στόχους οδήγησαν σε θετικά αποτελέσματα για την νέα ενοποιημένη τράπεζα. Αν η χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση του στόχου οφείλεται σε αδυναμία εκμετάλλευσης των επενδυτικών ευκαιριών από το παλιό μανάτζμεντ, τότε ίσως με την νέα διοίκηση αναμένονται περισσότερα κέρδη, για αυτό το λόγο λοιπόν οι προοπτική αυτή αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής. Στην έρευνα του DeLong (2001), επίσης αναφέρεται ότι οι μη-κανονικές αποδόσεις σχετίζονται με το λόγο του μεγέθους αγοραστή – εξαγοραζόμενου.
- Κεφαλαιοποίηση της τράπεζας αγοραστή. Όσο μικρότερος είναι ο αγοραστής, τόσο μεγαλύτερα τα κέρδη των μετόχων του. Στο συμπέρασμα αυτό κατέληξαν οι Tourani Rad & Van Beek (1999). Υποδηλώνοντας ότι οι μικρότερες τράπεζες θα κερδίσουν περισσότερα από την επικείμενη ενοποίηση σε σχέση με μεγαλύτερες τράπεζες αγοραστές.

Στο σημείο αυτό γεννώνται πολλά ερωτήματα τα οποία μπορεί να σχετίζονται με το κόστος ενσωμάτωσης μια νέας επιχείρησης, τα πιθανά κίνητρα Σ&Ε και κατά πόσο είναι πιο έντονα τα προβλήματα αντιπροσώπευσης σε μεγαλύτερες τράπεζες ή επιχειρήσεις εν γένει, κατά πόσο δηλαδή η απόφαση

ενός μάνατζερ για εμπλοκή σε μια Σ&Ε συνάδει με την αποστολή του που είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

- Αμυντική εξαγορά. Για τους μετόχους των αγοραστών, οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις ήταν κατώτερες όταν η εξαγορά πραγματοποιήθηκε για αμυντικούς σκοπούς. Στη μελέτη τους οι Baradwaj, Dubofsky & Fraser (1991) υπολόγισαν ότι για τους μετόχους των αγοραστών, οι μέσες μη-κανονικές αποδόσεις ήταν κατά -2,52% κατώτερες όταν η εξαγορά πραγματοποιήθηκε για αμυντικούς σκοπούς (για το διάστημα (-1,0). Αντίστοιχα ποσοστά υπολογίστηκαν για δύο ακόμη παράθυρα παρατήρησης).
- Ο ρυθμός ανάπτυξης του αγοραστή πριν την ενοποίηση. Αποδείχθηκε ότι στο τελικό αρνητικό αποτέλεσμα συνεισφέρει αρνητικά και στατιστικά σημαντικά ο ρυθμός ανάπτυξης του αγοραστή. Ενδεχομένως διότι οι τράπεζες που είχαν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης δεν φροντίζουν ώστε να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα μιας συγχώνευσης και να κερδίσουν από αυτήν, όπως αναφέρουν οι ερευνητές Madura & Wiant (1994).
- Η αποδοτικότητα της τράπεζας στόχου. Βάσει των αποτελεσμάτων της έρευνας των Beitel, Schiereck & Wahrenburg το 2003, οι αγοραστές κερδίζουν περισσότερο εάν επιλέξουν στόχους με υψηλή M/B τιμή (Market to Book ratio), που υποδηλώνει καλύτερη προοπτική για μελλοντικά κέρδη μέσα από τα οφέλη των συνεργειών. Επίσης, η κακή πορεία της μετοχής της target πριν το γεγονός της Σ&Ε ωθεί τους μετόχους της να εγκρίνουν την εξαγορά ώστε να κερδίσουν από αυτήν υπό την καθοδήγηση μιας νέας καλύτερης διοίκησης.

Σ&Ε εν μέσω Οικονομικής Κρίσης

Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2008 οδήγησε σε ιστορική πτώση τις χρηματιστηριακές αγορές. Ωστόσο, η αξία των Σ&Ε παρέμεινε σε υψηλά επίπεδα (\$3,4 τρις.), αν και μειώθηκε κατά 25% από το 2007. Η πτώση αυτή οφείλεται στη απόσυρση του ενδιαφέροντος των αγοραστών λόγω της μεγάλης αβεβαιότητας αλλά και στην αύξηση των αποτυχημένων Σ&Ε.

Ειδικότερα για τις τράπεζες, το περιβάλλον είναι πλέον πιο ανταγωνιστικό και λιγότερο προβλέψιμο. Οι αποτυχίες είναι πλέον πιο πιθανές και τα υπερκέρδη δείχνουν να μειώνονται. Όπως και οι Grullon, Michaley & Swary (1997) είχαν επισημάνει σε μελέτη τους σχετικά με τις τραπεζικές συγχωνεύσεις και την κεφαλαιακή επάρκεια, συνθήκες όπως οι παραπάνω ενισχύουν την δραστηριότητα των Σ&Ε και είχαν συνεισφέρει στα κύματα συγχωνεύσεων του 1980 και 1990. Πράγματι και στις μέρες μας οι διασυννοριακές Σ&Ε αυξάνονται, ενώ πιο ενεργή είναι πλέον η συμμετοχή τραπεζών από την Κίνα και την Ινδία. Το κράτος αλλά και οι Κεντρικές Τράπεζες παρενέβησαν και υποβοήθησαν εταιρικές αναδιαρθρώσεις κι εξαγορές προκειμένου να σωθούν τραπεζικοί κολοσσοί από την χρεωκοπία, με άμεσο αντίκτυπο στο κοινωνικό σύνολο.

Με δεδομένους τους περιορισμούς σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια και τα ελάχιστα κεφάλαια για την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, του κινδύνου της αγοράς και του λειτουργικού κινδύνου, η έκθεση πολλών τραπεζών σε τοξικές επενδύσεις επιδείνωσε τη θέση τους. Σε κάποιες περιπτώσεις σώθηκαν χάρις στην κρατική παρέμβαση ενώ σε άλλες τέθηκαν ως υποψήφιες για εχθρική απορρόφηση κι εξαγορά. Σημαντικές εταιρείες με παγκόσμια εμβέλεια πρωταγωνίστησαν σε αναδιαρθρώσεις όπως η Barclays που εξαγόρασε στοιχεία της Lehman Brothers καθώς και η εξαγορά της Merrill Lynch από την Bank of America.

Πια όμως ήταν η γνώμη των επενδυτών για μια Σ&Ε που πραγματοποιήθηκε μετά από παρακίνηση των αρχών; Τα κίνητρα των Σ&Ε πρέπει να είναι πάντα σε αρμονία με το συμφέρον των μετόχων. Ακόμη και στις περιπτώσεις που προωθείται το συμφέρον τρίτων μερών, αυτό δεν πρέπει να γίνεται εμπόδιο για τον πρωταρχικό σκοπό του μάνατζμεντ: τη μεγιστοποίηση του

πλούτου των μετόχων. Πως εξέλαβαν οι μέτοχοι της Bank of America την εξαγορά της Merrill Lynch;

Case study: Bank of America – Merrill Lynch

Στις 15 Σεπτεμβρίου 2008 η Bank of America ανακοίνωσε της εξαγορά της Merrill Lynch & Co. έναντι του ποσού των \$50 δις. Με ανταλλαγή μετοχών. Η συμφωνία εγκρίθηκε από τα διοικητικά συμβούλια και των δύο εταιρειών και εκκρεμούσε η ψήφος των μετόχων και η έγκριση των αρχών. Η Bank of America είναι ένα από τα μεγαλύτερα Χρηματο-Πιστωτικά Ιδρύματα (Χ.Π.Ι.) παγκοσμίως με πελάτες μεγάλες επιχειρήσεις και ιδιώτες παρέχοντας όλο το εύρος των τραπεζικών υπηρεσιών. Από την άλλη πλευρά, η Merrill Lynch είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες διαχείρισης χαρτοφυλακίου και παροχής επενδυτικών συμβουλών. Ως επενδυτική τράπεζα, παρέχει συμβουλές επί παντός τύπου αξιόγραφων και παραγώγων σε εταιρείες, κυβερνήσεις, ιδρύματα και ιδιώτες. Τα κεφάλαια που διαχειρίζεται ξεπερνούν τα \$1,6 τρις. Η νέα ενοποιημένη εταιρεία θα βρίσκεται στις δύο - τρεις μεγαλύτερες στον κόσμο στον τομέα της. Στην επίσημη ανακοίνωση στο διαδίκτυο αναφέρεται ότι η εξαγορά αναμένεται να αρχίσει να αποδίδει καρπούς από το 2010. Τέλος αναφέρεται ότι στην παραπάνω ανακοίνωση, οι δηλώσεις σχετικά με την μακροπρόθεσμη πορεία και τα αναμενόμενα κέρδη εμπεριέχουν συνθήκες αβεβαιότητας.

Προφανώς, οι επενδύσεις μπορεί να αποδώσουν λιγότερο από το αναμενόμενο, ο ανταγωνισμός ανάμεσα στα Χ.Π.Ι. δύναται να ενταθεί, οι γενικότερες συνθήκες της οικονομίας μπορεί να είναι ακόμη πιο δυσμενείς, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορεί να μεταβληθούν, το θεσμικό πλαίσιο μπορεί να υιοθετήσει νέους κανόνες κλπ. Ποια η γνώμη των επενδυτών για την εξαγορά της Merrill Lynch; Θα αποδώσει κέρδη στην Bank of America ή στόχος απλά είναι η σωτηρία μια εταιρείας που είναι πολύ μεγάλη για να αποτύχει (too big to fail); Ένα χρόνο αργότερα, η συναλλαγή αυτή χαρακτηρίζεται ως σκάνδαλο. Η διοίκηση της BoA φέρεται να έχει δεχτεί ασφυκτική πίεση από τις αρχές προκειμένου να εξαγοράσει την ML παρά τις ενδείξεις για όλο και αυξανόμενες ζημιές. Μπορεί οι όποιες εισηγήσεις να έγιναν με πρόθεση το κοινό συμφέρον αλλά είναι δύσκολο

να διαχωριστεί: από ποιο σημείο και μετά οι αξιωματούχοι εκμεταλλεύτηκαν την εξουσία τους είτε η διοίκηση της BoA εκβίασε το κράτος για καλύτερους όρους;

Οι μέτοχοι της BoA ενέκριναν τη Σ&Ε στις 5 Δεκεμβρίου. Τον επόμενο μήνα, στις 16 Ιανουαρίου, ανακοινώθηκαν ζημίες ύψους \$15,84 δις. της ML για το τέταρτο τρίμηνο. Η διοίκηση της BoA είχε ενημερώσει επαρκώς τους μετόχους; Στην τιμή της μετοχής, αντικατοπτρίζονται οι μελλοντικές προοπτικές μιας εταιρείας. Αποτυπώνεται η γνώμη των επενδυτών για τις τρέχουσες επιλογές και τα μελλοντικά αποτελέσματα. Όπως παρουσιάστηκε στην παρούσα μελέτη, η αντίδραση της αγοράς από μια Σ&Ε δύναται να ελεγχθεί σχετικά εύκολα με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων. Ακριβώς αυτή η μέθοδος λοιπόν εφαρμόζεται παρακάτω σε μια προσπάθεια να αποτυπωθεί μια εικόνα σχετικά με την απόδοση της συγκεκριμένης συναλλαγής.

Ήλεγξα τη μη-κανονική απόδοση για τους μετόχους της BoA για την ημέρα ανακοινώσεως της Σ&Ε. Ως περίοδο υπολογισμού, επέλεξα το διάστημα (-183,-10), ήτοι, οι ημερήσιες αποδόσεις από την 01/01/08 έως και 29/08/08 (εργάσιμες ημέρες). Σημειώνεται ότι η περίοδος υπολογισμού σταματά δέκα ημέρες πριν την επίσημη ανακοίνωση, προκειμένου να αποφευχθεί η πιθανότητα να είχε διαρρεύσει η πληροφορία για την ημέρα ανακοινώσεως. Βέβαια, στις μελέτες που έχουν παρουσιασθεί έως τώρα ίσως η περίοδος αυτή να ήταν μεγαλύτερη. Δοθέντος όμως της ειδικής περίπτωσης και της εμπλοκής του κράτους σε αυτήν την Σ&Ε είναι σχεδόν βέβαιο ότι οι συζητήσεις και οι πιθανές λύσεις για την σωτηρία της ML θα είχαν διαρρεύσει νωρίτερα. Συνεχίζοντας, επιλέχτηκε το μοντέλο της αγοράς, συνεπώς στο μοντέλο της γραμμικής παλινδρόμησης για την εκτίμηση των παραμέτρων συμπεριλήφθηκαν οι ημερήσιες αποδόσεις του δείκτη New York Stock Exchange. Ο σταθερός όρος υπολογίστηκε σε $8,41 \times 10^{-6}$ ενώ το beta της μετοχής σε σχέση με την αγορά υπολογίστηκε σε 2,10. Με βάση τις εκτιμήσεις αυτές, υπολογίστηκε η αναμενόμενη απόδοση της μετοχής της BoA για την 15 Σεπτεμβρίου 2008, ημέρα της επίσημης ανακοινώσεως της Σ&Ε μιας προβληματικής εταιρείας – γίγαντα, της ML. Η αναμενόμενη απόδοση υπολογίστηκε σε -10,60%. Ιδιαίτερα αρνητική, κάτι όμως που εξηγείται από τον υψηλό βαθμό συσχέτισης με την απόδοση της αγοράς (τον συστηματικό κίνδυνο) αφού το beta ήταν στο 2,1 και η πραγματική απόδοση του δείκτη εκείνη την ημέρα ήταν -5,08%. Ποια ήταν τελικά η πραγματική απόδοση της μετοχής της BoA; Πτώση της τάξεως του -21,31%.

Συνεπώς, η μη-κανονική απόδοση που οφείλεται στην ανακοίνωση της εξαγοράς της Merrill Lynch, ανέρχεται σε -10,71%. Το ποσοστό είναι υψηλό. Σε σύγκριση με αντίστοιχες επιδόσεις άλλων Σ&Ε ίσως να μην φαίνεται εξωπραγματικό αλλά στην συγκεκριμένη περίπτωση δεν πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός ότι σε απόλυτο αριθμό η μετοχή έχασε 7 δολάρια από την αξία της και ότι ενώ ο δείκτης υποχωρούσε κατά 5%, η μετοχή καταβαθρωνόταν κατά 20%.

Η απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων είναι αρνητική για τους αγοραστής. Ειδικά όμως όταν η αγορά αναγνωρίζει επιπλέον κινδύνους από μια τέτοια κίνηση τιμωρεί τις επιλογές των διοικήσεων με ακόμη πιο αυστηρό τρόπο. Η ΒοΑ ανέλαβε ένα μεγάλο κίνδυνο, μεγαλύτερο από αυτόν που ο μέσος επενδυτής είναι διατεθειμένος να αναλάβει, έστω και έμμεσα, επενδύοντας σε μια παγκόσμιας εμβέλειας εταιρεία όπως η Bank of America.

Επίλογος

Οι Σ&Ε αποτελούν ένα μεγάλο κεφάλαιο για την οικονομία. Άλλοτε ως τρόπος επέκτασης και ανάπτυξης κι άλλοτε για αμυντικούς σκοπούς, με κίνητρα που αποσκοπούν είτε στη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, είτε πηγάζουν από τις φιλοδοξίες του μάνατζμεντ. Όπως και να έχει, ιδιαίτερα οι Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα, λόγω της φύσης των ιδρυμάτων αυτών και της λειτουργίας της διαμεσολάβησης που επιτελούν, επηρεάζουν έντονα και άμεσα την οικονομία. Βραχυπρόθεσμα, οι μέτοχοι των αγοραστών φαίνεται να χάνουν ενώ οι μέτοχοι των εξαγοραζόμενων καταγράφουν σημαντικά κέρδη.

Όσον αφορά στις δύο δημοφιλέστερες μεθόδους μέτρησης της απόδοσης των τραπεζικών συγχωνεύσεων, η μέθοδος των μη-κανονικών αποδόσεων χρησιμοποιείται συχνότερα, ενδεχομένως για δύο λόγους. Πρώτον λόγω της ευκολίας στον τρόπο υπολογισμού και δεύτερον ίσως γιατί το ενδιαφέρον των επενδυτών στρέφεται πλέον στην βραχυχρόνια και άμεση αξιολόγηση της Σ&Ε, όπως αυτή απεικονίζεται μέσα από την τιμή μιας μετοχής. Από την άλλη πλευρά, η μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης με χρήση λογιστικών στοιχείων προσεγγίζει ίσως πιο ορθολογικά την πραγματική πορεία της ενοποιημένης εταιρείας (μετά από τη Σ&Ε), μέσα από τη μεταβολή των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης.

Στην παρούσα μελέτη παρουσιάστηκαν τα αποτελέσματα ερευνών που βασίζονται στις δύο προαναφερθείσες μεθόδους. Ωστόσο, ενδιαφέρον θέμα προς μελέτη θα ήταν ο έλεγχος της απόδοσης των τραπεζικών Σ&Ε, αρχικά με τη μέθοδο των μη-κανονικών αποδόσεων προκειμένου να αναδειχθούν βραχυπρόθεσμα (και μακροπρόθεσμα) τα αποτελέσματα και στη συνέχεια να αξιοποιούνται και τα λογιστικά στοιχεία της νέας ενοποιημένης εταιρείας για την εξαγωγή μιας πιο ολοκληρωμένης εικόνας και άποψης για την πραγματική απόδοση της Σ&Ε.

Μετά από δεκαετίες έντονης οικονομικής δραστηριότητας, μετά την παγκοσμιοποίηση των αγορών, την ελεύθερη μεταφορά κεφαλαίων και τη

διάχυση της πληροφορίας στο ευρύ επενδυτικό κοινό, το κεφάλαιο των Σ&Ε στον τραπεζικό τομέα συνεχίζει να μεγαλώνει, παρά τις όποιες αρνητικές διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών των αγοραστών. Συνεπώς, οι τραπεζικές Σ&Ε υποτίθεται πως «πρέπει» να επιτυγχάνουν, οπότε οι ανά τον κόσμο ερευνητές ίσως πρέπει να βρουν νέους τρόπους για να μετρήσουν τα οφέλη που προκύπτουν. Η αξιολόγηση μιας Σ&Ε γίνεται συγκρίνοντας τις πραγματικές τιμές της ενοποιημένης τράπεζας με αυτές που θα είχαν οι συνιστώσες της, αν δεν είχαν συγχωνευθεί. Οι εκτιμήσεις όμως αυτές βασίζονται σε ιστορικά δεδομένα και δεν ενσαρκώνουν στους αριθμούς την πραγματικότητα και τις εξελίξεις όπως αυτές διαμορφώνονται από μέρα σε μέρα. Ίσως στο σημείο αυτό να χάνεται πολύτιμη πληροφορία κι ως αποτέλεσμα η απόδοση των τραπεζικών συγχωνεύσεων να υποτιμάται. Ή μήπως όχι;

Υποσημειώσεις

1. Μια συγχώνευση ή εξαγορά κατηγοριοποιείται με βάση τη συσχέτιση του κλάδου όπου ανήκει. Η οριζόντια συσχέτιση αφορά στον ίδιο κλάδο δραστηριότητας (horizontal mergers). Όταν αφορούν σε εταιρίες που κατέχουν διαφορετικές θέσεις στην παραγωγική διαδικασία ομιλούμε περί κάθετων συγχωνεύσεων (vertical mergers).
2. Με βάση τη συσχέτιση των κλάδων όπου ανήκουν διακρίνουμε τις συσχετισμένες συγχωνεύσεις (related mergers ή concentric mergers) και τις ασυσχέτιστες συγχωνεύσεις (unrelated mergers ή conglomerates).
3. Η προσπάθεια του μάνατζμεντ να αποκτήσει τον έλεγχο προτρέποντας τους μετόχους να ψηφίσουν μέσω αντιπροσώπων.
4. Έχει παρατηρηθεί ότι οι συγχωνεύσεις και εξαγορές έρχονται κατά κύματα. Στις ΗΠΑ απαριθμούνται 5 κύματα από το 1890 έως σήμερα. Μια απλή εξήγηση του φαινομένου είναι ότι όταν μια επιχείρηση πραγματοποιήσει μια εξαγορά, οι ανταγωνιστές της ακολουθούν κι εκείνοι την ίδια στρατηγική φοβούμενοι να μην μείνουν στο παρασκήνιο.
5. Αφορά ένα σύνολο τεχνικών μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου κάτω από τη Βασιλεία II. Οι τράπεζες μπορούν να χρησιμοποιήσουν δικά τους μοντέλα εκτίμησης της πιθανότητας χρεοκοπίας (default probability), EAD (Exposure at Default), LGD (Loss Given Default) και μέσω αυτών να υπολογίσουν το RWA (Risk Weighted Asset). Έπειτα τα απαιτούμενα διαθέσιμα κεφάλαια υπολογίζονται ως ποσοστό του εκτιμημένου RWA.
6. Ορίζοντας τα λειτουργικά κέρδη ως τη διαφορά μεταξύ του συνόλου των εσόδων από τόκους και άλλες πηγές εσόδων (π.χ. προμήθειες, κλπ) και των λειτουργικών εξόδων πλην τόκων.

7. Οι buy-and-hold μη-κανονικές αποδόσεις υπολογίζονται από τους 12 ημερολογιακούς μήνες πριν το μήνα της συγχώνευσης και για τα επόμενα 2 έτη μετά από αυτήν, αρχίζοντας ένα μήνα μετά το γεγονός.
8. $\text{Cost to Income Ratio} = \text{Overhead Costs} / (\text{Net Interest Revenue} + \text{Non Interest Income})$.

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Διεθνής

Agrawal A., Jaffe J. and Mandelker G. (1992) 'Post-merger performance of acquiring firms. A re-examination of an anomaly', *Journal of Finance*, Vol. 47, pp 1605-1621

Akhavain J., Berger A. and Humphrey D. (1997) 'The effects of Megamergers on efficiency and prices: evidence from a bank profit function', *Review of Industrial Organization*, Vol. 12, pp 95-139

Allen L. and Saunders A. (2004) 'Special Issue on The Path to Basel II Adoption', *Journal of Financial Services Research*, Vol. 26, pp 101-191

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

Amel D. and Rhoades S. (1989), 'Empirical Evidence on the Motives for Bank Mergers', *Eastern Economic Journal*, Vol. 15, pp 17-27

Amihud Y., DeLong G. and Saunders A. (2002) 'The effects of cross-border bank mergers on bank risk and value', *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21, pp 857-877

Asimakopoulou I. and Athanasoglou P. (2009) 'Revisiting the Merger and Acquisition Performance of European Banks', *Bank of Greece – Working Paper*, No. 100, www.bankofgreece.gr

Baradwaj B., Dubofsky D. and Fraser D. (1991) 'Bidder Returns in Interstate and Intrastate Bank Acquisitions', *Journal of Financial Services Research*, Vol. 5, pp 261-273

Basel Committee on Banking Supervision (2006) *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, www.bis.org

Beccalli E. and Frantz P. (2009) 'M&A Operations and Performance in Banking', *Springer Science and Business Media*, LLC 2009, published online: 13 February 2009

Becher D. (2000) 'The Valuation effects of bank mergers', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp 189-214

Beitel P., Schiereck D. and Wahrenburg M. (2003) 'Explaining the M&A-success in European bank mergers and acquisitions', *European Business School*, revised version as of April 2003

Bendeck Y. and Waller E. (2007) 'Bank Acquisition Announcements And Intra-Industry Effects', *Journal of Business & Economics Research*, Vol. 5, pp 15-21

Berger A. (2006) 'Potential Competitive Effect of Basel II on Banks in SME Credit markets in the United States', *Journal of Financial Services Research*, Vol. 29, pp 5-36

Brealey R., Myers. and Allen F. (2006) *Principles of Corporate Finance*, 9th edition, McGraw – Hill International Edition

Brigham E. and Ehrhardt M. (2005) *Financial Management, Theory and Practice*, 11th edition, South – Western, International Student Edition

Bruner R. (2002) 'Does a M&A Pay? A survey of Evidence for the Decision-Maker', *Journal of Applied Finance*, Vol. 12

Caruso A. and Palmucci F. (2004) 'Measuring value creation in bank mergers and acquisitions', *Working Paper*, Temi di discussion del Servizio Studi Banca d' Italia, www.efmaefm.org

Cornett M. and Tehranian H. (1991), 'Changes in corporate performance associated with bank acquisitions', *Journal of Financial Economics*, 1992, Vol. 31, pp 211-234, North-Holland

Cornett M., Hovakimian G., Palia D. and Tehranian H. (2003) 'The impact of the manager-shareholder conflict on acquiring bank returns', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, pp 103-131

Cornett M., McNutt J. and Tehranian H. (2004) 'Performance Changes Around Bank Mergers: Revenue Enhancements Versus Cost Reductions', *Journal of Money Credit and Banking*, 2006

Correa R. (2008) 'Cross-border Bank Acquisitions: Is there a Performance Effect?', *International Finance Discussion Papers*, Number 922, www.ssrn.com

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

DeLong G. (1999) 'Stockholder gains from focusing versus diversifying bank mergers', *Journal of Financial Economics*, 2001, Vol. 59, pp 221-252

DeLong G. (2003) 'The Announcement Effects of U.S. Versus Non-U.S. Bank Mergers: Do They Differ?', *The Journal of Financial Research*, Vol. 26, pp 487-500

Dickerson A., Gibson H. and Tsakalotos E. (1997) 'The Impact of Acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms', *Oxford Economic Papers*, Vol. 49, pp 344-361

Elton E., Gruber M., Brown S. and Goetzmann W. (2007) *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, 7th edition, Wiley, New York

Fama E. (1970) 'Efficient capital markets: A review of theory and empirical work', *Journal of Finance*, Vol. 25, pp 383-417

Fama E. (1998) *Foundations of Finance*, Basic Books, New York.

Fama E., Fisher L., Jensen M. and Roll R. (1969) 'The adjustment of stock prices to new information', *International Economic Review*, Vol. 10, pp 1-21

Fritsch M., Gleisner F. and Holzhauser M. (2007) 'Bank M&A in Central and Eastern Europe', *Working paper*, www.ssrn.com

Ghosh A. (2001) 'Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?', *Journal Of Corporate Finance*, Vol. 7, pp 151-178

Goergen M. and Renneboog L. (2003) 'Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids', European Corporate Governance Institute, Brussels, Finance (2004). *European Financial Management*, Vol. 10, pp 9-45

Grullon G., Michaely R. and Swary I. (1997) 'Capital Adequacy, Bank Mergers, and the Medium of Payment', *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, pp 97 -124

Hannan T. and Piloff S. (2005), 'Will the adoption of Basel II encourage increased Bank Merger Activity? Evidence from the United States', *SUERF - The European Money and Finance Forum*, Vienna 2005, www.suerf.org/download/studies/study20051.pdf

Hannan T. and Wolken J. (1989) 'Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry', *Journal of Financial Services Research*, Vol. 3, pp 5-16

Healy P., Palepu K. and Ruback R. (1992) 'Does corporate performance improve after mergers?', *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, pp 135-175

Houston J. and Ryngaert M. (1994) 'The overall gains from large bank mergers', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 18, pp 1155-1176

Hull J. (2009) *Options, Futures and other Derivatives*, 7th edition, Pearson Prentice Hall, New Jersey

Kosmidou K. and Zopounidis C. (2008) 'Measurement of bank performance in Greece', *South - Eastern Europe Journal of Economics*, Vol. 1, pp 79-95

Lang L., Stulz R. and Walking R. (1989) 'Managerial Performance, Tobin's Q and the Gain from Successful tender Offers', *Journal of Finance Economics*, Vol. 24, pp 137-154

Langetieg T.C. (1978) 'An application of a three-factor model performance index to measure stockholder gains from merger'. *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, pp 365-384

Linder J. and Crane D. (1992) 'Bank Mergers: Integration and Profitability', *Journal of Financial Services Research*, Vol. 7, pp 35-55

Madura J. and Wiant K. (1994) 'Long-term valuation effects of bank acquisitions', *Journal of Banking & Finance*, Vol. 18, pp 1135-1154

Miron L. and Patel F. (2008) 'Empirical Study of post-takeover performance in banking industry: comparison between U.S. and European bank acquisitions', *Unpublished paper Master Thesis in Finance*, Umea School of Business

Mulherin J. and Boone A. (2000) 'Comparing acquisitions and divestitures', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6, pp 117-139

Powell R. & Stark A. (2005) 'Does Performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks', *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, pp 293-317

Rau R. and Vermaelen T. (1998) 'Glamour and the post-acquisition performance of acquiring firms', *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp 223-253

Saunders A. and Cornett M. (2008) *Financial Institutions Management*, 6th edition, McGraw – Hill International Edition

Sinha A. (2009) 'Basel II AIRB Implementation - Lessons in Progress', *Deloitte*, www.moodyskmv.com

Smith D. (1971) 'The Performance of Merging Banks', *The Journal of Business*, Vol. 44, pp 184-192

Soussa F. and Wheeler T. (2006) 'Do announcements of bank acquisitions in emerging markets create value?', *Bank of England - Working Paper*, No. 315, www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/index.htm.

Sudarsanam S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges. An Integrated and International Perspective*, Prentice Hall International, London

Thompson D. (2009) 'How bad is the Bank of America/Merrill Lynch Scandal?', <http://business.theatlantic.com>

Tourani Rad A. and Van Beek L., (1999) 'Market Valuation of European Bank Mergers', *European Management Journal*, Vol. 17, pp 532-540

Vennet R. (1996) 'The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions', *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, pp 1531-1558

Ελληνική

Αληφαντής Γ. (2008) *Ασκήσεις μετασχηματισμών και λογιστική του goodwill*,
Αδημοσίευτο χειρόγραφο

Δαμιανού Χ. και Κούτρας Μ., (2000) *Εισαγωγή στη Στατιστική*, Συμμετρία, Αθήνα

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 495/2009 της επιτροπής της 3ης Ιουνίου 2009 για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1126/2008 για την υιοθέτηση ορισμένων διεθνών λογιστικών προτύπων σύμφωνα με τον κανονισμό (ΕΚ) αριθ. 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όσον αφορά στο ΔΠΧΠ 3, www.hcmc.gr

Κυριαζής Δ. (2007) *Συγχωνεύσεις και Εξαγορές*, Πανεπιστημιακό, Αθήνα

Μαυρομμάτη Μ., (2006) *‘Ανάλυση των επιπτώσεων των κανόνων της Βασιλείας II’*, Αδημοσίευτη μελέτη, Πανεπιστήμιο Ιωαννίνων, www.econ.uoi.gr

Διαδικτυακοί τόποι

www.bankofamerica.com

www.bis.org

www.businessdictionary.com

www.federalreserve.gov

www.hcmc.gr

www.ine.otoe.gr

www.mckinseyquarterly.com

www.ml.com

www.moodyskmv.com

www.reuters.com/article/americasRegulatoryNews

www.taxheaven.gr

www.wikipedia.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΠΑ